

Att främja gröna obligationer

Betänkande av Utredningen om gröna obligationer

Stockholm 2017



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

SOU 2017:115

SOU och Ds kan köpas från Norstedts Juridiks kundservice.
Beställningsadress: Norstedts Juridik, Kundservice, 106 47 Stockholm
Ordertelefon: 08-598 191 90
E-post: kundservice@nj.se
Webbadress: www.nj.se/offentligapublikationer

För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Norstedts Juridik AB
på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning

Svara på remiss – hur och varför

Statsrådsberedningen, SB PM 2003:2 (reviderad 2009-05-02).

En kort handledning för dem som ska svara på remiss.

Häftet är gratis och kan laddas ner som pdf från eller beställas på regeringen.se/remisser

Layout: Kommittéservice, Regeringskansliet

Omslag: Elanders Sverige AB

Tryck: Elanders Sverige AB, Stockholm 2018

ISBN 978-91-38-24747-1

ISSN 0375-250X

Till statsrådet Per Bolund

Regeringen beslutade den 14 december 2016 att utse en särskild utredare med uppdrag att analysera och lämna förslag på hur marknaden för gröna obligationer kan främjas. Uppdraget omfattade även frågor som att ta fram exempel på projekttyper lämpliga för denna typ av finansiering, samt överväganden kring validering och information till investerare.

Mats Andersson, f.d. VD för 4AP-fonden, förordnades som särskild utredare från och med den 14 december 2016. Som sekreterare förordnades fil.kand. Niklas Johansson och ämnesråd, tillika docent, Malou Larsson Klevhill från och med den 9 januari 2017. Dåvarande departementssekreterare Daniel Fast tillträdde som sekreterare den 24 april 2017.

Som sakkunniga förordnades ämnesråd Karl Bergstrand och departementssekreterare Åsa Sterte från och med den 31 januari 2017.

Den 31 januari 2017 förordnades experterna hållbarhetschef Björn Bergstrand (Kommuninvest), fil.dr. Sara Bergström (Svensk Försäkring), senior rådgivare Magnus Emfel (WWF), ränteförvaltare Lars Lindblom (AP2), senior ekonom Jenny Mannent (Fondhandlarnas förening), senior investeringsmanager Gunilla Nilsson (Swedfund), VD Fredrik Nordström (Fondbolagens förening), biträdande chef Skuldförvaltning Maria Norström (Riksgälden), finanschef Thomas Nystedt (Vasakronan), ekonom Cecilia Repinski (Misum) till och med den 12 juni 2017, enhetschef Maria Sunér Fleming (Svenskt Näringsliv), och ekonom Jonny Sylvé (Svenska Bankföreningen). Ek.dr. Emma Sjöström (Misum) förordnades från och med den 12 juni 2017.

Utredningen lämnar härmed betänkandet *Att främja gröna obligationer* (SOU 2017:115). Utredningens arbete är med detta slutfört.

Stockholm i december 2017

Mats Andersson

/Daniel Fast
Niklas Johansson
Malou Larsson Klevhill

Innehåll

Sammanfattning	11
1 Författningsförslag.....	23
1.1 Förordning om ändring i förordningen om energideklaration för byggnader (2005:1592).....	23
2 Inledning.....	25
2.1 Uppdraget.....	25
2.2 Arbetets genomförande.....	26
2.3 Betänkandets disposition.....	27
3 Utgångspunkt och förutsättningar	29
3.1 Efterfrågan.....	35
3.1.1 Kapitalets påverkan.....	36
3.1.2 Kapitalallokeringens påverkan på ekonomin	36
3.1.3 Kan en mobilisering av investerare påverka kapitalallokeringen?.....	37
3.1.4 Vad menas med risk?.....	41
3.1.5 Initiativ till en mer hållbar kapitalallokering.....	54
3.1.6 Att omvandla sparande till finansiering	60
3.1.7 Gröna obligationer	62
3.2 Avgränsningar	63
3.3 Gällande rätt.....	65

4	Marknaden	77
4.1	Räntemarknaden	77
4.2	Närmare om obligationsmarknaden i allmänhet	78
4.2.1	Prissättning av obligationer	80
4.2.2	Marknadsräntan	83
4.2.3	Avkastningskurvan	85
4.2.4	Riksbankens påverkan på räntorna	87
4.2.5	Fördjupning marknadslikviditet	89
4.3	Prissättning av gröna obligationer	91
4.4	Den svenska obligationsmarknaden	93
4.4.1	Emittenter	93
4.4.2	Investerare	97
4.4.3	Handelsstruktur	98
4.4.4	Marknaden för svenska säkerställda obligationer	100
4.5	Gröna obligationer i synnerhet	105
4.5.1	Historik	106
4.6	Närmare om marknaden för gröna obligationer	109
4.6.1	Karaktär och definition	109
4.7	Svenska marknaden för gröna obligationer	112
4.7.1	Svenska aktörer i ett tidigt skede	114
4.7.2	Svenska marknadens utveckling	118
4.7.3	Årlig emissionsvolym i svenska kronor	122
4.7.4	Emittenter på marknaden i svenska kronor	126
4.7.5	Svenska emittenter som emitterat i utländsk valuta	130
4.7.6	Investerare på den svenska marknaden för gröna obligationer	132
4.7.7	Svenska marknadens framtida utveckling	138
4.8	EU marknaden	140
4.8.1	Utveckling i olika medlemsstater	144
4.9.1	Regional utveckling	150
4.9.2	Emittenter på den globala marknaden	155
4.10	Slutanmärkning	156

5	Standard, bedömning och validering.....	157
5.1	Allmänt om hållbarhetsrapportering och riktlinjer	157
5.2	Standarder, principer och ramverk för gröna obligationer	161
5.2.1	Historik och Världsbankens ramverk	162
5.2.2	Principerna för gröna obligationer	165
5.2.3	Climate Bonds Initiative och Climate Bonds Standard.....	180
5.3	Extern granskning.....	193
5.3.1	Andrahandsutlåtande	193
5.3.2	Marknaden för externa granskningstjänster	194
5.3.3	Bedömning av andrahandsutlåtanden.....	198
5.4	Verifiering av förvaltning av obligationslikvid	202
5.5	ISO-standardisering av gröna obligationer	205
5.5.1	Närmare om ISO 14030 standarden.....	206
5.5.2	Utvärdering av framtagandet av standarden ISO 14030	207
5.6	Index.....	209
5.6.1	Index för gröna obligationer.....	209
5.6.2	Gröna obligationsindex.....	210
5.7	Marknadsplatser	213
5.7.1	Marknadsplatser för gröna obligationer.....	214
5.8	Kreditvärderingsinstitutet	218
5.8.1	Tidshorisont.....	219
5.8.2	Klimatbetygens egenskaper	220
5.8.3	Marknad för betyg av gröna obligationer	223
5.9	Nationella regelverk.....	224
5.9.1	Kina	225
5.9.2	Samarbete mellan EU och Kina gällande taxonomi över hållbara investeringar	233
5.9.3	Indien	236
5.10	Särskilt om information till investerare	241

6	Främjandeåtgärder	247
6.1	Transparens och hållbarhet	247
6.2	Varför investeras i gröna obligationer?	249
6.3	Varför emitteras gröna obligationer?	251
6.4	Fördelar och nackdelar med gröna obligationer	253
6.5	Hinder för marknaden för gröna obligationer.....	256
6.5.1	Nischprodukt	257
6.5.2	Sämlre likviditet.....	257
6.5.3	Högre kostnad.....	258
6.5.4	Additionalitet	259
6.6	Utmaningar	261
6.7	Främjandeåtgärder.....	267
6.7.1	Utredarens förslag.....	268
6.7.2	Förslag för vidare utredning.....	310
6.7.3	Förslag som valts bort	321
6.8	Lagstiftningsbehov	333
7	Projektkategorier och identifiering av gröna projekt	343
7.1	Definition av projekt.....	344
7.2	Möjliga investeringar enligt de internationella branschstandarderna.....	344
7.3	Svenska klimatåtaganden.....	349
7.3.1	Klimatåtaganden på global nivå.....	350
7.3.2	Klimatåtaganden på EU-nivå.....	352
7.3.3	Klimatåtaganden på nationell nivå	354
7.4	Investeringsbehovet	357
7.4.1	Ökande efterfrågan på energi	358
7.4.2	Tidig omställning minskar kostnaderna	359
7.4.3	Finansieringsbehovets storlek.....	359
7.5	Identifiering av sektorer i Sverige med störst potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer	361

7.5.1	Närmare om specifika sektorer	363
7.6	Erfarenheter och emissionslikvidens användningsområden	367
7.7	Erfarenheter	371
7.8	Tänkbara framtida investeringar	378
8	Möjlighet till statligt engagemang i gröna obligationer .	381
8.1	Statliga ramverken för emission av gröna obligationer	381
8.1.1	Godkända investeringar för finansiering via de statliga gröna obligationerna.....	383
8.1.2	Process för utvärdering och val av investeringar.....	385
8.1.3	Förvaltning av emissionslikviden	386
8.1.4	Rapportering.....	388
8.1.5	Närmare om marknaden för gröna statsobligationer	390
8.2	En statligt emitterad grön obligation i Sverige	394
8.2.1	Motivering och förutsättningar för en svensk grön statsobligation.....	395
8.2.2	Förslag till hur statlig emission av gröna obligationer skulle kunna utformas.....	400
8.2.3	Klimatpolitiska rådet som ansvarig för framtagandet av statens ramverk för gröna obligationer	400
8.2.4	Riksrevisionen som oberoende granskare av statens ramverk.....	401
8.2.5	Finansiering av redan beslutade utgifter för miljö- och klimatsatsningar	402
8.2.6	Emission under befintligt lånebehov.....	404
8.2.7	Rapportering.....	404
8.2.8	Kravet på öronmärkning har tagits bort från GBP	406
8.2.9	Kostnader.....	407
8.2.10	Möjlig hantering för att minska likviditetsproblemet	408
8.2.11	Överstatligt kontrollorgan.....	410

8.3	Statligt engagemang i gröna projekt – alternativa utformningar.....	411
8.3.1	OPS-utredningen	412
8.3.2	Angelägna investeringar – nya finansieringsformer.....	412
8.3.3	Vissa begrepp.....	413
8.3.4	Projektutformning.....	414
8.3.5	Holdingbolag – ett sätt att effektivisera finansieringen och reducera risker	415
8.3.6	Avslutande kommentarer	417
8.4	De statliga bolagen som en katalysator för marknadens främjande.....	418
9	Ikraftträdande	423
10	Förslagets konsekvenser.....	425
10.1	Allmänt.....	425
10.2	Samhällsekonomiska konsekvenser.....	426
10.3	Konsekvenser för staten och myndigheter	428
10.4	Övriga konsekvenser.....	430
11	Författningskommentar	431
11.1	Förordning om ändring i förordningen om energideklaration för byggnader (2005:1592)	431
	Särskilda yttranden	433
	Bilaga	
Bilaga 1	Kommittédirektiv 2016:109.....	445

Sammanfattning

Marknaden för gröna obligationer är relativt ung. Trots att den på ett decennium har vuxit exponentiellt, från ingenting till att vid utgången 2017 globalt ha ett värde om närmare 300 miljarder dollar, är den fortfarande att betrakta som en nischprodukt. Värdet på gröna obligationer motsvarar mindre än en procent av det samlade värdet på alla utgivna obligationer.

Samtidigt vet vi att det finansieringsbehov som finns för att målet från klimatmötet i Paris – att hålla temperaturökningen till väl under 2 grader – ska kunna infrias är enorma. Det finns uppgifter som anger att behovet uppgår till 93 000 miljarder dollar under perioden fram till 2030. Gröna obligationer har ett flertal gånger och av olika institutioner pekats ut som en viktig finansieringskälla för att klara omställningen. För att möjliggöra detta är slutsatsen att åtgärder måste vidtas för att göra de gröna obligationerna mer attraktiva för såväl investerare som emittenter.

Värdet av att äga eller emittera gröna obligationer har hittills primärt haft karaktären av ett signalvärde. Den som emitterar respektive köper en grön obligation vill skicka budskapet att man vill vara en del i att ställa om världen till något som är mer hållbart. I ekonomiskt avseende har dock värdet varit begränsat eller till och med negativt.

Den gröna obligationen har dock egenskaper som skiljer sig åt från den traditionella. Det finns ett inslag av påverkan hos en grön obligation som den traditionella obligationen inte har. Emittenten måste nämligen återrapporera till investeraren hur emissionsbelopp använts, vilket skapar grunden för en dialog. Det skapas således förutsättningar för en löpande dialog mellan emittent och placerare. Det finns också ett flertal berättelser från emittenter om hur introduktionen av en grön obligation öppnat för en intern dialog mellan olika enheter hos emittenten, framför allt mellan

miljö- respektive finanssidan. Dessa nya dialoger har i sig lyft hållbarhetsfrågorna på ett positivt sätt.

Samtidigt har gröna obligationer hittills inte inneburit någon lägre finansieringskostnad för emittenten eller lägre risk för investeraren. Det kan till och med sägas att gröna obligationer till följd av extra kostnader för certifiering och återrapportering är – om än marginellt sett i förhållande till emissionernas storlekar – en dyrare finansieringskälla än vanliga obligationer från samma emittent. Dessutom har likviditeten i sekundärmarknaden hittills varit sämre för gröna obligationer.

Utöver signalvärdet är det svårt att hitta rent ekonomiska skäl för att emittera eller äga gröna obligationer. Till detta kan läggas att regelverk i form av definitioner och mätbarhet ibland upplevs som otydliga.

Utredningens övergripande uppdrag har varit att identifiera sätt på vilken en marknad för gröna obligationer kan främjas. Utredningen har således inte haft i uppdrag att bedöma om gröna obligationer är ett effektivt finansiellt instrument eller att pröva huruvida marknaden för gröna obligationer bör främjas eller inte.

Om målet är att öka tillväxten av gröna obligationer och därmed göra dem till en viktig finansieringskälla för en beslutad hållbar omställning krävs åtgärder. Dessa kan delas in i tre kategorier.

- Att förbättra befintlig marknad utifrån de gröna obligationer vi har i dag. Trots allt har den gröna obligationsmarknaden på tio år växt från ingenting till närmare 300 miljarder dollar.
- Att försöka skapa gröna obligationer som har delvis nya egenskaper, främst en lägre kreditrisk, och därmed erbjuder en lägre finansieringskostnad.
- Att på olika sätt undanröja en del av de extra kostnader och hinder som säkert avhåller en del emittenter från att emittera gröna obligationer, även om de uppfyller de krav som ställs.

Det är utredningens uppfattning att det inte finns en lösning på alla de utmaningar som finns utan att det snarare handlar om att pröva en bred arsenal av områden inom vilka marknaden för gröna obligationer kan främjas.

Samtliga förslag kommer i en eller annan form att kräva förändringar av regelverk och mandat för att kunna genomföras.

Samtidigt är ambitionen att de förslag som utredningen presenterar ska vara praktiskt genomförbara inom en relativt snar framtid.

Avgränsning

Utredningen har valt att ofta referera till klimatrisk. Skälet är att det finns en tydlig koppling mellan Sveriges åtagande i klimatavtalet samt vad som sägs i det klimatpolitiska ramverket – att Sverige ska minska utsläppet av växthusgaser i atmosfären med 85 procent fram till 2045, jämfört med utsläppen 1990. Gröna obligationer har också explicit utpekats som en viktig källa för att finansiera de åtaganden som finns enligt klimatavtalet från Paris 2015. Fördelen är också att klimatpåverkan är relativt sett enklare att mäta jämfört med andra hållbarhetsområden. Vidare finns anledning att tro att en modell för hur klimatomställningen ska ske, med stor sannolikhet kan kopieras till andra hållbarhetsområden.

Det är också väsentligt att de förslag som lämnas inte förutsätter subventioner. När subventioner används löper alla system en risk att utsättas för kortsiktiga förändringar. Utöver de störningar och imperfektioner subventioner kan ha på en marknads funktionssätt kan subventioner i vissa fall även stå i strid med EU:s regler för otillåtet statsstöd. Att driva mot ökad hållbarhet förutsätter att spelreglerna likt frågan i sig är långsiktiga. Detta gäller inte minst området för obligationer som i sig är långsiktiga åtaganden av såväl investerare som emittent.

Några av utredarens främjandeförslag

Nedan följer några förslag på områden som skulle kunna bidra till att skapa större marknad för gröna obligationer i Sverige och därmed bidra till att finansiera en omställning till ett mer hållbart samhälle. Förslagen motiveras av en övertygelse att hållbara investeringar på sikt har en lägre kreditrisk och därmed lägre finansieringskostnad vilket också i ett längre perspektiv skulle bidra till en mer effektiv kapitalallokering.

De två första förslagen här handlar om att vidga den gröna obligationsmarknaden utan att obligationen i sig ändras. De diskuteras i kapitel 8. En annan främjandekategori fokuserar på att

försöka skapa en grön obligation vars kreditrisk är lägre och som därmed skulle ge emittenten en lägre finansieringskostnad. Några av dessa förslag, som diskuteras i 6 kap., sammanfattas här. I 6 kap. diskuteras också ett tredje främjandeområde som berör behovet av att minska trösklar, förbättra information och utbildning samt bidra till en bättre fungerande sekundärmarknad. Som för alla nya företeelser, inte minst i den finansiella sektorn, finns det anledning att skapa tydliga regelverk i vid bemärkelse.

Emission av en svensk statlig grön obligation

Även om Polen i slutet av 2016 var den första stat att emittera en grön obligation var det när Frankrike i början av 2017 emitterade en grön obligation om hela 7 miljarder euro som diskussionen och önskan om att stater skulle emittera gröna obligationer tog fart.

Önskan att få stater att emittera gröna obligationer ska bl.a. ses i skenet av att statliga obligationer generellt har en bättre likviditet och står för cirka 20 procent av det samlade värdet av emitterade obligationer världen över.

Den enskilt viktigaste främjandeåtgärden och den som skulle få det starkaste genomslaget vore om svenska staten emitterade gröna obligationer.

Flera länder har samtidigt restriktioner kring statlig upplåning, däribland Sverige, som försvårar möjligheterna att emittera gröna obligationer. Inte sällan måste, enligt lag, upplåning alltid ske till lägsta möjliga kostnad. Eftersom en emission av en grön obligation är förknippad med "extra kostnader" i form av certifiering och återrapportering är det enkelt att avfärda gröna obligationer som finansieringskälla enbart på den grunden. Vidare hävdar många att det är svårt eller rent av omöjligt att öronmärka pengar till vissa projekt.

Som nämnts är dessutom marknaden för gröna obligationer mindre vilket medför en nackdel genom att sekundärmarknaden är sämre än för traditionella obligationer.

Slutsatsen blir att det är lätt att stapla argument för att en emission av en svensk statlig grön obligation inte är möjligt, eller ens önskvärd, givet dagens regelverk och kravet på att kostnaden för statsskuldssförvaltningen långsiktigt minimeras med beaktan av risk. Å andra sidan, Frankrike har i princip samma regelverk som Sverige

och där emitterades en grön obligation med trefaldig övertäckning. Utredningen kan inte se varför det därför inte skulle vara möjligt även i Sverige. Däremot måste en rad frågor och omständigheter analyseras närmare, däribland budgetramverket och att det svenska lånebehovet för närvarande skiljer sig från det franska.

En emission av en statlig grön obligation måste av allt att döma baseras på följande:

- På sikt kommer gröna obligationer att svara för en betydande andel av obligationsmarknaden och de extra kostnader som en emission i dag är förenade med får ses som "lärpengar" för att på sikt få en ny finansieringskälla. I sammanhanget kan nämnas att merkostnaden för att emittera den franska statliga obligationen motsvarar 0,000004 procent av det belopp som emitterades.
- En statlig grön obligation skulle kunna vara ett medel för att kommunicera Sveriges mål om att minska utsläppen av växthusgaser med 85 procent fram till 2045. Den obligationen skulle helt enkelt kunna knytas till ett antal investeringar vars syfte är att nå uppsatta mål.
- Från ett samhällsperspektiv är det dessutom viktigt att staten tar en aktiv del för att underlätta en finansiering av en hållbar omställning. Anlägger man ett längre perspektiv finns det anledning att tro att de marginella kostnader som uppstår kortsiktigt uppvägs flerfaldigt av samhällsvinsten på lång sikt. Dilemmat med dagens aktie- och obligationsmarknad är att den tenderar att se till det korta perspektivet och i det perspektivet är hållbarhet mer av slump än utslag av medvetet val. Ändras tidsperspektivet kan slutsatsen bli en helt annan.
- Emission av en grön obligation skulle dessutom vidga basen för framtida investerare i svenska statliga obligationer. Det visade sig nämligen att efterfrågan på den gröna obligationen i Frankrike hade en delvis annorlunda spridning såväl geografiskt som vad gäller placerarkategorier. Det finns således vägande marknadsskäl för att staten ska engagera sig i marknaden för gröna obligationer.

De flesta är samtidigt eniga om att utan ett påtagligt statligt engagemang torde gröna obligationer inte kunna bli den finansieringskälla många önskar och rent av kräver. Utredningen menar att det –

åtminstone i det korta perspektivet – enbart är staterna som kan försörja marknaderna med de volymer som krävs.

Den utformning som den franska gröna obligationen hade borde kunna användas som förebild för en motsvarande svensk. Gör man det faller argumenten om att det inte går att öronmärka pengar i en budget. Dessutom står sig inte heller argumentet att en grön obligation skulle tränga undan investerare från de traditionella obligationerna.

Statliga företag

Om en regering och en riksdag vill utveckla den svenska marknaden för gröna obligationer borde det ligga nära till hands att uppmuntra de statliga företagen att emittera gröna obligationer. Hållbarhet har sedan lång tid stått högt på ägaragendan för dessa företag. Att helt enkelt gå före och vara det goda exemplet. Det framgår av statens ägarpolicy att "Bolag med statligt ägande ska agera föredömligt inom området hållbart företagande och i övrigt agera på ett sådant sätt att de åtnjuter allmänhetens förtroende." Till detta kommer att staten genom bl.a. nomineringen av styrelserna till dessa bolag och i vissa fall möjligheten att utfärda ägaranvisningar har en relativt stor möjlighet att påverka bolagens ageranden i det här avseendet.

Ett antal av de statliga bolagen är aktiva på företagsobligationsmarknaden. Även här måste dock villkoren vara sådana att gröna obligationer framstår som det attraktivaste finansieringsalternativet, sett på lång sikt.

Fastighetsfinansiering och säkerställda obligationer

Ett sätt att relatera risken i en grön obligation vore att knyta obligationen till specifika objekt eller bestånd. Ett exempel på detta är s.k. gröna kommersiella fastigheter. Det är i dag tydligt att allt fler hyresgäster har som "skall-krav" att de endast överväger att flytta in i en certifierad grön fastighet. En effekt blir då att vakansgraden för "gröna fastigheter" blir lägre och därmed även den ekonomiska risken. En investerare som äger en grön fastighetsobligation med gröna fastigheter som säkerhet kan därmed sänka sitt avkastnings-

krav. Detta leder i sin tur till att fastighetsägaren får en lägre finansieringskostnad. Fastighetsägare får därmed incitament för att vid nyproduktion satsa på mer hållbara gröna fastigheter eftersom de, allting annat lika, kommer ge en mer fördelaktig finansieringskostnad.

Det samlade värdet på obligationsfinansiering av kommersiella fastigheter uppgick till cirka 230 miljarder kronor vid halvårsskiftet 2017.

Ett motsvarande resonemang kan föras kring bostadsfinansiering. Marknadens aktörer har redan definierat kriterier för vad som är en ”grön bostad”. För att få igång emission av gröna säkerställda obligationer måste emittenterna få tillgång till den information de behöver för att kunna identifiera de objekt som uppfyller deras kriterier. Den svenska marknaden för säkerställda obligationer är i storleksordningen 2 100 miljarder kronor och är i flera avseenden en mycket viktig marknad.

Även här ges möjligheten att styra framtida produktion av bostäder och fastigheter mot något mer hållbart. Uppskattningar visar att nära hälften av klimatpåverkan sker under produktionen av en fastighet, något som inte uppmärksammas i dagens certifieringssystem för gröna fastigheter.

Betala för leverans

Sveriges utsläpp av växthusgaser ska enligt svensk lag minska med 85 procent fram till 2045 jämfört med utsläppsnivån 1990. I dag släpper Sverige ut drygt 53 miljoner ton per år. Samtidigt finns en koldioxidskatt om cirka 1 040 kronor per ton. Enkelt uttryckt skulle man kunna säga att samhället har skattat kostnaden för våra årliga utsläpp till cirka 62 miljarder kronor. Om utsläppen upphör skulle kostnaden för samhället reduceras med motsvarande belopp, dvs. minskade utsläpp skapar en samhällsvinst relativt situationen i dag.

Många gånger sägs att det är svårt att mäta hållbarhet. Vad gäller koldioxid är dock uppgiften betydligt enklare.

Med tanke på hur mycket små incitament kan styra en kapitalmarknad, och framför allt en obligationsmarknad, vore det en intressant modell att ha ett system där en marginell del av samhällsvinsten

återbetalas till den som emitterar en grön obligation, givet att den leverans som utlovats infinner sig.

Om ett företag genomför en investering i syfte att permanent minska CO₂-utsläppet och finansierar detta genom att ge ut en grön obligation och sedan i efterhand kan påvisa att utsläppen minskat borde det vara möjligt för staten att ge tillbaka en del av den samhällsvinst som detta medför.

Ett system som detta skulle leda till att intresset för att ge ut gröna obligationer ökar eftersom det ger en lägre finansieringskostnad. Den som köper den gröna obligationen kan också peka på vad effekten av investeringen varit ur ett klimatperspektiv.

Obligationer passar väl för den här typen av strukturer eftersom små incitament får en hävstångseffekt genom obligationens grundläggande egenskaper. Det gäller framför allt i nuvarande situation med rekordlåga räntor.

Kopiera Singapore-modellen

Som nämnts är gröna obligationer förknippade med vissa extra kostnader i samband med emissioner och återrapportering. Det handlar dock i sammanhanget inte om stora belopp med tanke på emissionsvolymen, cirka 120 000 till 400 000 kronor i externa kostnader, men det kan på marginalen tränga bort emittenter. För att råda bot på detta har man i Singapore valt att låta staten täcka den extra kostnad som det innebär att emittera en grön obligation. Samhällsvinsten om fler investeringar görs hållbara torde mångfalt överstiga denna kostnad för staten. En motsvarande struktur i Sverige skulle givet dagens emissionsvolym kosta väl under 100 miljoner kronor. Detta är enkelt uttryckt en välmotiverad kostnad sett till de positiva, men ibland svårsmåbara, effekterna för samhället. Detta handlar om en tidsbegränsad insats fram till den gröna obligationsmarknaden nått en förutbestämd storlek jämfört med dagens drygt 100 miljarder kronor.

Fungerande sekundärmarknad med tydliga regler

Ett av flera tillkortakommanden med gröna obligationer sägs vara brist på tydliga regler för vad som är en grön obligation samt avsaknad av en väl fungerande sekundärmarknad. Det är självklart viktigt att investerare, stor som liten, ”vet” att det kapital den gröna obligationen genererat används på därför avsett sätt. För att marknaden för gröna obligationer ska växa och därmed bli en viktig finansieringskälla för en hållbar omställning måste det också finnas en utvecklad och en väl fungerande sekundärmarknad för dessa obligationer. Eftersom gröna obligationer fortfarande är en nischprodukt är handeln med dessa obligationer väsentligt mindre än den är för traditionella obligationer.

För aktiemarknaden är det marknadsplatsen som formulerar de krav som måste vara uppfyllda för att ett bolags aktie ska tas upp till handel. På motsvarande sätt vore det naturligt om en börs ställer tydliga krav på vad som är en grön obligation. Det skulle underlätta den ibland förvirrade diskussion om vad som är och inte är en grön obligation och därigenom underlätta förutsättningarna för en effektiv självreglering. Historiskt har det också visat sig att självreglering är att föredra när spelregler för en marknadsplats utvecklas. Förändringar sker snabbt, vilket ställer stora krav på följsamhet och anpassningsförmåga, vilket enligt utredningens uppfattning självreglering brukar vara bättre lämpad att klara än lagstiftningen. På en marknadsplats finns ju dessutom sanktionsmöjligheter om någon emittent inte lever upp till regelverket.

Det ska samtidigt framhållas att de definitioner som i dag finns för vad som är en grön obligation så här långt tycks fungera tillfredställande.

Mät och rapportera

Det gamla talesättet om att ”det som mäts blir gjort” står sig allt som oftast. Vad beträffar gröna obligationer har det också sin bäring.

Trycket på investerare att rapportera sina klimatrisker har ökat påtagligt de senaste åren. Tanken är naturligtvis att sparare och investerare ska ges insyn i hur kapitalet är placerat och att det ges en chans att välja utifrån hållbarhetsaspekten.

I Frankrike har man antagit en lag om energiomställning, vars artikel 173 gör det obligatoriskt för pensionsfonder och kapitalförvaltare att från och med verksamhetsåret 2017 redovisa klimatriskerna och hur den hanteras. Denna lag i sig kommer säkert leda till att hållbarhetsfrågorna får mer uppmärksamhet och rapporteras på ett mer relevant sätt. Artikel 173 bygger på tanken om följ eller förklara (eng. *comply or explain*).

I Sverige finns inget övergripande regelverk för hur klimatrisk och annan hållbarhet ska redovisas vid kapitalförvaltning. Delar av marknaden har tagit fram riktlinjer men det finns inget övergripande heltäckande regelverk som det man har i Frankrike.

Kraven och önskemålen om att rapportera är lätta att förstå. Ju mer heltäckande dessa är, desto bättre.

Av detta följer också önskan att som investerare få tillgång till information som möjliggör en relevant rapportering. Mot den bakgrunden vore det önskvärt om en emission av gröna obligationer också i möjligaste mån redovisar vilka konkreta effekter som angivna investeringar får.

Ingen svensk lag om gröna obligationer

Utredningen har mandat att föreslå de lagändringar som finns nödvändiga, men har kommit fram till slutsatsen att marknadens självreglering fungerar väl och att det inte föreligger något omedelbart lagstiftningsbehov för att främja gröna obligationer. Det är möjligt att svenska nationella lagregler till och med skulle fungera som ett hinder på en global marknad. Om en lagreglering överhuvudtaget ska införas bör det i så fall vara på lägst EU-nivå.

Till denna slutsats kommer att en mängd EU-baserad reglering som arbetats fram i kölvattnet på finanskriser runt år 2010 är under nationellt genomförande i medlemsländerna och börjar tillämpas under åren 2017–2019. Ett antal av de frågeställningar som utredningen uppmärksammat kommer att tas om hand i det ikraftträdandet.

Ett ytterligare skäl till att avvakta med förslag på lagstiftningsreformer är att EU-kommissionen aviserat ett reformpaket, ett initiativ, för att främja investeringar inom ramen för kapitalmarknadsunionen i mars 2018. I det paketet planeras det att ingå förslag

kring gröna obligationer. Utredningen har därför vid kontakter med EU-kommissionen funnit att det inte är rätt tidpunkt att nu lägga fram förslag på svensk lagstiftning. Däremot anser utredningen att det analysarbete som utförts och de slutsatser som utredningen kommit fram till kan forma ett stabilt underlag för svenska ståndpunkter i de kommande förhandlingarna i Europeiska rådet.

För den händelse att förhållandena ändras har utredningen bifogat en skiss över den lagstiftningsteknik som vore att föredra för en svensk lag om gröna obligationer (6 kap.).

1 Författningsförslag

1.1 Förordning om ändring i förordningen om energideklaration för byggnader (2005:1592)

Härigenom föreskrivs i fråga om förordningen (2005:1592) om energideklaration för byggnader att 17 § ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

17 §

Boverket får i det enskilda fallet medge direktåtkomst till energideklarationsregistret för

1. den eller de kommunala nämnder som fullgör kommunens uppgifter inom plan- och byggväsendet, om det sker för det ändamål som anges i 18 § 4 lagen (2006:985) om energideklaration för byggnader,

2. Statens energimyndighet,

3. oberoende experter för sökningar på byggnader som omfattas av deras uppdrag, *och*

4. byggnadsägare, för sökningar på byggnader som de äger.

3. oberoende experter för sökningar på byggnader som omfattas av deras uppdrag,

4. byggnadsägare, för sökningar på byggnader som de äger, *och*

5. de som behöver uppgifterna för att få sina ramverk godkända för att kunna emittera obligationer med säkerhet i gröna fastigheter och för granskarna av sådana obligationer med uppdrag enligt lagen (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer.

Denna förordning träder i kraft den dag som regeringen bestämmer, senast den 1 januari 2019.

2 Inledning

Enligt direktiven till kommittén ska marknaden för gröna obligationer undersökas och förslag ska läggas fram för att främja densamma. I direktivens mening är en grön obligation en obligation där intäkterna investeras hållbart, jämfört med traditionella obligationer som investeras efter högsta möjliga avkastning. Vid emission av en grön obligation åtar sig emittenten att investera anskaffat kapital hållbart, t.ex. vid en grön projektobligation i projekt som är miljövänliga och/eller i projekt som bidrar till åtgärder för klimatet. Efter emission av gröna obligationer behövs det uppföljande rapportering för att säkerställa att emittenten verkligen uppfyller sina åtaganden om att investera hållbart. Det är dessa kriterier som primärt definierar en grön obligation och skiljer dem från traditionella obligationer, dvs. åtagandet och efterföljande validering av att åtagandet uppfyllts.

2.1 Uppdraget

Utredningen har alltså haft som sin främsta uppgift att analysera och lämna förslag på hur marknaden för gröna obligationer ska kunna utvecklas i syfte att främja utvecklingen av en hållbar finansmarknad. Utredningen har också haft i uppgift att ta fram exempel på projekttyper som skulle kunna finansieras med gröna obligationer. Granskning av en oberoende part är central för att öka förtroendet för gröna obligationer, vilket också främjar marknaden, och utredningen har därför haft i uppdrag att även analysera och lämna förslag på processer och rutiner för tredjepartsvalidering, liksom att analysera och lämna förslag på vilken information som investerare behöver för att fatta välgrundade investeringsbeslut när

det gäller investeringar i gröna obligationer. Uppdragets redovisningstid sattes till senast den 15 december 2017.

2.2 Arbetets genomförande

Utredningens arbete inleddes i januari 2017. Betänkandet är utredarens förslag för vilka han inhämtat synpunkter och information från en rad håll, däribland expertgruppen. Förordnade sakkunniga och experter från intresseorganisationer, näringsliv och den högre utbildningen har bistått utredningen. Arbetet har ägt rum i nära samarbete med sakkunnig- och expertgruppen genom sammanträden (4 stycken, varav ett tillfälle utgjordes av ett tvådagars internationellt sammanträde). Vid dessa sammanträden har arbetspromemorior med förslag, preliminära bedömningar och förslag diskuterats. Därutöver har sekretariatet haft fortlöpande underhandskontakter med de utsedda sakkunniga och experterna, vilka har bidragit också med faktaunderlag, skriftliga analyser och upplysningar om politiska och rättsliga initiativ med anknytning till utredningens arbete.

Utredningen har hållit sig informerad om och beaktat relevant arbete som pågår inom Regeringskansliet, EU och på internationell nivå.

Sekretariatet har vidare gjort tre studiebesök. I Paris genomfördes sammanträden med företrädare för OECD, bl.a. enhetschefen Robert Youngman, investeringschefen Jean-Marie Masse vid IFC, samt med företrädare för Finansdepartementet, Crédit Agricole, Amundi och Caisse des Dépôts. I Bryssel hölls möten med Europaparlamentarikerna Lars Ludvigsson och Bernd Lucke samt med företrädare för EU Kommissionen, bl.a. enhetschefen Nial Bohan. Möte hölls också med enhetschefen Sebastien Godinot vid WWF:s kontor i Bryssel. I Beijing genomfördes möten med företrädare för International Institute of Green Finance, China University of Finance and Economics (CUFE), CITIC Securities Co., Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), Bank of China (BOC), State Administration of Foreign Exchange (SAFE) Investment Center, och CIC Capital Co., också med bistånd från den svenska ambassaden i Beijing.

Samråd har genomförts med Agenda 2030-delegationen, bl.a. vid tvådagars-internatet med hela expertgruppen.

Möten har i övrigt hållits med företrädare för Alecta, AP4, Black Rock, Carbon Tracker, CBI, Columbia University NY, Danske Bank, EIB, Energimyndigheten, EQT, Finansinspektionen, Fossilfritt Sverige, Green Finance Committee in China, Kommuninvest, LRF, Nasdaq, NIB, North Volt, Oslo–Stockholm 2.55, PWC, Rocker Feller Foundation, SCA, SEB, SHB, SIDA, SJ, SPP, Sveaskog, Sverigeförhandlingen, Swedbank, Tillväxtanalys, Unep och Världsbanken.

Utredningen har i princip beaktat utvecklingen fram till den 1 december 2017.

2.3 Betänkandets disposition

I kapitel 3 redovisas utredningens utgångspunkter och förutsättningar som varit styrande för utredningsarbetet. I kapitel 4 redovisas hur obligationsmarknaden är organiserad och fungerar. Därefter följer, i kapitel 5, en analys av marknadens självreglering av emission av gröna obligationer genom de standarder och modeller som tagits fram. I kapitel 6 redogörs för de hinder och utmaningar som gäller för den gröna obligationsmarknaden jämte de förslag på främjandeåtgärder som utredningen lägger fram och i övrigt diskuterat. Kapitel 7 innehåller en sammanställning av de projektkategorier som är aktuella på den gröna obligationsmarknaden. I kapitel 8 behandlas utredningens överväganden om en statlig emission av en grön obligation. Förslag till ikraftträdande och bedömning i fråga om övergångsbestämmelse finns i kapitel 9. En beskrivning av konsekvenserna av utredningens förslag finns i kapitel 10. Slutligen finns i kapitel 11 en kommentar till författningsförslaget.

3 Utgångspunkt och förutsättningar

Globala utmaningar i att ställa om till en hållbar ekonomi kräver globala svar och åtgärder. Överordnat handlar det om att säkerställa en rättvis utveckling för människor på jorden och att inte överutnyttja gemensamma naturresurser. Ingen enkel lösning står till buds och ingen aktör kan ensam vända utvecklingen. Vår vilja och förmåga att samverka mellan alla samhällets aktörer på global, regional, nationell och lokal nivå kommer att vara avgörande.

Ända sedan Brundtlandkommissionens rapport, *Vår gemensamma framtid* (1987), lanserade begreppet hållbar utveckling, har näringslivets roll i denna varit omdiskuterad. Företag ska bedriva en verksamhet som gynnar en hållbar utveckling enligt den definition som slogs fast av kommissionen, nämligen att ”en hållbar utveckling är en utveckling som tillfredsställer dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillfredsställa sina behov”. Vi ser också en utveckling, som inte är självklar, men där näringslivet med kraft uttryckt sin vilja och ambition att ta ansvar för den globala utvecklingen och efterfrågar regelverk som möjliggör ekonomisk tillväxt inom planetens gränser.¹ En hållbar tillväxt och en rättvisare fördelning av de ekonomiska resurserna är en förutsättning för ett miljömässigt och socialt hållbart samhälle. Innovativa och nytänkande företag, såväl stora som små, utvecklar produkter och tjänster som bidrar till lösningen på både sociala och miljömässiga utmaningar.

Framtiden kräver ändå ett ännu närmare samarbete mellan stater, multilaterala organisationer, företag, arbetsmarknadens parter och

¹ Ett flertal ställningstaganden brukar föras fram vid partsmötena till de internationella klimatförhandlingarna, se sekretariatets hemsida www.UNFCCC.org. Se också regeringens skrivelse Politik för ett hållbart företagande, Skr 2015/16:69.

civilsamhället. Näringslivets långsiktiga ekonomiska tillväxt är beroende av att vi i samverkan lyckas finna vägar att möta de globala hållbarhetsutmaningarna, t.ex. genom att bidra till FN:s nya Agenda 2030 och till Parisavtalet 2015 om klimatförändringar. Näringslivets bidrag är nödvändigt för att vi ska kunna skapa en hållbar utveckling för våra barn och barnbarn.

Omställningen till ett hållbart samhälle rymmer såväl utmaningar som möjligheter för företag. Hållbart företagande innebär att agera ansvarsfullt genom att följa internationella normer och riktlinjer, minimera negativ påverkan på samhället, samt bidra till en hållbar samhällsutveckling. Men det är också ett förhållningssätt där företag använder nytänkande, innovation och hållbar konsumtion och produktion för att bidra till lösningar på samhällets gemensamma utmaningar i bred samverkan. Detta korresponderar väl med den miljörättsliga försiktighetsprincipen att redan risken för störningar på människors hälsa eller miljön är tillräcklig för att skyddsåtgärder och andra försiktighetsmått ska vidtas. Därför ställs det krav på att alla som bedriver en verksamhet ska vidta de försiktighetsmått som behövs för att undvika sådan olägenhet eller skada. Skyldigheten gäller alltså inte bara konstaterade skador och olägenheter, utan även möjliga skador och olägenheter. Denna grundläggande hänsynsregel avser inte bara miljöstörningar, som exempelvis utsläpp och buller, utan även utarmande av värdefulla natur- och kulturmiljöer eller misshushållning med naturresurser, energi eller material.²

Transparens och öppenhet är självklara byggstenar för att för tjäna allmänhetens, konsumenternas, förtroende. Således innebär ett strategiskt arbete med hållbart företagande såväl riskhantering som affärsmöjligheter för näringslivet. Finansmarknaderna har en självklar och betydande plats i arbetet mot hållbarhet.

FN:s Agenda 2030 för hållbar utveckling

I september 2015 enades världens stater om en agenda för hållbar utveckling med bl.a. 17 nya globala mål som gäller fram till 2030, den s.k. Agenda 2030. Agendan rör alla delar av hållbar utveckling

² I Miljöbalken 1 och 2 kap. finns hänsynsregler och grundläggande miljörättsliga principer uttryckta.

som fred, rättvisa, jämlikhet, fattigdomsbekämpning, ekonomisk utveckling, klimat och miljö. Agendan är universell, dvs. den ska genomföras av alla länder, såväl nationellt som internationellt.

Aktörer inom det civila samhället, akademien, näringslivet och fackföreningsrörelsen har varit involverade i framtagandet av Agenda 2030. Näringslivet har en central uppgift i genomförandet och företag uppmanas att använda sin kreativitet och innovationsförmåga för att bidra till att uppnå målen.

Nätverket FN:s *Global Compact* (se närmare nedan 3.1.5) har konstaterat att näringslivet kan bidra inom alla de 17 målen i Agenda 2030, och uppmanar företag att arbeta mot några av de mest relevanta frågorna utifrån sin egen verksamhet. *Global Compact* m.fl. har varit involverat i utarbetandet av verktyget *SDG Compass*, som ska hjälpa företag att anta en strategisk ansats för att kunna bidra till genomförandet av Agenda 2030.

I enlighet med Agenda 2030 har den privata sektorn en viktig roll i att bidra till en rättvis och hållbar global utveckling. Under senare år har utländska direktinvesteringar till många utvecklingsländer ökat, samtidigt som företagens värdekedjor blivit alltmer globaliserade. Merparten av arbetstillfällena i utvecklingsländer skapas i näringslivet. Flera utvecklingsländer står för en allt högre andel av den globala tillväxten och allt fler företag ser dessa länder som nya möjliga marknader för produkter, tjänster och investeringar.

Genom institutionsbyggande och kapacitetsutveckling kan utvecklingssamarbetet stärka förutsättningarna för hållbar utveckling i utvecklingsländer, t.ex. när det gäller god samhällsstyrning, jämställdhet, anti-korruption, mänskliga rättigheter. Samtidigt kan företag som tar ansvar för verksamhetens bidrag till samhället och agerar enligt internationellt erkända riktlinjer för hållbart företagande bidra till fattigdomsbekämpning och hållbar utveckling, t.ex. genom inkluderande sysselsättning, anständiga arbetsvillkor, skatteintäkter, samt hållbar produktion och konsumtion. Utvecklingssamarbetet kan uppnå positiva effekter för fattiga människor genom att främja ansvarsfulla investeringar, samt genom samverkan med och påverkan på den privata sektorn och marknader i riktning mot ökad hållbarhet, ekonomisk tillväxt och fattigdomsbekämpning.

Regeringen har tillsatt en delegation med uppgift att samordna det nationella genomförandet av Agenda 2030 i Sverige, bl.a. i nära dialog med det civila samhället³. Politiken för global utveckling (PGU) kommer att utgöra ett centralt verktyg i Sveriges genomförande av Agenda 2030. PGU syftar till att alla politikområden ska bidra till en rättvis och hållbar global utveckling, som genomsyras av ett rättighetsperspektiv och utgår från fattiga människors perspektiv på utveckling. Finansmarknader och hållbart företagande är viktiga områden för detta arbete och ingår i departementens handlingsplaner för hur de nya globala målen för hållbar utveckling ska uppnås.

En ambitiös klimatpolitik

Klimatförändringarna är vår tids ödesfråga och är globalt sett högt prioriterad. För att begränsa mänsklig klimatpåverkan krävs samverkan mellan flera aktörer i samhället. Klimatpolitiken ska baseras på principen att förorenaren ska betala för sina utsläpp, t.ex. genom ett pris på koldioxid. Det av riksdagen antagna etappmålet för att begränsa klimatpåverkan innebär att Sveriges utsläpp av växthusgaser ska minska med 40 procent till 2020 jämfört med 1990. Målet gäller för de verksamheter som inte omfattas av EU:s system för handel med utsläppsrätter (EU ETS). Regeringens grundhållning är att nå målet genom utsläppsreduktioner i Sverige och investeringar i andra EU-länder eller i utvecklingsländer (s.k. flexibla mekanismer) som kompletterar de nationella åtgärderna. Sverige ska vara ett föregångsland i klimatfrågan och dela med sig av sina erfarenheter.⁴

Regeringens satsningar på lokala klimatinvesteringar för att minska utsläppen bidrar bl.a. till teknikspridning och samarbeten mellan aktörer. Främjande av svensk miljöteknik, förnybara produkter, biobränslen och gröna innovationer är viktigt. Svenska företag har mycket att erbjuda den globala marknaden, t.ex. genom innovationer för minskade utsläpp och anpassning till ett förändrat klimat. Genom ökat samarbete mellan stat, näringsliv och akademi kan Sveriges genomslag stärkas internationellt. Staten kan gå före

³ Kommittédirektiv 2016:18, Genomförande av Agenda 2030 för hållbar utveckling (Fi 2016:01).

⁴ Se t.ex. regeringens skrivelse 2015/16:87 Kontrollstation för de klimat- och energipolitiska målen till 2020 samt klimatanpassning.

genom att upphandla produkter och tjänster som är hållbara och klimatsmarta. Demonstrations- och referensanläggningar för miljöinnovationer på framkant kan inspirera andra länders arbete, och även bidra till export av hållbara och klimatsmarta svenska produkter, system och tjänster. Målet är att Sverige ska bli ett av världens första fossilfria välfärdsländer. Det kräver bl.a. åtgärder för att ställa om till förnybara bränslen. Medverkan krävs från alla aktörer – särskilt städer, kommuner och företag. Ett stort antal svenska företag och kommuner deltar i initiativet Fossilfritt Sverige och synliggör därmed hur de bidrar i klimatarbetet.

Riksdagen har beslutat att Sverige ska driva på för att EU befäster sin roll som internationell föregångare i klimatfrågan, vilket kräver samstämmighet mellan olika politikområden.⁵ EU:s ramverk för klimat- och energipolitiken till 2030 är ett grundläggande beslut. Sverige verkar för ett välfungerande EU ETS med stärkt prissignal, samt samstämmighet mellan EU:s olika rättsakter, t.ex. statsstödsregelverket och klimat- och energipolitiken för att medlemsländerna ska kunna införa kostnadseffektiva styrmedel. Målet om 80–95 procents utsläppsminskningar till 2050 måste hållas inom räckhåll.

Sverige har tillsammans med ett antal andra länder initierat projektet *The New Climate Economy*, för att kartlägga klimatarbetets ekonomiska dimensioner. I rapporten *Better Growth Better Climate* som presenterades vid klimattoppmötet 2014, konstateras bl.a. att det är både möjligt och nödvändigt att åstadkomma minskade utsläpp och ekonomisk tillväxt samtidigt. Det kräver dock förändringar inom stadsutveckling, energisystem, markanvändning och i de globala investeringsmönstren. Det är inom den ramen som utredningens uppdrag och slutsatser kan ses.

⁵ Se prop. 2016/17:146 om det klimatpolitiska ramverket. Ramverket innehåller klimatlagen (2017:720), klimatmål och mandat till det klimatpolitiska råd som etableras fr.o.m. den 1 januari 2018.

En hållbar finansmarknad

I Budgetpropositionen för 2016 infördes ett nytt mål om att det finansiella systemet ska bidra till en hållbar utveckling.⁶ Det nya målet adderas till de tidigare målen om att det finansiella systemet ska vara stabilt och präglas av högt förtroende med väl fungerande marknader som tillgodoser hushållens och företagens behov av finansiella tjänster, samtidigt som det finns ett högt skydd för konsumenter. Detta är en viktig förutsättning som bidrar till hållbar utveckling.

Aktörer inom finansiella marknader har möjlighet att i den egna verksamheten bidra till ett hållbart företagande, men också påverka andra företag att ta beslut som leder till ett hållbart företagande. Finansiella företag har alltså en direkt och en indirekt påverkan när det gäller hållbart företagande. Oavsett vilka processer det gäller, t.ex. ett försäkringsföretags process att försäkra ett företag, en banks process att ge kredit till ett företag, en investerares process att investera i ett företags utgivna finansiella instrument, så behöver dessa analysera hur företaget i fråga arbetar för ett hållbart företagande. För att en analys ska kunna genomföras krävs god kunskap kring relevanta risker och möjligheter. Analysen förutsätter dessutom att de företag som analyseras är transparenta i sin rapportering kring hållbarhetsaspekter.

Det finansiella systemet förväntas beakta miljömässiga, sociala och bolagsstyrningsmässiga aspekter (eng. *environment, social and governance*, ESG). Institutionella investerare har i allt större utsträckning integrerat hållbarhetsaspekter i sitt analysarbete de senaste tio åren. Ett exempel är *Principles of Responsible Investments* (PRI) som grundades av FN 2006 och vars syfte är att stödja anslutande parter att integrera hållbarhetsaspekter i investeringsprocessen och därigenom bidra till ett mer hållbart finansiellt system (se vidare nedan 3.1.5).

Det finns alternativa metoder. Finansiella aktörer kan t.ex. gå in i eller stanna kvar i investeringen och försöka påverka företaget i hållbar riktning. En annan metod är att utesluta ett företag och dess utgivna finansiella instrument ur portföljen. Oavsett vilken inrikt-

⁶ Prop. 2015/16:1, Utgiftsområde 2.

ning som väljs är det av stor vikt att finansiella aktörer samarbetar i sitt påverkansarbete för att bidra till ett hållbart företagande.

Det är också viktigt att det finansiella systemet i allt högre utsträckning integrerar hållbarhetsfaktorer i sina processer och är transparenta kring detta. Detta för att bidra till ett hållbart företagande, men också för att kunna prissätta risk på ett korrekt sätt. Välgrundad analys, som även inkluderar hållbarhet, ger information kring vilka risker finansiella aktörer är exponerade emot. Hållbarhetsaspekter innebär både risker och möjligheter för företag och i båda fallen bör detta integreras i analysen för att ge en bra bild av företagets förutsättningar.

Företaget kan få svårt att skaffa kapital för sin investering. Intresset från institutionella investerare för gröna investeringar har dock vuxit kraftigt de senaste åren och i dag är efterfrågan större än utbudet av t.ex. gröna obligationer. Intresset kan i sin tur bl.a. förklaras av påtryckningar från låntagare och kunder.

3.1 Efterfrågan

Marknaden för hållbara investeringar började komma igång på 1980-talet. En bidragande orsak var debatten och sanktionerna mot Sydafrikas apartheidregim. Investerare och konsumenter fick ökad medvetenhet om att de kan påverka sin omvärld genom aktiva val gällande investeringar och konsumtion. Med uppmärksammade olyckor som kärnkraftsolyckan i Tjernobyl 1986 och oljetankern Exxon Valdez grundstötning 1989, fick miljöfrågor större uppmärksamhet och utrymme i den offentliga debatten.

Under samma tidsperiod började värdepappersmarknaderna bli mer tillgängliga för gemene man och transaktionskostnader sjönk. Detta ledde till att fler icke-professionella investerare började intressera sig för finansmarknaderna och blev därmed mer uppmärksamma på vad deras kapital investerats i. Den ökade insynen och valmöjligheterna att välja placering av sitt pensions- och försäkringskapital bidrog till att konsumenter började ställa krav på hur deras pengar användes.

3.1.1 Kapitalets påverkan

På finansmarknaderna allokeras kapital från de som har ett tillfälligt överskott till de som har ett tillfälligt underskott. Hur kapitalet allokeras påverkar vilka verksamheter som får sina investeringar finansierade och i slutändan vad som byggs i realekonomin som vägar, järnvägar, kraftverk, fabriker, maskiner osv. Teoretiskt sett styr kapitalallokeringen i det långa loppet vilken infrastruktur och vad för samhälle som byggs upp. Allokeras kapitalet till hållbara alternativ på bekostnad av icke-hållbara kommer det på längre sikt byggas upp ett mer hållbart samhälle.

3.1.2 Kapitalallokeringens påverkan på ekonomin

En förändring i kapitalallokeringen för relativt kort finansiering kan relativt snabbt påverka realekonomin. Detta då den relativt korta finansieringen ofta går till investeringar som realiserar inom en överskådlig framtid. Ett exempel är företagsobligationer som oftast har en löptid på maximalt 10 till 15 år och som täcker företags relativt kortsiktiga finansieringsbehov. En ändrad efterfrågan på obligationer kan därför relativt snabbt påverka vad som byggs i realekonomin allt annat lika, dvs. om inte emittenterna lätt kan finansiera sig på annat håll.

Som jämförelse är relationen mellan kapitalallokering och realekonomin gällande aktier inte lika tydlig. Orsaken till att aktier inte påverkar realekonomin i samma grad är att aktierna redan har emitterats. Emittenten (dvs. företaget som sökt finansiering) har vid emissionen av aktierna fått in kapitalet och investerat det i sin verksamhet. Efter att företaget inhämtat kapital genom att emittera aktier finansieras den operativa verksamheten och investeringar i fortsättningen med hjälp av intäkter från verksamheten samt vanligtvis genom lån eller obligationer, det om vi för tillfället bortser från möjligheten till finansiering via nyemissioner av ytterligare aktier.

Hur kapitalet allokeras till redan befintliga aktier påverkar därför inte realekonomin eller utsläpp från denna så länge det finns efterfrågan på företagens produkter och så länge företagen kan täcka sitt kortfristiga upplåningsbehov. Effekten kommer dock på längre sikt då mängden kapital som kan hämtas in genom nyemissioner för nyetablering eller utökning av befintlig verksamhet

begränsas. En investering som inte avkastar sin alternativavkastning kommer inte ha tillgång till kapitalmarknaden. Om samtidigt mer kapital allokeras till mer hållbara verksamheter kommer dessa med tiden att ersätta de mindre hållbara.

3.1.3 Kan en mobilisering av investerare påverka kapitalallokeringen?

En frågeställning som ofta gör sig påmind är om man kan lyckas allokera tillräckligt mycket kapital till hållbara investeringar så att det i slutändan resulterar i mindre investeringar i t.ex. sektorn för utvinning av fossila bränslen. Diskussionen i detta stycke tar inte hänsyn till klimatriskerna utan resonerar kring hur marknaden själv skulle kunna reagera på hållbara och icke-hållbara investeringar. Om en stor andel av världens investerare säljer av aktier eller obligationer i fossila tillgångar kommer dessa sjunka i pris. Allt annat lika (dvs. att efterfrågan på fossila bränslen inte minskar och företagen gör lika stora vinster) leder ett lägre aktiepris till högre direktavkastningar i form av utdelning som andel av aktiepriset.

Sjunker aktiepriset och situationen blir sådan att aktierna i icke-hållbara bolag ger högre riskjusterad avkastning än andra investeringar kommer de locka till sig investerare. Detta pågår tills aktierna i icke-hållbara bolag ger samma riskjusterade avkastning som andra tillgångar. Om tillräckligt med kapital allokeras till hållbara investeringar så att aktiepriserna i icke-hållbara företag hålls nere, allt annat lika, skulle det innebära att icke-hållbara investeringar får en högre förväntad avkastning än hållbara. Det skulle kullkasta argumentet att hållbara investeringar ger lika hög avkastning som icke-hållbara.

Minskade investeringar i icke-hållbara företag kommer troligtvis inte ske förrän den förväntade efterfrågan på deras produkter går ner, antingen för att det uppkommer mer lönsamma hållbara alternativ som konkurrerar ut de icke-hållbara eller p.g.a. politiska beslut som minskar efterfrågan på deras produkter (höjd koldioxidskatt m.m.) eller ökar riskerna med icke-hållbar verksamhet.

Nästan samma argument som gäller för aktier gäller för obligationer. Skulle stora andelar säljas sjunker priset. Om efterfrågan på företagets produkter inte påverkas kommer sannolikheten för fallissemang inte öka. Det innebär att den riskjusterade avkastningen för de icke-hållbara obligationerna ökar vilket lockar till sig investerare.

Det går att argumentera för att någon form av klimatrisk som kan värderas och därmed prissättas måste introduceras för att öka avkastningskravet i icke-hållbara tillgångar och därmed öka finansieringskostnaden. Risken för kreditförluster när politiska åtgärder vidtas i syfte att uppfylla åtagandena i Parisavtalet är en sådan klimatrisk.

Frågan är om ett scenario som ovan med låga tillgångspriser skulle kunna uppkomma? En riskjusterad överavkastning hade många gånger troligtvis varit alltför lockande för investerare för att de skulle kunna avstå. I skrivande stund går emellertid många institutionella investerare ut med ambitionen att minska sina innehav av tillgångar i icke-hållbara bolag. Eventuellt förvaltar de tillräckligt med kapital för att sänka aktiepriserna. Men det kan ändras om kunderna till de hållbara institutionella investerarna ser att de får bättre avkastning hos de icke-hållbara konkurrenterna och flyttar sitt engagemang.

Konsumenten

Frågan är om kunderna i ett scenario som ovan har samma ambition som de institutionella investerarna och stannar kvar i de hållbara alternativen trots en lägre avkastning (som tidigare nämnts tas ingen hänsyn till klimatrisker i denna diskussion).

I en studie om svenskers åsikter om fonder och sparande uppgav drygt en fjärdedel att de valt en fond för att den har en hållbar inriktning.⁷ Det kanske mest intressant är motivet bakom valet. Hela 48 procent valde en hållbar fond för att de tror att placeringen har en positiv påverkan på bl.a. miljö och 29 procent ville inte placera i oetiska företag. Det tredje största skälet (12 procent) var att personen valt en hållbar fond för att den tror fonden kommer ge en högre avkastning. Största andelen konsumenter väljer alltså att placera i en hållbar fond främst av andra anledningar än avkastning. Vad som inte framgår i rapporten är om konsumenterna hade valt hållbara fonder om de trott att dessa skulle generera en sämre avkastning än andra fonder.

⁷ TNS Sifo Prospera på uppdrag av Fondbolagens förening (2016), *Fondspararundersökningen 2016*.

Här går det eventuellt att dra paralleller till andra marknader som t.ex. livsmedelsbranschen. I Sverige har vi på senare år sett en markant ökning i efterfrågan på ekologiska livsmedel trots att dessa är dyrare än icke-ekologiska. Konsumenterna köper troligtvis ekologiska livsmedel eftersom de uppfattas som miljövänliga och hälsosamma. I detta fall är konsumenten många gånger redo att betala upp till det dubbla priset och ibland mer för en hållbar produkt kontra en mindre hållbar produkt. Matkostnaden för en vuxen person ligger på cirka 2 250 kronor per månad enligt Konsumentverket.⁸ Det kan därmed bli betydande belopp som konsumenter är redo att betala extra för att få hållbara produkter. Applicerat på kapitalmarknaden skulle det innebära acceptans till en lägre avkastning för hållbara investeringar.

Ett fiktivt exempel kan visa på vad konsumenten kan vara redo att avstå ifrån om man utgår ifrån vad hen kan tänkas betala extra för ekologisk mat. Vi antar att konsumenten är redo att betala 500 kronor extra i månaden för ekologisk mat vilket motsvarar cirka 20 procent högre livsmedelskostnad för en vuxen person. 500 kronor motsvarar den skattade månadsavkastningen från en investering på cirka 170 000 kronor som ger en avkastning på fem procent per år. Vi har bortsett från ränta på ränta effekten. Samtidigt bortser vi från alternativkostnaden att köpa dyrare ekologisk mat då konsumenten hade kunnat investera de pengarna och fått avkastning i stället. Detta är som sagt ett fiktivt exempel bara för att illustrera vad för avkastning en högre ekologisk livsmedelskostnad motsvarar och vad en konsument eventuellt kan tänkas avstå ifrån. Fem procent avkastning på räntebärande tillgångar bedöms som mycket högt i dag och med en lägre avkastning skulle det investerade beloppet öka. Vid tre procents avkastning handlar det om avkastningen från ett investerat belopp på 286 000 kronor.

För att konsumenten ska kunna investera hållbart krävs det emellertid att den har valmöjligheten och blir informerad om denna. Dras parallellen återigen till livsmedelsbranschen är det troligtvis så att försäljningen av ekologiska livsmedel ökar just eftersom butikerna blir allt bättre på att skylta om vilka livsmedel som är ekologiska. Det ger konsumenten ett val att konsumera hållbart, vilket också görs i allt större omfattning.

⁸ Se Konsumentverkets matkostnadstabell 2017.

Gröna obligationer är ett instrument som med sin märkning och högre nivå av transparens gör det möjligt att utvärdera dess hållbarhet och investera hållbart. Obligationsmarknaden är i regel ingen marknad för konsumenter men det finns redan konsumentvänliga fonder som specialiserat sig på just gröna obligationer. Emellertid får konsumenterna inte alltid information om att det finns hållbara alternativ på finansmarknaderna. I en investerarundersökning finner Triodos Bank UK att efterfrågan på hållbara investeringar ökar.⁹ Samtidigt hade emellertid 67 procent av investerarna aldrig blivit erbjudna hållbara eller etiska investeringsalternativ. Här har de institutionella investerarna en mycket viktig roll att spela genom att uppmärksamma icke-professionella investerare på de hållbara alternativ som finns. Först då har konsumenten möjlighet att göra ett aktivt hållbart val.

Är då konsumenter intresserade av att investera hållbart? Det kan trots allt vara så att konsumenter har olika preferenser gällande investeringar och t.ex. ekologiska livsmedel. I Europa verkar det som att konsumenterna har intresse att investera hållbart och att efterfrågan ökar, enligt Eurosif. År 2015 stod konsumenter i tretton undersökta länder för 22 procent av totalt investerat kapital i mer hållbara tillgångar (s.k. *socially responsible investing* (SRI)).¹⁰

Det är en ökning från 2013 då konsumenterna endast stod för 3,4 procent av investerat kapital i hållbara tillgångar. Sverige var med i undersökningen och var det land i vilket konsumenterna stod för näst mest investerat kapital i hållbara tillgångar 2015, cirka 45 procent. Även om SRI är en relativt bred definition kan ändå Eurosifs studie visa på att intresset att investera hållbart finns och att det ökat på senare år. Eurosif menar att intresset att investera hållbart ökat bl.a. på grund av att kapitalförvaltare har lanserat nya hållbara produkter. Det visar på att om det finns hållbara val är konsumenten i många fall beredda att välja dessa. Därför är det viktigt att hållbara alternativ görs tillgängliga.

Eurosif redovisar också de potentiella problem institutionella investerare upplever på marknaden för hållbara investeringar. Först kommer oro kring förväntad avkastning. Det näst vanligaste problemet är avsaknad av hållbara produkter och alternativ. Här kan

⁹ Triodos Bank UK, Socially Responsible Investments, Investor Survey, 2016.

¹⁰ Eurosif, European SRI Study, 2016.

gröna obligationer spela en viktig roll i att underlätta identifiering och möjliggöra hållbara investeringar i företag som i sin helhet inte skulle anses vara hållbara.

3.1.4 Vad menas med risk?

Det finns en väl utvecklad samhällsvetenskaplig forskning kring begreppet risk. Forskningen är utbredd och extensiv. Det gör att det inte är genomförbart att summera hela disciplinen här. Några anteckningar är dock motiverade. Det finns inte en enda risk i samhället utan ett knippe risker. Samma förhållande gäller för finansmarknaderna. Det är inte endast **en** risk som aktörerna behöver förhålla sig till.

Finansiell risk inbegriper fler olika risker precis som begreppet klimatrisk varom mera nedan. I finansiell risk ingår risker som kreditrisk, likviditetsrisk, operationell risk, historisk risk och marknadsrisk.¹¹ Kreditrisk är en risk som ingår i finansiell risk och kan definieras som:

Risken att förlust uppstår för att en motpart inte fullgör sina förpliktelser samt risken att värdet förlust uppstår på grund av försämrad kreditkvalitet. Avvecklingsrisk, motpartsrisk, landrisk och systemrisk ingår i kreditrisk.¹²

Om man tar fasta på momentet ”värdeförlust uppstår på grund av försämrad kreditkvalitet” fångar termen kreditrisk den risk som oftast är relevant avseende gröna obligationer. Att använda t.ex. ”finansiell risk” skulle förenkla resonemangen men det är en bredare term som också skulle inbegripa likviditetsrisk och det är endast aktuellt om diskussionen gäller värdepappers likviditet. Utredningen väljer därför att fokusera på kreditrisk i den fortsatta diskussionen, utom där specifikt anges att någon annan risk avses.

Frågan är hur kreditrisken påverkas av investering i en grön obligation. Sverige har ratificerat Parisavtalet. Ska avtalet uppfyllas måste åtgärder vidtas för att ställa om verksamheter så att de blir miljö – och klimatomfattigt hållbara enligt avtalet. De verksamheter

¹¹ En översiktlig bild av komponenter av finansiell risk ges på både Riksgäldens och Finansinspektionens hemsidor.

¹² Se Riksgäldens hemsida.

som i dag är mer hållbara och de som visar på förändring har ett bättre utgångsläge att klara av de åtgärder som måste vidtas. Därmed borde de få lägre kostnader framöver och ha en högre sannolikhet att överleva vilket rimligen borde ge en lägre kreditrisk.

Ett problem med den vanligaste formen av en grön obligation är att den ur ett riskperspektiv inte är annorlunda jämfört med en vanlig traditionell obligation. Detta trots att en grön eller hållbar investering på sikt borde vara förknippad med ett lägre risktagande. Orsaken är att båda obligationerna är exponerade mot risken i de tillgångar som finns på emittentens balansräkning. Därmed blir risken identisk för gröna och traditionella obligationer emitterade av samma emittent.

Emittenten kan dock anses ha en lägre risk när den i större utsträckning kan finansiera sig med gröna obligationer. Att emittenten i större omfattning kan finansiera sig med gröna obligationer kan visa på att emittenten har en högre andel hållbara tillgångar vilket skulle ge en lägre risk. Andelen finansiering via gröna obligationer skulle enligt detta resonemang kunna användas som ett mått på hur hållbar emittenten är.

Att risken i sin helhet borde vara lägre för en mer hållbar emittent gör dock ingen skillnad på det faktum att risken är identisk mellan den enskilda emittentens gröna och traditionella obligationer. Med identisk risk finns det, allt annat lika, inte heller några ekonomiska incitament att investera i gröna obligationer jämfört med traditionella obligationer. Är risken identisk borde investeraren kräva samma avkastning vilket skulle ge en identisk finansieringskostnad för emittentens hållbara och icke hållbara investeringar.

Klimatrisk

Hittills har ingen hänsyn tagits till resonemanget kring klimatrisker och att hållbara investeringar över tid borde ge lika hög eller högre avkastning än icke-hållbara investeringar. Orsaken till det senare resonemanget är att när åtgärder vidtas för att uppfylla åtagandena i Parisavtalet kommer icke-hållbara aktörer tvingas ställa om sin verksamhet. Omställning kostar pengar vilket innebär mindre utdelning till ägarna samt bidrar till en ökad risk för fallissemang. Sanno-

likheten för att inte lyckas ställa om till en hållbar affärsplan är högre hos icke-hållbara aktörer än de som redan i dag är hållbara.

Klimatriskerna brukar delas in i tre kategorier:

- *Omställningsrisk*: Risker förknippade med omställningen till ett hållbart samhälle. Det kan handla om politiska beslut eller teknologiska framsteg som kan förändra värden för en rad olika tillgångar. Dessa förändringar kan komma plötsligt och kan ha en negativ påverkan på den finansiella stabiliteten. De kan orsaka förluster för investerare genom att tillgångar snabbt kan sjunka i värde.
- *Fysiska risker*: Nedvärdering av vissa tillgångar, skador på infrastruktur och störningar i ekonomin kan orsakas till följd av klimat och väderrelaterade händelser som t.ex. stormar, översvämningar och torka. Inom den finansiella sektorn berörs framför allt försäkringsbolagen.
- *Åtaganderisk*: Syftar till de risker som uppkommer när aktörer som drabbas negativt av klimatförändringar söker kompensation av de som hålls ansvariga. Krav på kompensation kan komma decennier senare vilket skapar en åtaganderisk för olje-, kol-, och gasbolag och deras försäkringsbolag.

För Sveriges del kan man anta att det främst är omställningsrisken som är aktuell och eventuellt fysiska risker. Åtaganderisken verkar i dag inte lika aktuell för Sveriges del då vi inte har den industri som man främst beskyller växthusgasutsläppen för. Omställningsrisken är aktuell för att Sverige har välutvecklade finansmarknader och att den svenska befolkningen har ett relativt stort engagemang på dessa. Nästan 100 procent av den vuxna svenska befolkningen är exponerade mot finansmarknaderna genom tjänstepensioner, premiepensionssystemet och privat sparande. Även vårt allmänna pensionssystem med ett antal buffertfonder, AP-fonderna, påverkas av utvecklingen på finansmarknaderna. Det höga sparandet på finansmarknaderna gör Sverige känsligt för finansiell instabilitet och oväntade värdeminskningar.

Strandade tillgångar

Strandade tillgångar (eng. *stranded assets*) är tillgångar som genom t.ex. politiska beslut plötsligt inte längre kan utnyttjas och tappar sitt värde. Ett vanligt exempel är att om samhället ska nå vissa klimatmål, t.ex. att begränsa den globala uppvärmningen till väl under två grader enligt Parisavtalet, måste en del av de fossila reserverna ligga kvar i marken. Enligt det internationella energiorganet (IEA), måste två tredjedelar av dagens kända reserver av fossila bränslen stanna kvar i marken om målet om att begränsa den globala temperaturhöjningen till under två grader ska uppnås.¹³ Dessa reserver är värderade på marknaderna genom bolagen som äger dem. Att ha hög exponering mot fossila tillgångar kan alltså vara en risk då åtgärder vidtas för att uppfylla åtagandena gentemot Parisavtalet. Det kommer t.ex. göra vissa investeringar i fossila tillgångar värdelösa.

Marknaden är väl informerad om klimatåtagandena och borde vara kapabel till att fatta rationella beslut. Marknaden reagerade inte nämnvärt när beslutet togs att begränsa den globala uppvärmningen till väl under två grader vid FN:s klimatkonferens i december 2015 (COP 21). Antingen tror marknaden inte att målen ska påverka värderingen av fossila tillgångar, dvs. att politikerna inte klarar hålla sig till målet vilket till viss del bekräftats av att USA under president Trump valt att lämna överenskommelsen, eller så har marknaden redan prisat in de förväntade värdeminskningarna i de s.k. strandade tillgångarna. Att oljepriset fallit skarpt sedan sommaren 2014 och att oljepriset vid beslutet vid COP21 låg på en redan låg nivå kan ha mildrat eventuella reaktioner på marknaden: WTI råoljepris låg på cirka 37 dollar¹⁴ per fat i december 2015 jämfört med cirka 106 dollar i juni 2014.

Vid många teknologiska framsteg och annan utveckling förlorar tillgångar i äldre teknologi ofta snabbt sitt värde. Kontinuerligt går företag i konkurs och ersätts med nya. Tid är en viktig faktor. En omställning över längre tid ger ekonomin möjlighet att omfördela resurser. Det är därför viktigt att omställningen till en hållbar ekonomi kommer igång så snabbt som möjligt för att undvika hastiga rörelser i tillgångspriserna.

¹³ IEA, Scenarios and Projections, Energy Technology Perspectives, 2017.

¹⁴ Med "dollar" avses genomgående i betänkandet USD såvitt ej annat särskilt anges.

Risker förknippade med gröna obligationer

Emittenter och investerare av obligationer utsätter sig för olika typer av risker när de är verksamma på marknaden för gröna obligationer. Det kan röra sig om risken för s.k. *greenwashing*, ryktesrisk, risk för bedrägeri gällande miljö- och klimatomfattig hållbarhet, rapporteringsrisk och risk för intressekonflikter gällande andrahandsutlåtan. Nedan beskrivs riskerna och deras potentiella påverkan på marknaden för gröna obligationer.

Greenwashing

Även om globala standarder och definitionen kring vad som är en grön obligation ständigt förbättrats finns fortfarande en viss upplevd risk för urholkning av begreppet genom s.k. *greenwashing*, vilket kan hålla tillbaka delar av investerarkollektivet samt vissa emittenter. *Greenwashing* innebär att någon som bedriver miljöfarlig, eller mindre miljövänlig, verksamhet försöker skapa en bild av sig som miljövänlig genom bl.a. marknadsföring. En översättning som börjar få fäste är "gröntvättning" (eller "grönmålning", en översättning som syftar på "skönmålning"). Förtroendet för marknaden för gröna obligationer kan ta skada om mindre miljövänliga företag skulle ägna sig åt *greenwashing* och emittera gröna obligationer för att finansiera tveksamt hållbara projekt. Skulle en större volym tveksamt gröna obligationer emitteras finns det även en risk för att de verkligt gröna obligationernas hållbarhet generellt skulle kunna ifrågasättas. Blir andelen icke-hållbara gröna obligationer tillräckligt hög skulle troligtvis syftet med en grön obligationsmarknad ifrågasättas och dess existens hotas. Seriösa emittenter skulle också drabbas om investerarkollektivet tappar förtroendet för marknaden.

Gröna obligationer är dock i sig ett verktyg mot *greenwashing* på finansmarknaderna. Eftersom många upplever hållbarhet som något positivt vill företag i alla branscher framställa sig som just det. Därför kan det vara svårt och resurskrävande för investerare att identifiera de företag som verkligen är hållbara. Gröna obligationer, med sin relativt höga grad av transparens gällande emissionsintäkternas tilltänkta användning, underlättar för investerare att investera hållbart.

För investerarna innebär *greenwashing* ökade transaktionskostnader eftersom de måste lägga mer resurser på att analysera vilka gröna obligationer som verkligen är hållbara. Blir kostnaden för analys för hög och förtroendet för tillgångsslaget för låg kan efterfrågan minska. Det finns även en risk för att investerare skulle kunna bidra till *greenwashing*, speciellt när det är hög efterfrågan på hållbara investeringar i kombination med lågt utbud. Risken uppstår när investerare har behov av att uppfylla en viss andel hållbara investeringar enligt sitt investeringsmandat, eller få en hållbarhetsstämpel för att på så sätt mildra externa påtryckningar när det gäller miljöeffekter av övriga investeringar. Investerarna kan då brista i sin kontroll av den gröna obligationens hållbarhet och investera i den enbart för märkningen som grön. På så sätt kan emittenter av tveksamt hållbara gröna obligationer finna investerare som endast är ute efter den gröna märkningen. Men det är svårt att avgöra om en investerare köper en tveksamt hållbar grön obligation endast på grund av märkningen eller om de hade investerat i det emitterande företags obligation även om den inte var märkt som grön.

Att anklagas för *greenwashing* innebär i sig en risk för emittenter att finansiera sig via gröna obligationer. Att anklagas för *greenwashing* kan för emittenten leda till negativ publicitet och skadat anseende. Risken för att anklagas för *greenwashing* kan göra emittenter osäkra på om deras projekt är tillräckligt hållbara för att accepteras på marknaden, speciellt när det inte finns någon tydlig definition på vad som är hållbart. Hotet kan leda till att emittenter ställer sig tveksamma till att emittera gröna obligationer även om de har uppriktiga intentioner om att ställa om till en hållbar verksamhet. Risken för att anklagas för *greenwashing* i kombination med den högre kostnaden för att emittera gröna obligationer utgör ett hinder för marknadens tillväxt. Förekomsten av s.k. omärkta (eng. *unlabelled*) gröna obligationer kan vara ett tecken på att denna problematik förekommer, dvs. obligationer som skulle uppfyllt hållbarhetskraven men där emittenten av någon anledning väljer att inte finansiera sig via gröna obligationer (se kap. 4 om omärkta gröna obligationer).

Greenwashing ska inte förväxlas med situationen när mindre miljövänliga företag som har ett verkligt åtagande om att bli hållbara finansierar denna omställning med gröna obligationer. Mindre miljövänliga företag kan vara mycket välskötta även om deras verksam-

het inte är hållbar. Företag och andra aktörer kan inte ställa om över en natt och omedelbart bli hållbara utan de kommer under en omställningsperiod bedriva både hållbar och icke-hållbar verksamhet parallellt.

Det är inte realistiskt att arbeta efter en vision om att hela sektorer med ohållbar verksamhet omedelbart skulle läggas ner och ersättas med nya företag med hållbar verksamhet. En sådan omedelbar omställning är inte samhällsekonomiskt försvarbar och hade orsakat kostnader i form av icke-optimalt resursutnyttjande och att företagen i förväg skulle stänga ner lönsamma tillgångar. Omställningen måste ske över tid så att företag har möjlighet att ställa om sin verksamhet, utbilda sin personal, m.m. (jfr ovan om strandade tillgångar). Att under omställningsperioden motverka att mindre miljövänliga företag finansierar sin hållbara del av verksamheten med gröna obligationer vore att motverka omställningen till en hållbar ekonomi. Vidare skulle det begränsa den potentiella storleken på marknaden för gröna obligationer.

Det kan vara extra gynnsamt ur ett hållbarhetsperspektiv att just mindre miljövänliga bolag går igenom processen att emittera gröna obligationer. Orsaken är det ökade samarbetet om hållbarhetsfrågor som tenderar att uppstå mellan olika avdelningar hos de företag som emitterar gröna obligationer. I arbetet att emittera en grön obligation kan hållbarhetsfrågor lyftas och bättre integreras i företagets olika verksamheter vilket kan hjälpa företagen att snabbare utvecklas till ett hållbart företag. I utredningens kontakt med emittenter och emissionsinstitut har just dessa positiva externaliteter vid ett flertal tillfällen lyfts fram som en av de viktigaste egenskaperna vid emission av gröna obligationer.

För att möjliggöra mindre miljövänliga företags emission av gröna obligationer och samtidigt undvika anklagelser för *greenwashing*, krävs det transparens gällande användningen av medlen från de gröna obligationerna. Det krävs en tydlig koppling mellan medel från obligationen och investeringar i hållbar verksamhet. Finns en sådan tydlig koppling bör det inte föreligga något hinder för mindre miljövänliga bolag att emittera gröna obligationer. En klar definition om vad som är hållbart och en tillhörande taxonomi skulle kunna reducera osäkerheten för mindre hållbara företag att emittera gröna obligationer och för investerarna att köpa dessa. För en djupare diskussion kring definitioner och taxonomier se 5 kap.

Ett förtydligande exempel skulle kunna vara ett kolkraftsbolag som emitterar en grön obligation för att finansiera omställningen till att framställa energi från solpaneler. Kolkraftsbolaget skulle få en möjlighet att ställa om sin verksamhet och kunna attrahera investerare med ett hållbart investeringsmandat. Samtidigt skulle kolkraftsbolagets gröna obligationer göra det möjligt för investerare med ett hållbarhetsmandat att investera i ett bolag som de annars inte skulle kunnat investera i. Om tillräckligt många investerare införlivar hållbarhet i sina investeringsmandat kommer efterfrågan på investeringar i hållbar verksamhet att öka samtidigt som den minskar för icke-hållbar verksamhet. Finansiering av icke-hållbar verksamhet blir i ett sådant scenario relativt dyr jämfört med investeringar i hållbar verksamhet. Det skulle ge företag incitament på ekonomiska grunder att ställa om till hållbar verksamhet. Gröna obligationer är ett verktyg som möjliggör denna omställning genom att matcha mindre miljövänliga företags investeringsbehov i hållbar verksamhet med investerare med ett hållbarhetsmandat.

För investerare med ESG-mandat är det en risk i att investera i något som inte visar sig vara så miljö- och klimatomfattigt hållbart som emittenten påstått. Risken är att investeraren skulle bryta mot sitt mandat och i sitt åtagande mot sina kunder. Det finns även en finansiell risk om flera investerare plötsligt säljer en tillgång som visar sig vara falskt marknadsförd och priset går ner.

Utredningen bedömer risken för *greenwashing* som låg. Några uppgifter om att det skulle vara problem med fusk gällande gröna obligationers miljö- och klimatomfattiga hållbarhet har inte kommit fram. Den högre nivån av transparens och rapportering gällande gröna obligationer gör det enkelt att identifiera exakt vad emissionslikviden investeras i. Dessutom granskas majoriteten av obligationerna av oberoende tredjepartsgranskare vilket ytterligare minskar risken.

Emellertid finns det ett par exempel när marknaden har ifrågasatt den miljö- och klimatomfattiga hållbarheten i gröna obligationer. Just på grund av den högre transparensnivån kunde marknaden utvärdera investeringarnas miljö- och klimatomfattiga hållbarhet och reagera när de bedömde denna som undermålig. Dessa obligationer har uppmärksamrats individuellt och utredningen har inte sett några tecken på spridningseffekter som skulle kunna skada förtroendet för marknaden som helhet.

Kvarstår gör risken att en mindre hållbar emittent emitterar en grön obligation som är miljö- och klimatomässigt hållbar enbart i syfte att framstå som mer hållbar. Emittenten skulle då behöva gå igenom hela processen med att sätta upp interna riktlinjer och processer för att identifiera miljö- och klimatomässigt hållbara projekt. Denna process skulle troligtvis göra att emittenten tog ett steg närmare att bli hållbar. Denna risk bedöms av utredningen inte vara så relevant för marknaden för gröna obligationer. Gröna obligationer handlar om att ge investerare ett verktyg i att enkelt identifiera och investera i hållbara tillgångar och projekt. Gröna obligationers syfte uppfylls därmed så länge obligationerna i sig är miljö- och klimatomässigt hållbara vilket är oberoende av hållbarheten i emittentens övriga verksamhet.

Risk för bedrägeri gällande miljö- och klimatomässig hållbarhet

Vid *greenwashing* handlar det om vilseledande marknadsföring. Bedrägeririsk handlar i stället om risken för uppsåtligt bedrägeri och fusk gällande investeringar och produkters miljö- och klimatomässiga egenskaper. Syftet är att skaffa sig en ekonomisk fördel genom att t.ex. förfälska testresultat. Ett exempel på detta är fusket som uppdragats gällande utsläppstester av dieslbilar.¹⁵ Detta handlar om brottslighet som när det upptäcks följs av åtal och höga bötesbelopp. Det skadar förtroendet för emittenten och om denna även emitterat gröna obligationer skulle dessa troligtvis ifrågasättas.

Risken finns också att emittenten skulle kunna ljuga om vad pengarna investeras i. Att sätta upp ett ramverk är ingen garanti för att emittenten verkligen investerar i t.ex. vindkraftverk. Emittenten skulle även kunna ljuga i sin rapportering om emissionslikvidens användning.

Att skydda sig mot avsiktligt bedrägeri är svårt. För att reducera denna risk rekommenderar GBP att emittenten anlitar en tredjepart som t.ex. en revisionsbyrå för att validera förvaltningen av emissionslikviden och att den går till avsedda miljö- och klimatomässigt hållbara investeringar. Emellertid är det i dag endast en mindre

¹⁵ Fusket kallas för "dieselgate" i media och har uppmärksammats stort med flera felaktiga tester sedan 2015.

andel emittenter som får sin förvaltning validerad. På senare tid har emellertid fler inkluderat validering i sina ramverk och utredningens bedömning är att denna företeelse kommer öka i framtiden. Vidare noterar utredningen att det kan finnas en ökad risk med anledning av marknadsstandardernas frivilliga natur och avsaknaden av reglerad tillsyn. Emellertid har utredningen vid sina kontakter med marknadsaktörer inte fått in några uppgifter om att det skulle föreligga en högre risk för bedrägeri just mot marknaden för gröna obligationer.

Ryktesrisk

Nära kopplat till *greenwashing* är ryktesrisken. Att som emittent ägna sig åt falsk marknadsföring innebär en ryktesrisk. Ryktesrisk innebär att i det fall fusket uppdagas riskerar emittenten att få sitt rykte skadat. Det kan leda till dålig publicitet, försämrad försäljning, skadat varumärke osv.

Utredningen bedömer ryktesrisken som ett större problem än risken för *greenwashing*. Om det finns en risk för att emittenter trots goda intentioner blir anklagade för *greenwashing* kan det allvarligt skada deras rykte. Bedöms risken som tillräckligt stor kan det leda till att emittenter ställer sig tveksamma till att emittera gröna obligationer. Det blir då en lägre risk i att finansiera sig via traditionella obligationer.

Ett exempel på hur ryktesrisken kan slå skulle kunna vara marknaden för gröna obligationer i Storbritannien. Med tanke på finansmarknadens storlek i Storbritanniens har marknaden för gröna obligationer utvecklats relativt svagt, t.ex. är den svenska marknaden större (se kap. 4 för mer detaljerad beskrivning). Det spekuleras i att en förklaring till den svaga utvecklingen skulle kunna vara Unilevers emission 2015. Unilevers gröna obligation bedömdes inte vara tillräckligt hållbar och togs inte väl emot av marknaden, bl.a. exkluderades den från Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Index. Unilever har därefter inte återkommit till marknaden för gröna obligationer. Det kan spekuleras i att mottagandet av Unilevers emission kan ha fått andra emittenter att ställa sig tveksamma till att emittera gröna obligationer.

Leverantörerna av andrahandsutlåanden har en viktig roll att spela i att reducera denna risk. I sin dialog med emittenten är det viktigt att de externa granskarna tydligt markerar om det finns tveksamheter i emittentens ramverk och att dessa korrigeras innan emission.

Rapporteringsrisk

Det finns argument för att vissa gröna obligationer bör undantas från rapporteringskravet i syfte att reducera transaktionskostnaderna. Det skulle röra sig om uppenbart miljö- och klimatomfattiga hållbara projekt som t.ex. investeringar i solpaneler. Om dessa obligationer på den grunden skulle få undantag för rapportering och verifiering blir det dock mycket svårare för investerare att bedöma den miljö- och klimatomfattiga hållbarheten.

Rapporteringsrisk innefattar även emittenter som anser att hela deras verksamhet är miljö- och klimatomfattig hållbar, s.k. *pure-play*. Det skulle kunna vara ett kraftbolag som enbart genererar el från solceller. Därmed argumenterar de för att de inte skulle behöva rapportera om emissionslikvidens användning.

Denna diskussion har nått *Green Bond Principles* (GBP) och i den reviderade GBP som lanserades sommaren 2017 uppmanas s.k. *pure-play* aktörer att följa rekommendationerna i GBP för att inte försämra transparensen på marknaden för gröna obligationer (se 5 kap. för närmare beskrivning av GBP).

Risk för intressekonflikter på marknaden för andrahandsutlåanden

Emittenter anlitar i regel externa tredjepartsgranskare med kompetens inom miljö- och klimatomfattig hållbarhet för att utvärdera emittentens ramverk för gröna obligationer (se vidare 5 kap.). Ofta anlitas tredjepartsgranskaren i ett tidigt skede för att hjälpa till med att ta fram emittentens ramverk. Det ofta nära samarbetet och faktumet att emittenten betalar tredjepartsgranskaren för utvärderingen av ramverket som båda parterna har hjälpts åt att ta fram skapar risk för intressekonflikter.

Faktorer som reducerar denna risk är den höga nivån av transparens som gör att det står andra aktörer fritt att också utvärdera den miljö- och klimatmässiga hållbarheten i emittentens ramverk. Tredjepartsgranskaren skulle dessutom utsätta sig för en ryktesrisk om den skulle ge ett gott betyg åt ett mindre miljö- och klimatmässigt hållbart ramverk. Skulle fusk uppdagas skadas troligtvis tredjepartsgranskarens rykte och anseende. Även emittenten riskerar sitt rykte om den skulle pressa granskaren att godkänna ett tveksamt ramverk. Vidare ställer andra marknadsaktörer som t.ex. börserna krav på oberoende granskning och har kriterier för detta som de granskar (för mer detaljerad beskrivning om marknadsplatsernas krav se 5 kap.).

Utredningen har inte fått in några uppgifter om att det skulle föreligga något problem på marknaden gällande intressekonflikten mellan emittent och tredjepartsgranskaren. De som utför andrahandsutlåtan är välrenommerade aktörer och ibland icke-vinstdrivande organisationer som Cicero. Emellertid finns det alltid en viss risk för intressekonflikter när en part betalar en annan för utvärdering. Kreditvärderingsinstitutet är reglerade i detta avseende och en framtida utveckling kan vara någon form av reglering även för tredjepartsgranskare av gröna obligationer. Eftersom det i skrivande stund inte verkar föreligga något problem i detta avseende och att marknadsaktörer som börser redan ställer krav anser utredningen att det inte behövs några åtgärder.

Slutsats gällande risker

Förslag: Leverantörerna av andrahandsutlåtan ska börja notera om emittenten avser att tillämpa validering av emissionslikvidens användning i sina utlåtan eller inte. Det skulle höja motivationen för emittenterna att tillämpa validering, vilket i sin tur reducerar vissa av riskerna.

Bedömning: Marknadens självreglering har hittills omhändertagit risker förenade med gröna obligationer och bedöms kunna göra så fortsättningsvis. Någon lagstiftning eller annan reglering är därmed för närvarande inte nödvändig.

Utredningens samlade bedömning är att marknaden har vidtagit och håller på att vidta åtgärder för att reducera ovan beskrivna risker och att inga lagstiftningsåtgärder behöver vidtas. Om utvecklingen inte går i förväntad riktning kan emellertid regleringsåtgärder gällande validering av emissionslikvidens användning bedömas som nödvändigt i framtiden. Trots bedömningen att inga åtgärder behöver vidtas är ändå några kommentarer för vissa risker aktuella.

Problem med *greenwashing* bedöms vara små och i Sverige obefintliga. Om en emittent emitterar en grön obligation i syfte att framstå som mer hållbar kommer den även tvingas till att upprätta de interna riktlinjer och processer som krävs för selektion och rapportering om hållbara investeringar. Det innebär att processen i sig att emittera gröna obligationer hjälper emittenter att bli mer hållbara vara sig det är syftet med emissionen eller ej.

Utredningen bedömer att ryktesrisken för emittenten är ett potentiellt större bekymmer för marknads utveckling. Det har kommit in vissa uppgifter till utredningen om att en standardiserad definition skulle kunna gynna marknads utveckling. Det tyder på att det kan finnas en viss oro för ryktesrisk på den svenska marknaden. Vad som talar för att risken inte orsakar större problem är den relativt starka utvecklingen av den svenska marknaden för gröna obligationer (se vidare kap. 4). Dessutom anser utredningen att förfarandet med andrahandsutlåanden minskar risken för att en emittent skulle emittera gröna obligationer under ett ramverk som skulle vara tveksamt miljö- och klimatmässigt hållbart. I skrivande stund har alla emittenter på den svenska marknaden låtit sina ramverk utvärderas genom ett andrahandsutlåtande. Utredningen bedömer det som osannolikt att en emittent skulle riskera att inte låta sitt ramverk utvärderas genom ett andrahandsutlåtande eller på likvärdigt sätt. Marknaden hade troligtvis reagerat på detta i skarpa ordalag.

Validering av emissionslikvidens användning ex-post är ett område där utredningen ser ett potentiellt problem och önskar vidare utveckling på marknaden. GBP förespråkar att emittenter anlitar en oberoende tredjepart som t.ex. en revisionsbyrå för att validera förvaltningen av emissionslikviden och att den investeras i sådana projekt och tillgångar som emittenten åtagit sig att investera i sitt ramverk. Trots uppmaningen i GBP är det väldigt få emittenter som i sitt ramverk uttryckligen åtar sig att låta en oberoende tredjepart

validera förvaltningen av emissionslikviden. Leverantörerna av andrahandsutlåtanen har inte heller kommenterat avsaknaden av validering i ramverken.

Utvecklingen gällande validering verkar emellertid gå åt rätt håll och det behövs inte några lagstiftningsåtgärder för närvarande. Den senaste tiden har ramverk lanserats vilka innehåller åtaganden om validering av både förvaltning av emissionskapitalet och rapporteringen om emissionskapitalets användning. Utredningen tror att nu när några emittenter explicit börjat tillämpa validering kommer fler att följa, dels för att de inte vill framstå som mindre seriösa eller trovärdiga, dels för att investerare skulle kunna börja ställa krav på validering på de som inte tillämpar det nu när vissa andra gör det.

Utredningen föreslår att leverantörerna av andrahandsutlåtanen ska börja notera om emittenten avser att tillämpa validering av emissionslikvidens användning i sina utlåtanen eller inte. Det skulle sätta extra press på emittenterna att tillämpa validering.

3.1.5 Initiativ till en mer hållbar kapitalallokering

Som nämnts ovan är det efterfrågan och avkastningen som styr hur kapitalet allokeras på kapitalmarknaderna och vilka investeringar som får finansiering. Hur ser initiativen ut till en mer hållbar kapitalallokering? Nedan beskrivs några av de initiativ som tagits för att mobilisera kapitalet mot en mer hållbar allokering.

Global Compact

Ett initiativ från FN att få näringslivet att engagera sig i FN:s frågor och ta globalt ansvar som lanserades vid det ekonomiska världsförumet (World Economic Forum) i Davos 1999. FN:s *Global Compact* är ett nätverk av företag, organisationer och akademi med huvudkontor i New York. *Global Compact* främjar även näringslivets engagemang i bredare FN-initiativ som t.ex. de nya hållbarhetsmålen i Agenda 2030. Initiativet har cirka 13 000 deltagare, av vilka cirka 8 000 är företag. Från Sverige är närmare 200 signatärer anslutna (2015). Det finns även cirka 100 lokala och regionala nätverk, bl.a. ett i Norden. Initiativet, som i första hand riktar sig till företag, syftar till att ta ett aktivt ansvar för tio erkända principer

för företagens agerande när det gäller mänskliga rättigheter, arbetsrätt och miljöpraxis. Principerna har baserats på FN:s deklaration om de mänskliga rättigheterna, ILO:s grundläggande konventioner om mänskliga rättigheter i arbetslivet samt Rio-deklarationen från 1992. Medlemmarna i *Global Compact* ska årligen redovisa hur man främjar principerna genom en s.k. *Communication on progress* (COP).

Principerna är:

- *Mänskliga rättigheter*. Princip 1) stödja och respektera internationella mänskliga rättigheter inom sfären för företagens inflytande; och princip 2) försäkra att deras egna företag inte är inblandade i kränkningar av mänskliga rättigheter.
- *Arbetsrätt*. Princip 3) upprätthålla föreningsfrihet och erkänna rätten till kollektiva förhandlingar; princip 4) eliminera alla former av tvångsarbete; princip 5) avskaffa barnarbete; och princip 6) avskaffa diskriminering vad gäller rekrytering och arbetsuppgifter.
- *Miljö*. Princip 7) stödja försiktighetsprincipen vad gäller miljörisker; princip 8) ta initiativ för att stärka ett större miljömedvetande; och princip 9) uppmuntra utvecklandet av miljövänlig teknik.
- *Korruption*. Princip 10) motarbeta alla former av korruption, inklusive utpressning och bestickning.

Även förkortningen ESG används som referens till principerna. Förkortningen står för *Environment* (miljö), *Social* (samhällsansvar) och *Governance* (styrning).

Den svenska regeringen är en av *Global Compact*s samarbetspartners och flera svenska företag har anslutit sig. Flera av de stora svenska företagen har hört till de allra mest drivande aktörerna i organisationen. Svenska kapitalförvaltare har ofta som mål att företagen de investerar i bör följa *Global Compact*s principer för att säkerställa de mest grundläggande kriterierna för ansvarsfullt företagande.

Principles for Responsible Investments

FN-initiativet *Principles for Responsible Investments* (PRI) arbetar för att öka förståelsen för ansvarsfulla och hållbara investeringar. *Global Compact* är grundläggande principer som träffar alla former av verksamhet. PRI fokuserar på investerare på kapitalmarknaderna. Genom att underteckna PRI åtar sig bolaget att sträva efter att efterleva de sex principer som PRI har utarbetat. Principerna lyder:

1. Vi ska införliva ESG-frågor i våra processer för placeringsanalyser och beslutsfattande.
2. Vi ska vara aktiva ägare och införliva ESG-frågor i vår ägarpolicy och praxis.
3. Vi ska begära ändamålsenlig redovisning om ESG-frågor av de företag som vi investerar i.
4. Vi ska verka för acceptans och implementering av principerna inom investeringsbranschen.
5. Vi ska samarbeta för att förbättra vår effektivitet genom implementering av principerna.
6. Vi ska var och en redovisa våra handlingar och framsteg när det gäller implementering av principerna.

Undertecknande bolag lämnar årliga rapporter och beskriver sitt arbete med att uppfylla de sex principerna. Ramverket för rapportering är omfattande och heltäckande och avser i huvudsak tre specifika områden; ansvarstagande, öppenhet och egen utvärdering. Ramverket medger olika typer av undertecknande bolag att uppnå målet med principerna på sitt eget individuella sätt.

De sex principer som ingår i PRI innebär ett åtagande att beakta miljömässiga, sociala- och styrningsfrågor (ESG) vid analys och placeringsbeslut. Anslutna åtar sig även att vara aktiva ägare och införliva aspekterna i förvaltningen och i verksamheten samt i övrigt verka för att principerna sprids i finansbranschen.

Majoriteten av alla kapitalförvaltare i Sverige har åtagit sig att följa PRI:s principer. Globalt uppgick anslutna investerares tillgångar till drygt 70 000 miljarder dollar i april 2017. Det kan ställas i relation till värdet av den globala obligationsmarknaden som uppgick till cirka 100 000 miljarder dollar 2017.

Portfolio Decarbonization Coalition

Portfolio Decarbonization Coalition (PDC) startade i september 2014 som ett samarbete mellan FN och ett antal ledande institutionella investerare, bland dem svensk AP4. Målet är att minska koldioxidutsläpp genom att förmå de stora institutionella investerarna i världen att avveckla investeringar i fossilt bränsle. Anslutna förvaltare förvaltade tillgångar på över 3 000 miljarder dollar i oktober 2016. När stora institutionella investerare slutar att investera i bolag med höga utsläpp skapas incitament för dessa att minska sina utsläpp. PDC menar själva att de är speciellt handlingsorienterade. Medlemmarna förbinder sig till att redovisa sina portföljers koldioxidavtryck och att ställa upp mål som de förväntas nå. Denna koalition är därmed betydligt mer målinriktad än de tidigare beskrivna initiativen.

Institutional Investors Group on Climate Change

Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) har över 140 medlemmar som förvaltar mer än 20 000 miljarder euro. Organisationen är orienterad mot Europa och har sitt huvudkontor i London. Målet är att arbeta fram politiska lösningar för en stabil omställning till en hållbar ekonomi. De utgör även en plattform för kunskapsutbyte om hållbara investeringar.

G20

G20 är en internationell organisation bestående av regerings- och centralbanksrepresentanter från de 20 största ekonomierna i världen, samt EU-kommissionen och Europeiska centralbanken (ECB). Under G20-mötet i Antalya november 2015 fastslogs att klimatförändringarna är en av de största utmaningarna i vår tid. Målet att hålla den globala uppvärmningen under två grader bekräftades, samt att man har för avsikt att följa de riktlinjer och avtal som FN:s klimatkonvention (UNFCCC) tar fram. Man vill se:

- ökade investeringar i förnybar energi
- ökad energieffektivitet

- minskade och utfasade subventioner för fossila bränslen
- socialt och miljömässigt hållbar matproduktion.

Inom G20 finns Climate Finance Study Group vilka studerar hållbarhetsfrågor på finansmarknaderna. De arbetar för hållbara finansmarknader med sikte på att detta ska leda till en marknadslösning för hållbara investeringar.

Financial Stability Board

Financial Stability Board (FSB) är en internationell organisation som arbetar fram rekommendationer för den globala finansmarknaden. Beslut om att starta organisationen togs vid G20-mötet i London 2009. Medlemmar i FSB är G20 länderna, EU-kommissionen, ECB, Internationella valutafonden (IMF), Bank for International Settlements (BIS), OECD och Världsbanken.

Det är FSB:s åsikt att reglerare och beslutsfattare har ett intresse i att säkerställa att det finansiella systemet är motståndskraftigt mot alla sorters risker. I april 2015 togs beslut om att FSB ska utreda kopplingen mellan klimatrisker och finansiell stabilitet. FSB initierade möte med representanter från den offentliga samt den privata sektorn för att diskutera klimatförändringarnas effekter på den finansiella stabiliteten. Utredningen kom fram till att det behövdes bättre information för att bättre förstå och analysera klimatriskerna. Detta för att åstadkomma en mjuk snarare än en abrupt övergång till en hållbar ekonomi. Eventuellt kan en ökad klimatrapportering från företagen belysa riskerna i tid och förhindra en abrupt omställning.

Vid G20-mötet i Antalya november 2015 antogs FSB:s förslag om att starta en industriledd grupp som skulle utveckla frivillig och konsistent klimatriskrapportering. Den 4 december samma år initierades Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) med Michael R. Bloomberg som ordförande. TCFD:s mål var att utvärdera vad som egentligen utgör en effektiv och verkningsfull klimatrapporering för den finansiella marknaden. Rapporteringen skulle vara av en sort som är användbar för långivare, försäkringsföretag, investerare och andra aktörer i deras arbete med att hantera

klimatriskerna. TCFD publicerade sina slutgiltiga rekommendationer vid G20-mötet i Hamburg den 7 till 8 juni 2017.

Rekommendationerna för ökad medvetenhet för klimatrisker går i huvuddrag ut på att klimatrapporering bör ingå i företagets vanliga årsbokslut och att företaget använder olika klimatscenarion och redovisar strategier för att hantera dessa. Själva klimatrapporeringen ska byggas upp kring fyra pelare: (i) styrning och hur den beaktar klimatrisker och möjligheter, (ii) strategi och hur klimatrisker eventuellt kommer påverka verksamhet, affärsplaner osv, (iii) hur företagets metoder för riskhantering tar hänsyn till klimatriskerna och (iiii) att relevanta indikatorer och mål för att hantera klimatrisker och möjligheter används vid rapportering.

EU-kommissionens High-Level Expert Group(HLEG)

I december 2016 tillsatte EU-kommissionen en högnivågrupp av experter på finansmarknadsområdet inom ramen för arbetet med kapitalmarknadsunionen (CMU). HLEG fick i uppdrag att formulera rekommendationer för hållbara investeringar inom EU i syfte att uppnå en koldioxidreducerad, resurseffektiv och hållbar ekonomi. HLEG publicerade en preliminär rapport i juli 2017 med ett antal förslag för diskussion.

För att nå målet beskrivs två nödvändiga krav på EU:s finansiella system i interimrapporten. För det första krävs att den finansiella stabiliteten och prissättningen på tillgångar stärks genom att förbättra värderingen och förvaltningen av långsiktiga väsentliga risker och immateriella faktorer för värdeskapande, t.ex. frågor om miljö, samhällsansvar och bolagsstyrning (ESG). För det andra krävs förbättring av den finansiella sektorns bidrag till hållbar och inkluderande tillväxt, främst genom att finansiera långsiktiga behov som innovation och infrastruktur och därmed bidra till att snabba på övergången till en utsläppssnål och resurseffektiv ekonomi. HLEG förde fram följande konkreta förslag:

- Ta fram ett klassificeringssystem för hållbara tillgångar.
- Ta fram en EU-standard och EU-märkning för gröna obligationer och andra hållbara tillgångar.

- Klargör att förvaltaruppdraget (eng. *fiduciary duty*) omfattar hållbarhet.
- Öka rapporteringskraven om ESG.
- Inför ett ”hållbarhetstest” för EU:s finansiella lagstiftning.
- Skapa organisationen ”Hållbar infrastruktur i EU” för att slussa finansiering till hållbara projekt.
- Stärk rollen för EU:s tillsynsmyndigheter när det gäller att bedöma ESG-risker.
- Öka investeringar i energieffektivitet genom relevanta, anpassade, redovisningsregler.

Under hösten 2017 har konsultationer med finansiella aktörer hållits. En slutrapport är aviserad i januari 2018.

3.1.6 Att omvandla sparande till finansiering

Omvandlingen från sparande till investeringar skulle inte fungera effektivt om varje sparare behöva leta upp och analysera lämpliga företagsprojekt att kunna investera i. Detta gäller även för företagare om de skulle vara tvungna att hitta ett antal potentiella investerare till sina projekt. För att lösa denna svårighet med matchningen har den finansiella sektorn en central roll. Den finansiella sektorn och finansmarknaderna fyller en viktig funktion i att leda sparande till investeringar på ett så effektivt sätt som möjligt.

Kapitalmarknaden är den marknad som ska göra det möjligt för företag, hushåll, organisationer och stater att få tillgång till kapital för investeringar och drift. Marknaden ska även hjälpa investerare att hitta intressanta placeringsmöjligheter. Aktie- och kreditmarknaden tillhör kapitalmarknaden. Företag finansierar sig i huvudsak på aktiemarknaden medan stater gör det på kreditmarknaden. Aktiemarknaden i Sverige och många andra länder är tämligen liten i förhållande till kreditmarknaden i termer av värde. För att få tillgång till kapitalmarknaden så vänder sig företag och hushåll oftast direkt till en finansiell intermediär.

En finansiell intermediär är en finansiell mellanhand som alla parter kan dra fördel av. För det mesta är det banker som är

finansiella intermediärer. Sparare som vill jämna ut sin konsumtion kan sätta in medel på ett bankkonto och ta ut dem vid ett senare tillfälle. Sparare kan även placera sina pengar i aktier, räntebärande värdepapper eller i fonder på den svenska marknaden och utländska marknaderna. Bankerna förmedlar deras kapital från inlåningen till företag och privatpersoner som har finansieringsbehov. Bankerna är experter på att värdera, övervaka och hantera kreditrisker hos de privatpersoner och företag som bankerna lånar ut till. Den finansiella sektorn i form av en bank kan därmed bidra till en effektivare kapitalförmedling. Bolåneinstitut och finansbolag är exempel på andra finansiella intermediärer.

De finansiella intermediärerna är inte alltid det mest effektiva sättet att förmedla finansiering. Ibland kan det vara effektivare för företag att finansiera sig direkt på kapitalmarknaderna. För att företag ska kunna låna pengar i kapitalmarknaden så får de emittera obligationer och penningmarknadsinstrument. Standardiserade värdepapper (aktier, obligationer och andra finansiella instrument som har ett ekonomiskt värde), som kan enkelt köpas och säljas på en marknad, kan bidra till att finansieringen bli ännu mer effektiv. För en väl fungerande marknad och en effektiv prisbildning krävs det en organiserad handel med värdepapper med tydliga regler och en hög grad av standardisering. I en marknad där många aktörer följer, analyserar och handlar i värdepapper som finns på marknaden kan de samlade kostnaderna för information och transaktioner minska. Samtidigt kan placerarnas risk minskas genom att den löpande handeln gör det enklare att köpa eller sälja ett värdepapper.

Finansmarknaderna är viktiga i omställningen till en hållbar ekonomi

På finansmarknaderna allokeras kapital från de som har ett tillfälligt överskott till de som har ett tillfälligt underskott. Till vilka investeringar kapitalet allokeras påverkar vad som byggs och tillverkas i realekonomin. En hållbar finansmarknad är tänkt att fungera så att allokeringen av kapital går till verksamheter vars aggregerade utsläpp överensstämmer med rådande miljömål. Vikten av att ställa om finansmarknaderna framförs i Parisavtalet där ett av de övergripande målen är att "göra finansiella flöden förenliga med en väg mot låga växthusgasutsläpp och en klimatomfattigt motståndskraftig utveck-

ling”¹⁶. Finansmarknadernas betydelse har också uppmärksamats nationellt och som nämnts ovan infördes ett nytt mål i budgetpropositionen för 2016 om att det finansiella systemet ska bidra till en hållbar utveckling.

3.1.7 Gröna obligationer

Gröna obligationer har lyfts fram som ett finansiellt instrument som har potential att fylla en del av det förväntade kapitalallokeringsbehovet. G20-ledarna menar att det finns ett behov av grön finansiering och en kommuniké antogs vid toppmötet i Hangzhou, Kina, i september 2016. I kommunikén uttalas att ansträngningar bör göras för att stödja utvecklingen av lokala och gränsöverskridande marknader för gröna obligationer.¹⁷

Enligt en rapport av OECD¹⁸ finns det under ett tvågraders scenario en potential att skala upp marknaden för gröna obligationer till en total emissionsvolym på mellan 620–720 miljarder dollar i årlig emission 2035 på marknaderna i Kina, EU, Japan och USA¹⁹. I jämförelse emitterades gröna obligationer för 81 miljarder dollar 2016.²⁰ Vidare ser OECD att det finns en potential för marknaden att kunna uppgå till mellan 4 700–5 600 miljarder dollar i utestående obligationer år 2035. Det motsvarar nio till elva procent av det totala investeringsbehovet estimerat av IEA. Det kan också jämföras med de 262 miljarder dollar i utestående obligationer som marknaden uppgår till i dag.²¹

Vid en jämförelse mot dagens marknad för gröna obligationer, finns det enligt OECD:s estimat potential för en 7 till 11 gånger så hög årlig emission och 23 till 28 gånger större utestående belopp fram till 2035. Dessa siffror kan förefalla stora i absoluta termer, men är små (ca 4 %) i förhållande till emissionerna på kreditmarknaden

¹⁶ Parisavtalet artikel 2.1 punkt c.

¹⁷ G20 Leaders' Communiqué Hangzhou Summit 4-5 September 2016, s. 5.

¹⁸ OECD (2016), *A quantitative framework for analysing potential bond contributions in a low-carbon transition*.

¹⁹ OECD har valt att analysera dessa länder eftersom de har utvecklade obligationsmarknader och det finns tillgång till statistik. Länderna stod för 76 procent av den totala marknaden för skuldinstrument 2014 (74 000 miljarder dollar av globalt totalt 97 000 miljarder dollar). Länderna förväntas dessutom stå för 68 till 52 procent av det totala investeringsbehovet under perioden 2015 fram till 2035.

²⁰ Enligt data från Climate Bond Initiative (CBI).

²¹ Utestående obligationsvolym per den 30 oktober 2017 enligt uppgift från CBI.

generellt. Gröna obligationer kommer alltså inte lösa hela investeringsbehovet och åtgärder kommer krävas även på andra områden och marknader.

Även EU-kommissionen har påpekat vikten av att främja gröna obligationer. I handlingsplanen för byggandet av en kapitalmarknadsunion (eng. *Capital Markets Union*, CMU) menar kommissionen att kapitalmarknaderna kan hjälpa till att uppfylla EU:s klimatmål. EU-kommissionen menar att utvecklingen av marknaden för gröna obligationer kan bidra till att rikta in kapital mot hållbara investeringar²², och har därför för avsikt att utvärdera och stödja marknadens utveckling.

Frågan är då hur marknaden utvecklats hittills och om den kan bidra till omställningen till en hållbar ekonomi? Sedan emissionen av den första gröna obligationen för närmare tio år sedan har marknaden för dessa obligationer i dag (2017) ett ganska imponerande värde på cirka 291 miljarder dollar och marknaden ser ut att fortsätta växa exponentiellt. Detta till trots finns en rad utmaningar och problem därför att marknaden inte växer tillräckligt snabbt och att den globalt utgör mindre än en procent av obligationsmarknaden. För närvarande kan det också sägas att den gröna obligationen primärt har ett signalvärde. Emittenten skickar budskap om att man vill prioritera och öronmärka medel för hållbara investeringar. För investeraren handlar det om att signalera ett intresse av att vilja vara en del av finansieringen i en önskvärd omställning till något mer hållbart. Det krävs förbättringar för att lyfta den gröna obligationsmarknaden till att få en viktigare roll i omställningen till ett mer hållbart samhälle.

3.2 Avgränsningar

Utredningen har som sitt främsta uppdrag att lämna förslag på hur marknaden för gröna obligationer kan främjas och utvecklas, i ett vidare syfte att främja utvecklingen av en hållbar finansmarknad. Som angivits ovan i 2 kap. omfattar utredarens uppdrag i övrigt ett antal specifika frågeställningar kring gröna obligationer där utred-

²² KOM (2015) 468 slutgiltig.

ningens perspektiv ska utgå från en svensk marknad med beaktande av internationella förhållanden på en global marknad.

I utredningens direktiv anges att även emission av sociala obligationer, liksom närliggande finansieringslösningar, kan belysas och utvärderas. Om gröna obligationer är en nischprodukt så är de obligationer som emitterats med sociala investeringar som grund än mer så. Till en del ska detta ses i skenet av att det är väsentligt svårare att mäta och utvärdera sociala obligationer och investeringar. De kräver ofta en utvärderingshorisont om bortom tio år. Utredningen har därför valt att inte inkludera överväganden kring sociala obligationer i betänkandet.

Av angränsande skäl har inte heller hybridformen hållbarhetsobligationer (eng. *sustainable bonds*) eller s.k. cat bonds (eng. *catastrophic bonds*) inkluderats i analysen. Cat bonds utvecklas främst av försäkringsmarknaden för att överföra försäkringsrisk till andra delar av kapitalmarknaden. Organisationen ICMA Group som ansvarar för *Green Bond Principles* (GBP) har också hand om riktlinjer för både sociala obligationer och hållbarhetsobligationer var till hänvisas²³. Det är i samtliga fall fråga om särskilda instrument som skapats för särskilda ändamål och som har andra tillämpningsområden och ändamål jämfört med gröna obligationer.

Som redan nämnts har utredningen valt att fokusera på kreditrisk och klimatrisk. I linje med det gäller en annan avgränsning som utredningen valt att göra i uppgiften att analysera och ta fram exempel på vilka projekttyper som skulle kunna finansieras med gröna obligationer. Utredningen har valt att fokusera på gröna obligationer med inriktning mot finansiering av åtgärder för att uppfylla det klimatåtagande Sverige har i enlighet med Parisavtalet. En avgränsning i övervägandena görs ändå mot s.k. *climate bonds* som enligt organisationen Climate Bonds Initiative (CBI) är inriktade mot att reducera växthusgasutsläpp. Gröna obligationer kan ha ett bredare ramverk (jfr nedan 5 kap. om standarder).

I grunden handlar det om att identifiera investeringar som bidrar till ett mer hållbart samhälle. Om dessa kan identifieras och motiveras kommer samhället att bli mer hållbart, vilket är positivt för alla. En modell som fungerar för klimatet bör i allt väsentligt kunna användas framöver för hållbarhetens samtliga områden, inte

²³ Samtliga riktlinjer finns publicerade på ICMA Group's hemsida: www.icmagroup.org

bara klimatet. Det också rimligt att anta att en hållbar investering håller en lägre klimatrisk och därmed kräver ett lägre avkastningskrav. Kan dessa samband identifieras och belönas kommer kapital att allokeras till gröna investeringar på rent ekonomiska grunder. Det gäller oavsett hållbarhetsområde. Det är dock enklare att börja med det mätbara och ett område som dessutom står inför stora investeringar, dvs. åtgärder för klimatet.

3.3 Gällande rätt

Utöver att analysera och lämna förslag på vilka sätt marknaden för gröna obligationer kan främjas, och ta fram exempel på vilka projekttyper som skulle kunna finansieras med gröna obligationer, har utredningen fått i uppdrag att lämna förslag på en struktur med processer och kriterier som identifierar gröna projekt; processer och rutiner för tredjepartsvalidering av gröna obligationer; samt förslag på vilken information som investerare behöver för att fatta välgrundade investeringsbeslut. Fråga blir då om gällande rätt är tillfyllest eller behöver reformeras, om kompletteringar behöver föreslås eller om ny rätt behöver skapas. Efter att utredningen presenterat sina åtgärdsförslag finns anledning att återkomma till frågan om lagstiftningsbehovet (6 kap.). Här presenteras gällande rätt i relevanta delar.

Det finns i dag ingen särskild lag eller reglering om gröna obligationer i Sverige. Det finns ingen legal definition av grön obligation och det saknas regler om validering. Regleringen följer i stället av den allmänna regleringen av obligationsmarknaden.

Den i sammanhanget relevanta regleringen finns huvudsakligen i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF), lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VPL), och lagen (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer. I vårt sammanhang blir allmänna bestämmelser om hållbarhetsinformation aktuella, t.ex. reglerna om hållbarhetsredovisning i årsredovisningslagen (1995:1554), jämte regler om fondinformation och fondfaktablad²⁴. Givet de främjandeförslag som utredningen diskuterat

²⁴ Europaparlamentets och rådets förordning nr 1286/2014 av den 26 november 2014 om faktablad för paketerade och försäkringsbaserade investeringsprodukter för icke-professionella investerare (Priip-produkter), EUT L352/1, 9.12.2014.

bör också regleringen kring kapitaltäckningskrav och avgift till resolutionsreserven belysas, liksom budgetlagen (2011:203) och regleringen av statsstöd²⁵.

Lagen om handel med finansiella instrument

En för obligationsmarknaden central lagstiftning finns i LHF med regleringen av prospekt som krävs vid emission av en obligation. Regleringen bygger på rättsakter från EU²⁶, och syftar främst till att underlätta företagens kapitalanskaffning över gränserna inom EES och för att investerare ska tillförsäkras adekvat information så att de ska ha möjlighet att fatta välgrundade beslut. Reglerna har till största delen genomförts i svensk rätt genom LHF. Mycket kort kan nämnas att lagens syfte i allt väsentligt är att säkerställa investerarskydd och marknadseffektivitet, bl.a. genom en skyldighet, en informationsplikt, för den som emitterar värdepappret att ta fram ett prospekt om investeringen. Investerarskyddet bör betraktas mer som ett skydd för investerare från att bli felinformerade än från att göra felaktiga affärer.

Ett prospekt är en handling som innehåller den information som lämnas antingen när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. I båda fallen kommer de överlåtbara värdepapperen som omfattas av prospektet att bli tillgängliga för handel på värdepappersmarknaden och därmed spridas till allmänheten. Kravet på transparens medför en skyldighet att tillhandahålla och i en del fall offentliggöra fakta. Kravet är inte undantagslöst. Det uppställs t.ex. vissa tröskelvärden för när prospekt inte behöver tas fram.

²⁵ Se Europeiska unionens fördrag, EUF, artiklarna 107-109 och lagen (2013:88) om tillämpning av Europeiska unionens statsstödsregler.

²⁶ Se prop. 2011/12:129 om Europaparlamentets och rådets direktiv 2010/73/EU av den 24 november 2010 om ändring av direktiv 2003/71/EG om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till handel och av direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad (EUT L 327, 11.12.2010, s. 1). Prospektivdirektivets regler avseende innehållet i prospekt är av mer övergripande karaktär. Mer detaljerade regler om bl.a. vad ett prospekt ska innehålla, har införts genom EU-kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 av den 29 april 2004 om genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG i fråga om information i prospekt, dessas format, införlivande genom hänvisning samt offentliggörande av prospekt och annonsering.

Prospektet ska innehålla den information som krävs för att en investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av vilken avkastning och risk som är förenad med en investering i det överlåtbara värdepappret, både om företaget och dess ekonomiska ställning och det överlåtbara värdepappret och dess egenskaper. LHF innehåller bl.a. regler om offentliggörande av nyckelinformation, reglering om ansvar vid fel i prospekt, jämte regler för dispositioner av värdepapper och sanktioner vid bristande efterlevnad av lagen.

Kravet på informationens standard har karaktär av förköpsinformation och ska ge investeraren all information som är nödvändig för att denne ska kunna göra en välgrundad bedömning av investeringen (2 kap. 11 §). Kravet fullgörs genom att emittenten tar fram s.k. nyckelinformation om investeringen. Det utgör väsentlig och väl strukturerad information som ska lämnas till investerarna så att de kan förstå arten av och riskerna förenade med emittenten, garanten och de värdepapper investerarna erbjuds eller som upptas till handel på en reglerad marknad och besluta vilka erbjudanden av värdepapper de närmare ska beakta. Mot bakgrund av erbjudandet och berörda värdepapper ska nyckelinformationen innehålla: 1) en kort beskrivning av väsentliga karakteristika och risker förenade med emittenten och eventuell garant, inbegripet tillgångar, skulder och finansiell ställning, 2) en kort beskrivning av väsentliga karakteristika och risker som är förknippade med investeringen i värdepappret, inbegripet eventuella rättigheter förknippade med värdepappren, 3) erbjudandets allmänna villkor, inbegripet uppskattade avgifter som emittenten eller erbjudaren tar ut av investeraren, 4) närmare upplysningar om upptagandet till handel, och 5) motiven för erbjudandet och användningen av de medel som emissionen tillför.

Finansinspektionen ska godkänna prospektet innan investering är möjlig och så ska ske om detta är ”fullständigt, sammanhängande och begripligt” (2 kap. 25 §).

Det för utredningen centrala är kravet på transparens och regleringen om vilken information som investeraren har rätt till. Här skiljer sig inte gröna obligationer från traditionella. De detaljerade föreskrifterna gäller oavsett vilken typ av obligation det gäller och leder inte till särbehandling av en obligation som klassificeras som grön. Investeraren ska alltså få information för att kunna göra en välgrundad bedömning om att investera eller avstå; om investeringens kreditrisk; och om ett eventuellt bakomliggande projekt är i linje

med investerarens mandat. Regleringen är neutral och tillämplig på alla typer av obligationer.

Lagen om värdepappersmarknaden

En annan viktig reglering av obligationsmarknaden finns i VPL. Den lagen har som främsta syfte att reglera den finansiella strukturen, att främja transaktioner, och reglerar bl.a. tillstånd för värdepappersrörelse, investeringstjänster, investeringsverksamhet, verksamhet vid handelsplatser, datarapporteringstjänster och investerarskydd. Lagen har som ett tydligt syfte att säkerställa transparens och effektivitet vid transaktioner av värdepapper. Även denna lag bygger på ett EU-direktiv²⁷. Regleringen träffar dispositioner på marknaden för obligationer, men är neutral i förhållande till vilken typ av obligation det gäller, och gäller därmed utan särregler också för handel med gröna obligationer.

Handelsplatserna i MiFID II kallas reglerad marknad (t.ex. börser) och multilateral handelsplattform (MTF). MTF-plattformen är ett multilateralt system inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES) som ska föra samman flera tredjeparters köp- och säljintressen i finansiella instrument. Sammanföringen ska vara inom systemet och i enlighet med icke skönsrättsliga regler så att det leder till ett kontrakt. Exempel på marknadsplatser som tillämpar MTF-plattformen är First North Bond Market och Räntetorget.²⁸

Av intresse för utredningen är, förutom reglerna om handelsplatser, reglerna om investerarskydd inbegripet rådgivning om investering och kapitalplacering.

En informationsplikt följer av reglerna för investerarskyddet. Plikten gäller för producenten av det finansiella instrument, förlängt till ett ansvar för rådgivaren, att begriplig och transparent information ska lämnas så att investeraren är väl informerad inför ett beslut om investeringen vad avser arten av investeringstjänsten, risken, samt kostnader och avgifter. Regleringen är neutral på så

²⁷ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument (MiFID I).

²⁸ För närmare beskrivning av de olika handelsplatserna, se t.ex. Sveriges Riksbank, Den svenska finansmarknaden, 2016; och prop. 2016/17:162 Nya regler om marknader för finansiella instrument (MiFID II och MiFIR), del 1.

sätt att varje förslag om investering bedöms för sig utan särregler för vilken typ av investering som erbjuds, t.ex. om en obligation är grön eller inte. Om investeringen som erbjuds bygger på en grön obligation så utlöser det förstås kravet att informationen måste omfatta varför det investeringsalternativet anses som grönt och vad som skiljer det från icke-gröna investeringar. Om några särskilda kostnader eller avgifter uppkommer med anledning av "grön" karaktär så ska det redovisas.

Av sekundärt intresse för utredningen är lagen (2003:862) om finansiell rådgivning som kan sägas komplettera VPL:s regler om investerarskydd. Av rådgivningslagen följer främst ett skadeståndsansvar för bristfällig eller fel information om en investering, och ett marknadsrättsligt ansvar för uppgifter i reklam och dylikt.

Obligatorisk hållbarhetsinformation

Under hösten 2014 antogs ett direktiv med ändringar i EU:s redovisningsdirektiv beträffande rapporteringen av icke-finansiell information och mångfaldspolicy²⁹. Enligt direktivet måste stora företag som är företag av allmänt intresse med minst 500 anställda avkrävas en hållbarhetsrapport. Den ska innehålla upplysningar om miljö, sociala förhållanden, personal, respekt för mänskliga rättigheter och motverkande av korruption (*Global Compact*). Direktivet föreskriver också att stora börsnoterade företag ska upplysa om mångfaldspolicyn för styrelsen. Upplysningarna ska omfatta en beskrivning av mångfaldspolicyn när det gäller aspekter som t.ex. ålder, kön, utbildning och yrkesbakgrund.

I Sverige har rapporteringskravet genomförts genom ändringar i årsredovisningslagen (1995:1554), ÅRL. Innehållet i hållbarhetsrapporteringen motsvarar EU-direktivet, men kravet har riktats mot fler företag än vad direktivet kräver (6 kap. 10 § ÅRL). Samhällsnyttan av rapportering från en vidare krets av företag bedömdes vara så stor att s.k. *goldplating*, en utvidgning av kretsen, var motiverad. I hållbarhetsfrågor finns flera starka intressenter, t.ex. investerare, konsumenter och miljöorganisationer. De ges

²⁹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/34/EU av den 26 juni 2013 om årsbokslut, koncernredovisning och rapporter i vissa typer av företag, EUT L182/19, 29.6.2013 (redovisningsdirektivet).

genom hållbarhetsrapporteringen möjlighet att fatta informerade beslut om vilka företag de vill investera i, låna ut pengar till eller handla med.

Den nya lagstiftningen ska börja tillämpas för det räkenskapsår som inleds närmast efter den 31 december 2016. Det innebär för de flesta företagen att rapportering enligt de nya kraven kommer att ske för första gången våren 2018.

Säkerställda obligationer

Lagen om utgivning av säkerställda obligationer (LSO) adresserar svenska bankers och kreditmarknadsföretags rätt att ge ut säkerställda obligationer (eng. *covered bonds*). Innehavaren av en säkerställd obligation har dubbla säkerheter: först i form av emittentens möjlighet att återbetala beloppet inklusive ränta och för det andra så har innehavaren en förtur till de tillgångar som ingår i säkerhetsmassan. Säkerhetsmassan består i Sverige främst av lån mot säkerhet i bostäder. Benämningen är skyddad genom lag. Lagen innehåller detaljerade föreskrifter om bl.a. förutsättningar för tillstånd för utgivning, tillåtna krediter i säkerhetsmassan, fyllnadssäkerheter, belåningsgrader, värderingsprinciper, registerhållning, oberoende granskning och förhållanden vid emittentens obestånd samt tillsyn, sanktioner och bemyndiganden till Finansinspektionen (FI). FI har antagit kompletterande föreskrifter (FFFS 2013:1). I händelse av fallissemang tillämpas förmånsrättsordningen i förmånsrättslagen (1970:979). I vårt sammanhang får den typen av reglering påverka på bedömning av kreditrisken och därmed prissättningen av t.ex. en grön obligation.

Säkerställda obligationer regleras även inom ramen för EU:s regelverk för kapitaltäckning [se nedan] (bl.a. CRR/CRD4) och då i frågor som hur sådana obligationer ska riskvägas samt i vilken utsträckning de ska tillåtas att räknas som tillgångar i likviditetskraven.

Regleringen i LSO är neutral i förhållande till om obligationen är grön eller inte. En sådan klassificering blir av större intresse i regelverket för kapitaltäckning.

Kapitaltäckningsregelverket

Reglerna om kapitaltäckning är centrala för finansiell stabilitet genom att bidra till att stärka bankers motståndskraft mot finansiella förluster och därigenom skydda bankens kunder. Reglerna innebär att bankens kapitalbas med marginal ska täcka dels de föreskrivna minimikapitalkraven, vilket omfattar kapitalkraven för kreditrisker, marknadsrisker och operativa risker och dessutom ska omfatta beräknat kapitalkrav för ytterligare identifierade risker i verksamheten i enlighet med bankens interna utvärdering av kapital och risker.

Kapitaltäckningsförordningen³⁰ (CRR, tillsynsförordningen) är en fullharmoniseringsförordning som gäller för alla banker i EU. I förordningen regleras vad som får ingå i kapitalbasen, minimikapitalkrav, likviditetskrav, bruttosoliditetskvoten, den stabila finansieringskvoten, samt vad som anses vara stora exponeringar.

Kapitaltäckningsdirektivet³¹ (CRD) är genomfört i Sverige genom lagen (2014:966) om kapitalbuffertar och lagen (2014:968) om särskild tillsyn över kreditinstitut och värdepappersbolag. Här regleras olika kapitalbuffertar, bankspecifika kapitalkrav, samt krav på banker att årligen göra interna kapital- och likviditetsutvärderingar (IKLU).

Medan CRR och CRD innehåller övergripande regler publicerar Europeiska Bankmyndigheten (EBA) tekniska standarder och riktlinjer som i detalj reglerar bl.a. vad som är kapital och hur kapitalbasen ska offentliggöras.

Beräkning av kapitalkrav utförs i enlighet med tillsynsförordningen, lagen om kapitalbuffertar, lagen (2014:967) om införande av buffertlagen och Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2014:12) om tillsyns krav och kapitalbuffertar. Kravet på att upprätta en kapitalkonserveringsbuffert (2,5 %) gäller sedan 2 augusti 2014. Krav på att upprätthålla en kontracyklisk buffert (f.n. 2 %) tillämpas från och med den 19 mars 2017.

Kapitaltäckningsregelverket bygger på tre pelare och buffertkrav.

³⁰ CRR 575/2013/EU.

³¹ CRD 2013/36/EU

Pelare 1 reglerar minimikrav på kapital. Kapitalkrav beräknas för kreditrisk, marknadsrisk, avvecklingsrisk, kreditvärdighetsjusteringsrisk (CVA) och operativ risk. Minimikapitalkravet uppgår till 8 procent av riskvägt exponeringsbelopp. Riskvägt exponeringsbelopp avser att visa risken i engagemanget och utgör grunden för kapitalkravsberäkningen.

Utöver minimikravet enligt pelare 1 ska samtliga företag som omfattas av regelverket göra egna bedömningar av sina risker och sitt totala kapitalbehov. Denna process kallas som nämnts intern kapital- och likviditets utvärdering (IKLU) och ligger inom pelare 2. Pelare 2 är samlingsnamnet för företagens interna kapital- och likviditetsutvärdering, samt Finansinspektionens översyns- och utvärderingsprocess, där myndigheten gör en individuell bedömning av företagens kapitalbehov. Pelare 2 regleras i lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse, lagen om kapitalbuffertar, lagen om särskild tillsyn över kreditinstitut och värdepappersbolag, förordning om särskild tillsyn och kapitalbuffertar samt FFFS 2014:12.

Pelare 3 reglerar upplysningskrav och offentliggörande av information som avseende kapitaltäckning, riskhantering och likviditet ska lämnas periodiskt.

Utöver kapitalkrav enligt pelare 1 och pelare 2 ska institut hålla kapital för olika typer av buffertar, vilka syftar till att ytterligare stärka institutens motståndskraft. Kapitalkonserveringsbufferten är statisk och uppgår till 2,5 procent av riskvägt exponeringsbelopp. Den kontracykliska bufferten baseras på kreditexponeringarnas geografiska tillhörighet och kan variera mellan 0 och 2,5 procent av riskvägt exponeringsbelopp. Finansinspektionen fastställer nivån på det kontracykliska buffertvärdet. Ändringar i buffertvärdet meddelas i form av föreskrifter.

Det intressanta för utredningen när det gäller kapitaltäckningsregelverket är för det första att Sverige tillämpar högre kapitaltäckningskrav än vad som krävs enligt EU:s regelverk (s.k. *goldplating*). För det andra kan investeringar i gröna obligationer medföra ett annat koncept för risk, dvs. att risker i bankernas verksamhet reduceras och kan medföra lägre kapitaltäckningskrav redan av den anledningen.

Resolutionsreserven

Hanteringen av krisande banker ska enligt lagen (2015:1016) om resolution i första hand finansieras genom att förluster och kostnader för återkapitalisering bärs av aktie- och fordringsägare. Under extraordinära omständigheter kan det dock krävas extern finansiering och därför byggs en resolutionsreserv upp med avgifter från instituten.

Användningen av resolutionsreserven omgärdas av särskilda regler.³² Resolutionsreserven kan användas för ett institut som försatts i resolution, exempelvis för att ge tillfällig finansiering eller för att under extraordinära omständigheter bidra till institutets återkapitalisering. Det senare förutsätter dock att skuldnedskrivning tillämpats i betydande utsträckning, dvs. att aktie- och fordringsägare har tagit en väsentlig del av kostnaderna.

Resolutionsreserven är ett konto i Riksgälden som är resolutionsmyndighet. När avgifterna betalas in till kontot går de samtidigt in i statens samlade kassaflöde, likt andra inbetalningar till staten. Om pengar från reserven behöver användas görs en utbetalning från kontot och pengar går samtidigt ut ur statskassan. När avgifterna kommer in förstärker de därmed budgetsaldot och minskar statens lånebehov och statsskulden. Om utbetalningar behöver göras ökar lånebehovet och statsskulden. Resolutionsreservens konstruktion följer de allmänna principer som tillämpas för statsbudgeten och statens finansiering. Syftet med att låta inbetalningar minska statsskulden i stället för att öronmärkas och fonderas är att uppnå en så kostnadseffektiv förvaltning av statens finanser som möjligt.

Resolutionsreserven finansieras med avgifter som betalas av de kreditinstitut och värdepappersbolag som omfattas av resolutionslagen. Mindre institut får sina avgifter fastställda i enlighet med en schablonmodell medan större institut betalar en avgift i proportion till den risk de utgör för systemet. Avgifterna fastställs enligt EU-kommissionens förordning om resolutionsavgifter.³³ De totala

³² Se Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/59/EU av den 15 maj 2014 om inrättande av en ram för återhämtning och resolution av kreditinstitut och värdepappersföretag, EUT L 173/190, 12.6.2014; lagen (2015:1016) om resolution; och förordningen (2015:1034) om resolution.

³³ EU kommissionens förordning 2015/63 av den 21 oktober 2014 om komplettering av direktiv 2014/59/EU avseende förhandsbidrag till finansieringsarrangemang för resolution, EUT L 11/44, 17.1.2015.

resolutionsavgifterna för ett år ska uppgå till 0,09 procent av det sammanlagda avgiftsunderlaget för de institut som betalar en riskjusterad avgift.

Resolutionsavgiften togs ut för första gången 2016 och ska betalas så länge som behållningen i resolutionsreserven vid utgången av det år avgiften avser understiger 3 procent av institutens sammanlagda garanterade insättningar. Resolutionsavgiften har ersatt en tidigare stabilitetsavgift. För 2016 var de totala avgifterna reducerade till hälften, alltså 0,045 procent av underlaget, enligt övergångsregler. För 2017 betalade 181 institut resolutionsavgift. De flesta av dem – 127 institut – betalade en schablonavgift. För resterande 54 institut var avgiften riskjusterad. Totalt debiterades cirka 6,5 miljarder kronor i resolutionsavgifter för 2017. De större instituten som betalar riskjusterad avgift står för merparten av avgiftsuttaget. De samlade schablonavgifterna för mindre institut utgjorde cirka 5,3 miljoner kronor. Resolutionsreserven uppgick till 22,5 miljarder kronor i slutet av 2016. Det motsvarar drygt 1,5 procent av de sammanlagda garanterade insättningarna.

Regeringen har föreslagit att avgiften ska höjas till 0,125 procent av avgiftsunderlaget 2018 och sedan trappas av.³⁴

För utredningens del är det av intresse att Sverige tillämpar s.k. *goldplating* genom krav på en högre avgift än vad som krävs enligt EU:s regelverk, samt att uttaget är baserat på risk. Det ökar möjligheten för tillämpning av utredningens förslag för att främja användningen av gröna obligationer.

Budgetlagen och budgetprocessen

Enligt kommittédirektiven får utredaren lämna förslag om en statlig emission av en grön obligation om förslaget är förenligt med budgetlagens (2011:203) utformning, en effektiv statsskuldsförvaltning samt är kostnadsneutralt. Ett sådant förslag diskuteras på annan plats i betänkandet (8 kap.). Här ska endast något nämnas om budgetlagen och budgetprocessen.

Principerna för utgivning av statsobligationer regleras genom budgetlagen och med regeringens riktlinjer för statsskuldsförvalt-

³⁴ Se lagrådsremiss om avgiftsuttaget till resolutionsreserven, beslutad den 8 juni 2017.

ningen. Själva utgivningen och återfinansieringen av förfallna lån hanteras av Riksgälden.

Av budgetlagen följer att statskulden ska förvaltas så att kostnaden för kulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas (5 kap. 5 §). Därav anses följa att kostnad och risk är de kriterier som gör sig gällande vid beslut om statsskuldshandlingens inriktning.

Av det budgetpolitiska ramverket följer vidare en första princip för statens verksamhet att utgifter över tid finansieras med skatter, inte lån, vilket kommer till uttryck i överskottsmålet. Underskott i budgeten kan uppstå temporärt under perioder med lågt resursutnyttjande, men sett över en konjunkturcykel ska skatteinkomster minst täcka samtliga utgifter. Över tid används de lån Riksgälden tar upp i allt väsentligt till att refinansiera förfallande lån. En andra princip för statens medelshantering är att staten arbetar med en kassa. Alla betalningar samlas hos Riksgälden. Någon öronmärkning av inbetalade medel sker inte. I stället gäller bruttoredovisningsprincipen. Den innebär att inkomster redovisas brutto på inkomstitel. På motsvarande sätt budgeteras och redovisas utgifter brutto mot anslag. Budgetlagens principer innebär alltså att ett visst lån inte kan kopplas till ett visst projekt.

Statsstöd

Reglerna om statsstöd finns i EU-fördraget (EUF) artiklarna 107–109. I Sverige kompletteras artiklarna med lagen (2013:388) om otillåtet statligt stöd. Med statsstöd avses stöd som kan hänföras till stat, kommun eller landsting, till en verksamhet som typiskt sett bedrivs på en marknad. Generella landsomfattande system som utan åtskillnad gynnar alla företag som är etablerade i landet är inte stöd. Stödet kan vara antingen förenligt eller oförenligt med den gemensamma marknaden. Stöd som är oförenligt med den gemensamma marknaden kan förbjudas och återkrävas av EU-kommissionen och EU-domstolen och i vissa fall även av nationella domstolar.

Stöd som ges av en medlemsstat eller med hjälp av offentliga medel, vilket snedvrider eller hotar att snedvrida konkurrensen genom att gynna ett visst företag eller viss produktion, är oför-

enligt med den gemensamma marknaden i den utsträckning som det påverkar handeln mellan medlemsstaterna (de s.k. Altmark-kriterierna³⁵). Enligt etablerad rättspraxis anses handeln påverkas av stöd som hindrar företag i andra medlemsstater från att etablera sig på den aktuella marknaden. Detta innebär att även stöd till rent lokal verksamhet kan vara olagligt. Exempel på statsstöd kan vara bidrag och skattelättnader eller när en kommun säljer varor eller mark till underpris till företag.

Enligt statsstödsreglernas genomförandeförbud får stöd inte lämnas förrän det godkänts av EU-kommissionen om det inte följer av ett gruppundantag.

Gruppundantagen följer av EU-kommissionens förordning om stöd som är förenliga med statsstödsreglerna med tillhörande riktlinjer.³⁶ Av den omfattande och detaljerade katalogen av undantag följer av särskilt avsnitt 7 om stöd till miljöskydd, att bl.a. investeringsstöd till höjt miljöskydd jämfört med unionsnormer; olika energi- och energieffektivitetsåtgärder; energiinfrastruktur; avfallshantering; och nedsättning av miljöskatter kan vara tillåtna utan förhandsgodkännande. Ett annat exempel är avsnitt 8 med kompletterande regler för tillåtet stöd vid naturkatastrofer (se EUF Art. 107.2). Fonden som sattes upp för att hjälpa skogsägare i södra Sverige efter stormen Gudrun 2005 är ett exempel på sådant tillåtet stöd. Det ger underlag till tolkningen att bidrag för skador p.g.a. extremt väder relaterat till klimatförändringar, eller åtgärder för klimatanpassning³⁷, skulle anses tillåtet.

Av detta och av EU-kommissionens uppgifter till utredningen, följer att med mycket stor sannolikhet skulle bidrag eller annat stöd till andra klimatåtgärder uppfattas som tillåtet stöd. En sådan slutsats har bäring för några av utredningens förslag på främjandeåtgärder.

³⁵ Se den s.k. Altmark-domen 24/7/2003 vid EU-domstolen, mål C-280/00, rättsfallsamlingen 2003 s I-07747.

³⁶ EU Kommissionens förordning (EU) nr 651/2014 av den 17 juni 2014 genom vilken vissa kategorier av stöd förklaras förenliga med den inre marknaden enligt artiklarna 107 och 108 i fördraget (General Block Exemption Regulation, GBER), kompletteras med 2008 års riktlinjer för miljöstöd (Environmental Aid Guidelines, EAG), 2014 års riktlinjer för miljö- och energistöd (Guidelines on Environmental and Energy Aid, EEAG).

³⁷ Ett nyligen avgivet betänkande av Klimatanpassningsutredningen, Vem har ansvaret? SOU 2017:42, har inte bearbetat frågeställningen om finansiering och tillåtet statsstöd, varför någon säker slutsats inte kan dras här.

4 Marknaden

Bedömning: Marknaden för gröna obligationer är fortfarande i en tillväxtfas och intresset är tilltagande. Utredningen delar en allmänt förekommande uppfattning att det råder ett efterfrågeöverskott, eller annorlunda uttryckt utbudsbrist, på gröna obligationer.

Utredaren ska analysera och lämna förslag på hur marknaden för gröna obligationer kan utvecklas. För att göra det möjligt krävs en analys av rådande förhållanden på marknaden. Nedan följer en genomgång och analys av obligationsmarknaden i allmänhet och den gröna obligationsmarknaden i synnerhet. Avsnittet visar på en kraftig tillväxt på kort tid, en ung marknad som nu skulle kunna tolkas som att visa tecken på att mattas av men det anses allmänt i stället vara en effekt av efterfrågeöverskott. Det finns inte tillräckligt med investeringsmöjligheter i gröna obligationer på marknaden. I avsnittet läggs grunden för utredningens diskussion om främjandeåtgärder (6 kap.).

4.1 Räntemarknaden

På räntemarknaden är det räntebärande instrument som investerare handlar och den fastställda avkastningen i instrumentet ges av en ränta. Räntemarknaden består oftast av en penningmarknad och en obligationsmarknad. På penningmarknaden kan ränteinstrumentet exempel vara statsskuldväxlar och certifikat med en löptid upp till ett år. Handeln på obligationsmarknaden omfattar obligationer med löptider från i regel ett år och uppåt.

Aktörerna på räntemarknaden är oftast staten, emittenter av säkerställda obligationer, banker, försäkringsbolag och pensions-

fonder. Det finns olika syften när det gäller handel på penningmarknad och obligationsmarknad. Främsta uppgiften för obligationsmarknad är att förmedla vissa aktörers långsiktiga sparande till de aktörer som behöver kapital. Viktigaste funktionen för penningmarknad är att underlätta placeringen av överskott och förmedla kortfristig finansiering. På den marknaden kan även aktörerna jämna ut under- och överskott på deras transaktionskonton med ränteinstrumenten som har löptider från en dag upp till en vecka.

Det finns olika typer av derivatinstrument på räntemarknaden som hjälper aktörerna att sprida och hantera risker. Dessa derivatinstrument är ränteterminer, ränteswappar och ränteooptioner, kreditderivat och olika typer av strukturerade produkter.

Primärmarknad och sekundärmarknad utgör tillsammans räntemarknaden. Skillnaden är att på primärmarknaden emitteras nya värdepapper och på sekundärmarknaden gäller det att köpa eller sälja värdepapper på en marknad. När de som ger ut värdepapper, emittenter, säljer får de kapital direkt, vilket innebär att emittenter blir låntagare på marknaden. På en sekundärmarknad sker det endast ägarbyte för de befintliga värdepapperna.

4.2 Närmare om obligationsmarknaden i allmänhet

I avsnittet ges en överblick av obligationsmarknadens funktion och beskrivning av ett antal viktiga egenskaper och begrepp. På obligationsmarknaden möts investerare med ett överskott på kapital och låntagare som behöver låna kapital på längre löptider. Låntagare kan vara aktörer som offentlig sektor, banker och icke-finansiella företag.

Obligationer är räntebärande skuldebrev som ger avkastning i form av ränta. En aktör med finansieringsbehov, t.ex. ett företag, säljer (emitterar) obligationen på marknaden och får på så sätt in kapital till att finansiera sin verksamhet. Investerare med ett överskott på kapital köper obligationen för att få avkastning i form av ränta. På så sätt lånar köparen (investeraren) av obligationen ut pengar till emittenten. Emittenten förbinder sig att vid avtalad tidpunkt i framtiden (förfallodatum) betala tillbaka pengarna (s.k. nominellt belopp) med ränta. Tiden till förfall kallas för löptid. Löptiden för en nyemitterad obligation är i regel ett år eller längre.

De obligationer som under löptiden har periodiska ränteutbetalningar (kuponger) kallas för kupongobligationer. Frekvensen på ränteutbetalningarna (kupongräntan) skiljer mellan olika obligationer men sker i regel en till flera gånger per år. Kupongräntan kan vara rörlig eller fast. Rörlig kupongränta innebär att räntan är relaterad till en referensränta som kan variera över tid, t.ex. interbankräntan Stibor¹. Utöver referensräntan, vilken helst har så låg risk som möjligt, tillkommer en kreditmarginal (riskpremie), vars storlek beror på hur stor risk obligationen har i förhållande till en placering som betalar jämförelseräntan. Vid fast kupongränta prissätts obligationen mot den s.k. swapräntan² för respektive löptid plus en riskpremie.

De obligationer som inte har periodiska ränteutbetalningar kallas nollkupongobligationer eller diskonteringsobligationer. För nollkupongobligationer betalas räntan ut som ett engångsbelopp inkluderat i det nominella beloppet vid förfall.

¹ Stockholm Interbank Offered Rate är en referensränta som visar ett genomsnitt av de räntesatser som ett antal banker – Stiborbanker – verksamma på den svenska penningmarknaden är villiga att låna ut till varandra på utan säkerhet under olika löptider. Den 21 juni 2017 var Stiborbankerna Danske Bank, Handelsbanken, Länsförsäkringar Bank, Nordea, SBAB Bank, SEB och Swedbank.

² Swapräntan motsvarar marknadens tro om framtida räntor. Det är den ränta en aktör är redo att byta kassaflödena från en rörlig ränta mot kassaflödena från en fast ränta. Ett exempel är den femåriga swapräntan för tre månaders Stiborräntan. Den 26 oktober 2017 låg denna swapränta på 0,42 procent, samtidigt låg tremånaders Stibor på -0,52 procent. Det innebär att marknaden tror att en rullande placering i tremånaders Stibor kommer ge en årlig ränta på 0,42 procent över fem år. För att marknaden ska köpa en femårig obligation med fast kupongränta måste emittenten betala 0,42 procent plus en riskpremie för den risk emittenten anses ha utöver risken i en placering i tremånaders Stibor.

Tabell 4.1 Exempel på investerarens kassaflöde vid innehav av kupong- och nollkupongobligationer

Hänsyn har ej tagits till möjligheten att återinvestera de årliga kupongerna och på så sätt få högre avkastning

Kassa, tidpunkt år	Kupongobligation	Nollkupongobligation
Kassa innan köp	1 000 kr	1 000 kr
0 emission	-1 000 kr	-1 000 kr
1	20 kr	0
2	20 kr	0
3	20 kr	0
4	20 kr	0
5 förfall	1 000+20=1 020 kr	1 100 kr
Kassa efter förfall	1 100 kr	1 100 kr
Total avkastning	100 kr	100 kr

4.2.1 Prissättning av obligationer

Att förstå prissättningsmekanismen för obligationer är en viktig del i att förstå obligationsmarknadens funktionssätt och relationen mellan obligationspriser och räntor. Räntorna bestäms nämligen främst av priset på obligationer på sekundärmarknaden. Storleken på räntan i förhållande till obligationens risk avgör om investerare är villiga att köpa obligationen eller inte. Ju högre risk desto högre ränta kräver investerarna för att köpa obligationen.

Risker

För att förstå investerarnas krav på kompensation i form av ränta är det nödvändigt att ha en grundläggande förståelse för de olika typer av risk som finns i samband med en investering i en obligation. Riskerna är bland annat:

- Kredit- och motpartsrisk, vilka innebär att den som emitterar obligationen kan gå i konkurs och ställa in betalningarna eller av annan anledning inte uppfyller sina åtaganden.

- Ränterisk är känsligheten i obligationspriset för förändringar i marknadsräntor. Ränterisken ökar med obligationens löptid, t.ex. sjunker obligationspriset när marknadsräntan stiger. Om en obligation ska säljas innan dess förfalldatum finns därför en risk för förlust.
- Likviditetsrisk uppkommer om en tillgång inte snabbt kan avyttras till ett marknadsmässigt pris, t.ex. om en marknad är liten kan det vara svårt att snabbt hitta köpare. Säljaren kan då bli tvingad att sänka priset för att snabbt kunna avyttra tillgången. Likviditetsrisken beskrivs mer i detalj i avsnitt 4.2.5.
- Inflationsrisk är risken att investerarens inflationsförväntningar inte är korrekta. Högre inflation än förväntat minskar det reala värdet på framtida avkastning i.o.m. att varor och tjänster blivit dyrare än förväntat.

Det är bl.a. dessa risker investeraren vill bli kompenserad för vid köp av obligationer. Beroende om investeraren planerar att hålla eller eventuellt sälja obligationen innan förfall träffas hen av olika risker. Kredit- och motpartsrisken samt inflationsrisken är aktuell i båda fallen. Ränterisken och likviditetsrisken är endast aktuell för den investerare som eventuellt skulle sälja obligationen innan förfall. Investeraren som håller obligationen till förfall kommer få sina eventuella kuponger och nominella belopp utbetalat oberoende av obligationens prISRörelse på sekundärmarknaden. Hur mycket kompensation investeraren begär för att exponera sig mot riskerna beror på investerarens preferenser och nivå av riskaversion³.

³ Riskaversion kan beskrivas med följande experiment. En investerare får valet att delta i ett lotteri med en viss sannolikhet att vinna ett högt belopp eller inte delta och garanterat få ett lägre belopp. Lotteriet betalar ut 1 000 000 kronor med 50 procent sannolikhet. Statistiskt förväntad vinst från lotteriet blir därmed 500 000 kronor ($1\,000\,000 \times 0,5$). Investerare kan välja mellan att vara med i lotteriet eller garanterat få 500 000 kronor med 100 procent sannolikhet. Båda alternativen har en förväntad vinst på 500 000 kronor. Majoriteten av investerare hade valt att inte delta i lotteriet och direkt få 500 000 kronor med 100 procent sannolikhet trots att förväntad vinst från lotteriet också är 500 000 kronor. Det visar på att investerare inte gillar risk och att de därmed är riskaverta. Investerare hade krävt ett riskpremium för att delta i lotteriet, dvs. att vinstbeloppet höjs eller att sannolikheten för vinst höjs tills dess att den förväntade vinsten blir så hög att investeraren anser det värt risken att delta i lotteriet, eller i vårt fall köpa en obligation.

Prissättning av obligationer mot en riskfri jämförelseränta⁴

Vid prissättning av en obligation kräver investerare kompensation i form av ränta för den risk de tar på sig utöver en riskfri jämförelseränta. Den riskfria räntan är den avkastning man kan erhålla utan att ta någon risk. Det vanligaste är att man använder sig av statspappersräntan som riskfri ränta. Statspapper har normalt sett ingen eller mycket låg kreditrisk vilket gör att statspappersräntan är ett bra mått på den riskfria räntan.⁵ Därmed skapar räntan på statspapper med olika löptider ett golv för räntorna i ekonomin. Det eftersom ingen investerare tar på sig risk om de kan få identisk eller högre avkastning från investering i ett riskfritt alternativ. Statspapper är dessutom oftast enkelt konstruerade och standardiserade vilket gör dem enkla att jämföra med. De är också ofta mycket likvida vilket innebär att de kan omsättas snabbt och till stora belopp utan att priset påverkas i alltför stor utsträckning. Det är därför möjligt att utifrån statspappersinstrumenten skapa en avkastningskurva⁶ som är relevant i den meningen att den väl avspeglar rådande ekonomiska förhållanden och innehåller så lite andra störningar som möjligt.

I Sverige används statspappersräntan frekvent som referensränta vid värdering av olika finansiella instrument såsom obligationer. Företagsobligationer prissätts dock mot aktuell swapränta och aktuella riskpremier. I Sverige är det vanligt att den tioåriga statsobligationsräntan används som bas för att beräkna riskpremien vid t.ex. företags- och aktievärdering. Enligt en enkätundersökning bland riskkapitalister, förvaltare, fondkommissionärer och andra aktörer som värderar företag använder sig 64 procent av den tioåriga statsobligationsräntan som riskfri referensränta, tio procent av den femåriga statsobligationsräntan och 26 procent av någon annan referensränta.⁷ Noterbart är att andelen som använder annan referensränta har stigit under de senaste åren. När skäl anges är det främst att statsobligationsräntan i dagsläget bedöms vara för låg för att kunna användas som en långsiktig riskfri referensränta. Av svaren framgår

⁴ Avsnittet är en reviderad version av motsvarande text i SOU 2014:8 Översyn av stats-skuldspolitiken, s. 68–69.

⁵ Att det skulle finnas helt riskfria tillgångar går att diskutera men det ligger utanför ramen för denna utredning.

⁶ Avkastningskurvan består av jämförelseräntor för olika löptider, se avsnitt 4.2.3.

⁷ PwC (2013): *Riskpremien på den svenska aktiemarknaden*.

att när räntan är påverkad av faktorer som inte bedöms vara långsiktigt hållbara används den i mindre utsträckning som referensränta, i alla fall inte utan handpåläggning.

4.2.2 Marknadsräntan

Den ränta som skapar jämvikt mellan utbud och efterfrågan på obligationsmarknaden kallas för marknadsräntan. Marknadsräntan används ofta som ett samlingsbegrepp för de räntor som vid en viss tidpunkt återfinns på marknaden för obligationer med olika nivåer av risk och löptid. Marknadsräntan den avkastning investeraren får vid innehav av obligationen. Den består av en antaget riskfri referensränta plus en riskpremie för den risk det innebär att äga obligationen utöver att äga en investering som betalar referensräntan. Marknadsräntan bestäms av priset på obligationer på sekundärmarknaden och är den ersättning till vilken investerare är villiga att köpa en obligation med en viss risk. Sekundärmarknadspriset på obligationer bestäms i sin tur av utbud och efterfrågan. Är den antaget riskfria referensräntan konstant innebär det att marknadsräntan bestäms av priset på riskpremien.

Utöver marknadskrafterna kan även Riksbanken påverka priserna genom att justera den korta styrräntan (reporäntan) vilken i mycket hög grad påverkar främst de korta referensräntorna. Antas utbudet av obligationer vara givet bestäms efterfrågan vid varje tidpunkt av investerarnas placeringshorisonter, riskbenägenhet och deras bedömning av framtida räntor.⁸ Sambandet mellan priset på en obligation och dess marknadsränta kan visas med hjälp av följande förenklade och fiktiva räkneexempel:

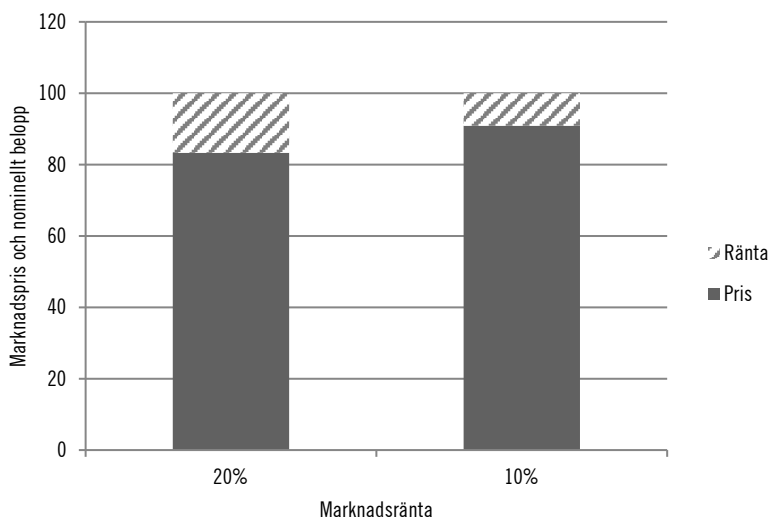
Anta att en nollkupongobligation på sekundärmarknaden har en återstående löptid på ett år och marknadspriset är 83,33 kronor. Obligationens nominella belopp är 100 kronor vilket betalas ut vid förfallodatomet om ett år. Investeraren som köper obligationen och håller den till förfall erhåller därmed en avkastning på 16,67 kronor, vilket motsvarar en ränta på 20 procent över en period av ett år ($16,67/83,33=20\%$). Räntan på 20 procent utgör därmed den ett-

⁸ Asgharian, Hossein & Nordén, Lars (2007), *Räntebärande instrument – Värdering och riskhantering*.

åriga marknadsräntan för just den risknivå som finns i detta exempelets obligation.

Anta att marknadsförhållandena förändras och att riskbenägenheten hos investerarna ökar, dvs. investerarna kräver lägre ränta än tidigare för samma nivå av risk. Investerarna är nu villiga att ta på sig risk motsvarande den som finns i obligationen för 10 procent i ränta, i stället för tidigare 20 procent. Nollkupongobligationen som ger en ränta på 20 procent framstår som mycket attraktiv under de nya marknadsförhållandena och många vill köpa den. Efterfrågan ökar och därmed ökar också priset. När priset på obligationen ökar minskar skillnaden mellan marknadspriset och obligationens nominella belopp på 100 kronor. Investerarna kommer vilja köpa obligationen till dess att marknadspriset gått upp så mycket att räntan över ett år blir 10 procent, vilket sker vid ett pris på 90,91 kronor. Slutsatsen är att när marknadsräntorna går ner ökar obligationernas pris och vice versa. Se Figur 4.1 nedan för en grafisk illustration.

Figur 4.1 Illustration för förhållandet mellan marknadspris och ränta



Not: Fiktiva obligationspriser i syfte att illustrera förhållandet mellan obligationspris och marknadsränta.

Som exemplet ovan visar ändras obligationspriset i motsatt riktning till räntan. Om räntorna stiger sjunker obligationspriset. En investerare som avser att sälja obligationen innan förfall kan därmed få en förlust. Detta är vad som kallas för ränterisken i obligationen. En investerare som avser att hålla en obligation till förfall utsätts inte för någon ränterisk eftersom obligationspriset på marknaden inte påverkar det nominella beloppet eller de överenskomna kupongutbetalningarna.⁹

Marknadsräntan på sekundärmarknaden bestämmer räntan även på primärmarknaden.¹⁰ Om en emittent vid emission erbjuder att betala en lägre ränta än marknadsräntan skulle investeraren kunna köpa en obligation på sekundärmarknaden med identisk risk men med högre ränta. Ingen investerare hade accepterat emittentens erbjudande om att köpa obligationen och emittenten hade behövt höja räntan till nivå med marknadsräntan för att kunna finansiera sig. Skulle emittenten betala en högre ränta än marknadsräntan skulle många investerare vilja köpa obligationen. Emittenten kan vid ett sådant scenario sänka räntan till nivå med marknadsräntan och få billigare finansiering. Om emittenten inte sänker räntan kommer obligationen bli kraftigt övertecknad. När den väl emitterats kan de som lyckades köpa obligationen direkt sälja den till ett högre pris på sekundärmarknaden och räntan kommer motsvara den som råder på sekundärmarknaden. För mer detaljerat resonemang kring hur sekundärmarknaden kan påverka primärmarknaden se avsnitt 4.2.5.

4.2.3 Avkastningskurvan

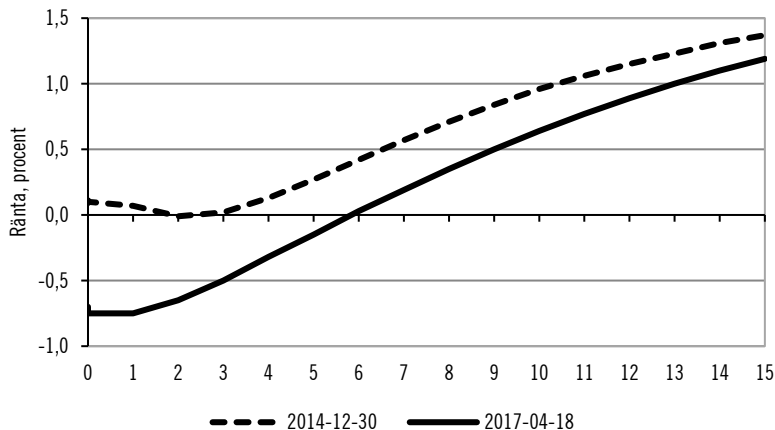
Avkastningskurvan är ett viktigt begrepp i att förstå obligationsmarknadens funktionssätt. Även kallat räntekurvan är den en grafisk framställning av beräknad effektiv avkastning på jämförbara värdepapper med olika löptider. Den beskriver förhållandet mellan ränta och återstående löptid som gäller vid en viss tidpunkt. Se

⁹ Dock utsätts investeraren för en indirekt förlust eller alternativkostnad. Om investeraren vid en prisnedgång inte redan ägt obligationen hade hen kunnat köpa den till ett lägre pris på marknaden och fått en högre procentuell avkastning.

¹⁰ Om en obligation inte handlas så ofta kan primärmarknaden vara vägledande för sekundärmarknaden gällande prissättningen.

Figur 4.2 nedan för exempel på avkastningskurvor för svenska statspapper vid två olika tidpunkter.

Figur 4.2 Avkastningskurvor för svenska statspapper vid två olika tidpunkter



Not: Horisontell axel avser löptid i år. Nollkupongräntor interpolerade från statsskuldsväxlar och statsobligationer med Nelson-Siegel-metoden.

Källa: Riksbanken (2017), *Penningpolitisk rapport april 2017*.

Som figuren visar finns det ett positivt samband mellan ränta och löptid genom att kurvorna lutar uppåt, dvs. obligationer med längre löptid betalar högre ränta. Avkastningskurvorna kan också vara flacka eller luta nedåt men det är mindre vanligt och uppkommer oftast under mer ovanliga marknadsförhållanden.

Avkastningskurvans lutning kan förklaras med hjälp av den s.k. likviditetspreferensteorin, det finns dock flera teorier.¹¹ Enligt likviditetspreferensteorin är investerare riskaverta och föredrar korta placeringar eller allra helst direkt tillgängliga likvida medel. Det innebär att investerare vill ha ersättning utöver förväntad framtida riskfri ränta för att ta på sig risk samt för att placera pengarna på längre löptider. Investerare har ett val att antingen investera med kort löptid med lägre risk och löpande återinvestera när obligationerna förfaller eller investera med längre löptid med högre risk.

¹¹ För en detaljerad beskrivning och diskussion kring de olika teorierna se Asgharian, Hossein & Nördén, Lars (2007), *Räntebärande instrument – Värdering och riskhantering*, s. 59–66.

Med längre löptider ökar ränterisken, dvs. vid ändring av marknadsräntan påverkas priset på obligationer med längre löptid påverkas i större omfattning än priset på obligationer med kortare löptid. Längre löptider medför även ökad osäkerhet gällande bl.a. framtida marknadsförhållanden, inflation och förväntningar om Riksbankens penningpolitik. Alla dessa faktorer kan påverka obligationens marknadspris. Investerare som tänkt avveckla en obligation med längre löptid innan förfall utsätts därför för en ökad risk jämfört med att hålla en obligation med kort löptid. Investerare kräver därför kompensation (s.k. riskpremie) för att investera i obligationer med längre löptider.

Figur 4.2 visar att avkastningskurvorna skiljer sig åt och att marknadsräntan har sjunkit mellan tidpunkterna. Den största skillnaden mellan kurvorna syns i de kortare marknadsräntorna för att sedan avta vid längre löptider. Orsaken till att marknadsräntorna sjunkit är troligtvis att Riksbanken sänkt styrräntan, den s.k. reporäntan, från 1 procent den 30 december 2014 till -0,5 procent den 18 april 2017.

4.2.4 Riksbankens påverkan på räntorna

Riksbanken ansvarar för penningpolitiken i Sverige med målet att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbankens tolkning av detta mål är att inflationen ska vara låg och stabil. Mer precist är Riksbankens mål att hålla inflationen kring 2 procent per år. Inflationen antas vara kopplad till räntenivån i ekonomin. En högre räntenivå antas leda till en lägre efterfrågan i ekonomin genom dyrare upplåning vilket bl.a. minskar konsumtion och investeringar. En lägre efterfrågan ger lägre priser vilket dämpar inflationen. Tvärtom förväntas en lägre ränta bidra till ökad efterfrågan genom billigare lån vilket ger ökad konsumtion och investeringar. En ökad efterfrågan ger högre priser som i sin tur driver på inflationen.

Riksbanken kan påverka den framtida inflationsutvecklingen genom sina möjligheter att styra främst den korta räntan i ekonomin. Riksbankens gör detta genom att bestämma räntan då en penningpolitisk motpart (huvudsakligen banker) behöver placera eller låna i centralbanken med en dags löptid. Räntan från en dag

till en annan kallas dagslåneränta¹². När Riksbanken kommunicerar sina intentioner brukar den använda sig av reporäntan vilken ligger mitt emellan Riksbankens in- och utlåningsräntor. Tanken är att Riksbankens penningpolitiska styrsystem ska stabilisera dagslåneräntan nära reporäntan. På så vis ska dagslåneräntan fungera som ett ankare för avkastningskurvan.¹³ Dvs. utgöra den underliggande riskfria korta referensräntan mot vilken övriga räntor i ekonomin prissätts med avseende på risk och löptid. Genom att styra dagslåneräntan påverkar Riksbanken de korta marknadsräntorna som t.ex. Stibor. Förenklat ska de korta marknadsräntorna spegla den förväntade utvecklingen i dagslåneräntan.¹⁴

De korta räntorna påverkar i sin tur de långa men effekten avtar med längre löptider. Riksbankens ambition är att stabilisera den allra kortaste riskfria räntan medan marknaden får bestämma räntor för längre löptider som inkluderar diverse riskpremier.¹⁵ Riksbanken kan t.ex. genom sin kommunikation och prognoser om förväntad framtida dagslåneränta försöka påverka inflationsförväntningarna som i sin tur påverkar den långa räntan. Möjligheterna till påverkan är dock begränsade och de långa marknadsräntorna bestäms till större del av utbud och efterfrågan än av Riksbankens reporänta.

Efter en lång period av låg inflation påbörjade Riksbanken i februari 2015 ett försök att även påverka de långa marknadsräntorna. Detta gjordes genom att tillämpa s.k. okonventionella penningpolitiska åtgärder. Dessa åtgärder gick ut på att Riksbanken köpte obligationer på sekundärmarknaden och därmed ökade efterfrågan. Ökad efterfrågan leder till ökande obligationspriser som i sin tur ger lägre räntor och i detta fall förhoppningsvis högre inflation.¹⁶ När detta betänkande togs fram pågick fortfarande åtgärderna och dess resultat hade därför inte fullt utvärderats.

¹² Dagslåneräntan benämns som riskfri i Sveriges Riksbank (2012): Penning- och valutapolitik 2012:2, s. 43.

¹³ Sveriges Riksbank (2012): Penning- och valutapolitik 2012:2.

¹⁴ För en mer detaljerad beskrivning av hur Riksbanken påverkar dagslåneräntan se Sveriges Riksbank (2012): Penning- och valutapolitik 2012:2, s. 43–64.

¹⁵ Sveriges Riksbank (2012): Penning- och valutapolitik 2012:2, s. 44.

¹⁶ För en mer detaljerad beskrivning av Riksbankens obligationsköp se Jan Alsterlind, Henrik Erikson, Maria Sandström och David Vestin (2015), *Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?*, Ekonomisk kommentar, nr. 12, Sveriges riksbank.

4.2.5 Fördjupning marknadslikviditet

Eftersom marknadslikviditeten är ett problemområde gällande gröna obligationer kommer likviditetens funktion och betydelse beskrivas mer i detalj i avsnittet. Marknadslikviditeten på sekundärmarknaden påverkar även priserna och möjligheterna att emittera på primärmarknaden.¹⁷

Det finns olika typer av likviditet

Som beskrivet under avsnitt 4.2 finansierar sig olika aktörer genom att emittera obligationer på den så kallade primärmarknaden. På en primärmarknad, där det är lätt att emittera obligationer, är det alltså lätt att finansiera sig och man säger då att finansieringslikviditeten är god. Det är lättare att uppnå en god finansieringslikviditet på primärmarknaden om de investerare som köpt obligationer på primärmarknaden kan sälja dessa vidare till andra investerare på sekundärmarknaden. Marknadslikviditeten är i sin vidaste bemärkelse ett sätt att beskriva hur snabbt och till vilken kostnad det går att omvandla en finansiell tillgång till likvida medel. När det går snabbt att omsätta betydande volymer av en obligation på sekundärmarknaden till en låg transaktionskostnad och utan att transaktionen påverkar marknadspriset på obligationen nämnvärt säger man att marknadslikviditeten är god.

Det finns flera olika dimensioner av begreppet marknadslikviditet. I den ekonomiska litteraturen talar man i regel om fyra olika dimensioner av marknadslikviditet:

- Omedelbarhet (eng. *immediacy*) refererar till hur fort det går att exekvera och avveckla en order.
- Täthet (eng. *tightness*) refererar till transaktionskostnader som hur stor skillnaden är mellan köp- och säljpriser.
- Djup (eng. *depth*) refererar till spridningen av köp- och säljintressen omkring rådande marknadspris.

¹⁷ Avsnittet utgörs av en reviderad version av motsvarande text i Riksbankens publikation Bonthron, Fredrik, Johansson, Tor och Mannent, Jenny (2016), Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell stabilitet. *Ekonomiska kommentar* nr 3 2016. Sveriges riksbank 27 maj 2016.

- Motståndskraft (eng. *resilience*) refererar till graden av nya köp- och säljintressen som uppkommer efter en plötslig obalans i utbud eller efterfrågan för en obligation, och som för tillbaka marknadsprissättningen till dess fundamentala värde.

I praktiken är det dock inte helt enkelt att skaffa sig en bild av utvecklingen av en obligations marknadslikviditet. Det finns till exempel inte något enskilt mått som fångar marknadslikviditetens alla dimensioner.

Marknadslikviditeten viktig för marknaden funktionssätt

En obligations marknadslikviditet har betydelse för hur väl obligationsmarknaden fungerar. För att obligationsmarknaden ska utgöra ett bra alternativ för marknadsbaserad finansiering krävs det att marknaden fungerar väl. Generellt sett karaktäriseras väl fungerande och effektiva marknader bland annat av att det finns en sekundärmarknad som det går att omsätta emitterade värdepapper på. De aktörer som finansierar sig genom obligationsmarknaden har nämligen inte nödvändigtvis samma tidshorisont som långivarna.

Om exempelvis ett företag vill finansiera ett långsiktigt projekt genom att emittera en långfristig obligation samtidigt som långivarna inte vill ge ett lika långfristigt lån kan långivarna fortfarande vilja investera i obligationen om de vet att de kan sälja den på sekundärmarknaden.

På samma sätt är marknadslikviditeten på sekundärmarknaden viktig för investerare som exempelvis investeringsfonder. De vill nämligen ha möjligheten att snabbt kunna omsätta delar av sina obligationsinnehav beroende på de insättningar och uttag som fondspararna gör ur fonden, eller om de vill omallokera sina investeringar.

Många finansiella tillgångar, som innehaven i investeringsfonder, värderas också på regelbunden basis utifrån priserna på sekundärmarknaden. Det gäller även för tillgångar som lämnas som säkerheter antingen i utbyte mot finansiering eller vid handel på derivatmarknaderna. Värderingen av sådana tillgångar blir mer tillförlitlig om tillgångarna handlas på en sekundärmarknad eftersom det då är lättare att verifiera priset. För att en tillgång ska kunna användas som säkerhet måste den dessutom snabbt kunna avyttras,

och helst till åtminstone samma pris som det värde den är säkerhet för. En fungerande sekundärmarknad underlättar för det.

Marknadslikviditeten behöver dock inte vara god för varje enskild obligation. Det finns obligationer som går att emittera på primärmarknaden trots att det inte finns någon väl fungerande sekundärmarknad. Vissa investerare, som livförsäkringsbolag, investerar till exempel ofta i obligationer med avsikt att behålla dem tills de förfaller. För sådana tillgångar finns därför generellt sett inte en förväntan om en god marknadslikviditet från investerarna.

Om marknaderna fungerar effektivt kommer de mest likvida obligationerna att ha en lägre riskpremie och tvärtom. Det betyder att de som emitterar obligationer med sämre marknadslikviditet får betala mer för att låna än de som emitterar mer likvida obligationer. Köparen av en obligation med sämre marknadslikviditet kompenseras således för risken att den är svårare att sälja på sekundärmarknaden än mer likvida obligationer.

4.3 Prissättning av gröna obligationer

Bedömning: Utredningen bedömer att prissättningen i stort är positiv. De emittenter utredningen träffat har ansett att deras emissioner av gröna obligationer gått mycket bra. Emittenterna har breddat sin investerarbas, upplevt att obligationerna blivit något mer övertecknade, att priset varit gynnsamt och i vissa fall har en viss rabatt i form av lägre ränta kunnat påvisas. Internationell rapportering är emellertid inte entydig i om en rabatt för gröna obligationer kan påvisas eller ej.

På grund av hög efterfrågan har emittenter i vissa fall kunnat emittera gröna obligationer med viss rabatt i form av lägre ränta. Rabatten innebär att emittenten får en lägre finansieringskostnad eftersom investerarna är beredda att avstå från viss avkastning.

Utredningen har i sitt arbete träffat svenska emittenter som upplevt att det finns en rabatt på marknaden för gröna obligationer. Kommuninvest är en av dessa och har skattat rabatten till cirka två räntepunkter (0,02 procentenheter) vid ett par av deras emissioner. För en typisk svensk emission som i snitt ligger på ett nominellt belopp om drygt en miljard kronor skulle det handla om en årligen

lägre finansieringskostnad om cirka 200 000 kronor. Kostnaden för extern granskning återbetalas i sådant fall i regel redan första året. Emellertid är det inte garanterat att emittenten får rabatt och den kan alltså inte räkna med detta när den planerar sin emission.

Att det finns en rabatt bekräftas av Banken för internationell betalningsutjämnning (BIS) som i en rapport estimerat rabatten till 1,8 räntepunkter (0,18 procentenheter).¹⁸ Fenomenet drivs på av den höga efterfrågan på hållbara investeringar samtidigt som utbudet är begränsat. Rabatten kan därför snabbt försvinna om utbudet av gröna obligationer ökar eller investerarnas preferenser ändras. Emittenter kan alltså inte räkna med en rabatt vid emission av gröna obligationer trots att de åtnjuter en sådan vid tidigare tillfälle.

Climate Bonds Initiative (CBI) har i samarbete med International Finance Corporation (IFC) studerat prissättningen av gröna obligationer och kommit fram till ett mer tvetydigt resultat gällande existensen av en rabatt.^{19, 20} Vid vissa studerade emissioner kunde en rabatt observeras men inte vid andra. CBI och IFC menar att liknande mönster kan observeras vid prissättning av traditionella obligationer och anser sig därför inte kunna dra slutsatsen att en rabatt för gröna obligationer existerar.

Rabatten kan användas som ett mått på den avkastning som investerare är redo att avstå för att investera hållbart. Att vid emissionstillfället avstå från avkastning kan tas igen om obligationen stiger i värde och säljs innan förfall. Utredningen har i sitt arbete fått uppgifter om att gröna obligationer generellt presterar bättre på sekundärmarknaden än traditionella. Ett par studier har gjorts men de visar på olika resultat. BIS har i ovan nämnda rapport inte kunnat påvisa någon signifikant skillnad gällande prisutvecklingen av gröna och traditionella obligationer på sekundärmarknaden. Däremot har CBI och IFC observerat att gröna obligationer generellt presterar bättre än index. Emellertid har CBI och IFC inte testat om deras resultat är statistiskt säkerställda.

Utredningen har i sitt arbete fått uppgift om att det i regel är fler investerare som anmäler intresse vid emission av gröna obligationer jämfört med traditionella. Detta är också något som CBI

¹⁸ Ehlers, Torsten och Packer Frank (2017), *BIS Quarterly Review*, september 2017.

¹⁹ CBI och IFC (2017), *Green Bond Pricing in the Primary Market: January 2016–March 2017*.

²⁰ CBI och IFC (2017), *Green Bond Pricing in the Primary Market: April–June 2017*.

och IFC bekräftar. Det handlar bl.a. om att fler investerare med ESG-mandat vill investera i de gröna obligationerna. En bredare investerarbas skapar teoretiskt sett en mer likvid marknad för obligationen eftersom det finns potentiellt fler köpare i oroliga tider. Av den anledningen går det att argumentera för att en något lägre avkastning skulle kunna återspegla en något lägre likviditetpremie (ersättning investerare kräver för likviditetsrisk). I skrivande stund finns det emellertid inga bevis för detta.

4.4 Den svenska obligationsmarknaden²¹

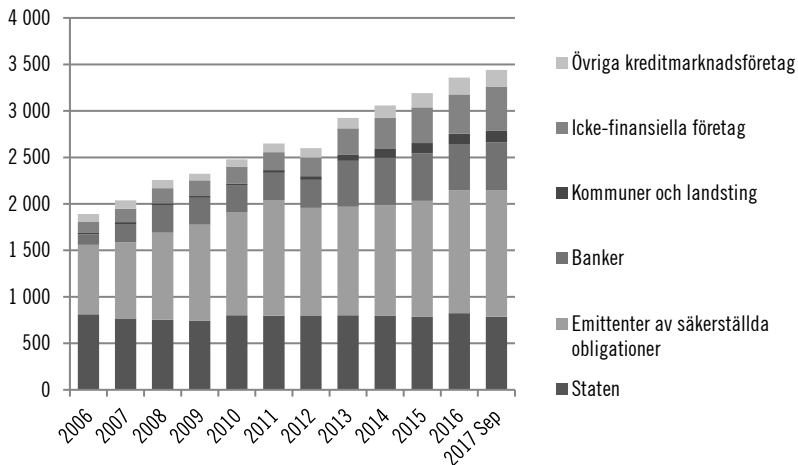
4.4.1 Emittenter

Utestående volym av obligationer i svenska kronor uppgick till 3 440 miljarder kronor den 30 september 2017. De största emittenterna på den svenska obligationsmarknaden var emittenter av säkerställda obligationer och staten. De stod för 40 respektive 23 procent av den totala volymen utestående obligationer. Andra stora emittenter är övriga finansiella institut, icke-finansiella företag, övriga kreditmarknadsföretag samt kommuner och landsting.

²¹ Statistiken i avsnittet avser marknaden för obligationer utgivna i svenska kronor av svenska emittenter.

Figur 4.3 Svenska emittenter på den svenska obligationsmarknaden i svenska kronor

Miljarder kronor till 30 september 2017



Not: I mars 2013 ändrade SCB metod för sammanställning av statistiken vilket kan förklara en del av det hopp som sker mellan 2012 och 2013. Data för nominellt resp. marknadsvärderat belopp enligt den nya metoden visar på ett 5 % högre resp. 7 % lägre belopp i mars 2013 jämfört med den gamla metoden. Fr.o.m. 2013 är det utestående nominellt belopp som redovisas. För tidigare data finns det skillnader i värdering för olika poster. Bl.a. redovisas bank och säkerställda obligationer som bokförda värden vilket varken överensstämmer med nominellt eller marknadsvärderat belopp.

Källa: SCB.

Finansiella institut emitterar säkerställda obligationer för att finansiera sin utlåning till hushåll och andra som tar lån med säkerhet i fastigheter. Säkerställda obligationer utmärker sig genom att investeraren har dubbel säkerhet, dels gentemot det emitterande institutet och dels gentemot de underliggande tillgångarna, i säkerhetsmassan som i Sverige till stor del utgörs av bostadslån. Det ger investeraren i säkerställda obligationer exklusiv rätt framför andra fordringsägare till de underliggande bostadslånen vid händelse att kreditinstitutet går i konkurs. Investerare upplever därmed risken som låg i säkerställda obligationer och kräver därför lägre ränta vilket ger billigare upplåning för kreditinstitutet. Marknaden för säkerställda obligationer beskrivs mer i detalj i avsnitt 4.4.4.

Staten emitterar obligationer för att finansiera sitt lånebehov. Det är Riksgälden som sköter statens upplåning på obligationsmarknaden. Statsskulden och troligtvis även volymen utestående statsobligationer kommer troligtvis att minska över tid om det nu-

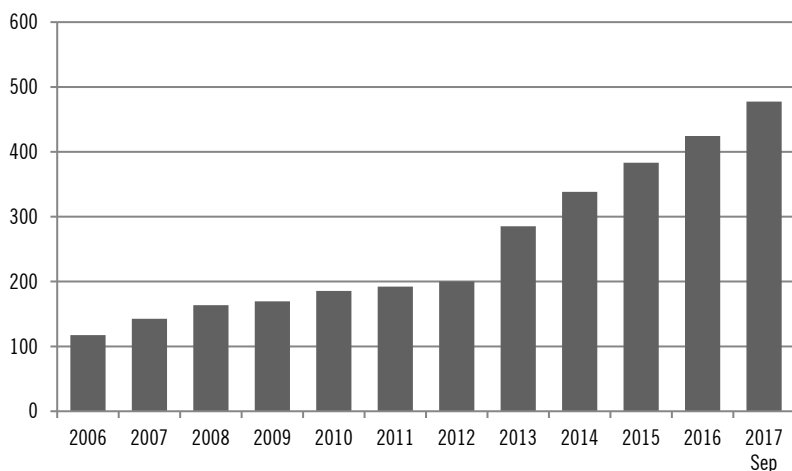
varande budgetpolitiska ramverket med ett överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande ligger fast och uppfylls.²²

Bankerna emitterar obligationer för att finansiera sin verksamhet och tillgångar. När bankerna lånar ut pengar till andra aktörer i ekonomin uppstår ett finansieringsbehov som bland annat täcks av upplåning genom obligationer.

Icke-finansiella företag kan välja att själv finansiera sig på obligationsmarknaden i stället för att låna pengar av bankerna. Utestående volym av företagsobligationer har ökat under de senaste åren, se Figur 4.4. En förklaring till detta kan vara de låga räntorna vilket gör det billigt att finansiera sig via kapitalmarknaderna. Dessutom har Sverige haft en god ekonomisk tillväxt de senare åren vilket troligtvis ökat andelen investeringar.

Figur 4.4 Utestående volym av företagsobligationer i svenska kronor utgivna av svenska icke-finansiella företag

Miljarder kronor till 30 september 2017



Not: Nominellt belopp fr.o.m. 2013. Dessförinnan blandad värdering samt annan metod för sammanställning av statistiken. Se även notering till Figur 4.3 gällande hoppet mellan 2012 och 2013.

Källa: SCB.

²² SOU 2014:8 Översyn av statsskuldspolitiken, s. 57.

Efter finanskrisen har fler företag med sämre kreditvärdighet valt att finansierat sig via obligationsmarknaden. En möjlig förklaring är investerarnas jakt på avkastning i den lågräntemiljö som präglade ekonomin sedan finanskrisen.²³ Det har ökat efterfrågan på mer riskfyllda investeringar vilket har lett till att riskpremien för dessa har krympt. En lägre riskpremie innebär en lägre ränta och det har därmed blivit relativt billigare för mindre och mer riskfyllda företag att finansiera sig direkt på obligationsmarknaden. När icke-finansiella företag emitterar obligationer har de ofta ett avtal med en eller flera banker om ett obligationsprogram genom vilket de ger ut värdepapperna till villkor som bestämts i förväg.

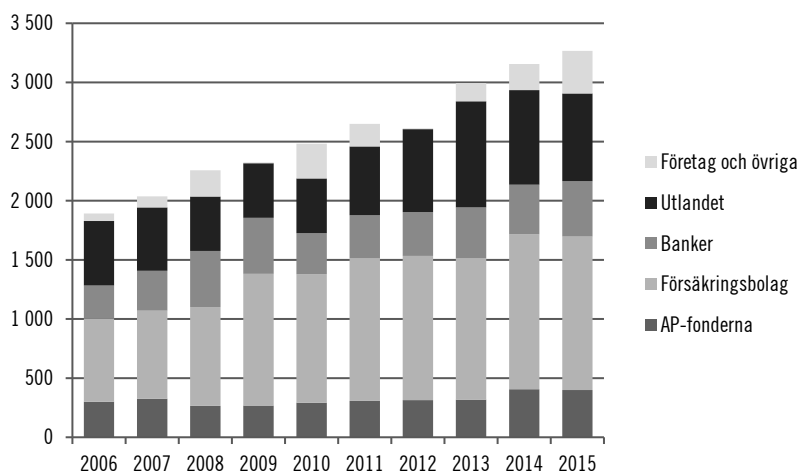
Större kommuner och landsting kan emittera egna obligationer, dock sker en stor andel av kommuner och landstings finansiering via kreditmarknadsbolaget Kommuninvest i Sverige AB (Kommuninvest). Kommuninvest är ett helägt dotterbolag till Kommuninvest ekonomisk förening, i vilket anslutna kommuner och landsting/regioner är medlemmar. Genom en solidarisk borgensförbindelse garanterar medlemmarna i Kommuninvest ekonomisk förening Kommuninvests skulder och andra förpliktelser, vilket ger Kommuninvest förutsättningar att erhålla lägre upplåningskostnader i marknaden än vad medlemmarna kan uppnå individuellt. Kommunerna kan i allmänhet därför finansiera sig billigare genom Kommuninvest. Kommuninvest kan också aggregera flera lån från enskilda kommuner och emittera stora obligationer som är eftertraktade av institutionella investerare. Över 90 procent av alla kommuner, landsting och regioner var medlemmar andra kvartalet 2017. Kommuninvest stod i slutet av 2016 för 48 procent av medlemmarnas totala lånefinansiering.

²³ För vidare information, se Johansson, Tor (2013), Search for yield – en jakt på avkastning i en lågräntemiljö. *Ekonomisk kommentar* nr 4, 2013. Sveriges riksbank.

4.4.2 Investerare

Figur 4.5 Investerare på den svenska obligationsmarknaden i svenska kronor

Miljarder kronor till den 31 december 2015



Källa: Sveriges Riksbank (2016), *Den svenska finansmarknaden*. Sveriges Riksbank uppger källorna AP-fonderna, SCB och Riksbanken för diagrammet.

Försäkringsbolagen är de största investerarna på obligationsmarknaden. Försäkringsbolag har långa åtaganden genom att bl.a. erbjuda sina kunder pensionsförsäkringar. Stabila obligationer med långa löptider och hög kreditvärdighet passar därför försäkringsbolagens finansieringsbehov väl. Försäkringsbolagens efterfrågan på bl.a. obligationer med höga kreditbetyg kan också påverkas av olika regelverk.

Utländska investerare utgjorde den näst största investerargruppen och därefter banker, AP-fonderna samt företag och övriga.

Likt försäkringsbolagen kan även bankernas efterfrågan på obligationer med hög kreditvärdighet påverkas av olika regelverk. I och med att behoven av säkerheter för derivat ökar så måste antagligen bankernas marknadsavdelningar ha mer värdepapper som kan användas som säkerheter.

Stabila obligationer med långa löptider och hög kreditvärdighet är likt försäkringsbolagen också en viktig del AP-fondernas portföljer eftersom de har liknande åtaganden.

Den svenska staten är den enskilt största emittenten av obligationer på den svenska marknaden. Fördelningen av investerare i statsobligationer skiljer sig något från marknaden totalt sett. Utländska investerare representerade den största andelen på 36 procent 2016, försäkrings- och pensionsinstitut 22,2 procent och Riksbanken 21,5 procent. AP-fonderna som annars är en stor investerare i obligationer representerade 2,9 procent.

4.4.3 Handelsstruktur

Detta avsnitt utgörs till större delen av en reviderad version av motsvarande text i Riksbankens publikationer *Den svenska finansmarknaden 2016*²⁴ samt *Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell stabilitet (2016)*²⁵.

Försäljning av nominella och reala statsobligationer samt stats-skuldväxlar i svenska kronor sker genom auktioner där Riksgäldens auktoriserade återförsäljare deltar. Återförsäljare består av banker (eller värdepappersbolag) som enligt avtal åtagit sig att fungera som marknadsgaranter.²⁶ Detta innebär att de underlättar handeln i obligationer på marknaden genom att sätta köp- och säljräntor på sekundärmarknaden, agera mellanhand vid stora skillnader i utbud och efterfrågan och genom att, som återförsäljare, lägga bud vid auktioner på primärmarknaden. Återförsäljarnas handel med sina klienter, exempelvis försäkringsbolag, banker, centralbanker eller företag kallas kundhandel. Den handel som sker mellan återförsäljare sinsemellan kallas interbankhandel.

Marknadsgaranterna agerar mellanhand även för andra slag av obligationer. För att kunna agera mellanhand håller marknadsgaranterna ett lager med obligationer som de antingen kan sälja obligationer från eller lägga obligationer som de köpt i. På så sätt bistår de investerarna med marknadslikviditet när det behövs och bidrar därigenom till att förbättra marknadslikviditeten.²⁷

²⁴ Sveriges riksbank (2016), *Den svenska finansmarknaden 2016*, augusti 2016. Se s. 34–25.

²⁵ Bonthron, Fredrik, Johansson, Tor och Mannent, Jenny (2016), *Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell stabilitet. Ekonomiska kommentar* nr 3 2016. Sveriges riksbank 27 maj 2016.

²⁶ I skrivande stund består Riksgäldens återförsäljare av Barclays, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Natwest Markets, Nordea Markets, SEB och Swedbank.

²⁷ För mer detaljerad beskrivning av marknadslikviditet se 4.2.5.

En majoritet av återförsäljarna i statsobligationer är också återförsäljare av säkerställda obligationer, vilket innebär att köp- och säljkurserna för de säkerställda obligationerna finns noterade dagligen. Till skillnad från Riksgälden hålls dock inga auktioner, i stället sker försäljningen löpande efter bolåneinstitutens lånebehov.

Icke-finansiella företag har ofta ett avtal med en eller flera banker om ett låneprogram enligt vilket de emitterar obligationer och certifikat till villkor som bestämts i förväg. Företag och banker ger även ut värdepapper utomlands som de sedan omvandlar till svenska kronor med hjälp av derivatinstrument. Handeln i företagsobligationer är mer begränsad i Sverige men har utvecklats mycket den senaste tiden. Indikativa köp- och säljpriser för de flesta företagsobligationer finns i de elektroniska handelssystemen. Handeln sker i huvudsak fortfarande direkt mellan en köpare och en säljare (OTC²⁸-handel) för dessa värdepapper.

Den huvudsakliga förklaringen till att obligationshandel bedrivs genom OTC-handel är att köparens och säljarens intressen inte alltid uppstår i samma obligation och vid samma tidpunkt. En förklaring till detta är att emittenterna på obligationsmarknaden vanligtvis har ett stort antal olika obligationer utestående till skillnad från exempelvis aktiemarknaden, där det bara finns en eller ett par aktier för varje bolag. En annan förklaring är att aktörerna på obligationsmarknaden är färre än på aktiemarknaden. Huvuddelen av dem är dessutom professionella investerare vilket gör att de transaktioner som genomförs ofta är stora och relativt få. Obligationerna har dessutom en begränsad löptid och det är vanligt att investerare väljer att behålla dem tills de förfaller, vilket gör att antalet transaktioner blir färre. Det finns fördelar med OTC-handel med hjälp av marknadsгарanter för de aktörer som snabbt vill kunna sälja vid tillfällen då det inte finns matchande köpintressen från andra investerare.

Det ökade intresset för företagsobligationer har lett till att två marknadsplatser för dessa värdepapper öppnat i Sverige, First North Bond Market av Nasdaq och Räntetorget.

Ibland behöver handeln ske anonymt. För detta ändamål finns en särskild typ av mellanhänder, mäklare (eng. *broker*). Interbankaktörerna kan till exempel annonsera sina intressen via mäklaren för att slippa visa dem för sina konkurrenter. Mäklare är vanligen

²⁸ Förkortning av eng. *over the counter*.

väl etablerade internationella mäklarhus. De har enbart institutionella aktörer som kunder och handlar inte för egen räkning. Handeln via mäklare har ökat under de senaste åren.

4.4.4 Marknaden för svenska säkerställda obligationer²⁹

Marknaden för svenska säkerställda obligationer är så stor och viktig i det svenska finansiella systemet att den beskrivs separat. Med anledning av sin storlek och viktiga funktion har den potential att spela en viktig roll i främjandet av marknaden för gröna obligationer.

Säkerställda obligationer som finansieringsform

I Sverige har banker finansierat bolån på ungefär samma sätt under lång tid. Delvis sker finansieringen med hjälp av utgivande av obligationer och delvis genom andra former, främst inlåning. Sedan 2004 har det varit möjligt att i Sverige ge ut säkerställda obligationer. Innan dess gav de större bankerna ut obligationer som kallades för bostadsobligationer eftersom de gavs ut av särskilda dotterbolag (bolåneinstitut) som bara hade till ansvar att äga lånen och ge ut obligationer. Bostadsobligationerna hade dock inget särskilt stöd i lag men de handlades på en likvid marknad. Metoderna för hur denna marknad fungerade lever ännu kvar och fungerar i dag för de säkerställda obligationerna.

Säkerställda obligationer är en reglerad obligationsform som institut med tillstånd kan emittera i enlighet med lagen (2003:1223) om säkerställda obligationer. Det som skiljer dessa obligationer från vanliga obligationer är i huvudsak att ägaren av obligationerna erhåller en förtur i en specificerad säkerhetsmassa om inte emittenten klarar av sina åtaganden. För att kunna värdera obligationerna gäller det därför att värdera sannolikheten för att emittenten klarar av att sköta sina åtaganden samt vad det kan finnas för värden i säkerhetspoolen ifall emittenten inte klarar av sina åtaganden. Enligt svensk lag kan säkerhetsmassan bestå av olika former av fastighetslån samt lån till offentlig verksamhet. Dessutom har emittenten rätt

²⁹ Svenska Bankföreningen har bidragit med texten till avsnittet.

att ha supplementära tillgångar i form av vissa mycket kreditvärdiga värdepapper.

Meningen är att de säkerställda obligationerna på alla sätt och vis ska ses som mycket säkra placeringar med låg kreditrisk och låg likviditetsrisk för investeraren. I Sverige har detta materialiserats genom att det finns betydande krav på vem som får tillstånd att ge ut dessa obligationer och att emittenterna står under särskild tillsyn. De tillgångar som kan placeras i säkerhetsmassan ska också kontrolleras kontinuerligt och måste uppfylla en rad krav. Det är även reglerat vilka tillgångar som får ingå i säkerhetsmassan. Bland kraven finns bland annat krav om en begränsad belåningsgrad på fastigheterna som utgör säkerheter för fastighetslånen. Sammantaget har detta inneburit att samtliga utestående säkerställda obligationer i Sverige har högsta tänkbara kreditbetyg från kreditvärderingsinstitutet.

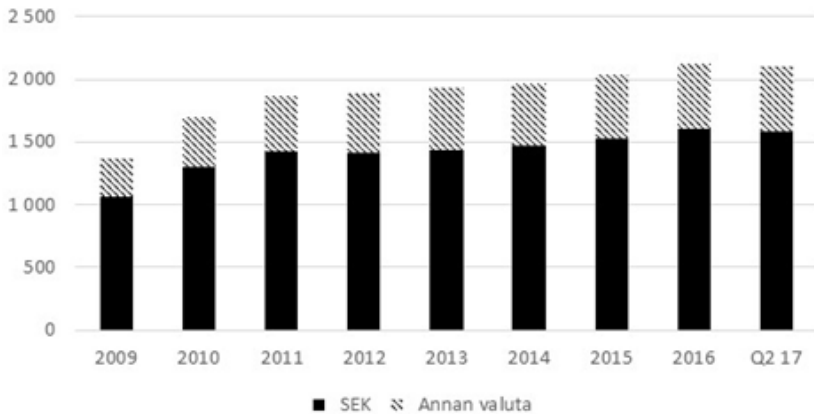
I Sverige har det alltså funnits en likvid marknad för handel i bostadsobligationer innan lagstiftningen för säkerställda obligationer fanns på plats. I dag är marknaden i princip likadan. Det är frågan om att det finns speciella prisställare som har skyldighet att ställa tvåvägspriser på de obligationer som är upptagna som benchmark. Det finns även repofaciliteter för dessa benchmarkobligationer. Obligationerna emitteras som s.k. tap-emissioner, vilket innebär att en mindre volym emitteras initialt och att sedan emitteras mer när behov finns. Behovet kan såväl avse behov hos investerarna som hos emittenten. Till detta kommer att emittenten köper tillbaka delar av de utestående obligationerna när löptiden blir för kort och likviditeten avtar.

I dagsläget finns det tio banker³⁰ som har tillstånd att emittera säkerställda obligationer. Emissioner sker i huvudsak i den svenska benchmarkmarknaden men det sker även emissioner i andra marknader och valutor. På grund av olika orsaker inleddes emissionerna av svenska säkerställda obligationer genom konvertering av utestående bostadsobligationer först 2006 och från 2008 var konverteringen avklarad. Nedan visas utvecklingen från 2009 av utestående säkerställda obligationer:

³⁰ Swedbank, Handelsbanken, SEB, Nordea, SBAB, Länsförsäkringar, Landshypotek, Skandia-banken, Danske Bank och Sparbanken Skåne.

Figur 4.6 Utestående säkerställda obligationer

Miljarder kronor

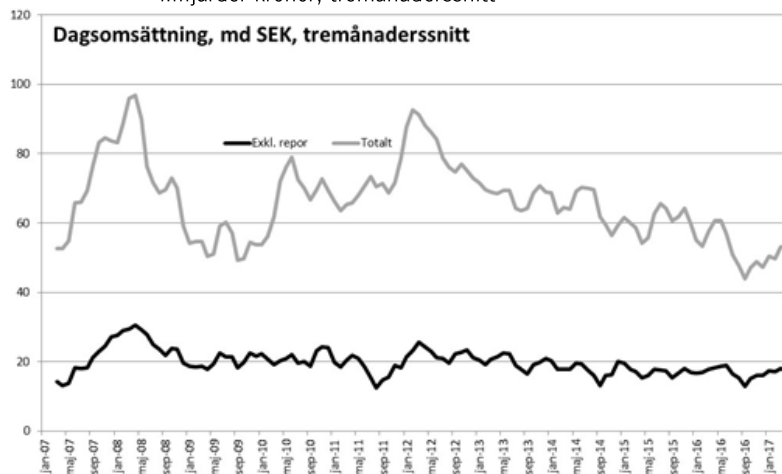


Källa: ECBC.

Riksbanken för statistik över hur olika värdepapper handlas på den svenska marknaden. Stora delar av handeln med säkerställda obligationer sker i form av repotransaktioner. I diagrammet nedan så visas hur dagsomsättningen i säkerställda obligationer har varit i snitt per månad den senaste tiden, exklusive repotransaktioner:

Figur 4.7 Dagsomsättning på marknaden för säkerställda obligationer

Miljarder kronor, tremånaderssnitt

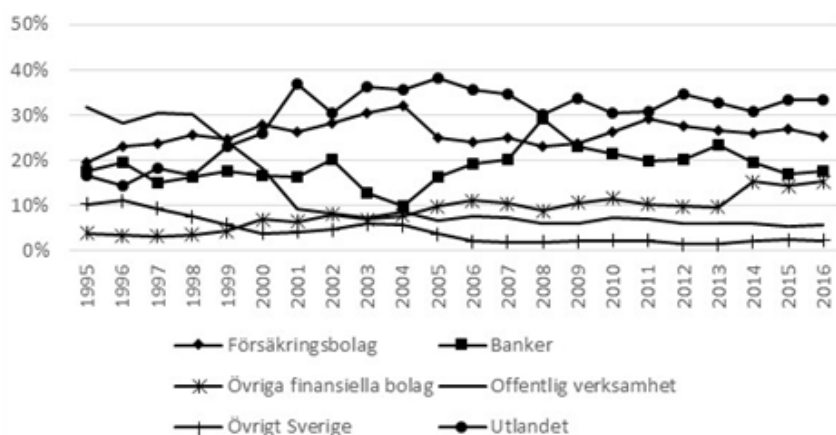


Källa: Riksbanken.

Trots den turbulens som har varit efter finanskrisen 2008 och den försämring av likviditeten i marknaden på grund av Riksbankens förvärv av statsobligationer (se 4.2.4) och ökade kapitalkrav på prisställarna så ligger avistahandeln rätt konstant på cirka 20 miljarder kronor i dagsomsättning. Reporna har dock minskat kraftigt.

SCB publicerar information om vem som äger olika typer av värdepapper. Historiskt har SCB visat statistik över vem som äger obligationer utgivna av bostadsinstituten. Det är inte samma sak som utestående säkerställda obligationer. Det finns knappast en legal definition av vad som är bostadsinstitut i dag. Det är frågan om kreditmarknadsbolag. Det är också så att tre av utgivarna (Skandiabanken, Landshypotek och SEB) är banker och ingår således inte i denna statistik. Troligen ska den totala volymen höjas med drygt 350 miljarder kronor. För att få en uppfattning om vilken fördelning som finns kan dock Figur 4.8 nedan vara vägledande.

Figur 4.8 Utveckling ägarfördelning

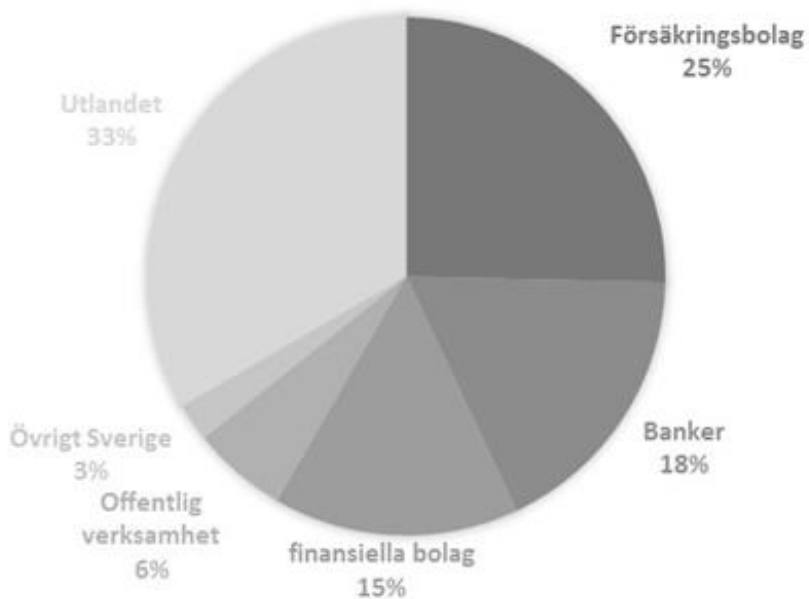


Källa: SCB.

Det som brukar sägas om den här utvecklingen är att det skedde ett skift kring millennieskiftet då det svenska offentliga pensionsystemet började ta på sig mer risk (t.ex. i form av utländska placeringar och aktier) och minskade sin andel av investeringar i bostadsobligationer. I stället så marknadsfördes obligationerna i större utsträckning till utländska investerare som blev en lite mer lång-

siktig finansiär. Från 2004 började bankerna själva investera en del i säkerställda obligationer, troligen av en rad olika orsaker. I samband med Lehmankrisen kunde bankerna repa sina egna säkerställda obligationer i Riksbanken och därför ökar bankerna som andel under 2008. Just 2008 brukar det sägas att utlänningar sålde av svenska säkerställda obligationer eftersom förtroendet minskade. I historiens sken ser inte den minskningen så allvarligt ut. Nedan återfinns ägarfördelningen för 2016:

Figur 4.9 Ägarfördelning 2016



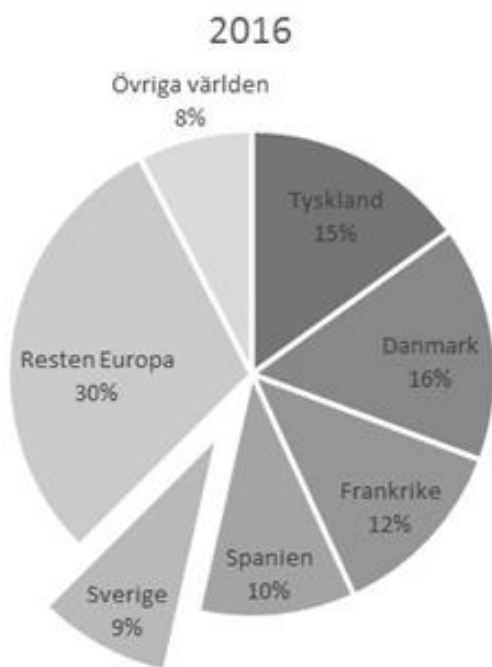
Källa: SCB.

Ägarfördelningen för säkerställda obligationer är mycket lik ägarfördelningen av statsskulden, förutom att svenska banker inte äger lika stor andel svenska statspapper.

Internationell marknad

Sveriges marknad för säkerställda obligationer är bland de största i världen. Tyskland och Danmark är störst och äldst. Sedan kommer Spanien, Frankrike och sedan Sverige:

Figur 4.10 Marknader för säkerställda obligationer



Källa: ECBC.

4.5 Gröna obligationer i synnerhet

En grön obligation fungerar som en traditionell obligation med skillnaden att det anskaffade kapitalet inte kan användas fritt. Anskaffat kapital från en grön obligation ska finansiera eller återfinansiera hållbara projekt, tillgångar eller verksamheter i syfte att minska klimat- och miljöpåverkan och bidra till en hållbar utveckling. På så sätt skapas en direkt länk mellan kapitalet på finansmarknaden och hållbara investeringar, även om gröna obligationer inte direkt genererar nya gröna investeringar. Samma sektorer som

finansierar sig med traditionella obligationer finansierar sig även med gröna obligationer, men i betydligt mindre omfattning.

4.5.1 Historik

Multilaterala banker emitterade de första gröna obligationerna

Marknaden för gröna obligationer startade med att den Europeiska investeringsbanken (EIB) emitterade sin första s.k. Climate Awareness Bond (CAB) den 7 juni 2007. Emissionsvolymen var på 600 miljoner euro och löptiden fem år. 83 procent av emissionsvolymen investerades i projekt för förnybar energi och resterande 17 procent i projekt för energieffektivisering. Det var den första obligationen som separerade och öronmärkte anskaffat kapital för specifika hållbara investeringar. Resultatet blev ökad transparens och skapandet av en mer tydlig länk mellan kapitalet från finansmarknaden och de hållbara investeringarna. I media kom obligationen att bli EIB:s mest omskrivna med över 100 artiklar i tolv länder. Emissionen blev startskottet för en marknad med obligationer vars anskaffade kapital skulle komma att öronmärkas för hållbara investeringar.

Förutom att vara först är EIB även den hittills största emittenten av gröna obligationer. EIB har t.o.m. den 4 juli 2017 emitterat gröna obligationer för drygt 19 miljarder euro. Vid samma datum hade EIB en utestående obligationsvolym på mer än 17 miljarder euro.

EIB arbetar aktivt för att främja marknaden för gröna obligationer. De gör detta genom att emittera stora volymer i s.k. benchmark-obligationer med hög likviditet och olika löptider upp till 21 år. På så sätt skapar de en avkastningskurva mot vilken andra gröna obligationer kan jämföras och prissättas emot. EIB emitterar även i flera olika valutor. En av EIB:s senare emissioner var t.ex. en grön obligation i svenska kronor med en emissionsvolym på 750 miljoner kronor i juni 2017.

Världsbanken och SEB vidareutvecklade marknaden

Nästa steg i utvecklingen av marknaden för gröna obligationer togs när Världsbanken i samarbete med Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) tog fram ett ramverk för emission av gröna obligationer och emitterade sin första gröna obligation i november 2008. Världsbankens obligation var den första som kallades för just en grön obligation (eng. *green bond*) vilket kom att bli det vedertagna namnet för obligationer vars anskaffade medel går till hållbara investeringar.³¹ Emissionsvolymen var på 3,35 miljarder kronor med en löptid på sex år. Världsbankens obligation blev därmed också den första att emitteras i svenska kronor. Ramverket beskriver processen för identifiering och urval av hållbara projekt och kunde efter emissionen användas som mall för andra emittenter. För ökad legitimitet lät man dessutom en oberoende tredje part med expertis inom miljö- och klimatomfattig hållbarhet utvärdera ramverket ur ett hållbarhetsperspektiv. Därmed introducerades konceptet med s.k. andrahandsutlåtanden (eng. *second party opinions*). Världsbankens ramverk och emissionsupplägg kom att bli en förebild för efterföljande emittenter och även för de branschstandarder som skulle komma att utvecklas framöver.

Trög start på marknaden och finanskris

EIB och Världsbanken emitterade de första gröna obligationer 2007 och 2008 och därefter hände inte så mycket mer på ett antal år. Trots de lyckade och uppmärksammade emissionerna lyfte inte marknaden. Årliga emissionsvolymerna låg på några få miljarder dollar per år och marknaden dominerades av multilaterala utvecklingsbanker. En naturlig förklaring för stiltjen är att det alltid finns en viss inlärningskurva. Det tar tid innan ett nytt koncept utvärderats, accepteras och börjar användas av andra aktörer.

En annan förklaring till den tröga starten är att finanskrisen bröt ut i samband med de första emissionerna av gröna obligationer. En teori kan vara att hållbarhetsarbetet på många håll nedprioriterats under och efter finanskrisen. Marknadsaktörernas resurser gick i

³¹ Beroende på källa anges antingen EIB:s eller Världsbankens obligation som den första. Det råder alltså inte konsensus på marknaden om vilken som var den första gröna obligationen.

stället till att ta sig ur krisen och överleva rent ekonomiskt. Även de politiska resurserna kan tänkas ha fokuserats på att begränsa krisen och åter få igång ekonomin. Möjligen har resurser lagts på att få på plats reglering för ökad finansiell stabilitet, snarare än att ta fram lösningar om hur finansmarknaderna skulle kunna bidra till en hållbar utveckling. EU skulle kunna vara ett exempel på detta. Med mål om ökad finansiell stabilitet har stora mängder reglering implementerats i EU efter finanskrisen 2008. Men först i december 2016 tillsatte EU-kommissionen en arbetsgrupp för att ta fram förslag på hur finansmarknaderna ska bli hållbara (High-Level Expert Group on Sustainable Finance, HLEG).

Marknaden breddades och tog fart 2013

Flera milstolpar passerades 2013 och global årlig emissionsvolym nästan fyrfaldigades från 3,1 miljarder dollar 2012 till 11 miljarder. Marknaden breddades när emittenter från nya sektorer gjorde entré. Under året emitterade Vasakronan världens första gröna företagsobligation och Göteborgs Stad blev den första staden att emittera en grön obligation. Samma år emitterades även den första gröna kommunala obligationen av Massachusetts i USA.

År 2013 togs även de första viktiga stegen mot en bredare överenskommelse om en gemensam standard för gröna obligationer. Investerare, emittenter och emissionsinstitut möttes på en konferens arrangerad av Världsbanken. På konferensen fastslogs kriterier för marknads utveckling framåt.

Den starka utvecklingen fortsatte och 2014 emitterades gröna obligationer för 36,6 miljarder dollar. Marknaden breddades ytterligare och bland de nya emittenterna fanns bl.a. två amerikanska delstater och en kanadensisk provins. Trots den starka utvecklingen på senare år utgjorde gröna obligationer endast drygt 0,3 procent av den globala obligationsmarknaden den 30 oktober 2017³² och stod för mindre än 0,6 procent av årlig emissionsvolym 2016³³.

³² Enligt data från CBI uppgick den utestående gröna obligationsvolymen till 262 miljarder dollar den 30 oktober 2017. CBI uppger samtidigt på sin hemsida att den globala obligationsmarknaden uppgår till 100 000 miljarder dollar. Det ger en andel av gröna obligationer på drygt 0,3 procent.

³³ Bloomberg (2017), *The Coming Backlash to 'Greenwashing' of Bonds*, den 11 augusti 2017.

4.6 Närmare om marknaden för gröna obligationer

4.6.1 Karaktär och definition

Gröna obligationer minskar transaktionskostnaden i form av resurser som investerare som vill investera hållbart behöver lägga på analys. Gröna obligationer gör det snabbt och enkelt att hitta hållbara investeringar. Den extra information som är förknippad med gröna obligationer minskar mängden resurser som investerare behöver lägga på analys av obligationernas miljö- och klimatomfattiga hållbarhet. Gröna obligationer utökar investeringsmöjligheterna för investerare med riktlinjer eller mandat för hållbara investeringar, t.ex. etiska fonder. Gröna obligationer med tillhörande information om vad emissionslikviden investeras i ger dessa aktörer en möjlighet att investera i enbart den hållbara verksamheten i företag vars övriga verksamhet ännu inte är hållbar.

I jämförelse går anskaffat kapital från en traditionell obligation till att finansiera emittentens verksamhet generellt och investeraren har ingen insyn i exakt vad pengarna investeras i. Vid investering i traditionella obligationer behöver därför investeraren med ett hållbarhetsmandat analysera en större mängd företag och alla deras verksamheter för att hitta de hållbara investeringsalternativen, eller betala en dataleverantör för motsvarande information. Det leder till höga transaktionskostnader i form av resurser som måste läggas på analys. Hållbara investeringarna i traditionella obligationer begränsas dessutom till de företag vars hela verksamhet är hållbar just för att det inte går att spåra vad emissionslikviden investeras i.

Att gröna obligationer finansiellt och tekniskt fungerar som traditionella obligationer är en viktig fördel för tillgångsslaget. Marknadsaktörerna har redan kunskap om obligationernas pris-sättningsmekanism och det finns marknadsplatser samt etablerade verktyg och rutiner för notering och handel. Om man bortser från det extra informationskrav som förväntas av gröna obligationer fungerar även en emission av dessa rent tekniskt sett som emission av traditionella obligationer. Dessa identiska egenskaper bidrar till att sänka trösklarna till marknaden för gröna obligationer och ökar dess potential att slå igenom på en bredare front än vad t.ex. ett helt nytt tillgångsslag med en brantare inlärningskurva skulle ha.

I takt med att marknaden utvecklats har det vuxit fram en ganska väl utvecklad konsensus kring vad som utgör en grön

obligation även om marknaden kan uppdelas i olika typer. De kriterier som vuxit fram på marknaden har konsoliderats i frivilliga standarder och riktlinjer som Principerna för gröna obligationer (Green Bond Principles, GBP) och Climate Bonds Standard (CBS), se 5 kap. för mer detaljerad beskrivning av standarderna. Enligt GBP finns det fyra typer av gröna obligationer. De återfinns även på marknaden för traditionella obligationer. Typerna är:

- Standardobligation med grön användning av emissionslikviden: En obligation för vilken emittenten är betalningsansvarig och som följer principerna för gröna obligationer (GBP).
- Obligation för gröna intäkter (eng. *green revenue bond*): En obligation utan direkt betalningsansvar för emittenten och som följer principerna för gröna obligationer (GBP), där obligationens kreditexponering säkerställs med kassaflöden som genereras av intäktsflöden, avgifter, skatter osv. och där emissionslikvidens användning går till relaterade eller orelaterade gröna projekt.
- Grön projektobligation: En obligation, med eller utan betalningsansvar för emittenten, för ett eller flera gröna projekt där investeraren har direkt exponering mot projektrisen och som uppfyller kraven i principerna för gröna obligationer (GBP).
- Värdepapperiserad grön obligation: En obligation som säkerställts genom ett eller flera specifika gröna projekt, inklusive men inte begränsat till säkerställda obligationer, ABS, MBS eller andra strukturer och som uppfyller kraven i principerna för gröna obligationer (GBP). Obligationens primära återbetalningskälla utgörs vanligtvis av kassaflöden genererade av de underliggande tillgångarna. Denna typ av obligation inkluderar, till exempel, tillgångssäkrad värdepapperisering av takmonterade solceller och/eller energibesparande tillgångar.

På senare tid har även reglering tagits fram i vissa jurisdiktioner som Kina och Indien. Det förs även diskussion om att under arbetet med att bygga en kapitalmarknadsunion (CMU) ta fram någon form av enhetlig definition eller reglering i EU, för mer detaljer se 3 kap. 3 och 5 kap.

Vissa avgränsningar behövs dock för att kunna analysera olika marknader för gröna obligationer. Gröna obligationer i detta betänk-

ande är s.k. märkta (eng. *labelled*) gröna obligationer, dvs. obligationer som av emittenten märkts som just gröna. Det är dessa märkta gröna obligationer som avses i all marknadsstatistik. I bl.a. Bloombergs databas går det att söka på gröna obligationer.

Utöver detta finns det enligt Climate Bonds Initiative (CBI)³⁴ en marknad för omärkta (eng. *unlabelled*) gröna obligationer. Det är obligationer som uppfyller CBI:s hållbarhetskrav för ett två-gradersscenario men där emittenten av någon anledning valt att inte ta steget att fullt ut efterleva globala principer och emittera obligationerna som gröna.³⁵ CBI hittar de hållbara obligationerna genom att manuellt screena marknaden. Det visar på vikten av marknaden för gröna obligationer och hur märkning och transparens underlättar för investerare att hitta hållbara investeringsalternativ.

Ytterligare en aspekt av definitionen av gröna obligationer är att Climate Bonds Initiative (CBI) i sin statistik endast räknar in de gröna obligationer som uppfyller deras kriterier för hållbarhet. CBI har till utredningen levererat större delen av data som beskriver den globala och europeiska marknaden. Dessa data kan därför avvika från andra dataleverantörer som levererar data för gröna obligationer oavsett deras hållbarhet. Skillnaden i rapporterad emitterad volym av Bloomberg BNEF och CBI uppgick till 14 procent 2016. Skillnaden har därefter minskat och för 2017 till den 31 juli låg skillnaden på fem procent. Den större skillnaden 2016 kommer troligtvis till största del av de relativt stora emissionsvolymerna från Kina det året. Definitionen av gröna obligationer i Kina skiljer sig på vissa punkter från vad som internationellt anses hållbart. År 2016 räknade CBI därför bort ungefär en tredjedel av total volym på 36 miljarder dollar som emitterades i Kina. Även andra faktorer som t.ex. olika datakällor kan spela in i varför volymerna skiljer.

I detta kapitel har utredningen valt att definiera den svenska marknaden för gröna obligationer som marknaden för gröna obligationer emitterade i svenska kronor av svenska och utländska emittenter. Observera att svenska emittenters emission i utländsk

³⁴ Se kap. 5 för mer detaljerad information om CBI.

³⁵ CBI uppskattar den totala marknaden för hållbara obligationer till 895 miljarder dollar i utestående obligationsvolym den 30 juni 2017. Av dessa är 221 miljarder dollar i märkta gröna obligationer och resterande 674 miljarder i traditionella obligationer vars obligationslikvid går till hållbara investeringar. Hållbara investeringar enligt CBI är sådana som uppfyller målet om att begränsa den globala uppvärmningen till två grader. Källa: CBI (2017), *Bonds and Climate Change: The state of the Market 2017*.

valuta därför inte ingår i den generella statistiken över den svenska marknaden. Svenska emittenters emission i utländsk valuta är dock viktiga att belysa eftersom de utgör en betydande andel av gröna obligationer emitterade av svenska aktörer. Emissioner i utländsk valuta behandlas därför separat i 4.7.5. För ytterligare information kring definitioner se 5 kap. om standarder och regelverk för gröna obligationer.

4.7 Svenska marknaden för gröna obligationer³⁶

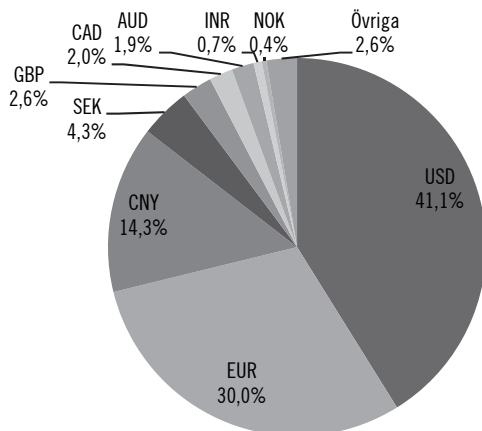
Bedömning: Svenska aktörer var tidigt aktiva på marknaden för gröna obligationer. Många gånger har de varit drivande i utvecklingen av marknaden. Internationellt sett är marknaden i svenska kronor relativt stor och var den fjärde största hösten 2017. Marknaden i svenska kronor har utvecklats snabbt men i ojämn takt. Trots snabb utveckling utgör den endast ett par procent av den svenska obligationsmarknaden i kronor. Det finns tydlig potential för ytterligare tillväxt.

Marknaden för gröna obligationer denominerade i svenska kronor är relativt stor. Av totalt ackumulerad emitterad volym globalt utgör emission i svenska kronor 4,3 procent. Sett till ackumulerad emission är marknaden i svenska kronor därmed den fjärde största i världen.

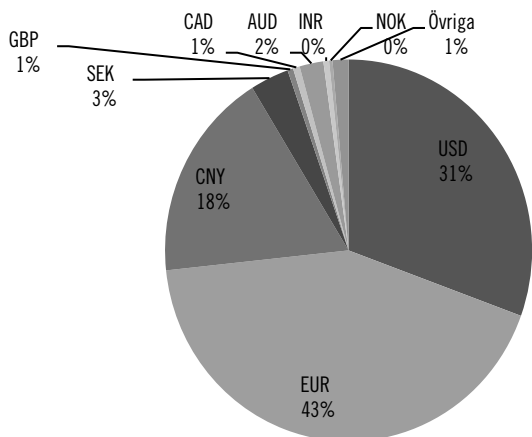
³⁶ Statistiken i avsnittet avser marknaden för gröna obligationer utgivna i svenska kronor av svenska och utländska emittenter. Svenska emittenters emission i utländsk valuta beskrivs i 4.7.5.

Figur 4.11 Ackumulerad emission i olika valutor

Ackumulerad emission till den 18 augusti 2017

Källa: SEB (2017), *The Green Bond*, augusti 2017.**Figur 4.12 Ackumulerad emission 2017* i olika valutor**

*Avser emission till den 18 augusti 2017

Källa: SEB 2017, *The Green Bond*, augusti 2017.

Den svenska marknaden har haft ett visst försprång gällande ackumulerad emission eftersom den startade så tidigt som 2008. Vid analys av den emitterade volymen 2017 fram till den 18 augusti

behåller dock den svenska marknaden sin position fast med en något lägre andel på 3 procent, se Figur 4.12 ovan.

En förklaring är att den svenska finansmarknaden är relativt stor och välutvecklad vilket skapar förutsättningar för nya marknadsinstrument, som t.ex. gröna obligationer.³⁷ Det förklarar emellertid inte varför marknaden i svenska kronor är större än marknaden i brittiska pund när Storbritannien har en betydligt större finansmarknad. Det kan eventuellt förklaras av att svenska marknadsaktörer och samhället i övrigt ligger långt fram gällande hållbarhet. Dessa faktorer kan ha bidragit till svenska aktörer tidigt engagerade sig och har varit drivande i utvecklingen av marknaden för gröna obligationer.

4.7.1 Svenska aktörer i ett tidigt skede

Emissionsinstitut

SEB är en av de allra tidigaste aktörerna på marknaden för gröna obligationer. SEB agerade emissionsinstitut och var med att ta fram ramverket som skulle ligga till grund för Världsbankens första gröna obligation 2008. De kom därför att vara med om att forma marknaden i ett mycket tidigt skede. Världsbankens gröna obligation var den andra i världen att emitteras (näst efter EIB:s Climate Awareness Bond som emitterades 2007) och den första som kallades för just en grön obligation (eng. *green bond*).³⁸ Världsbankens ramverk och gröna obligation kom sedermera att bli en mall för efterföljande emittenter och namnet grön obligation kom att bli det vedertagna namnet för tillgångsslaget.

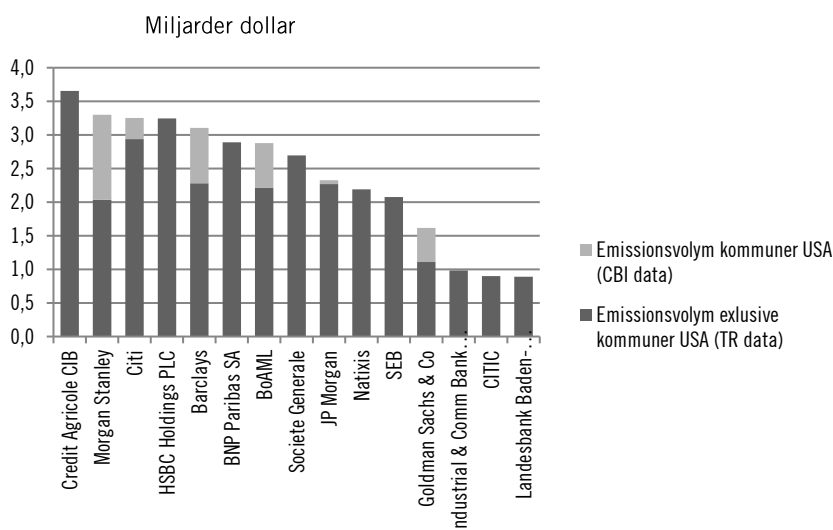
Världsbankens gröna obligation finansierades i svenska kronor och uppgick till 3,35 miljarder kronor. Därmed blev marknaden för gröna obligationer i svenska kronor den näst första i världen, efter marknaden i euro. Efter emissionen kom SEB att bli det globalt ledande emissionsinstitutet av gröna obligationer sett till emitterad

³⁷ Andelen av svenska hushålls finansiella tillgångar som utgörs av kontanter eller vanliga bankkonton kan fungera som ett mått på hur utvecklad den svenska finansmarknaden är. En lägre andel kontanter tyder på en bättre utvecklad finansmarknad. I Sverige ligger andelen på 16,7 och därmed på tredjeplats jämfört med OECD länderna. Endast USA och Chile har en lägre andel. Källa: OECD (2016), *OECD Factbook 2015-2016*, den 8 april 2016, s. 59.

³⁸ Beroende på källa anges antingen EIB:s eller Världsbankens obligation som den första. Det råder alltså inte konsensus på marknaden om vilken som var den första gröna obligationen.

volym fram t.o.m. 2014. Därefter har större institut som bl.a. Bank of America Merrill Lynch, HSBC och Credit Agricole kommit ikapp och gått om. Trots att större marknadsaktörer har hunnit ikapp brukar SEB som enda svenska emissionsinstitut återfinnas bland de tio största emissionsinstituten för gröna obligationer i världen. För emitterad volym kvartal ett och två 2017 hamnade SEB på en elfte-plats, se Figur 4.13. SEB var även en av de 13 banker som var med och publicerade Principerna för gröna obligationer (GBP) 2014 och sitter som enda helsvenska institut i GBP exekutiva kommitté.³⁹

Figur 4.13 Emissionsinstitut kv1 och kv2 2017



Not: TR avser Thompson Reuters (refererad av CBI i nedan källa).

Källa: CBI (2017), *Global Green Bonds Mid-Year Summary 2017*.

Kapitalförvaltare

Svenska kapitalförvaltare var tidiga med att investera i gröna obligationer, både i svenska kronor och utländsk valuta. Att SEB inledde samarbete med Världsbanken om att ta fram deras första gröna obligation var ett svar på efterfrågan på hållbara investeringar från just skandinaviska och främst svenska investerare. Bland investerarna till Världsbankens första gröna obligation återfinns bl.a.

³⁹ För en mer detaljerad beskrivning av GBP se kap. 5.

AP2, AP3, Länsförsäkringar och MISTRA. Investerarna var med och förhandlade villkoren för obligationen och påverkade därmed troligtvis dess utformning.

Emittenter

Även svenska emittenter var tidigt ute och i några fall först med att emittera gröna obligationer inom sina respektive sektorer. När Nordiska investeringsbanken⁴⁰ (NIB) emitterade sin första gröna obligation i februari 2010 blev de den tredje emittenten i världen efter EIB och Världsbanken. Fram till den 15 augusti 2017 har NIB emitterat gröna obligationer för 2,6 miljarder euro och återfinns bland de största emittenterna globalt sett. NIB blev den 16 juni 2016 invald till GBP exekutiva kommitté. Inom kommittén har de bl.a. arbetat med utveckling av riktlinjer för rapportering om hållbar vattenhantering och vattenrening. NIB har främst investerat i förnybar energi men just projekt för hållbar vattenhantering och vattenrening har blivit allt viktigare och uppgick i juni 2017 till cirka 25 procent av investeringarna.

Göteborgs Stad var den första staden i världen att emittera en grön obligation. Obligationen emitterades den 3 oktober 2013 och var på 500 miljoner kronor. Den är noterad för handel på Londonbörsen. Ramverket som låg till grund för emissionen baserades på Världsbankens ramverk som var aktuellt för tiden innan GBP publicerades 2014. Cicero har som extern granskare utvärderat ramverket och tagit fram ett andrahandsutlåtande. Obligationslikviden har bl.a. investerats i 100 elbilar till stadens förvaltning, en biogas-anläggning och utbyggnad av stadens vattenrening. Göteborgs Stads program för gröna obligationer har därefter expanderat. Den 4 juli 2017 hade de en utestående volym på 5,56 miljarder kronor vilket utgör en andel på 15 procent av deras totala finansiering. Göteborgs Stad menar att de genom gröna obligationer får en större riskspridning i sin låneportfölj.⁴¹ Det får de genom att nå investerare som profilerar sig på miljö och som eventuellt annars inte

⁴⁰ NIB är en internationell finansinstitution som samägs av Danmark, Estland, Finland, Island, Lettland, Litauen, Norge och Sverige. Sverige har den största ägarandelen på 34,6 procent enligt årsrapporten 2016.

⁴¹ Göteborgs Stad (2014), *Vårt Göteborg*, 3 juni 2014.

skulle ha investerat stadens obligationer. Vidare menar de att arbetet med gröna obligationer har fördjupat samarbetet mellan avdelningarna för finans och miljö, vilket innebär att satsningarna inom miljöområdet synliggörs på ett tydligare sätt. Staden ser nu finansiella instrument som verktyg i miljöarbetet.

Den 25 november 2013 emitterade Vasakronan världens första gröna företagsobligation på 1,3 miljarder kronor. Ramverket som låg till grund för emissionen baserades på Världsbankens ramverk som var aktuellt för tiden innan GBP publicerades 2014. Cicero har som extern granskare utvärderat ramverket och tagit fram ett andrahandsutlåtande. SEB arrangerade emissionen och bland investerarna återfanns svenska kapitalförvaltare som t.ex. AP3, Nordea Fonder, Länsförsäkringar och Lannebo Fonder. Vasakronans gröna obligationer emitteras under samma program⁴² som deras övriga obligationer. Det innebär att de gröna obligationernas tekniska dokumentation överensstämmer med Vasakronans övriga obligationer. Skillnaden är att obligationslikviden under gröna obligationer enbart används till investeringar som omfattas av Vasakronans ramverk för gröna obligationer. Tillkommer gör även den årliga rapporteringen om vad obligationslikviden används till. Ramverket beskriver de investeringar som leder till mindre energianvändning och lägre klimatpåverkan, och därmed är kvalificerade att finansieras med gröna obligationer. Ett exempel ur ramverket, som i skrivande stund senast uppdaterades den 23 mars 2017, är att nya byggnader ska ha en energiförbrukning som ligger minst 25 procent under kraven i Boverkets byggregler (BBR) och vara certifierade som antingen minst LEED⁴³ Platinum eller BREEAM-SE⁴⁴ Outstanding. Den 4 juli 2017 hade

⁴² Emitterade under Vasakronans Medium Term Note (MTN) program. Till ett obligationsprogram kopplas ett grundprospekt och därefter behöver inte emittenten ta fram ett nytt prospekt för varje enskild emission. Grundprospektet för Vasakronans MTN program som är aktuellt i skrivande stund godkändes av Finansinspektionen den 21 september 2016 och gäller i 12 månader. Enligt prospektet får Vasakronan upptaga lån i svenska kronor med en löptid om lägst ett år och högst femton år inom ramen för ett högsta sammanlagt vid varje tid utestående nominellt belopp av 30 miljarder kronor eller motsvarande värde i euro.

⁴³ LEED är ett system för miljöklassning av byggnader utvecklat och administrerat av den icke vinstdrivande föreningen U.S. Green Building Council. LEED i Sverige anpassas till svenska förhållanden av Sweden Green Building Council. Platinum är det högsta betyget i en betygsskala om fyra steg.

⁴⁴ BRE Environmental Assessment Method (BREEAM) är ett miljöcertifieringssystem från Storbritannien, utvecklat och administrerat av BRE. Sweden Green Building Council har anpassat BREEAM till svenska förhållanden och den svenska versionen, BREEAM-SE, är sedan 2013 den version av BREEAM som används på den svenska marknaden. Outstanding är det högsta betyget i en betygsskala om fem steg.

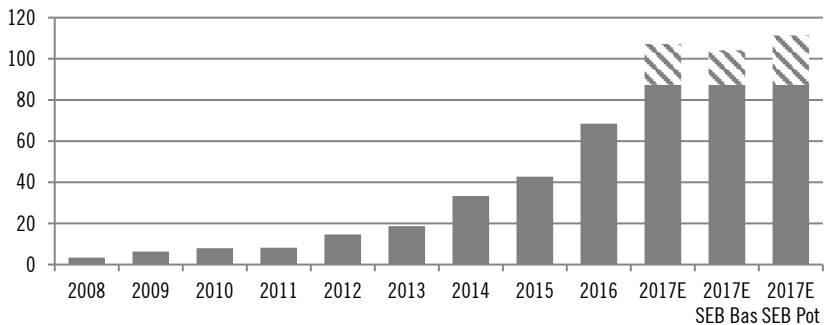
Vasakronan utestående gröna obligationer för ett belopp på 6,2 miljarder kronor. De gröna obligationerna utgör cirka 10 procent av Vasakronans totala låneportfölj.

4.7.2 Svenska marknadens utveckling

Marknaden för gröna obligationer emitterade i svenska kronor uppgick till 87 miljarder kronor i utestående nominell⁴⁵ volym den 30 juni 2017.⁴⁶ Definitionen av den svenska marknaden i detta avsnitt är obligationer emitterade i svenska kronor av svenska och utländska emittenter.

Figur 4.14 Utestående nominell volym av gröna obligationer

Miljarder kronor per den 31 december. Till den 30 juni för 2017



Not: De streckade områdena är egen bearbetning av estimat om förväntad emission andra halvan av 2017. 2017E är estimat baserat på att utvecklingen andra halvåret 2017 kommer vara identiskt med det första halvåret. 2017E SEB Bas och 2017E SEB Pot är egen bearbetning av SEB:s basscenario och mer fördelaktiga potentiella scenario för utvecklingen på den globala marknaden som applicerats på den svenska marknaden.⁴⁷

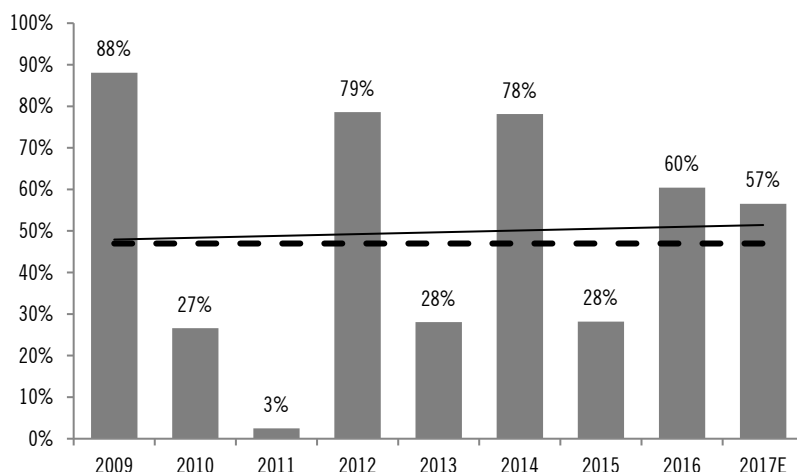
Källa: Bloomberg och SEB.

⁴⁵ Utestående nominell volym avser det belopp som obligationen emitterades för. Priset på obligationen på sekundärmarknaden varierar med marknadsräntan och behöver inte överensstämma med obligationens pris vid emissionstillfället.

⁴⁶ Svenska emittenters emission i svenska kronor och utländsk valuta uppgick till drygt 78 miljarder kronor den 30 juni 2017 och förväntas uppgå till kring 100 miljarder kronor vid utgången av 2017.

⁴⁷ Enligt SEB:s förväntningar kommer det emitteras gröna obligationer för totalt 125 till 150 miljarder dollar för helåret 2017: SEB (2017), *The Green Bond*, augusti 2017.

Figur 4.15 Årlig tillväxttakt för utestående nominell volym av gröna obligationer



Not: Streckade linjen är genomsnittlig årlig tillväxttakt på 47 procent och den heldragna är en estimerad linjär trend. Trendens R2 är 0,0016.

Not: Tillväxttakten 2017E baseras verklig emission t.o.m. första halvåret 2017 och på antagandet att emitterad volym andra halvåret 2017 kommer att bli identisk med första halvåret.

Källa: Egen bearbetning av data från Bloomberg och SEB.

Som Figur 4.15 ovan visar emitterades den första gröna obligationen i svenska kronor 2008. Därmed blev marknaden för gröna obligationer i svenska kronor den näst första i världen efter marknaden i euro som startade året innan.

Sedan starten 2008 har marknaden haft en positiv årlig tillväxt. Den årliga tillväxttakten har dock varit ojämn och uppvisar ingen tydlig trend, heldragen linje i Figur 4.15.^{48, 49, 50} Tillväxten anses därför kunna beskrivas med den genomsnittliga årliga tillväxttakten (*compound annual growth rate* – CAGR). Denna har legat på 47 pro-

⁴⁸ Tillväxttakten har en svagt positiv trend. Determinationskoefficient (R2) för trenden är endast 0,0016, dvs. tillväxttaktens trend över hela mätperioden kan endast förklara 0,16 procent av tillväxttaktens årliga utveckling. Slutsatsen är att den inte är lämplig att använda till att förklara utvecklingen av tillväxttakten.

⁴⁹ Tillväxttakten 2017 har beräknats på utestående obligationsvolym den 30 juni 2017 adderat med förväntad utveckling för andra halvåret 2017 under antagandet att andra halvåret kommer utvecklas identiskt med första, det streckade området i kolumn 2017E i Figur 4.13.

⁵⁰ Noterbart är att det endast emitterades en enda grön obligation på 200 miljoner kronor 2011. Det drar ner den genomsnittliga årliga tillväxttakten. Vidare förstärker den låga tillväxten vid ett tidigt år den positiva trenden. Hade tillväxten 2011 varit i linje med de näst sämsta åren, dvs. strax över 20 procent, hade det i princip inte syntts någon trend ö.h.t.

cent under mätperioden, streckade linjen i Figur 4.15. Observera att slutsatserna baseras på endast nio mätpunkter vilket gör dem osäkra.

Sett framåt går det att använda ett par enkla metoder för att estimerar hur marknaden kommer utvecklas för helåret 2017. Enklaste är att anta att andra halvåret 2017 uppvisar samma utveckling som första halvåret. Marknaden skulle då uppgå till 107 miljarder vid slutet av 2017.⁵¹ Den estimerade emissionsvolymen enligt denna metod indikeras av det streckade området i kolumn 2017E i Figur 4.15. En annan är att anta att marknaden kommer utvecklas enligt den årliga genomsnittliga tillväxttakten på 47 procent. Marknaden skulle enligt ett sådant antagande uppgå till 101 miljarder vid slutet av 2017. Det skulle innebära en 33 procent lägre emissionsvolym för andra halvåret jämfört med första halvåret.

SEB⁵² har estimerat utvecklingen för den globala marknaden 2017. Under antagandet att den svenska marknaden utvecklas i linje med den globala går dessa estimerat att applicera på den svenska marknaden. Utvecklas marknaden enligt SEB:s grundscenario skulle den uppgå till 104 miljarder kronor vid slutet av 2017. SEB har dessutom ett mer scenario med ett mer gynnsamt utfall. Utvecklas marknaden enligt detta scenario skulle den potentiellt kunna uppgå till 111 miljarder kronor. SEB:s scenarion applicerade på den svenska marknaden utgör de streckade områdena under kolumn 2017E SEB Bas och 2017E SEB Pot i Figur 4.13.

Använder vi CAGR på 47 procent för att prognosticera marknaden storlek vid utgången av 2018 hamnar vi på drygt 160 miljarder svenska kronor. Med anledning av den stora variation i tillväxttakten som marknaden hittills uppvisat är dock en prognostisering så långt fram i tiden högst osäker.

Trots tillväxt är den gröna obligationsmarknadens liten i förhållande till den totala obligationsmarknaden. Utestående nominellt emitterat belopp på marknaden för obligationer i svenska kronor uppgick till 3 460 miljarder kronor den 30 juni 2017. Vid samma tidpunkt uppgick marknaden för gröna obligationer till 87 miljarder kronor vilket ger en marknadsandel på 2,5 procent. Andel bedöms

⁵¹ Det emitterades gröna obligationer för drygt 20 miljarder kronor första halvåret 2017. Antagit att obligationer med en volym på 3 miljarder kronor som förfaller under andra halvåret 2017 återfinansieras till fullo med gröna obligationer i svenska kronor.

⁵² SEB (2017), *The Green Bond*, augusti 2017.

vara liten men är hög ur ett globalt perspektiv. Gröna obligationers marknadsandel av den globala marknaden var 0,13 procent, enligt en rapport publicerad av EU kommissionen i november 2016.⁵³ Noterbart är också att staten, som inte är verksam på marknaden för gröna obligationer, utgör drygt en fjärdedel av totalt utestående obligationsvolym i Sverige. Om statsobligationerna räknas bort skulle gröna obligationers andel av totalt utestående obligationsvolym öka till 3,3 procent.

Hur årlig emissionsvolym bestämmer storleken på marknaden sett till utestående volym

Vid analys av utestående volym ska även hänsyn tas till att det tar tid innan en obligationsmarknad stabiliseras eftersom obligationer har en viss löptid, i snitt fem år för obligationerna i denna undersökning. Det kommer av att de obligationer som emitterades föregående år till stor sannolikhet finns kvar på marknaden innevarande år. Därför kommer marknaden mätt i utestående volym att växa tills det uppstår en balans mellan förfall av de obligationer som tidigare har emitterats på marknaden och nyemitterade obligationer. Vid konstant årlig emissionsvolym ser det därför till en början ut som att marknaden växer trots att dess fulla potential redan är bestämd av den konstanta årliga emissionsvolymen.

Ett fiktivt exempel för att förklara denna egenskap: en emittent emitterar i början av varje år en obligation på 100 miljoner kronor med en löptid på fem år. Till en början växer därmed marknaden sett till utestående volym med 100 miljoner för varje år. Precis när fem år har gått kommer emittenten ha emitterat sex obligationer på totalt 600 miljoner, tänk på att den första obligationen emitterades vid starten på år ett. Samtidigt kommer den första obligationen som emitterades att förfalla. Varje år därefter kommer emittenten emittera en ny obligation samtidigt som en tidigare obligation förfaller. Resultatet blir att marknaden sett till utestående volym växer i fem år för att därefter ligga på konstant 500 miljoner kronor i utestående obligationsvolym. Därför ger inte en analys av utestå-

⁵³ EU kommissionen (2016), *Study on the potential of green bond finance for resource-efficient investments*, November 2016.

ende volym hela bilden utan det är viktigt att även analysera årlig emissionsvolym.

Slutsatsen från det fiktiva räkneexemplet ovan är att marknaden potential sett till utestående obligationsvolym bestäms av årlig emissionsvolym och dess löptid. Det går därmed att räkna ut marknaden potentiella storlek i utestående volym med hjälp av årlig emissionsvolym och dess löptid. Förväntad emissionsvolym för helåret 2017 kan räknas ut genom att addera emitterad volym till den 30 juni 2017 med medelvärdet av SEB:s två förväntnings-scenarion för utvecklingen på den globala marknaden tillämpade på den svenska marknaden. Resultatet blir en förväntad emissionsvolym på 40,3 miljarder kronor för helåret 2017. Den oviktade medellöptiden för alla obligationer som någonsin emitterats på den svenska marknaden till den 30 juni 2017 var fem år. Löptiden har ej ändrats mycket över tid då medellöptiden på de obligationer som emitterats enbart under 2017 fram till den 30 juni låg på 5,1 år. Vi antar därför att löptiden kommer ligga på cirka fem år i snitt framöver. Multipliceras förväntad emissionsvolym på 40,3 miljarder kronor med en löptid på fem år blir marknaden potentiella storlek 200 miljarder kronor i utestående obligationsvolym.⁵⁴ Detta resultat gäller under antagandet att förväntad emissionsvolym efter 2017 skulle vara konstant. Nu är så inte fallet då den genomsnittliga årliga tillväxttakten för årlig emissionsvolym ligger på 32 procent, se följande avsnitt. Det ger ändå en ögonblicksbild om marknaden nuvarande potential utifrån årlig emissionsvolym. Det visar också på vikten av att årlig emissionsvolym måste fortsätta växa för att marknaden för gröna obligationer ska få något större genomslag.

4.7.3 Årlig emissionsvolym i svenska kronor

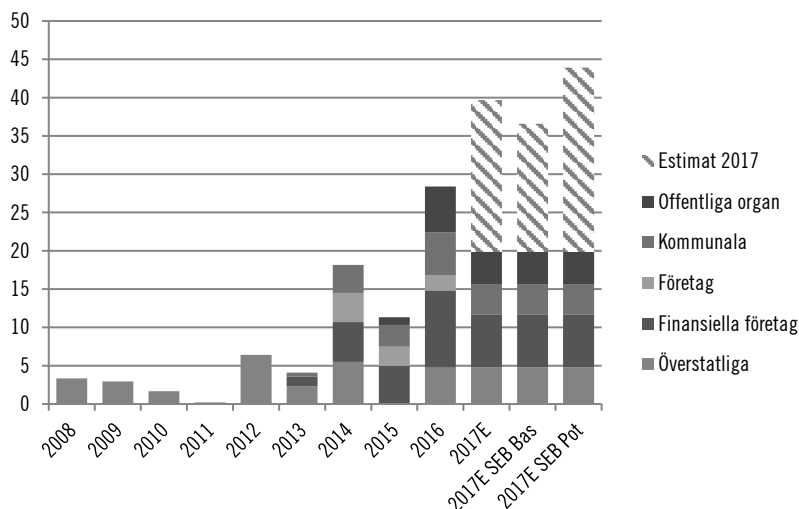
Efter Världsbankens första emission har det årligen emitterats gröna obligationer i svenska kronor. Likt den globala marknaden hade den svenska marknaden en viss startsträcka. Under flera år emitterades det årligen gröna obligationer för endast några få miljarder, år 2011 emitterades endast en obligation på 200 miljoner

⁵⁴ Detta gäller under antagandet att emitterad volym är jämnt fördelad över löptidsintervallet med ett medelvärde på fem år, dvs. genomsnittlig löptid har ej viktats relativt emissionsvolymen för olika löptider.

kronor. Det skulle dröja till 2014 innan marknaden började ta fart och det emitterades gröna obligationer för 18 miljarder kronor, mer än fyra gånger så mycket som föregående år.

Figur 4.16 Årlig emission i svenska kronor

Miljarder kronor



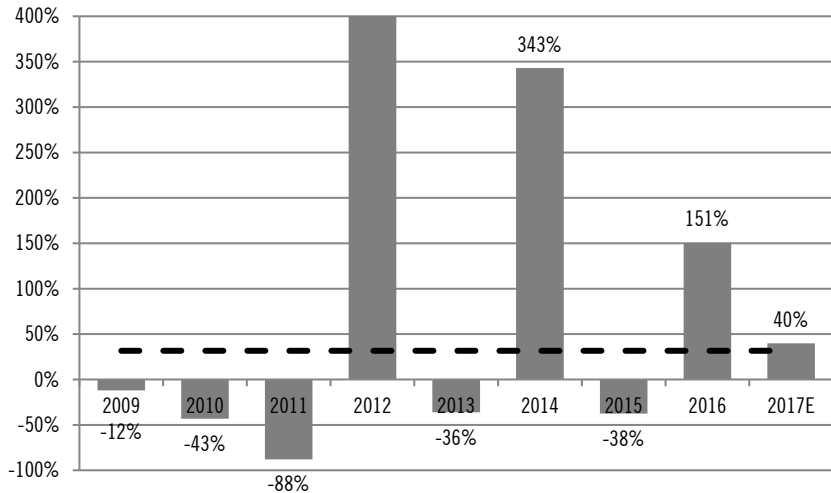
Anm: Sektorerna är indelade efter SEB:s sektorsdefinition. Enligt den ingår alla fastighetsförvaltare som emitterat gröna obligationer i sektorn finansiella företag (från eng. *financials*), t.ex. Vasakronan, Rikshem m.fl. Även Bloomberg betecknar de svenska fastighetsförvaltarna som *financials*.

Anm: I sektorn offentliga organ, från eng. *government agencies*, ingår Kommuninvest samt två utländska banker med statliga kopplingar.

Anm: De streckade områdena är egen bearbetning av estimat om förväntad emission andra halvåret av 2017. 2017E är estimat baserat på att utvecklingen andra halvåret 2017 kommer vara identiskt med det första halvåret. 2017E SEB Bas och 2017E SEB Pot är estimat för svenska marknaden baserat på SEB:s basscenario och mer fördelaktiga potentiella scenario för utvecklingen på den globala marknaden.

Källa: Bloomberg och SEB.

Utvecklingen gällande årlig emissionsvolym har därefter varit ojämn. Marknaden backade 2015, men återhämtade sig redan till efterföljande år 2016 då det emitterades gröna obligationer för 28 miljarder kronor. Under första halvåret 2017 har marknaden utvecklats väl relativt tidigare år och det har emitterats obligationer för drygt 20 miljarder kronor. Skulle utvecklingen fortsätta i samma takt året ut kommer det totalt emitteras gröna obligationer för drygt 40 miljarder för helåret 2017.

Figur 4.17 Tillväxttakt i årlig emissionsvolym

Not: Streckade linjen är genomsnittlig årlig tillväxttakt på 32 procent.

Not: 2017E avser förväntad emission för året 2017E. Baserat på verklig emission under första halvåret 2017 och att det kommer emitteras för lika mycket under andra halvåret.

Not: Tillväxttakten 2012 var 3 100 procent och illustreras inte i sin helhet. En sådan tillväxttakt får anses vara ett extremvärde. Den höga tillväxttakten 2012 orsakas på grund av den mycket låga emissionsvolymen 2011 på 200 miljoner kronor.

Källa: Egen bearbetning av data från Bloomberg och SEB.

Tillväxttakten för årlig emissionsvolym är ojämn och det saknas någon användbar trend⁵⁵. Att tillväxttakten är ojämn på en relativt ny och liten marknad är ingenting konstigt. På en sådan marknad kan ett fåtal större emissioner leda till stor påverkan. Det blir dock svårt att få fram en användbar trend för prognoser. I avsaknad av en användbar trend anses utvecklingen av tillväxttakten kunna beskrivas med den genomsnittliga årliga tillväxttakten (*compound annual growth rate* – CAGR) som ligger på 32 procent. Positiv CAGR visar på att marknaden är inne i en tillväxtfas med i genomsnitt årligen ökad emissionsvolym. I detta avseende har dock utvecklingen på den svenska marknaden legat efter den globala där CAGR för årlig emission ligger på 66 procent, dvs. årlig emissionsvolym har årligen ökat dubbelt så mycket globalt som den gjort i Sverige.

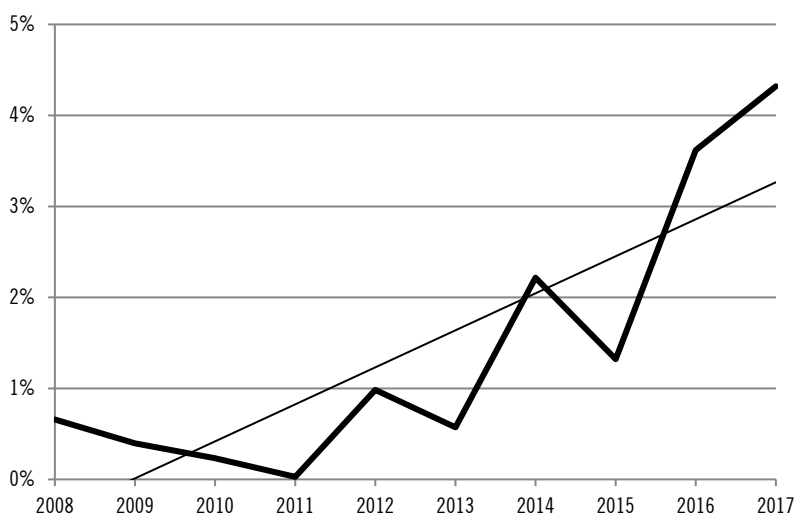
⁵⁵ Används en linjär trend blir den negativ p.g.a. extremvärdet 2012. Analyseras en period efter 2012 blir den fortfarande negativ p.g.a. den relativt höga tillväxten 2014 och 2016. En trend på för hela perioden får dessutom ett R2 värde på låga 0,0069. En linjär trend från 2013 får ett R2 på låga 0,0016. Därför anses det saknas en trend i data för tillväxttakten.

Eftersom det är en procentuell ökning ökar dessutom skillnaden i absoluta tal över tid.

Trots att emitterad volym av gröna obligationer har ökat på senare år utgör den endast en mindre del av totalt årlig emitterad obligationsvolym. Första halvåret 2017 emitterades obligationer (traditionella och gröna) för totalt 459 miljarder kronor av vilket de gröna utgjorde en andel på 4,3 procent, se Figur 4.18 nedan.

Figur 4.18 Årlig emission av gröna obligationer som andel av totalt emitterad obligationsvolym

Avser emission till och med den 30 juni 2017



Anm: R2 för trenden är 0,69.

Källa: Egen bearbetning av data från Bloomberg, SEB och SCB.

Notera att gröna obligationers andel av årlig emission är högre än gröna obligationers andel av obligationsmarknaden, vilken låg på 2,5 procent den 30 juni 2017. Det innebär allt annat lika att gröna obligationers marknadsandel över tid kommer att växa tills den är i linje med gröna obligationers andel av årlig totalt emitterad obligationsvolym.

Gröna obligationers andel av totalt emitterad volym har stigit över tid. En linjär trend ser ut att kunna beskriva utvecklingen bra med en determinationskoefficient (R2) på 0,69, dvs. trenden kan förklara 69 procent av utvecklingen av gröna obligationers andel

över tid. Antar man att trenden kan beskriva marknadsutvecklingen går den att använda för att prognosticera den framtida utvecklingen. Sett fem år framåt, 2022, skulle därmed årligen emitterad volym av gröna obligationer som andel av totalt årligen emitterade volym av obligationer uppgå till strax över fem procent. Notera att trenden är beräknad på enbart tio mätpunkter vilket gör resultatet osäkert. Att dessutom använda dessa få mätpunkter för att prognosticera marknaden så långt som fem år framåt i tiden bedöms medföra ytterligare osäkerhet till resultatet.

Ur ett globalt perspektiv är andelen gröna obligationer av årlig emitterad volym den svenska marknaden relativt hög. Globalt utgjorde gröna obligationer mindre än 0,6 procent av totalt emitterad volym 2016.⁵⁶ Samma år var den svenska andelen uppe i 3,6 procent.

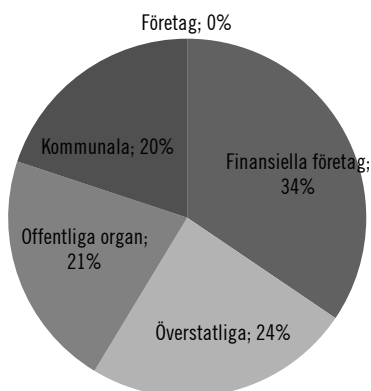
4.7.4 Emittenter på marknaden i svenska kronor

Fram till 2013 var det endast multilaterala banker som emitterade gröna obligationer i svenska kronor och årlig emission låg oftast på under 5 miljarder kronor. Från 2013 började aktörer från andra sektorer bli aktiva på marknaden och den blev därmed mer diversifierad. De nya aktörerna har därefter stått för i princip hela ökningen av årlig emissionsvolym medan de multilaterala bankernas emissionsvolym har legat kvar på ungefär samma nivå som tidigare. Företagen (finansiella och icke-finansiella) har de senare åren kommit att bli den största sektorn sett till årlig emitterad volym, se Figur 4.16 ovan. År 2016 emitterade företagen gröna obligationer för 12 miljarder svenska kronor vilket är 43 procent av totalt emitterad volym på 28 miljarder kronor. Företagens andel av emitterad volym under första halvåret 2017 uppgick till 34 procent.

⁵⁶ Bloomberg (2017), *The Coming Backlash to 'Greenwashing' of Bonds*, den 11 augusti 2017.

Figur 4.19 Fördelning av emitterad volym gröna obligationer per sektor 2017*

* Avser emitterad volym första halvåret 2017



Källa: Egen bearbetning av data från Bloomberg och SEB.

Det fanns totalt 36 emittenter med utestående obligationer på den svenska marknaden den 30 juni 2017. De består av både inhemska och utländska aktörer. Vid samma datum hade ingen emittent ännu lämnat den svenska marknaden, dvs. en gång emitterat gröna obligationer men sedan valt att inte återfinansiera sig i samma tillgångslag.⁵⁷ Dock är den genomsnittliga löptiden för nya emissioner 5 år och det kommer därför att dröja tills det går att dra några slutsatser kring om emittenterna stannar på marknaden efter att de emitterat sin första gröna obligation. Redan har drygt hälften av emittenterna, 17 stycken, emitterat vid fler än ett tillfälle och kan därför antas se ett mervärde i att emittera gröna obligationer och troligtvis avser de att stanna på marknaden.

I sektorn offentliga organ (eng. *government agencies*) ingår Kommuninvest tillsammans med två utländska banker med statliga kopplingar. Kommuninvest som samägs av svenska kommuner utgör 44 procent av denna sektor.

⁵⁷ Det kan finnas fler förklaringar kring att en emittent skulle kunna lämna marknaden än att det just handlar om gröna obligationer, t.ex. kan emittenten ha sålt tillgångarna som finansierats med den gröna obligationen och väljer då att köpa tillbaka den. Det betyder inte att emittenten inte har för avsikt att i framtiden åter emittera gröna obligationer.

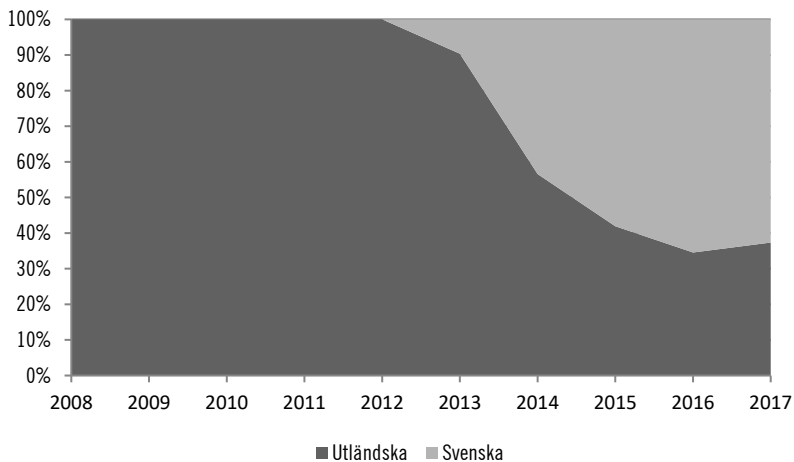
I sektorn finansiella företag (eng. *financials*) ingår alla fastighetsförvaltningsföretag som emitterat gröna obligationer. Dessa utgör 83 procent av denna sektor. Resterande andel utgörs av SBAB och Volvofinans.

Utländska emittenter på marknaden i svenska kronor

Utländska aktörer står för en betydande del av marknaden för gröna obligationer i svenska kronor. Andelen har dock sjunkit över tid i takt med att fler svenska aktörer har börjat emittera gröna obligationer. Deras andel av totalt utestående obligationsvolym uppgick till 37 procent vid halvårsskiftet 2017.

Figur 4.20 Utländska och svenska emittenters andel av utestående nominell volym i svenska kronor

Avser utestående nominell volym den 31 december för resp. år.
År 2017 avser utestående nominellt belopp den 30 juni



Källa: Egen bearbetning av data från Bloomberg och SEB.

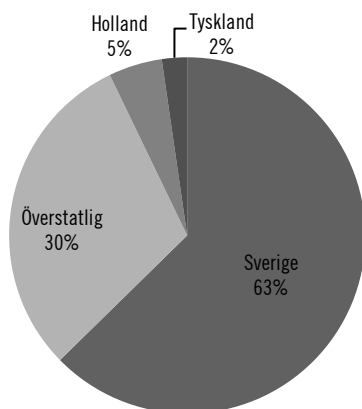
Utländskas andel ser ut att plana ut 2017. Det kan dock bero på att mätpunkten endast omfattar emitterad volym första halvåret. Stora enskilda emissioner kan då påverka resultatet i större omfattning än om man ser till helåret. De utländska aktörerna består främst av

multilaterala banker⁵⁸, inkluderat Nordiska investeringsbanken som är delägd av Sverige. För helåret 2017 kommer troligtvis utländska emittenters andel av marknaden minska givet att de multilaterala bankerna emitterar liknande volym som tidigare år, kring fem miljarder kronor, samtidigt som totalt emitterad volym förväntas öka, se Figur 4.16.

Övriga utländska emittenter utgörs av två banker med hemvist i Holland⁵⁹ respektive Tyskland⁶⁰ och som har någon form av koppling till staten eller den offentliga sektorn, genom ägande eller garantier.

Figur 4.21 Svenska och utländska emittenters andel av utestående nominellt belopp

Avser utestående volym den 30 juni 2017



Källa: Egen bearbetning av data från Bloomberg och SEB.

Den största utländska emittenten är EIB vilken också är den emittent som har högst utestående obligationsvolym på den svenska marknaden. Observera att svenska emittenters emission i utländsk valuta inte ingår i denna statistik utan de behandlas i följande avsnitt.

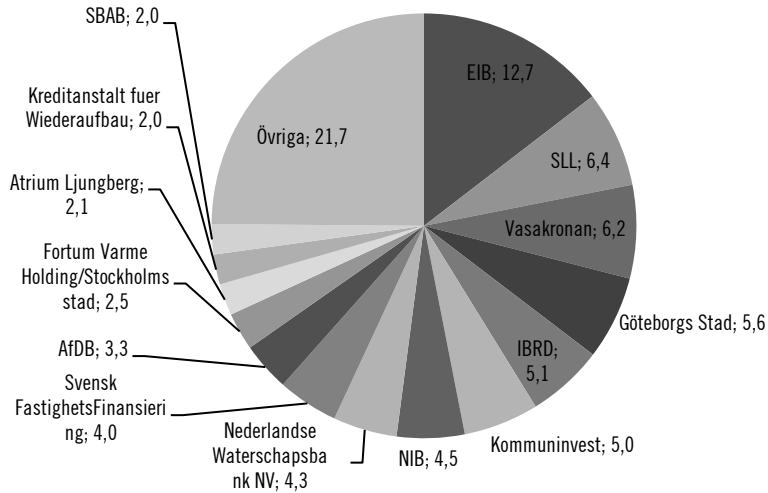
⁵⁸ Europeiska investeringsbanken (EIB), Internationella banken för återuppbyggnad och utveckling (IBRD, Världsbanken), Nordiska investeringsbanken (NIB), Afrikanska utvecklingsbanken (AfDB) och International Finance Corporation (IFC).

⁵⁹ Nederlandse Waterschapsbank NV.

⁶⁰ Kreditanstalt fuer Wiederaufbau.

Figur 4.22 Utestående nominellt belopp i svenska kronor per emittent 2017*

*Miljarder kronor den 30 juni 2017



Anm: Övriga består av 22 emittenter som var och en hade ett utestående nominellt belopp på under två miljarder kronor.

Källa: Bloomberg och SEB.

4.7.5 Svenska emittenter som emitterat i utländsk valuta

Majoriteten av de svenska emittenterna av gröna obligationer har emitterat dessa i svenska kronor. Det finns dock fyra emittenter som valt att emittera i andra valutor. Dessa emissioner ingår inte i statistiken ovan som avser emission på svenska marknaden i svenska kronor utan behandlas separat i detta avsnitt. De fyra emittenterna är Svensk Exportkredit, Kommuninvest, SEB och Nordea, per den 30 juni 2017.

Tabell 4.2 Svenska emittenters emissioner i utländsk valuta

Emitterat nominellt belopp t.o.m. den 30 juni 2017

Emittent	Emissionsår	Valuta	Belopp miljoner	Belopp SEK miljoner ¹
Svensk Exportkredit	2015	USD	500	4 032
Kommuninvest	2016	USD	600	4 838
Kommuninvest	2017	USD	500	4 032
SEB	2017	EUR	500	4 755
Nordea	2017	EUR	500	4 755

Anm: ¹ Växelkurs från Riksbanken per den 25 augusti 2017: USD/SEK = 8,0647 EUR/SEK = 9,5107

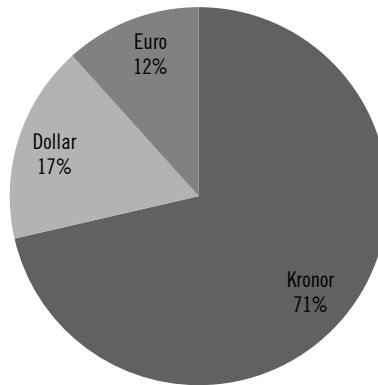
Källa: Bloomberg och SEB.

Kommuninvest har till skillnad från de andra även emitterat i svenska kronor. Samma faktorer som spelar in vid val av valuta för traditionella obligationer påverkar även valet vid emission av gröna obligationer. Exempel på faktorer kan vara ett mer gynnsamt marknadsklimat på andra marknader, större marknad, fler investerare, ev. underliggande projekt ska finansiera i den andra valuta och att emittenten vill underhålla sin position för enklare tillgång till en viss marknad i framtiden. När det gäller gröna obligationer och deras signalvärde kan en anledning vara att emittenten helt enkelt vill göra reklam för sig på de internationella marknaderna.

Utmärkande är att det handlar om stora emissioner. Kommuninvest blir den största svenska emittenten med en emissionsvolym på 13,9 miljarder kronor när utländsk och svensk emission adderas. De tre andra emittenterna landar också högt upp i listan över de största svenska emittenterna, jfr Figur 4.22 över de största emittenterna i svenska kronor.

Figur 4.23 Svenska emittenters utestående volym efter valuta 2017*

*Avser utestående nominellt belopp i dollar den 31 juni 2017



Anm: Emissionsvolymen för kronor och euro har räknats om till dollar med växelkursen vid datumet för varje enskild emission.

Källa: Egen bearbetning av data från Bloomberg och SEB.

Svenska emittenters emission i utländsk valuta står för 29 procent av svenska emittenters totalt utestående volym vilket är en betydande andel. Emission i svenska kronor är dominerande men andelen i utländsk valuta har ökat sista tiden med tre stora emissioner om totalt 13,5 miljarder kronor under första halvåret 2017, se Tabell 4.2. Ett möjligt framtidsscenario är att om fler emitterar gröna obligationer kommer marknaden för gröna obligationer med tiden att spegla marknaden för traditionella obligationer. På marknaden för traditionella obligationer utgjorde emission i utländsk valuta 47 procent den 30 juni 2017. Under ett sådant scenario borde därför andelen emitterad volym i utländsk valuta öka tills den står för drygt hälften av totalt emitterad volym av gröna obligationer.

4.7.6 Investerare på den svenska marknaden för gröna obligationer

I detta avsnitt beskrivs de som investerar på den svenska marknaden för gröna obligationer. Utredningen har med hjälp av Fondbolagens förening, Svenska Bankföreningen och Svensk Försäkring

fått uppgifter om hur deras medlemmar ser på marknaden för gröna obligationer. När det gäller banker och försäkringsföretag handlar det om de innehav där banken eller försäkringsbolaget är exponerad mot risken i tillgångarna. När det gäller fondbolagen handlar det om tillgångar som förvaltas för konsumenters räkning och det är konsumenten som är exponerad mot risken.

Banker

I regel är bankerna inte engagerade i att investera i gröna obligationer. Orsaken är troligtvis att bankernas efterfråga på värdepapper till stor del styrs av regelverk vars syfte är att beakta finansiell stabilitet på kortare sikt snarare än klimatrisker och miljömässig hållbarhet på längre sikt. Bankernas innehav beror alltså inte främst på konsumentstyrd efterfrågan som i försäkringsföretagens fall. Det finns därmed inte heller någon direkt press från konsumentledet att förvaltningen ska ske hållbart utan värdepapperen innehas på grund av reglerande tvång. Det finns dock ett ökat intresse från inlåningskunderna att veta mer om vad deras medel används till i bankerna. En ökad rapportering om detta har nyligen införts kring de medel som lånas ut till företag, med avseende på hållbarhetsperspektiv.

Bankerna håller värdepapper dels på grund av regelmässiga krav och dels för att användas som säkerheter vid olika transaktioner. Bankernas marknadsavdelningar köper också en del värdepapper för sina handelslager men på grund av högre kapitalkrav handlar det numer om mycket små volymer och positionerna är inte så långa.

Bankernas finansavdelningar har ett investeringsmandat som är styrt av deras formella krav på att hålla likvida tillgångar, LCR-krav (*Liquid Coverage Ratio*). Bankernas LCR-reserver, alltså kravet på likvida tillgångar, är stort, cirka 2 000 miljarder kronor sammantaget för de fyra stora bankerna. Denna reserv hanteras emellertid mestadels genom placeringar i centralbanker och likvida värdepapper. Finansavdelningarna kan ha ett visst placeringsmandat i obligationer. Bland de större bankerna kan det vara mellan 50 och 100 miljarder kronor. Möjligheten i att placera i gröna obligationer som dessutom enligt regelverket kan ses som likvida tillgångar är i dag begränsat.

För att främja marknaden för gröna obligationer skulle enskilda bankerna vilja se att de underliggande tillgångarna är knutna till obligationen (ABS), ett mer enhetligt regelverk och sänkta kapitalkrav.

Försäkringsföretagen

Utredningen har fått uppgift om 16 försäkringsföretags engagemang i marknaden för gröna obligationer. Det är nio livförsäkringsföretag, fem skadeförsäkringsföretag och två grupper med både liv- och skadeförsäkring. Fyra av dessa investerar inte i gröna obligationer varav en menar att de håller på att se över placeringsstrategin. Uppgifterna omfattar placeringar där försäkringsbolagen fattar beslut om placering och är exponerade mot risken, dvs. fond- och depåförsäkring är exkluderade.

Statistik i avsnittet är baserat på svaren från de tolv företagen som uppger att de investerat i gröna obligationer. De tolv företag som svarat att de investerat i gröna obligationer förvaltade tillgångar med ett värde på totalt 2 130 miljarder kronor per den 30 juni 2017, varav drygt hälften var placerade i obligationer. Deras placerings-tillgångar på 2 130 miljarder kronor kan jämföras med samtliga försäkringsföretags placeringstillgångar som vid samma tidpunkt uppgick till 3 215 miljarder kronor⁶¹. Alltså baseras statistiken i avsnittet på ett urval av företag som förvaltar 66 procent av samtliga försäkringsbolags placeringstillgångar. Resultatet kan dessutom påverkas av att det var de som placerat i gröna obligationer som också lämnat uppgifter om sina engagemang i olika tillgångsslag. En av utredningen försiktig bedömning är därmed att andelen gröna obligationer av totala placeringstillgångar troligtvis är lägre än vad som redovisas här.

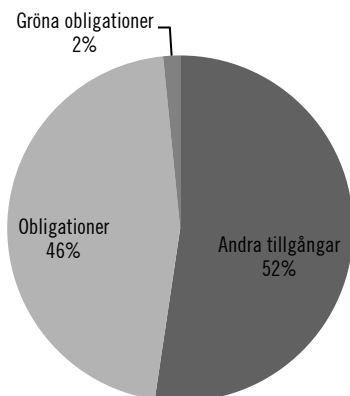
Totalt hade försäkringsföretagen som svarade att de placerat i gröna obligationer ett innehav av sådana till ett värde av drygt 34 miljarder kronor, vilket utgjorde en andel på 3,3 procent av deras obligationsportföljer. Spridningen i andel mellan företagen bedöms av utredning som ganska stor och låg på mellan 0,03 och 14 procent. För en överblick över gröna obligationers andel av försäkringsföretagens totala portföljer se Figur 4.24 nedan.

⁶¹ Källa: Svensk Försäkring (2017), *Försäkringar i Sverige – statistik 2016*.

Placeringar hade främst gjorts i svenska kronor som utgjorde en andel på 87 procent och därefter euro och dollar, se Figur 4.25 nedan.

Figur 4.24 Fördelning av totala tillgångar

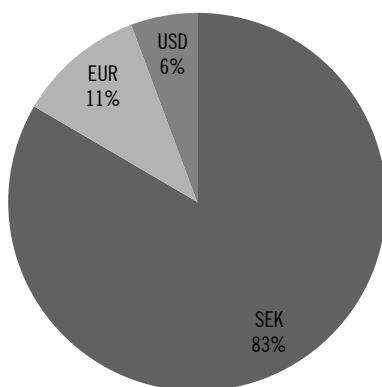
Avser tillgångar hos de företag som placerat i gröna tillgångar per den 30 juni 2017



Källa: Egen bearbetning av enkätdata sammanställd av Svensk Försäkring.

Figur 4.25 Placering i gröna obligationer efter valuta

Gäller placeringar per den 30 juni 2017



Källa: Egen bearbetning av enkätdata sammanställd av Svensk Försäkring.

Det fanns spridning gällande diversifieringen av de gröna obligationsportföljerna, allt från att endast vara exponerad mot en emitent och upp till exponering mot 50 stycken. Det fanns ingen tydlig koppling mellan placeringsstorlek och antalet exponeringar.

Åsikterna gällande försäkringsbolagens syn på likviditeten på sekundärmarknaden skiljde sig åt. Stor del i skillnaden ligger troligtvis på hur likviditet definieras. Flertalet uppger att det är hög efterfrågan på gröna obligationer och att de tenderar att hålla dem till förfall. Likviditet sett till omsättning blir då lidande och bedöms därmed vara sämre än för traditionella obligationer. Samtidigt menar flera på att likviditeten vid försäljning av gröna obligationer upplevs som likvärdig eller bättre än för traditionella obligationer, just eftersom efterfrågan är så hög. Begrepp asymmetrisk likviditet dök upp i försäkringsföretagens uppgifter till utredningen och beskriver situationen ganska väl, dvs. det finns en stark köpsida men säljsidan är betydligt sämre på grund av att köpare tenderar att hålla obligationerna till förfall. Det skapar fenomenet att omsättningen på marknaden blir låg men att det samtidigt är enkelt att avyttra instrumentet.

Några uppger att gröna obligationer tenderar att gå något bättre på sekundärmarknaden på grund av den högre efterfrågan. De flesta uppger emellertid att de inte är villiga att betala ett högre pris för gröna obligationer. Någon uppger att de kan acceptera en skillnad på någon räntepunkt just eftersom de gröna obligationerna tenderar att gå så bra på sekundärmarknaden.

De flesta svarande uppgav att de har en uttalad strategi om att investera mer hållbart och i den strategin inkluderas i regel ett ökat innehav av gröna obligationer. Ett par uppger att de dessutom har specifika mål de strävar emot gällande placeringar i gröna obligationer.

Försäkringsbolagen är i regel engagerade i olika initiativ och organisationer för omställning till en hållbar ekonomi och finansmarknad. Nio stycken lämnade uppgifter om att de är anslutna till PRI och vissa av dessa är också anslutna till en rad andra initiativ och organisationer som Global Compact, Carbon Disclosure Project, Montreal Pledge, The Portfolio Decarbonization Coalition, Swesif m.fl. Tre stycken uppgav att de inte är anslutna till något liknande initiativ eller organisation.

Vid sin bedömning av gröna obligationer utvärderar försäkringsföretagen i regel hållbarheten i de investeringar emissionslikviden ämnar gå till. Försäkringsföretagen uppger att andrahandsutlåtande kan hjälpa till i denna bedömning. Att obligationen är i linje med GBP nämns av några som en önskvärd egenskap.

På frågan om det föreligger ett regleringsbehov menar de flesta att marknaden självreglering genom GBP och CBS fungerar väl. Marknaden utvecklas snabbt och reglering kan snabbt bli obsolet med risk att hämma snarare än att främja utvecklingen. Ett par menar emellertid att ökad standardisering gällande definitionen av gröna obligationer hade varit välkommet. Någon ser även behov av ett ramverk för standardiserade kvantitativa indikatorer på obligationernas miljömässiga nytta.

Fondbolag

Fondbolagen förvaltar kapital för sina kunders räkning. De är därför inte exponerade mot risken i de tillgångar de förvaltar. Däremot har de affärsmässiga incitament att generera en så hög avkastning som möjligt för att behålla och locka till sig nya kunder. De måste därför beakta bl.a. klimatrisker. Observera att uppgifterna om fondbolagen baseras på uppgifter från elva fondbolag. Som jämförelse hade Fondbolagens förening 46 medlemmar den 17 november 2017. Viss försiktighet bör därmed tillämpas med att dra generella slutsatser för hela fondbranschen.

Överlag ställer sig fondbolagen positiva till gröna obligationer och ett par menar att de har en uttalad strategi i att erbjuda fonder som investera i just sådana. Ett större bolag uppger att de försöker köpa så mycket de kommer över förutsatt att de kan säkra en god riskjusterad avkastning. Alla bolag som lämnat uppgifter till utredningen har skrivit under PRI, flera är dessutom engagerade i en rad andra initiativ och organisationer som CDP, Swesif m.fl.

Likt försäkringsföretagen går åsikterna isär gällande marknads funktionssätt. Vissa menar att likviditeten är sämre medan andra upplever den som likvärdig eller bättre än för traditionella obligationer. Orsaken till detta är troligtvis densamma som för försäkringsbolagen, dvs. omsättningen är låg men efterfrågan hög vilket gör gröna obligationer lätta att avyttra.

Jämfört med banker och försäkringsbolag verkar fondbolagen i något högre grad förespråka ökad reglering eller standardiserade krav gällande definition av gröna obligationer och ramverk.

Övriga

De statliga AP-fonderna investerar på marknaden för gröna obligationer. Första, andra, tredje och fjärde AP-fonderna hade tillsammans placerat drygt 25 miljarder kronor i gröna obligationer vid halvårsskiftet 2017. Alla fyra fonder har en hög ambition avseende ESG, bl.a. har tredje AP-fonden sedan slutet av 2015 som mål att tredubbla sitt innehav av gröna obligationer från då 4,5 miljarder kronor till 15 miljarder kronor vid årsslutet 2018.

Vidare placerar landsting och regioner i gröna obligationer som en del av deras tillgångsförvaltning, främst kopplad till förvaltning av pensionsmedel. Som ett exempel har Region Västmanland uppmärksamats för sitt sätt att arbeta med hållbara finanser, där man aktivt arbetar med minskad klimatpåverkan genom hur medel investeras. Region Västmanland var det första landsting att genomföra en egen växthusgasmätning av sin placeringsportfölj och minskade därefter sitt växthusgasavtryck med drygt 30 procent på ett år, utan att försaka avkastning. Region Västmanland uppskattar att deras direkta och indirekta innehav i gröna obligationer uppgick till cirka 400 miljoner kronor i skrivande stund.

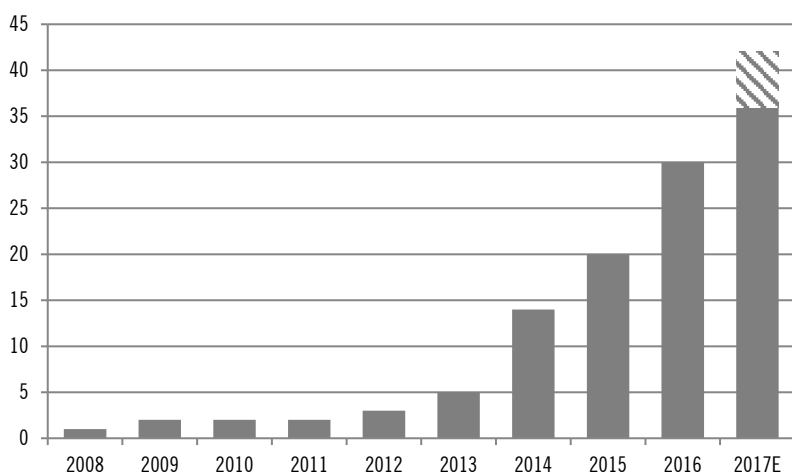
4.7.7 Svenska marknadens framtida utveckling

Utvecklingen av marknaden var obefintlig fram till 2014 och har därefter varit ojämn. Det är därför svårt att dra slutsatser om marknadens framtida utveckling. Dessutom är mätperioden kort och antalet mätpunkter lågt vilket bidrar till osäkerhet kring de slutsatser som kan dras av statistiken. Det ser dock ut som att marknaden är i en tillväxtfas sedan 2013/2014 då aktörer från flera sektorer gick in på marknaden och den blev mer diversifierad. Även utvecklingen i årlig emissionsvolym varit mycket ojämn har den årliga tillväxttakten i utestående volym legat på höga 47 procent. Tillväxttakten stor årlig variation till trots ser det ändå med försiktighet ut som att marknaden är i en god tillväxtfas sedan 2014. För att tillväxt-

takten i utestående volym ska bestå måste emellertid årlig emissionsvolym öka med tiden. Om tillväxten i årlig emissionsvolym skulle stanna av och emissionsvolymen blir konstant skulle tillväxttakten i utestående volym sjunka över tid allt annat lika.⁶²

Om den genomsnittliga tillväxttakten på 47 procent håller i sig kommer det ta drygt två år från den 30 juni 2017 för marknaden att dubblas och uppgå till 174 miljarder. Under samma antaganden skulle gröna obligationers marknadsandel om fem år uppgå till 17 procent av den totala obligationsmarknaden. Det under förutsättningen att den totala obligationsmarknaden inte växer under tiden. Observera att en prognos fem år framåt ger högst osäkra resultat.

Figur 4.26 Antal emittenter på den svenska marknaden



Anm: Det streckade området visar på förväntad utvecklingen under andra halvåret 2017. Det under antagandet att lika många nya emittenter går in på marknaden under andra halvåret som det gjorde under det första.

Källa: Bloomberg och SEB samt egen bearbetning av data från desamma.

Ett annat tecken på en växande marknad är att antalet emittenter är stadigt ökat under senare år, se Figur 4.26 ovan. Med fler emittenter kommer också ökad emissionsvolym. Fortsätter emittenterna att öka i samma takt framöver kommer marknaden troligtvis fortsätta

⁶² Se diskussion om hur årlig emissionsvolym påverkar tillväxten på utestående volym i slutet av 4.7.2.

att växa. Det under förutsättningen att tidigare emittenter ej lämnar den, vilket ingen hittills har gjort.

Trots att marknaden uppvisar tillväxt de senare åren rör det sig fortfarande om små belopp jämfört med den totala obligationsmarknaden. Det krävs att den relativt höga tillväxttakten på 32 procent består eller helst ökar för att gröna obligationer ska komma att göra något avtryck på den svenska obligationsmarknaden.

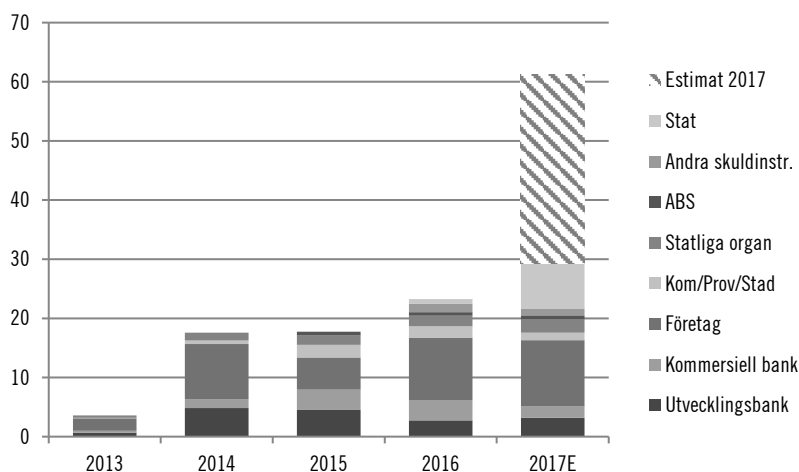
4.8 EU marknaden

Bedömning: Tillväxten sett till årlig emissionsvolym utvecklades väl 2014 för att därefter stagnera. Emellertid ser det ut som att tillväxten åter tagit fart 2017. Det finns relativt stor skillnad mellan medlemsstater sett till emitterad volym av gröna obligationer. I stora länder och ekonomier som Storbritannien, Italien och Spanien har det emitterats relativt lite. Samtidigt har det i mindre länder och ekonomier som Nederländerna och Sverige emitterats relativt mycket. Det finns därmed en stor tillväxtpotential för marknaden för gröna obligationer om det börjar emitteras mer i de större länder i vilka det hittills emitterats relativt lite.

Marknaden för gröna obligationer i euro blev den första i världen i.o.m. att EIB emitterade världens första gröna obligation i juni 2007. Obligationen hade en emissionsvolym på 600 miljoner euro med en löptid på fem år.

Figur 4.27 Årlig emissionsvolym

Avser emissionsvolym i miljarder dollar fram till den 21 augusti 2017



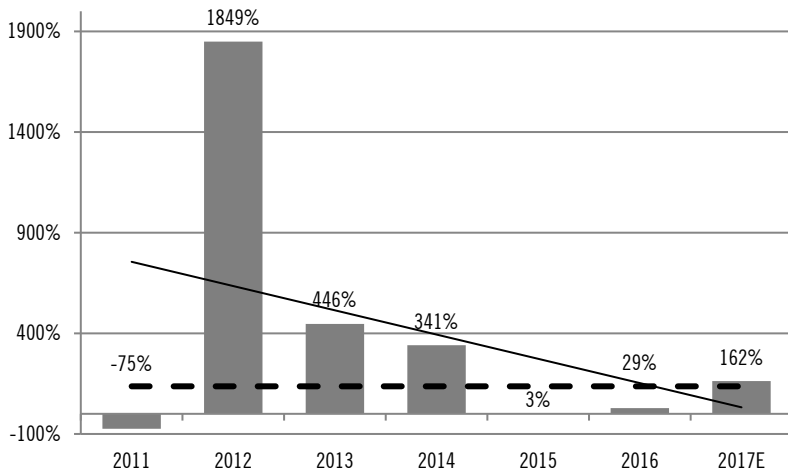
Not: Det streckade området under 2017E är estimerat utifrån CBI:s förväntningar om att det för helåret 2017 kommer emitteras gröna obligationer för totalt 130 miljarder dollar globalt. Här har den förväntade procentuella utvecklingen globalt tillämpats på enbart EU-marknaden under antagandet att Europamarknaden kommer utvecklas i linje med den globala marknaden.

Källa: CBI och egen bearbetning av data från densamma.

Utvecklingen i årlig emissionsvolym i EU har varit snarlik utvecklingen på den globala marknaden. EU-marknaden började diversifieras 2012 då tre franska regioner⁶³ emitterade sina första gröna obligationer. Deras sammanlagda emission uppgick dock inte ens till 1 miljard dollar. År 2013 blev EU-marknaden ännu mer diversifierad och det var speciellt företag som började emittera. Emellertid var total emission 2013 fortfarande relativt låg på totalt 3,6 miljarder dollar.

År 2014 tog marknaden i EU fart och det emitterades gröna obligationer för drygt 18 miljarder dollar, nästan fem gånger så mycket som året innan. Emissionsvolymen i EU utgjorde drygt hälften av total global emitterad volym 2014. Den starka utvecklingen i EU 2014 bidrog till att Europa blev den ledande regionen det året gällande emission av gröna obligationer, se vidare diskussion i avsnitt 4.9.1 nedan.

⁶³ Île-de-France, Provence-Alpes-Côte d'Azur och Nord-Pas-de-Calais.

Figur 4.28 Tillväxttakt i årlig emissionsvolym i Europa

Not: Streckade linjen är genomsnittlig årlig tillväxttakt på 137 procent.

Not: Den tunna heldragna linjen är en estimerad linjär trend med R2 på 0,15. Trenden är negativ p.g.a. extremvärde 2012 och hög tillväxt 2013–2014 i kombination med låg tillväxt 2015–2016.

Not: 2017E är estimerat utifrån CBI:s förväntningar om att det för året 2017 globalt kommer emitteras gröna obligationer för totalt 130 miljarder dollar. Här har den förväntade procentuella utvecklingen globalt tillämpats på enbart Europamarknaden under antagandet att Europamarknaden kommer att utvecklas i linje med den globala marknaden.

Källa: Egen bearbetning av data från CBI.

Diagrammet ovan representerar hela Europa eftersom antalet mät-punkter för EU är så lågt. Emissionsvolymen i EU och Europa är nära relaterade, speciellt på senare år när marknaden börjat ta fart. Sen 2014 utgör emissionen i EU mer än 95 procent av årlig emissionsvolym i Europa. Som Figur 4.28 visar har tillväxttakten i årlig emissionsvolym av gröna obligationer varit ojämn. Tillväxttakten 2012 får räknas som ett extremvärde. Det var året då tre franska regioner emitterade sina första gröna obligationer. Vid så låga absoluta emissionsvolymen som det handlade om de första åren kan några få emissioner orsaka stora kast i tillväxten. Intressant kan därför vara att studera de senare åren.

Efter den goda utvecklingen 2014 stannade tillväxten av under perioden 2015 till 2016. Det finns ingen direkt förklaring till detta. En förklaring kan vara att Europa sett i ett globalt perspektiv kom upp i en relativt hög emissionsnivå redan 2014. Att skapa tillväxt i en redan relativt hög nivå är svårare än om nivån hade varit lägre.

Stiltjen i tillväxten ser dock ut att brytas för 2017. I EU har det fram till den 21 augusti 2017 redan emitterats en 26 procent större volym än det gjordes under hela 2016. Den franska statens emissioner har bidragit mycket till den ökade volymen, se Figur 4.27. Om man bortser från den franska statens emissioner har marknaden fortfarande utvecklats väl. Borträknat den franska statens emissioner har det 2017 fram till den 21 augusti emitterats gröna obligationer för ett ungefär lika högt belopp som under hela 2016. För helåret 2017 förväntas det i Europa emitteras gröna obligationer för drygt 63 miljarder dollar vilket skulle ge en tillväxt på 162 procent.⁶⁴

Trenden för tillväxttakten i Europa är negativ, heldragna linjen i Figur 4.28. Med en determinationskoefficient (R^2) på 0,15 fungerar den dåligt för att beskriva marknadens utveckling.⁶⁵ Att trenden är negativ kan förklaras av extremvärdet 2012 och den höga tillväxten under perioden 2013 till 2014 kombinerat med den låga tillväxten under perioden 2015 till 2016. Även bortsett från extremvärdet 2012 blir trenden negativ med ett lågt R^2 på 0,22. Med anledning av den ojämna tillväxten och låga antalet mätpunkter bedöms det som att en linjär trend inte är lämplig att använda för att beskriva utvecklingen i marknadens tillväxttakt.

Eftersom tillväxten i marknaden saknar en tydlig trend anses dess utveckling kunna beskrivas med den genomsnittliga årliga tillväxttakten (*compound annual growth rate*, CAGR). För Europa ligger den på höga 137 procent.⁶⁶ Det är högre än den genomsnittliga årliga tillväxttakten i årlig emissionsvolym för både den globala och den svenska marknaden som ligger på 66 respektive 32 procent.

⁶⁴ Baserat på CBI:s prognos om att det globalt kommer emitteras gröna obligationer för 130 miljarder dollar för helåret 2017. Under antagandet att marknaden i Europa under 2017 kommer utvecklas i linje med den globala marknaden.

⁶⁵ R^2 på 0,15 innebär att tillväxttaktens trend över hela mätperioden kan endast kan förklara 15 procent av den årliga utvecklingen i tillväxttakten.

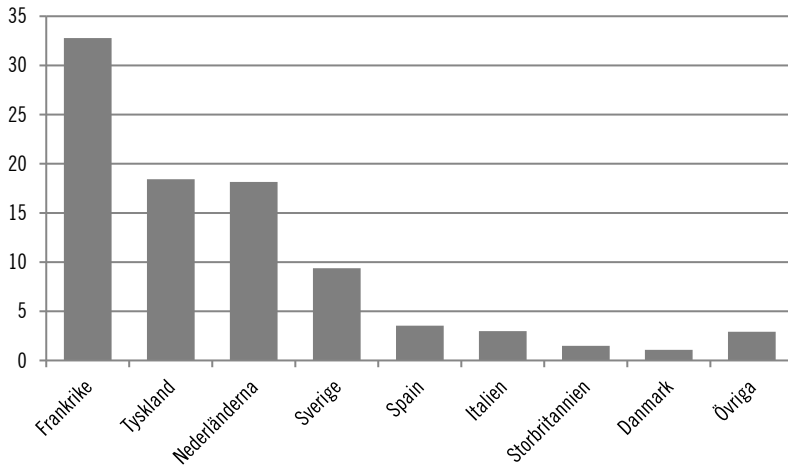
⁶⁶ Observera att den genomsnittliga årliga tillväxttakten är beräknad på förväntad emissionsvolym för helåret 2017.

4.8.1 Utveckling i olika medlemsstater

Utvecklingen av marknaden för gröna obligationer i EU är inte homogen, se Figur 4.29 nedan.

Figur 4.29 Utestående obligationsbelopp

Utestående obligationsbelopp i miljarder dollar
den 21 augusti 2017



Källa: CBI.

Att marknaderna i Frankrike och Tyskland är bland de största är kanske föga förvånande. De är båda stora länder med välutvecklade kapitalmarknader samt har uttalade politiska intentioner om att ställa om till en hållbar ekonomi. Franska emittenter var dessutom tidigt aktiva på marknaden för gröna obligationer och den franska marknaden gynnas speciellt av den franska statens emissioner 2017 på 8,6 miljarder under mätperioden.⁶⁷

Storbritannien sticker ut med en relativt liten marknad trots deras stora och välutvecklade finanssektor. Storbritannien har också visat på en politisk vilja att ställa om till en hållbar ekonomi. I *Environmental Finance*⁶⁸ förs en diskussion med olika aktörer om den svaga brittiska marknaden för gröna obligationer. Samma pro-

⁶⁷ I december 2017 emitterade franska staten för ytterligare 1 miljard euro.

⁶⁸ *Environmental Finance* (2017), *Environmental Finance Summer 2017*.

blemställning som i övriga världen som högre kostnader för emission av gröna obligationer samt avsaknad prisfördel har lyfts som en möjlig förklaring. Emellertid upplevs emittenter i Storbritannien vara mer försiktiga än i andra EU-länder.

En ytterligare förklaring kan vara ryktesrisken⁶⁹ som är förknippad med att emittera gröna obligationer. År 2015 emitterade Unilever en grön obligation som inte togs väl emot av marknaden. Bl.a. exkluderades den från Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Index. Unilever har inte återkommit till marknaden för gröna obligationer därefter. Unilevers emission kan ha fått andra emittenter att tveka emittera gröna obligationer.

Det spekuleras också om att nationella investerarna inte signalerat eller efterfrågat gröna obligationer i samma utsträckning som de gjort bl.a. i Frankrike och Skandinavien. Att utbilda emittenter lyfts i diskussionen som en möjlig lösning att få fler emittenter i Storbritannien att emittera gröna obligationer.

Sett till sin storlek ligger Italien och Spanien efter gällande emission av gröna obligationer. En förklaring kan vara att dessa länder har relativt många mindre företag som inte finansierar sig genom finansmarknaderna i lika stor utsträckning som större företag. Dessa länder drabbades även hårdare i finanskrisen och tiden därefter med högre arbetslöshet och lägre tillväxt. I en sådan ekonomi kan fokus riktas mot att överleva rent finansiellt och eventuellt läggs mindre resurser på miljömässigt hållbara lösningar.

Nederländerna och Sverige sticker ut med relativt stora marknader för gröna obligationer sett till ländernas storlek, både sett till befolkningensmängd och storleken på ekonomin. Som jämförelse har emittenter i Tyskland och Nederländerna i princip lika stora utestående obligationsbelopp trots att Tyskland är drygt fem gånger större än Nederländerna, sett både till BNP och befolkningensmängd.⁷⁰ Sverige ligger på ungefär samma nivå av utestående obliga-

⁶⁹ Ryktesrisken för att bli anklagad för *greenwashing* om inte marknaden anser att emittentens gröna obligation är tillräckligt hållbar. För mer detaljerad beskrivning se 3 kap.

⁷⁰ Tyskland med 82 miljoner invånare och en estimerad BNP för 2017 på 3 423 miljarder dollar. Nederländerna med 17 miljoner invånare och en estimerad BNP för 2017 på 763 miljarder dollar. Sverige med 10 miljoner invånare och en estimerad BNP för 2017 på 659 miljarder dollar. Källa för befolkningensmängd: Förenta nationerna, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2017), World Population Prospects: The 2017 Revision, avläst den 18 september 2017. Källa för BNP: Internationella valutafonden, World Economic Outlook Database, April 2017, 5. Report for Selected Countries and Subjects, avläst den 18 september 2017.

tionsbelopp som Nederländerna efter att hänsyn tagits till befolkningsmängd och BNP.

4.9 Globala marknaden

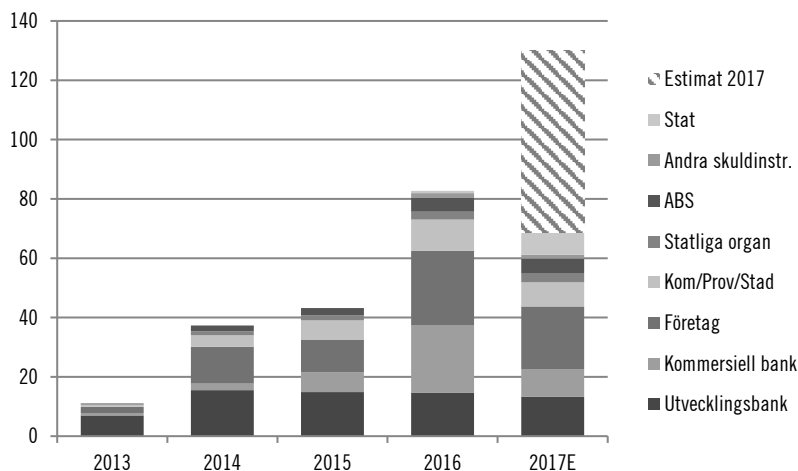
Bedömning: Den globala marknaden för gröna obligationer bedöms ha haft god tillväxt på senare år. Den utgör fortfarande väl under en procent av det samlade värdet av alla utestående obligationer och det är därför viktigt att tillväxten blir fortsatt hög för att marknaden för gröna obligationer ska göra något större intryck. Marknaden i Europa blev den ledande 2014 men den asiatiska och den nordamerikanska började komma ikapp 2016.

Den globala marknaden för gröna obligationer uppgick till närmare 300 miljarder dollar i utestående obligationsvolym vid utgången av 2017. Marknaden för gröna obligationer uppkom 2007 när EIB emitterade sin första s.k. *Climate Awareness Bond*. Kort därefter år 2008 emitterade Världsbanken sin första och trendsättande gröna obligation. Fram till 2013 skulle den globala marknaden domineras av multilaterala banker. Årlig emission uppgick vid denna period till endast några få miljarder dollar per år. På grund av låg emitterad volym år 2007 t.o.m. 2012 är dessa år utelämnade i Figur 4.30. Data för de åren skulle helt enkelt inte synas i figuren i förhållande till den betydligt större volym som emitterats på senare år.⁷¹

⁷¹ Under perioden 2007 t.o.m. 2012 emitterades det årligen obligationer för mellan 0,4 och 4,3 miljarder dollar.

Figur 4.30 Årlig emissionsvolym

Avser emissionsvolym i miljarder dollar till den 21 augusti 2017



Not: Perioden 2007 till 2012 är utelämnad eftersom det emitterades så lite i förhållande till senare år att de inte skulle synas i diagrammet.

Not: Det streckade området under 2017E är estimerat utifrån CBI:s förväntningar om att det för helåret 2017 kommer emitteras gröna obligationer för totalt 130 miljarder dollar.

Källa: CBI och egen bearbetning av data från densamma.

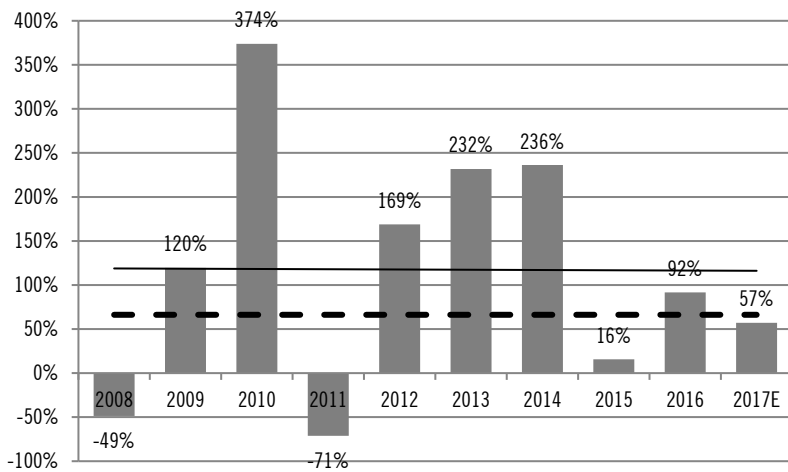
Det var först 2013 som emittenter från andra sektorer som företag, kommuner, organ med någon form av statlig koppling och banker började emittera gröna obligationer i en större omfattning och årlig emissionsvolym började stiga, dock i något ojämn takt. Emitterat belopp var mer än tre gånger så högt 2013 jämfört med 2012. Till 2014 trefaldigades emitterat belopp återigen men tillväxten saktade därefter in till 2015. Tillväxten kom igång igen 2016 då årlig emission nästan fördubblades med en ökning på 92 procent. År 2017 har börjat starkt relativt tidigare år och det har emitterats gröna obligationer för 69 miljarder dollar fram till den 21 augusti 2017. För helåret 2017 förväntar CBI att det kommer emitteras gröna obligationer för totalt 130 miljarder dollar, vilket indikeras av det streckade området i Figur 4.30.⁷² SEB har estimerat den globala emissionsvolymen för 2017 till mellan 125 och 150 miljarder dollar.⁷³

⁷² CBI (2017), *Global Green Bonds Mid-Year Summary 2017*.

⁷³ SEB (2017), *The Green Bond*, augusti 2017.

Värt att notera är att CBI använder sina egna hållbarhetskriterier⁷⁴ och sorterar bort de gröna obligationer som inte uppfyller dessa. Det kan därför uppstå skillnader i statistik mellan CBI och andra som listar alla gröna obligationer. Som exempel uppger CBI en 14 procent lägre emissionsvolym 2016 jämfört med Bloomberg BNEF.⁷⁵ Enligt CBI:s egna data har de fram t.o.m. den 31 juli 2017 räknat bort fem procent av emitterad volym.⁷⁶

Figur 4.31 Tillväxttakt i årlig emissionsvolym



Not: Streckade linjen är genomsnittlig årlig tillväxttakt på 66 procent och den tunna heldragna linjen är en estimerad linjär trend.

Not: 2017E avser CBI:s estimat om en total emissionsvolym på 130 miljarder dollar för helåret 2017.

Källa: Egen bearbetning av data från CBI.

Tillväxttakten i årlig emissionsvolym har varit ojämn. Det finns ingen trend (den heldragna linjen i Figur 4.31) och vi anser därför att utvecklingen kan beskrivas med den genomsnittliga årliga tillväxttakten på 66 procent, den streckade linjen i Figur 4.31. En tillväxttakt på 66 procent får anses som hög. Tillväxten har dessutom varit positiv sedan 2013 då aktörer från fler sektorer började emittera gröna obligationer.

⁷⁴ För en mer detaljerad beskrivning av CBI:s hållbarhetskriterier se 5 kap.

⁷⁵ Enligt data utredningen erhållit av CBI och SEB 2017, *The Green Bond*, maj 2017.

⁷⁶ För en mer detaljerad beskrivning se 4.6.1 om definitioner.

Sett till helåret 2017 förväntar CBI att årlig emissionsvolym landar på rekordhöga på 130 miljarder dollar. Om förväntningarna uppfylls skulle det innebära en tillväxt på 57 procent för 2017. Det är under genomsnittet på 66 procent och nästan en halvering av tillväxten jämfört med föregående år då årlig emitterad volym nästan fördubblades. År 2018 skulle det behöva emitteras gröna obligationer för 215 miljarder för att den genomsnittliga årliga tillväxttakten på 66 procent ska bestå. För att det ska lyckas gäller det bl.a. att de stora emissionsvolymerna från Kina håller i sig eller att emissionsvolymen ökar på andra ställen.

Trots att emitterat belopp nästan fördubblades 2016 utgjorde emitterad volym av gröna obligationer endast 0,6 procent av totalt emitterad volym.⁷⁷ För att marknaden för gröna obligationer ska kunna göra något avtryck är det därför viktigt att tillväxten består eller tilltar. Speciellt viktigt är det när marknaden är så pass liten som i dag och måste komma upp i större volymer innan tillväxten ger en mer signifikant effekt sett till absolut emitterad volym. Följande räkneexempel kan skildra vikten av tillväxttakten:

Med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 66 procent skulle det ta fem år från och med 2018 innan gröna obligationer skulle utgöra en moderat andel på tio procent av årlig emitterad volym.⁷⁸ Skulle den genomsnittliga tillväxttakten sjunka till 30 procent, vilket i många sammanhang kan anses vara en bra tillväxt och vilket även är den tillväxt vi sett på den svenska marknaden, skulle det ta drygt tio år innan gröna obligationer kom upp i en andel på tio procent.

Detta visar på hur liten marknaden för gröna obligationer är trots en hittills god tillväxt.

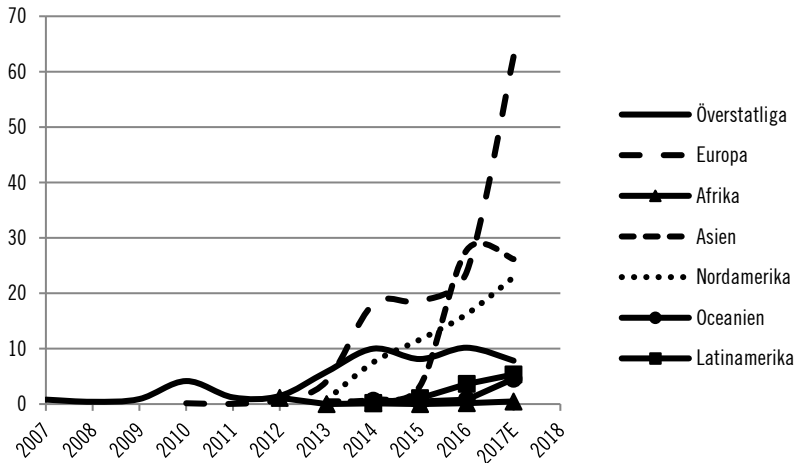
⁷⁷ Bloomberg 2017, *The Coming Backlash to 'Greenwashing' of Bonds*, 11 augusti 2017.

⁷⁸ Under antagandet att det emitteras gröna obligationer för 130 miljarder dollar 2017 och att global årlig emission av obligationer 2016 är konstant under prognosperioden.

4.9.1 Regional utveckling

Figur 4.32 Regional utveckling av årlig emissionsvolym av gröna obligationer

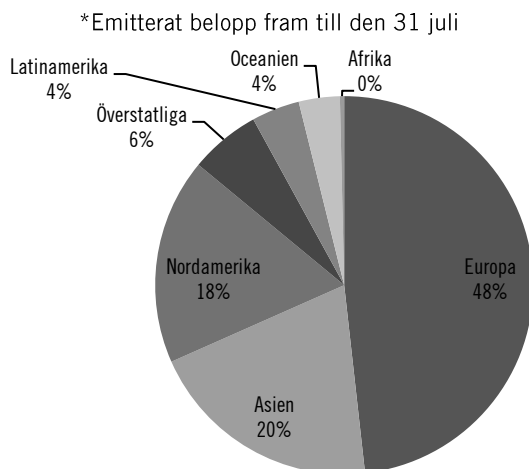
Miljarder dollar fram till den 31 juli 2017



Anm: Utfallet för år 2017 är estimerat utifrån CBI:s förväntningar om att det kommer emitteras gröna obligationer för 130 miljarder dollar. För att nå förväntad emission behövs en ökning på drygt 110 procent av totalt emitterat belopp per den 31 juli 2017. Denna procentsats har sedan applicerats på faktisk emitterat belopp för respektive region till den 31 juli. I Europa har det under perioden 2017 emitterats för drygt 30 miljarder dollar, mer än dubbelt så mycket som Asien. Därför skjuter förväntat emitterat belopp iväg för just Europa.

Källa: CBI, värdena för 2017E är egen bearbetning av data från CBI.

De multilaterala bankernas årliga emission ser ut att ha planat ut fr.o.m. 2014. Sett till årlig emitterad volym av gröna obligationer är de ledande regionerna Europa, Asien och Nordamerika. Troligaste orsaken till detta är att dessa regioner är de rikaste och har de mest utvecklade finansmarknaderna. De största företagen som i större utsträckning finansierar sig via finansmarknaderna är dessutom etablerade här.

Figur 4.33 Fördelning emitterad volym 2017*

Källa: CBI.

Europa är den ledande regionen sett till årlig emitterad volym. År 2017 fram till den 31 juli stod de för drygt hälften av totalt globalt emitterad volym. Europas dominans under året kan förklaras av att den franska staten under mätperioden emitterat gröna obligationer för totalt 8,6 miljarder euro. Franska statens emission står därmed för 30 procent av total emissionsvolym i Europa. Att en enskild emitent kan påverka utfallet på den globala marknaden i denna omfattning visar på hur liten marknaden fortfarande är. Nordamerika ligger efter Europa och har gjort så under hela mätperioden trots att de har en större finansmarknad.⁷⁹

Marknaden i Asien är den som växt snabbast senaste tiden, mer än åtta gånger så mycket emitterades 2016 jämfört med 2015. Kina är det land som enskilt haft störst påverkan på utvecklingen i Asien.

⁷⁹ Börsvärdet i USA uppgick till 25 000 miljarder dollar 2015 jämfört med Europa där börsvärdet uppgick till 7 500 miljarder dollar (inkl. Norge exkl. Turkiet). Källa: Internationella börsfederationens databas (World Federation of Exchanges).

Marknaden för skuldinstrument i USA uppgick till 39 000 miljarder dollar 2014 jämfört med 21 000 miljarder dollar i EU. Källa: OECD (2016), *A quantitative framework for analysing potential bond contributions in a low-carbon transition*.

Marknaden för gröna obligationer i Kina

Denna marknad förtjänar en närmare granskning efter den goda utvecklingen 2016. Marknaden för gröna obligationer i Kina är relativt ny internationellt sett. Så sent som i juli 2015 emitterade den först gröna obligationen av en kinesisk emittent. Det var vindkraftsbolaget Goldwind som emitterade en grön obligation i Hong Kong denominerad i dollar. Sett ur ett globalt perspektiv var emitterad volym av gröna obligationer i Kina nästan obefintlig 2015.

I slutet av 2015 trädde den kinesiska regleringen av gröna obligationer i kraft, se 5 kap. Året därpå emitterades de första gröna obligationerna denominerade i renminbi och marknaden i Kina kom att utvecklas i mycket snabb takt. Kinesiska emittenter kom att emittera gröna obligationer för 36 miljarder dollar, vilket utgjorde drygt 40 procent av totalt global emitterad volym 2016.⁸⁰ Till största delen var det företag med statliga kopplingar som drev upp emissionsvolymen. Anledningen är att det i Folkrepubliken Kinas statliga råd (Kinas centralregering) finns en politisk vilja att ställa om till en hållbar finansmarknad som ett steg i att komma till rätta med miljöproblemen i landet, enligt uppgift från International Institute of Green Finance (IIGF) of Central University of Finance and Economics (CUFE) i Peking. Tillsammans med ett omfattande statligt ägande har Kina snabbt kunnat driva på emissionen av gröna obligationer.

Av totalt emitterad volym i Kina 2016 utgjorde obligationer emitterade av de kommersiella bankerna 82 procent och övriga företagsobligationer 16 procent.⁸¹ Av företagsobligationerna har cirka hälften emitterats av statligt kontrollerade företag och hälften av privatägda företag. Den kinesiska staten sitter som majoritetsägare i nästan alla kommersiella banker i Kina, enligt IIGF. Vidare menar IIGF att de statligt styrda företagen utgör cirka 70 procent av de företag som emitterar obligationer i Kina. Exempelvis var de fyra största emittenterna i världen 2016 banker med kopplingar till den kinesiska staten.⁸² Enbart dessa fyra banker stod för 64 procent

⁸⁰ CBI (2017), *China Green Bond Market 2016*, januari 2017.

⁸¹ CBI (2017), *China Green Bond Market 2016*, januari 2017.

⁸² De fyra största emittenterna av gröna obligationer globalt 2016: Shanghai Pudong Development Bank, Industrial Bank, Bank of Communications och Bank of China. Källa: Bloomberg (2017), *Green Bonds: 2016 in review*, den 19 januari 2017.

av total emissionsvolym i Kina. Tillsynsmyndigheterna i Kina har stor makt och det har troligtvis varit så att de statligt styrda företagen fått instruktion om att emittera gröna obligationer. Privata aktörers andel av marknaden för gröna obligationer i Kina uppskattas av utredningen vara begränsad.

Den kinesiska marknaden för gröna obligationer är till stor del en inhemsk sådan. En andel på 72 procent av emissionsvolymen 2016 emitterades av kinesiska emittenter och noterades på de kinesiska marknaderna China Interbank Market och Shanghai Stock Exchange Market.⁸³ En del av de kinesiska emittenterna finansierar sig emellertid även på de internationella kapitalmarknaderna och utlandsnoterade obligationer stod för 27 procent av totalt emitterad volym. Utländska emittenters emission av gröna obligationer i Kina är mycket begränsad och utgjorde endast en procent.

Kina har inte infört några ekonomiska incitament till att emittera gröna obligationer. I stället prioriteras gröna obligationer när det kommer till den administrativa processen för myndighetsgodkännande. Det går alltså betydligt snabbare och smidigare att få godkänt emission av gröna obligationer kontra traditionella obligationer. Processen att emittera obligationer i Kina är annars en relativt utdragen process.

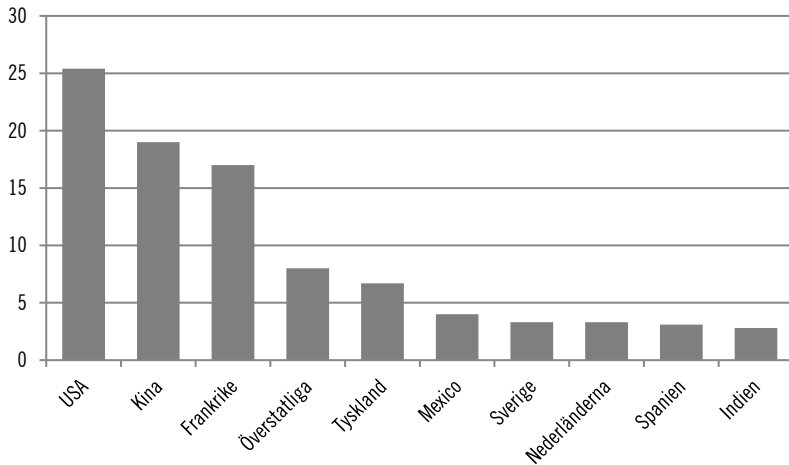
Den kinesiska centralbanken (People's Bank of China – PBOC) undersöker emellertid möjligheten till att införa även ekonomiska incitament för banker att emittera och investera i gröna obligationer, enligt IIGF. Ett förslag som diskuteras är att PBOC ska acceptera gröna obligationer med sämre kreditbetyg som säkerhet vid lån från centralbanken. Annars är det endast tillgångar med högsta kreditbetyget AAA som får användas. Av de gröna obligationer som emitterades under 2016 hade 74 procent kreditbetyg AAA, 11 procent betyg AA, 12 procent betyg A och 3 procent saknade betyg.⁸⁴ Dessutom skulle räntan på sådana lån vara lägre än lån mot säkerhet i traditionella obligationer. Att sänka kapitalkraven för gröna obligationer är för närvarande inte aktuellt i Kina.

⁸³ CBI (2017), *China Green Bond Market 2016*, januari 2017.

⁸⁴ Det ska påpekas att dessa betyg i regel är satta av lokala kreditvärderingsföretag som inte alltid har identiska kriterier som sina internationella motsvarigheter.

Figur 4.34 Länder med högst emissionsvolym 2017*, inkl. överstatliga organ

*Miljarder dollar fram till den 10 oktober



Källa: SEB:s analys av Bloomberg/BNEF och SEB data i SEB (2017), *The Green Bond*, oktober 2017.

Marknaden i Kina har tappat något i fart under 2017. Den 10 oktober 2017 låg för året ackumulerad emissionsvolym 11 procent under ackumulerad emissionsvolym vid samma tidpunkt 2016.⁸⁵ Trots att marknaden tappat något i fart får den ändå anses utvecklas väl. Kina låg på en andraplats över de länder som under 2017 (fram till den 10 oktober) emitterat de största volymerna av gröna obligationer, se Figur 4.34. Frankrike låg nästan i linje med Kina, mycket på grund av den franska statens stora emissioner. När denna data togs fram återstod drygt ett kvartal av året 2017 och mycket kan hända under den perioden. Senare information indikerar att Kina har goda chanser att likt 2016 åter bli det största emitterarlandet.

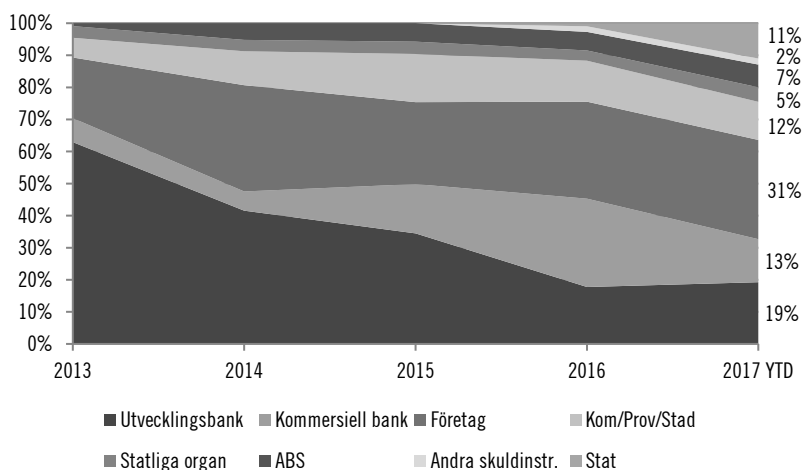
⁸⁵ SEB (2017), *The Green Bond*, oktober 2017.

4.9.2 Emittenter på den globala marknaden

Under perioden 2007 till och med 2012 var det i huvudsak multilaterala banker som emitterade gröna obligationer. Andra aktörer under denna period var Kommunalbanken i Norge emitterade sin första gröna obligation 2010, tre franska regioner emitterade sina första 2012 och Sydafrikanska statens Industrial Development Corporation samt den Sydafrikanska kommersiella banken Nedbank vilka också emitterade 2012. Andra aktörers emission utgjorde dock bara en mindre andel av emissionen fram till 2013.

Figur 4.35 Utveckling av olika typer av emittenters andel av årlig emissionsvolym

Avser årlig emissionsvolym fram till den 21 augusti 2017



Not: Procentsatserna i diagrammet avser andel av emitterad volym 2017 fram till den 31 juli.

Källa: Egen bearbetning av data från CBI.

År 2013 började marknaden ta fart och bli mer diversifierad när fler aktörer från olika sektorer, speciellt företagssektorn, började emittera gröna obligationer. De multilaterala bankernas marknadsandel har därefter minskat och företagen har tagit över som den största gruppen emittenter med en andel på 31 procent. Även kommersiella banker är företag och adderat med övriga företag står de för en total andel på 43 procent av årligt emitterad volym. Privata aktörer har även del i emissionen av värdepapper med bakomliggande till-

gångar (ABS) och andra skuldinstrument som stod för en andel på sju resp. två procent. Det ger privata aktörer en total andel av årlig emissionsvolym om drygt 50 procent. Resterande 50 procent står därmed den offentliga sektorn för.

Lokala myndigheter som kommuner, provinser och städer har varit aktiva på marknaden sen 2013. Det är den största offentliga sektorn med en andel på 12 procent av årlig emission. I sektorn ingår svenska aktörer som t.ex. Göteborgs Stad och Stockholm läns landsting. Närmare beskrivning av de statliga emissionerna återfinns i 8 kap.

4.10 Slutankmärkning

Det framgår tydligt av statistiken att den fortfarande unga gröna obligationsmarknaden visat kraftig tillväxt på kort tid men ändå har en liten andel av den totala obligationsmarknaden. En viss stagnation i tillväxten kan nu noteras. Ett problem för fortsatt tillväxt som framstår som det dominerande på marknaden är efterfrågeöverskottet, eller utbudsbristen, som bl.a. visar sig genom att emissionerna snabbt blir övertecknade. Det är en viktig slutsats som bildar en grund för utredningens diskussion om främjandeåtgärder.

5 Standard, bedömning och validering

Bedömning: Marknadens självreglering med bl.a. taxonomier bedöms fungera väl. Fortlöpande revideringar av särskilt GBP ger grund för dynamik och uppdaterade regelverk. Något omedelbart lagstiftningsbehov bedöms inte föreligga, men på längre sikt kan bristande standarder för den externa granskningen motivera en reglering av denna.

I uppdraget till utredningen anges att utredaren ska analysera och lämna förslag på en struktur med processer och kriterier som identifierar gröna projekt, på processer och rutiner för tredjepartsvalidering av gröna obligationer och på vilken information som investeraren behöver för att fatta välgrundade investeringsbeslut. Utredaren har inte i uppdrag att lämna förslag på en definition av en grön obligation.

I avsnittet följer en sammanställning och analys av riktlinjer och rekommendationer på området, ramverken för emissioner, rutiner för andrahandsutlåanden, valideringsprocesser och slutligen en sammanställning av reglerna om information till investerare.

5.1 Allmänt om hållbarhetsrapportering och riktlinjer

Hållbart företagande rymmer såväl risker och utmaningar, som möjligheter till nya och innovativa affärsmodeller. Förutsättningarna för företagens arbete med hållbart företagande varierar beroende på storlek, samt inom vilka branscher och i vilka länder de är verksamma. Ansvar för hållbart företagande är företagets, men utvecklingen är ett samspel mellan företag, intressenter samt sam-

hållsaktörer. Regeringen och myndigheter kan ha en uppmunt-
rande, stödjande och pådrivande roll. Regeringen bör även bidra
med kunskapsutbyte över nationsgränserna inom organisationer
som t.ex. FN och EU samt bilateralt. Fackliga organisationer kan
genom kollektivavtal och globala ramavtal säkra rättigheter och
villkor i företagen och deras underleverantörer. CIVILSAMHÄLLES-
organisationer kan identifiera problem och arbeta konstruktivt med
företag, både hemma och i utlandet, för att försöka hitta gemen-
samma lösningar. Konsumenter och investerare är viktiga aktörer
för att inrikta och belöna företagets arbete.

Internationella riktlinjer för arbetet inbegriper i första hand
FN:s *Global Compact*, FN:s vägledande principer för företag och
mänskliga rättigheter, ILO:s kärnkonventioner och ILO:s tre-
partsdeklarationer och OECD:s riktlinjer för multinationella före-
tag. OECD:s riktlinjer är gemensamma rekommendationer från
regeringar till multinationella företag på hur affärsverksamheter
bedrivs ansvarsfullt. Närmare 50 regeringar har anslutit sig till rikt-
linjerna sedan de framförhandlades 1976. De innehåller icke-
bindande principer, men de länder som har anslutit sig gör en bind-
ande utfästelse om att tillämpa riktlinjerna och uppmuntra multi-
nationella företag att följa dem i sin verksamhet. Riktlinjerna är
uppdelade i tio kapitel och omfattar bl.a. mänskliga rättigheter,
arbets- och anställningsförhållanden, miljö, korruption, konsument-
intressen, vetenskap och teknik, konkurrens och beskattning. Ett
centralt begrepp i riktlinjerna är konsekvensanalys (s.k. due
diligence). Det är den process som ett företag genomför för att
identifiera, förhindra, begränsa och ansvara för negativ påverkan.
Den bör utgöra en del av riskhanteringssystemen och beslutsfatt-
andet inom företaget. Typen och omfattningen av en due diligence
kan variera företag emellan.

Utöver riktlinjerna finns ett flertal rapporteringsverktyg och
standarder som kan bidra till och underlätta en hållbar utveckling.
Några av de mest centrala av dessa är:

- *Global Reporting Initiative* (GRI) är en oberoende organisation
med ett uttalat syfte att främja användandet av hållbarhetsrap-
portering hos företag. GRI är i dag ett av de vanligaste ram-
verken för hållbarhetsrapportering, som även används som under-
lag för att förstå hur företaget arbetar med hållbarhetsfrågor.

- *Integrerad Rapportering* (IR) är ett globalt initiativ som syftar till att företagen rapporterar om sitt hållbarhetsarbete i själva årsredovisningen och inte i separata hållbarhetsrapporter. Genom IR tydliggörs sambanden mellan samtliga komponenter som bidrar till företagens framgångar, vilket ska underlätta det strategiska arbetet och beslutsfattandet i organisationen.
- *Carbon Disclosure Project* (CDP) är en oberoende, internationell organisation som arbetar för dialog kring företags klimatpåverkan och strategier för att föra denna kunskap vidare till investerare.
- *ISO 14001* är en frivillig internationell standard för miljöledningssystem. Standarden hjälper företag att identifiera och systematiskt minska sin påverkan på miljön på ett kostnads-effektivt sätt, t.ex. för att minska användningen av energi, råvaror eller avfall.
- *ISO 26000* är en frivillig internationell standard för socialt ansvarstagande, som bl.a. SIS (Swedish Standards Institute) har varit med om att utveckla. Standarden anger vad företag eller organisationer kan göra för att bidra till en hållbar framtid och tar bl.a. upp miljö, mänskliga rättigheter, konsumentfrågor, anti-korruption och affärsetik.

Från svensk horisont kan nämnas Svensk kod för bolagsstyrning som är ett led i näringslivets självreglering för att förbättra styrningen i börsnoterade bolag. I november 2015 trädde en reviderad version i kraft som bl.a. betonar den affärsmässiga betydelsen av hållbarhet, om att säkerställa att bolag sköts hållbart, ansvarsfullt och effektivt.

Därutöver uppmuntras näringslivet att analysera Agenda 2030 och dess mål för hållbar utveckling och arbeta mot några av de mest relevanta frågorna utifrån sin egen verksamhet. Rent konkret kan arbetet handla om följande.

Policy:

- att fastställa en värdegrund som utgångspunkt för sitt hållbarhetsarbete, som genomsyrar företagets affärskultur,
- att ha en uppförandekod och policyåtagande på högsta nivå, som bl.a. inkluderar att man avser respektera internationella

riktlinjer för hållbart företagande, inklusive organisationsfriheten och rätten att teckna kollektivavtal,

- att arbeta strategiskt, fastställa mål och följa upp sitt arbete.

Process:

- att kartlägga och ha kontroll över risker och förbättringsmöjligheter i sin värdekedja och ha gjort bedömningar av var ansvaret ligger för riskerna och var företaget kan påverka i positiv riktning,
- att ha rutiner i företaget för att identifiera och hantera risker och möjligheter utifrån verksamhetens storlek, karaktär och sammanhang, inklusive konsekvensanalys (eng. *due diligence*),
- att söka nya affärsmodeller som bidrar till att minska negativ påverkan och bidrar till en hållbar utveckling,
- att identifiera affärsmöjligheter och utveckla produkter och tjänster som bidrar till lösningar på sociala och miljömässiga utmaningar,
- att samarbeta med andra bolag och organisationer om hållbarhetsutmaningar och möjligheter.

Rapportering:

- att vara transparent och rapportera kring risker och möjligheter samt påverkan på samhället, såväl positiv som negativ,
- att föra dialog med de viktigaste intressenterna,
- att införa riktlinjer och processer för hur personer kan slå larm (visselblåsa) internt om missförhållanden.

EU-kommissionen har i sin strategi för *Corporate Social Responsibility* (CSR) för 2010–2014 definierat hållbart företagande som företagans ansvar för den egna verksamhetens påverkan på samhället, och lyfte bl.a. fram företagans sociala och miljömässiga ansvar. Inom ramen för detta antogs under hösten 2014 ett direktiv med ändringar i EU:s redovisningsdirektiv beträffande rapporteringen av icke-finansiell information och mångfaldspolicy (som nämnts ovan kap. 3.3). Enligt direktivet måste stora företag som är

företag av allmänt intresse med minst 500 anställda avkrävas en hållbarhetsrapport. Den ska innehålla upplysningar om miljö, sociala förhållanden, personal, respekt för mänskliga rättigheter och motverkande av korruption. Direktivet föreskriver också att stora börsnoterade företag ska upplysa om mångfaldspolicyn för styrelsen. Upplysningarna ska omfatta en beskrivning av mångfaldspolicyn när det gäller aspekter som t.ex. ålder, kön, utbildning och yrkesbakgrund.

I Sverige har rapporteringskravet riktats mot fler företag än vad direktivet kräver. Samhällsnyttan av rapportering från en vidare krets av företag bedöms vara stor. I hållbarhetsfrågor finns flera starka intressenter, t.ex. investerare, konsumenter och miljöorganisationer. De ges genom hållbarhetsrapporteringen möjlighet att fatta informerade beslut om vilka företag de vill investera i, låna ut pengar till eller handla med.

Den nya lagstiftningen började tillämpas för det räkenskapsår som inleddes närmast efter den 31 december 2016. Det innebär för de flesta företagen att rapportering enligt de nya kraven kommer att ske för första gången våren 2018.

5.2 Standarder, principer och ramverk för gröna obligationer

En viktig del i utvecklingen av marknaden för gröna obligationer är de globala frivilliga branschstandarder som växt fram. Standarderna har utvecklats kontinuerligt och innehåller riktlinjer för processer, förslag på hållbara investeringar, validering och rapportering. Det är inte förrän de senaste par åren som det i vissa länder införts nationella regelverk eller riktlinjer för gröna obligationer. Fram till dess har utvecklingen varit helt marknadsdriven. Andelen obligationer som emitteras under nationella regelverk har ökat efter det att Kina lanserade sitt program i slutet av 2015. Den kinesiska marknaden för gröna obligationer stod för drygt 40 procent av den globala marknaden 2016 och blev därmed den största enskilda marknaden. De nationella regelverken är i regel kompatibla med de internationella branschstandarderna men det förekommer vissa avvikelser.

I Sverige och EU finns det inga krav på märkning, information eller innehåll när det gäller vilka obligationer som får kalla sig gröna. Marknadsaktörerna förlitar sig i stället på globala branschstandarder som Principerna för gröna obligationer (*Green Bond Principles* – GBP) och *Climate Bonds Standard* (CBS) när de emitterar och investerar i gröna obligationer.

Inom EU pågår det emellertid ett arbete med att ta fram förslag på åtgärder som märkning och standard för gröna obligationer i den expertgrupp som EU-kommissionen tillsatt (*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* – HLEG). Som nämnts ovan förväntas den slutliga rapporten i januari 2018.

Det ska tydliggöras att det är GBP som anses vara den övergripande globala standarden för gröna obligationer. I princip alla gröna obligationer emitteras efter dessa principer. CBS är mer nischat och ligger till grund för *Climate Bonds Initiatives* (CBI) certifieringsprocess för gröna obligationer. I CBS ställs därför mer detaljerade krav till skillnad mot för GBP som bygger på frivilliga principer. CBS är kompatibel med GBP och det föreligger ingen konflikt mellan standarderna. Den stora skillnaden ligger i att CBI tagit fram en tillhörande taxonomi till CBS med detaljerade kriterier för vad som anses vara miljö- och klimatmässigt hållbart. Sådana detaljerade kriterier saknas i GBP.

Per den 4 oktober 2017 har ingen svensk obligation certifierats enligt CBS, emellertid har alla emitterats enligt GBP. Per definition är det svårt att inte emittera enligt GBP eftersom de innehåller frivilliga principer och riktlinjer. Utredningen har emellertid fått uppfattning om att emittenter är måna om att följa alla rekommendationer. I de fall emittenten väljer att inte följa någon av principerna förklarar de i regel orsaken till det i materialet till sitt ramverk för emission av gröna obligationer.

5.2.1 Historik och Världsbankens ramverk

Grunden till dagens globala branschstandarder ligger i det ramverk Världsbanken tog fram i samarbete med SEB inför sin första emission 2008. Världsbankens ramverk låg som förebild och fungerade som en slags standard för marknaden för gröna obligationer tills

dess att GBP lanserades 2014. GBP var då och är än i skrivande stund i stort sett baserad på Världsbankens ramverk.

I ramverket beskrivs (i) inom vilka områden emissionslikviden får investeras, (ii) processen och kriterier för att identifiera och välja ut projekt godkända för finansiering med kapital från de gröna obligationerna, (iii) rutiner för förvaltning av emissionslikviden och (iv) rutiner för rapportering. Dessa fyra pelare kvarstår än i dagens GBP.

För att säkerställa ramverkets miljö- och klimatmässiga hållbarhet lät man det granskas av *Center for International Climate and Environmental Research* (Cicero), som är ett oberoende och icke vinstdrivande forskningscenter vid Oslo universitet. Ciceros granskning resulterade i det allra första s.k. andrahandsutlåtandet. Utlåtandet publicerades offentligt för ökad transparens. Fördelen med ett ramverk som beskriver process och rutiner är att det kan användas för flera emissioner när det väl är på plats. Emittenten behöver alltså inte ta fram och få verifierat ett nytt ramverk för varje enskild emission, utan emitterar i linje med det som redan är framtaget sedan tidigare.

Enligt ramverket ska investeringar göras med hänsyn till Världsbankens allmänna policy gällande hållbar utveckling och socialt ansvarstagande. Anskaffat kapital placeras på ett separat konto och öronmärks för hållbara investeringar. Enligt ramverket ska det ske regelbunden rapportering om hur kapitalet använts.

Den generella principen för ramverket är att anskaffat kapital ska investeras i mer hållbar tillväxt, reducering av miljöpåverkan och anpassning till följd av klimatförändringar. I ramverket finns också mer specifika, men inte uteslutande, exempel på lämpliga investeringsområden:

Exempel i ramverket på projekt för minskad klimatpåverkan:

- Byggandet av sol och vindkraft.
- Finansiering av ny teknologi som väsentligt minskar utsläppet av växthusgaser.
- Effektivisering av kraftverk och kraftöverföring.
- Effektivisering av transportlösningar, t.ex. bränsleskifte och kollektivtrafik.
- Avfallshantering i syfte att minska metanutsläpp.

- Nybyggnation av energieffektiva byggnader.
- Koldioxidsänkor genom plantering av skog och förhindrande av avskogning.

Exempel på projekt för anpassning till följd av klimatförändringar:

- Skydd mot översvämning, t.ex. återplantering av skog och skötsel av våtmarker.
- Effektivisering och ökad stresstålighet av jordbruk (saktar ner avskogningstakten).
- Hållbar skogsskötsel i syfte att förhindra avskogning.

Världsbankens konferens 2013

Första steget mot en bredare överenskommelse mellan flera marknadsaktörer och en global standard togs vid en konferens som Världsbanken arrangerade den 19 november 2013. Deltog gjorde investerare, emittenter och emissionsinstitut som var aktiva på marknaden för gröna obligationer. Syftet med konferensen var att identifiera de egenskaper hos gröna obligationer som ansågs vara nödvändiga för att säkra marknadens integritet samt ansågs skulle främja dess utveckling framöver. Deltagarna kom fram till att emittenter vid emission av gröna obligationer bör tillgodose marknaden med information kring följande punkter:

- emittentens kriterier och definition av potentiellt gångbara projekt för finansiering via gröna obligationer,
- processen för att välja ut godkända hållbara projekt enligt punkten ovan,
- öronmärkning av medlen till de godkända hållbara projekten,
- analys av förväntat miljö- och klimatomfattig nytta och uppföljande rapportering,
- transparens gällande emissionsprocessen och rutiner för att säkerställa att emittenten följer sitt ramverk.

5.2.2 Principerna för gröna obligationer

Bedömning: Efter att ha beaktat alla ovan nämnda aktörers synpunkter är det utredningens sammantagna bedömning att det finns ett övervägande stöd för GBP. GBP anses fungera väl och fyller sitt syfte i att standardisera processer och rutiner för emission av gröna obligationer. Den generella uppfattningen är att marknaden för gröna obligationer fortfarande befinner sig i en utvecklingsfas där det är viktigt med den flexibilitet som GBP kan erbjuda. När behov till justering har uppkommit har GBP uppdaterats följaktligen.

Den 13 januari 2014 publicerade 13 banker¹ ett dokument med frivilliga principer och riktlinjer för emission av gröna obligationer, de s.k. Principerna för gröna obligationer (*Green Bond Principles – GBP*). Troligtvis är GBP ett resultat av slutsatserna från Världsbankens konferens 2013, se stycket ovan. Arbetet med att ta fram dokumentet hade letts av Bank of America Merrill Lynch, Citi, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank och JPMorgan Chase. Syftet med principerna var att underlätta för emittenter att emittera gröna obligationer och informera om vilken information marknaden förväntar sig för att kunna avgöra obligationens hållbarhet. Gemensamma principer underlättar dessutom jämförbarhet och utvärdering av tillgångsslaget.

En vanlig missuppfattning är att ICMA står bakom GBP. ICMA agerar kansli för GBP och har ingen bestämmandemakt gällande dess utformning. Det är medlemmarna i GBP och i slutändan den exekutiva kommitté som medlemmarna röstar fram som beslutar om ändringar i GBP.

GBP är i skrivande stund ett femsidigt dokument (exklusive försättsblad) som senast reviderats den 2 juni 2017. I samband med publiceringen av den senaste versionen av GBP publicerades även helt nya principer för sociala och s.k. hållbara obligationer vilka finansierar både klimat och sociala projekt. De nya principerna gör att Principerna för gröna obligationer renodlas för investeringar

¹ Bank of America Merrill Lynch, Citi, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, JPMorgan Chase, BNP Paribas, Daiwa, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, Mizuho Securities, Morgan Stanley, Rabobank och SEB.

med miljö- och klimatmässig nytta. Förutom den officiella engelska versionen finns principerna översatta till 15 andra språk², inkl. svenska.

Med en bred uppslutning från marknadens aktörer har GBP kommit att bli den globala standarden för gröna obligationer. Lokala regler eller ramverk för emission av gröna obligationer är på de flesta punkter i linje med GBP. Oftast går de lokala regelverken ut på att kodifiera och göra frivilliga principer i GBP obligatoriska, t.ex. med krav om öronmärkning av emissionslikviden eller frekvens och innehåll i ex-post rapportering.

Utvärdering av Principerna för gröna obligationer

Utredningen har i sitt arbete träffat ett stort antal aktörer och intressenter för att diskutera frågor kring marknaden för gröna obligationer (se möteslista i 2 kap.). Därtill har utredningen haft tillgång till en expertgrupp med vilken den har diskuterat bl.a. GBP.

Efter att ha beaktat alla ovan nämnda aktörers synpunkter är det utredningens sammantagna bedömning att det finns ett övervägande stöd för GBP. GBP anses fungera väl och fyller sitt syfte i att standardisera processer och rutiner för emission av gröna obligationer. Den generella uppfattningen är att marknaden för gröna obligationer fortfarande befinner sig i en utvecklingsfas där det är viktigt med den flexibilitet som GBP kan erbjuda. När behov till justering har uppkommit har GBP uppdaterats följaktligen.

Vidare verkar det trots GBP:s frivilliga natur inte föreligga några problem gällande gröna obligationers hållbarhet eller s.k. *green-washing*, åtminstone inte gällande den svenska marknaden och svenska emittenter. Internationellt finns det emellertid exempel på obligationer vars klimatmässiga hållbarhet skulle kunna diskuteras sett ur t.ex. ett tvågradersscenario. Dessa har i regel uppmärksamats och diskuterats i relevanta forum samt uteslutits ur index för gröna obligationer.

Det finns också de som menar att det är önskvärt med en standardiserad definition av gröna obligationer eller kodifierade krav om att emittenten ska efterleva t.ex. de fyra pelarna i GBP. Det

² Per den 28 september 2017.

hade minskat osäkerheten och transaktionskostnaderna på marknaden och skulle kunna bidra till dess utveckling.

Utredningens uppfattning är att reglering ska ske om det föreligger ett marknadsmisslyckande. Sett till standarder och processer ser inte utredningen att det i skrivande stund föreligger något sådant misslyckande som skulle motivera en reglering på nationell nivå. Utredningen anser därför att marknads självreglering för närvarande är adekvat. Att införa en nationell reglering skulle kunna bidra till en oönskad fragmentering av den globala marknaden för gröna obligationer. Det finns också en risk i att en reglering skulle kunna hindra den utveckling som sker på marknaden i dag.

Även om utredningen anser GBP som tillräckliga i dag måste frågan om reglering kontra självreglering ständigt utvärderas allteftersom marknaden utvecklas. Om någon form av reglering anses motiverat borde sådan ske åtminstone på EU-nivå för att minska risken för fragmentering. I detta sammanhang kan också nämnas att ett arbete pågår med att ta fram en ISO-standard för gröna obligationer. En sådan standard skulle vara applicerbar globalt vilket skulle vara önskvärt när det gäller ett sådant globalt fenomen som gröna obligationer.

Nedan följer en kort redogörelse för de åsikter utredningens kontakter fört fram gällande marknads funktion under GBP.

Just egenskapen att principerna snabbt kan anpassas till nya förhållanden framhålls som positivt. Speciellt för att marknaden är så pass ny och fortfarande under utveckling. Ett exempel på det är att GBP i juni 2017 anpassades för att underlätta för statlig emission av gröna obligationer. Det gjordes efter de erfarenheter som dragits från den polska och franska statens emissioner så sent som i december 2016 resp. januari 2017. Den snabba anpassningsförmågan anses vara viktig på just hållbarhetsområdet som anses utvecklas snabbt.

Överlag anses inte avsaknaden av tydliga hållbarhetskriterier i GBP vara något problem. Främst eftersom uppfattningen om vad som är miljö- och klimatmässigt hållbart regelbundet ändras i takt med nya forskningsresultat eller andra upptäckter. Flera anser därför att lagstadgade kriterier skulle kunna ligga till hinder för marknads utveckling och hindra innovation.

Utmaningen med att skapa förtroende och försäkra marknaden om de gröna obligationernas hållbarhet anses tas om hand av andrahandsutlåtanden som utfärdas av externa tredjeparter. Alla svenska

emittenter fram till den 18 september 2017 hade anlitat externa tredjeparter för att granska deras ramverk och emissioner ur bl.a. hållbarhetsaspekten. Uppfattningen är att detta system fungerar väl och att eventuella problem gällande gröna obligationers hållbarhet är begränsade. Ryktesrisken att emittera icke-hållbara gröna obligationer anses bidra till att reducera problemet.

Det finns också de som ser ett problem i avsaknaden av kriterier och att det inte görs någon koppling mellan klimatnyttan av gröna obligationer och vetenskapligt belagda teorier om vad som är hållbart. Emittenten borde enligt dem visa på att de gröna obligationerna inte bara bidrar till t.ex. lägre utsläpp av växthusgaser, utan också att de verkligen är hållbara sett ur t.ex. ett tvågradersscenario. Utredningen har i samtal med EU-kommissionen fått information om att EIB undersöker frågan om att på EU-nivå ta fram kriterier för vad som ska anses vara hållbart gällande gröna obligationer.

Det är utredningens uppfattning att ta fram kriterier för vad som är hållbart kan verka hämmande för innovation och marknadens utveckling. Marknaden för gröna obligationer är relativt ny och utvecklas ständigt. Även kunskap om vad som är hållbart ändras kontinuerligt. EU är en större marknad än Sverige men ändå en begränsad sådan globalt sett. Regionala kriterier för vad som är hållbart riskerar fragmentering av den globala marknaden. I detta avseende har emellertid EU inlett ett samarbete med Kina som får anses ha potential, se vidare avsnitt 5.9.2.

Definition av gröna obligationer i GBP

Definition av grön obligation

I GBP definieras en grön obligation som:

Gröna obligationer är någon typ av obligationsinstrument där likviden uteslutande används för att, helt eller delvis, finansiera eller refinansiera nya och/eller befintliga kvalificerade gröna projekt, och som uppfyller kraven i de fyra centrala grundpelarna i principerna för gröna obligationer (GBP).³

³ Hämtat den 28 september ur den svenska översättningen av GBP 2 juni 2017 och av utredningen avstämt mot den officiella engelska versionen av GBP.

Viss otydlighet uppstår i.o.m. att GBP i definitionen väljer att nämna just gröna projekt. Ett projekt är enligt Svenska Akademiens Ordlista utgåva 14 (SAOL 14) ett "planerat arbete av större omfattning". Enligt Cambridge University Dictionary har det engelska ordet *project* en liknande betydelse nämligen "*a piece of planned work or an activity that is finished over a period of time and intended to achieve a particular purpose*".

Ett exempel på problematiken med att begränsa definitionen till just projekt är byggandet av en grön fastighet. Planeringen och byggandet av fastigheten kan tolkas in under definitionen av ett projekt. När byggnaden är klar borde den snarare definieras som en tillgång än ett projekt. Det går därmed att argumentera för att en obligation, vars syfte att återfinansiera en befintlig grön byggnad, inte skulle kunna klassificeras som en grön obligation enligt definitionen i GBP.

I praktiken har denna formulering av definitionen inte orsakat några begränsningar. Både projekt och tillgångar har finansierats via gröna obligationer utan några problem. För tydlighets skull borde emellertid definitionen utökas till att benämna både gröna projekt och tillgångar. CBS är tydligare på denna punkt och tar genomgående upp att det är både projekt och tillgångar som kan finansieras via de certifierade gröna obligationerna.

Möjlighet till refinansiering är viktig

En viktig punkt i definitionen är möjligheten till att refinansiera befintliga projekt via gröna obligationer. En förekommande missuppfattning är att gröna obligationer endast skulle kunna finansiera nya projekt. Det finns även de som menar att så borde vara fallet för att investeringarna ska tillföra något i omställningen till en hållbar ekonomi, s.k. additionalitet. Argumentet är att om det handlar om refinansiering bevaras status quo och ingen förbättring sker. Det enda som sker är att obligationen byter namn till grön obligation.

Marknadens potential skulle kraftigt begränsas om det fanns krav om att gröna obligationer endast skulle kunna finansiera nya projekt. Om grundidén är att gröna obligationer ska kunna möjliggöra en omallokering från mindre hållbara tillgångar till mer hållbara tillgångar måste en marknad byggas upp för att möjliggöra

detta. Om en tillräckligt stor omallokering sker borde resultatet vara billigare finansiering för de hållbara tillgångar som finansierats via gröna obligationer. Då får företagen incitament att bygga hållbara tillgångar vilket kommer att ske på bekostnad av icke-hållbara tillgångar. Om gröna obligationer skulle begränsas till att finansiera endast nya projekt skulle marknaden troligtvis haft betydande svårigheter att byggas upp, med risk för att den aldrig någonsin skulle tillkomma.

En begränsning till att finansiera endast nya projekt skulle även leda till vissa märkliga konsekvenser. Ett exempel skulle kunna vara byggandet av en ny vindkraftspark finansierat via en grön obligation. Vindkraftsparken byggs. När den initiala gröna obligationen förfaller och ska refinansieras skulle ett sådant krav på finansiering av endast nya projekt innebära att vindkraftsparken inte skulle kunna refinansieras med en ny grön obligation. Konsekvensen skulle bli att allt som byggs med hjälp av finansiering via gröna obligationer skulle behöva återgå till att refinansieras via traditionella obligationer när de gröna förfaller. För att motverka detta skulle det gå att införa någon form av startdatum efter vilket färdigställda nya projekt skulle få återfinansieras via gröna obligationer, men det hela hade blivit komplicerat och troligtvis hade marknaden aldrig uppstått. Återigen ett argument för att ett krav på att finansiera endast nya projekt inte skulle möjliggöra uppbyggnaden av en välfungerande marknad och att det inte är ett realistiskt krav. Se avsnitt 6.5.4 för vidare diskussion kring gröna obligationer och additionalitet.

Typer av obligationsinstrument

Det finns fyra typer av gröna obligationer enligt GBP. De motsvarar typerna som återfinns bland traditionella obligationer. Det handlar alltså inte om speciella typer av värdepapper just för att det handlar om gröna obligationer. Typerna är:

- Standardobligation med grön användning av emissionslikviden: En obligation för vilken emittenten är betalningsansvarig och som följer principerna för gröna obligationer (GBP). Detta är den absolut vanligaste typen av gröna obligationer. En emittent emitterar obligationen och investeraren får därmed en expo-

nering mot emittentens balansräkning, dvs. emittentens totala tillgångar ligger som säkerhet för obligationen och risken för den gröna obligationen är identisk med risken för emittentens traditionella obligationer.

- **Obligation för gröna intäkter (Green Revenue Bond):** En obligation utan direkt betalningsansvar för emittenten och som följer principerna för gröna obligationer (GBP), där obligationens kreditexponering säkerställs med kassaflöden som genereras av intäktsflöden, avgifter, skatter osv. och där emissionslikvidens användning går till relaterade eller orelaterade gröna projekt. Vid köp av denna typ av obligation exponeras investeraren mot risken i att specifika underliggande tillgångar inte kan generera tillräckliga kassaflöden för att täcka obligationens åtaganden. Skulle de underliggande tillgångarna inte generera tillräckliga kassaflöden för att täcka obligationens åtaganden kommer den inte kunna betala ut den ränta som avtalats. Investeraren har med denna typ av obligation ingen exponering mot emittentens balansräkning.
- **Grön projektobligation:** En obligation, med eller utan betalningsansvar för emittenten, för ett eller flera gröna projekt där investeraren har direkt exponering mot projektrisken och som uppfyller kraven i principerna för gröna obligationer (GBP).
- **Värdepapperiserad grön obligation:** En obligation som säkerställts genom ett eller flera specifika gröna projekt, inklusive men inte begränsat till säkerställda obligationer, ABS, MBS eller andra strukturer och som uppfyller kraven i principerna för gröna obligationer (GBP). Obligationens primära återbetalningskälla utgörs vanligtvis av kassaflöden genererade av de underliggande tillgångarna. Denna typ av obligation inkluderar, till exempel, tillgångssäkrad värdepapperisering av takmonterade solceller och/eller energibesparande tillgångar.

Som framgår ovan räknas också värdepapperisering till gröna obligationer. GBP är därmed inte strikt begränsad till enbart obligationer i dess traditionella bemärkelse.

Utredningen noterar att det gällande varianter av gröna obligationer inte framgår i GBP att det skulle röra sig om exempel på instrument eller att listan inte skulle vara uttömmande. Därmed verkar det som att gröna obligationer är begränsade till just de fyra

tillgångsslag som listas. Det kan tyckas något märkligt i den annars öppna och frivilliga standarden. Det kan spekuleras i att syftet skulle kunna vara att begränsa marknaden till just obligationer, men att undantag har gjorts för värdepapperisering, kanske på grund av att det finns en viss tilltro till att värdepapperisering skulle kunna driva på nödvändiga investeringar. I jämförelse med CBS är GBP därmed mer restriktiv gällande varianter av instrument som kan utgöra gröna obligationer. Till CBS finns det en lista på tolv varianter av skuldinstrument som är godkända för certifiering. Dessutom finns det möjlighet att kontakta CBI om en emittent skulle vilja certifiera ett skuldinstrument som inte finns med på listan.

Styrning

Den 14 april 2014, publicerades ett styrdokument för GBP:s verksamhet och beslutsfattande. I skrivande stund är den senaste versionen av styrdokumentet från den 14 juli 2017. Enligt styrdokumentet består GBP av dess medlemmar, ett sekretariat, en exekutiv kommitté samt en styrningskommitté. I samband med att styrdokumentet publicerades 2014 tillsattes ICMA som sekretariat.

I september 2017 hade GBP 150 medlemmar. För att bli medlem måste aktören vara emittent, emissionsinstitut eller investerare i gröna obligationer. Andra aktörer som är verksamma inom hållbar finans kan delta som observatörer och kan komma in med synpunkter. Bland observatörerna återfinns bl.a. icke-statliga organisationer, universitet, revisorer, konsulter och andra tjänsteleverantörer. Observatörerna uppgick till cirka 100 stycken i juni 2017.

Årliga sammanträden

Medlemmarna ska årligen sammanträda på ett ordinarie möte för att diskutera olika frågor rörande principerna. På dessa möten röstar medlemmarna fram ledamöter till den exekutiva kommittén som i sin tur fattar beslut om ändring av principerna. Observatörerna får närvara på mötena och komma med synpunkter, men de får inte delta i omröstningar eller bli valda till ledamöter till den exekutiva kommittén. Den exekutiva kommittén kan även kalla till extra möte om den anser det vara nödvändigt.

Den exekutiva kommittén beslutar om ändringar i principerna

Den exekutiva kommittén består av 24 ledamöter. Ledamöterna ska vara jämt fördelade mellan emittenter, investerare och emissionsinstitut, dvs. åtta platser till vardera gruppen. Vid varje ordinarie möte ställs hälften av platserna i den exekutiva kommittén till förfogande för nyval. De platser som ställs till förfogande är de vars ledamöter suttit längst tid sedan de senast blev valda eller omvalda. Ledamöter kan också välja att frivilligt ställa sina platser till förfogande. Vid val av ledamöter kan antingen en ny ledamot röstas fram eller en befintlig bli omvald. Därmed sitter ledamöterna med en mandatperiod på cirka två år efter att de blivit valda eller omvalda.

Den exekutiva kommittén träffas mer regelbundet och har i uppdrag att utse och övervaka sekretariatet, föra GBP:s formella talan, rösta om ändringar av GBP och tillsätta arbetsgrupper. GBP får uppdateras årligen och däremellan får den exekutiva kommittén publicera riktlinjer.

Styrningskommittén planerar den exekutiva kommitténs arbete

På ordinarie möten väljer den exekutiva kommittén bland sina medlemmar ut en ordförande samt två vice ordförande. De sitter med en mandatperiod på cirka ett år tills slutet av nästa ordinarie möte. Ordförande och de två vice ordförande utgör även den s.k. styrningskommittén. Den har i uppdrag att tillsammans med sekretariatet planera och ta fram underlag inför möten samt sammanställa synpunkter och lägga fram förslag till ändringar av principerna.

ICMA agerar sekretariat och har ingen bestämmandemakt

Sekretariatet sköter det administrativa arbetet och har ingen bestämmande makt. De tar bl.a. hand om medlemsansökningar, sköter medlemsregister, administrerar webbplats, arrangerar möten, sammanställer synpunkter och stödjer styrningskommittén i sitt arbete.

Offentliga institutioner i förvaltningen av GBP

Även om GBP startade som ett privat branschinitiativ sitter offentligt ägda och överstatliga institutioner på viktiga positioner i organisationen. Per den 12 september 2017 hade följande statliga eller överstatliga institutioner ledarmöter i den exekutiva kommittén som fattar beslut om ändringar i GBP: Europeiska investeringsbanken (EIB), Europeiska banken för rekonstruktion och utveckling (EBRD), Nordiska investeringsbanken (NIB), Världsbanken, Internationella finansieringsbolaget (IFC), Bank of China⁴ och delstaten Kaliforniens pensionssystem för lärare (California State Teacher's Retirement System, CalSTRS)⁵. EIB sitter förutom i den exekutiva kommittén även som ordförande i styrningsgruppen för den exekutiva kommittén. Flera av dessa medverkar i eller leder de arbetsgrupper som tillsatts av den exekutiva kommittén i syfte att utveckla vissa områden inom GBP.⁶ Dessa institutioner är drivande på marknaden för gröna obligationer och har genom sina positioner i GBP troligtvis inflytande om hur principerna utvecklas. Eftersom de har kopplingar till stater (vars åsikter troligtvis återspeglas i de offentliga institutionernas förvaltningsbrev, styrelser eller via medlemskap och ägande i de överstatliga institutionerna) förs troligtvis den offentliga sektorns intressen fram i förvaltningen av GBP. Förvaltningen av GBP blir på så sätt till viss del något likt en offentlig-privat samverkan snarare än en helprivat verksamhet.

Det finns dock ingen garanti för att de offentliga institutionerna ska ha samma inflytande i framtiden. Det är upp till medlemmarna om vem de väljer att rösta in i den exekutiva kommittén. De offentliga institutionernas stora engagemang på marknaden för gröna obligationer talar dock för att de fortsatt kommer ha inflytande i förvaltningen av GBP.

⁴ Statskontrollerad kommersiell bank i Kina.

⁵ En del av den offentliga förvaltningen i delstaten Kalifornien. CalSTRS förvaltade världens elfte största pensionsfond i september 2016, enligt Pension & Investments (2016), *The P&I/Willis Towers Watson World 300: Largest retirement funds*, 5 september 2016, <http://www.pionline.com/article/20160905/INTERACTIVE/160829906/the-pampiwillis-towers-watson-world-300-largest-retirement-funds/F> tillgänglig den 12 september 2017. Den 30 juni 2017 uppgick förvaltad kapital till 209 miljarder dollar, enligt CalSTRS delårsrapport.

⁶ Det fanns fyra arbetsgrupper den 28 september 2017: en som ska sammanställa och jämföra kriterier för olika index och databaser för gröna obligationer, en som ska ta fram bästa praxis gällande rapportering om konsekvensbedömningen för investeringarna, en som ska kartlägga och koordinera befintliga taxonomier och märkningar samt en som ska utveckla principerna för sociala obligationer.

Närmare om principerna för emission av gröna obligationer

GBP är i stort i linje med Världsbankens tidigare ramverk och de slutsatser som togs fram på Världsbankens konferens 2013 om gröna obligationer. Principerna har uppdaterats årligen men har hela tiden baserats på de fyra centrala grundpelarna:

Riktlinjer för emissionslikvidens användning

Den första pelaren handlar om vad emissionslikviden från en grön obligation bör investeras i. Grundtanken med en grön obligation är att de medel som erhålls ska användas till att finansiera eller återfinansiera miljöprojekt (eng. *green projects*). I 2017 års version av GBP har ett förtydligande tillägg gjorts om att inkludera andra relaterade och stödjande utgifter till miljöprojekt, till exempel forskning och utveckling. Tillägget har gjorts i syfte att ge stöd åt statliga gröna obligationer vars obligationslikvid i större omfattning än andra emittenters investeras i just sådana utgifter.

Enligt GBP bör det i den juridiska dokumentation till en grön obligation tydligt framgå vad emissionslikviden ska investeras i och i vilken grad den används till återfinansiering. Vidare bör investeringarna bidra till en tydlig miljönytta som bör utvärderas och, där så är möjligt, kvantifieras av emittenten.

Syftet med GBP handlar inte om att ta ställning till vilka miljövänliga tekniker, standarder, utfästelser eller deklARATIONER som är optimala för att uppnå miljömässigt hållbara fördelar. GBP tillstår också att olika regioner och olika branscher kan ha olika definitioner på vad som är hållbart. GBP definierar därmed inte vad som är hållbart men anger exempel på ett flertal breda kvalificeringskategorier som anses vara betydande inom miljöområdet och som bör lämpa sig att finansieras via gröna obligationer. GBP poängterar att listan endast är vägledande och inte uttömmande. I listan finns dels kategorier som tar fasta på klimatförändringar som förnybar energi, energieffektivisering, etc., dels kategorier som tar fasta på miljön och resursutnyttjande som hållbart jordbruk, bevarandet av biodiversitet, återvinning, etc. För en komplett lista se 7 kap. om projekttyper.

Riktlinjer för process för utvärdering och val av projekt

Emittenten uppmanas att ta fram rutiner och en väldefinierad process för hur man identifierar och väljer ut projekt att finansiera med den gröna obligationslikviden. Emittenten bör tydligt informera investerarna om:

- De miljömässiga hållbarhetsmålen.
- Den process som emittenten använder för att fastställa om projektet uppfyller kraven i angivna gröna projektkategorier.
- De relaterade kvalificeringskriterierna, inklusive, i förekommande fall, exkluderingskriterier eller annan process som används för att identifiera och hantera projektens eventuellt väsentliga miljömässiga och sociala risker.

Vidare uppmanar GBP att emittenten tar fram denna information inom ramen för emittentens övergripande mål, strategi, policy och/eller processer som rör miljömässig hållbarhet. Syftet är att emission av en grön obligation inte bör vara en isolerad händelse helt skild från emittentens verksamhet och framtidsplaner. Emissionen av en grön obligation ska vara en del i emittentens omställning till en hållbar ekonomi. Emittenten uppmanas därmed att i samband med emissionen se över och fundera på om sina övergripande mål för hållbarhet är adekvata för omställningen till en hållbar ekonomi.

Om emittenten tänkt använda sig av standarder eller certifieringar vid urval av projekt bör dessa redovisas. I övrigt uppmuntar GBP till en hög grad av transparens och att emittentens egna process för utvärdering och val av projekt kompletteras med en extern granskning. Därmed finns det inget krav att en emittent låter sitt ramverk för gröna obligationer utvärderas av en oberoende tredjepart genom ett s.k. andrahandsutlåtande (*second party opinion*). Just kostnaden för andrahandsutlåtandet har lyfts fram som ett hinder för emittenter att emittera gröna obligationer. Även om det inte finns något krav på detta har det på marknaden blivit mer regel än undantag att en emittent skaffar ett andrahandsutlåtande för sitt ramverk för gröna obligationer. Det är dessutom ett krav för att tas upp i index över gröna obligationer, se 4 kap.

Riktlinjer för förvaltning av emissionslikvid

Emissionslikviden, eller motsvarande belopp, ska krediteras ett underkonto (placeras på ett separat konto) eller på annat lämpligt sätt bokföras. Under den gröna obligationens löptid ska de bokförda medlens saldon med jämna mellanrum justeras för att matcha de allokeringar till kvalificerade gröna projekt som gjorts under perioden. Emittenten ska underrätta investerarna om hur man avser att tillfälligt placera ej allokerade delar av emissionslikviden.

GBP uppmuntrar till en hög grad av transparens och förespråkar att emittentens förvaltning av emissionslikviden kompletteras med anlitaandet av en revisionsbyrå eller annan tredje part som verifierar de interna kontrollrutinerna och allokeringen av likviden från gröna obligationer.

Detta handlar om ex-post validering. Emittenten uppmuntras att låta en revisionsbyrå eller annan tredje part validera att emittenten uppfyller sina åtaganden enligt ramverket, att rutiner följs och att emissionslikviden verkligen investeras hållbart enligt ramverket. Denna part ska alltså inte bedöma investeringarnas hållbarhet då det gjorts ex-ante av t.ex. leverantören av andrahandsutlåtande.

Riktlinjer för rapportering

Enligt GBP bör emittenten sammanställa och upprätthålla lättillgänglig aktuell information om vad emissionslikviden har använts till. Informationen bör uppdateras årligen tills full allokering har skett och därefter vid behov i samband med viktiga händelser. Viktigt att notera är att emittenten därmed inte behöver rapportera årligen under obligationens hela löptid. När väl emissionslikviden har allokerats tar rapporteringskravet slut. Ett exempel kan vara en emittent som emitterar en grön obligation med en löptid på tio år för att refinansiera en grön byggnad. Emissionslikviden allokeras i ett sådant fall omedelbart till att finansiera den gröna byggnaden vilket också rapporteras ett år efter emissionen. Under antagandet att inget viktigt händer behöver emittenten därefter inte rapportera något ytterligare under de nio år som återstår av obligationens löptid.

Rapporteringen bör innefatta en lista över de projekt till vilka likviden från de gröna obligationerna har fördelats samt en kort

beskrivning av projekten, de belopp som allokerats och deras förväntade nytta.

GBP trycker extra på vikten av transparens vid rapporteringen av de finansierade projektens förväntade nytta. GBP rekommenderar att emittenten om möjligt redovisar kvantitativa indikatorer på nyttan och de metoder samt antaganden som ligger till grund för beräkningarna. Kvantitativa indikatorer kan bl.a. vara mängden reducerat växthusgasutsläpp, antalet människor som fått tillgång till ren el eller rent vatten samt mängden minskade transporter. Emittenter med möjlighet att redogöra för uppnådda resultat uppmuntras att inkludera dessa i sin regelbundna rapportering. Det betyder att emittenten inte behöver rapportera om investeringarnas uppnådda resultat för att uppfylla kraven i GBP. Det räcker att emittenten rapporterar om förväntad nytta tills emissionslikviden är allokerad. Eventuell rapportering om uppnådda resultat kan emittenten rapportera i sin regelbundna, löpande, rapportering utan något krav på koppling till den gröna obligationen.

Riktlinjer kring extern granskning

GBP ställer inget krav om att emittenten ska använda sig av extern granskning på sätt som för t.ex. andrahandsutlåtanden (*second party opinion*) av ramverket. Det rekommenderas dock. Emittenten rekommenderas även att externa granskningar redovisas offentligt och det finns en mall till hjälp för detta på ICMA:s hemsida.

När det kommer till krav på leverantörer av externa granskningstjänster står det i GBP:

En emittent kan rådgöra med konsulter och/eller institutioner med erkänd expertis inom miljömässig hållbarhet eller andra aspekter av att emittera gröna obligationer ...⁷.

Några mer detaljerade kriterier finns inte. Leverantörerna uppmuntras dock att redovisa sina kvalifikationer och relevanta expertis samt tydligt kommunicera den genomförda granskningens omfattning. Därmed lämnar GBP till marknaden att utvärdera om leverantörernas kvalifikationer är adekvata när det kommer till att

⁷ Se den svenska översättningen per den 1 oktober 2017 av GBP från den 2 juni 2017.

granska gröna obligationer. Se avsnitt 5.3 för mer detaljerad information om leverantörer av andrahandsutlåtanden.

GBP ställer inte heller några krav på den externa granskningens omfattning. Granskningen kan vara partiell och endast omfatta vissa aspekter av en emission eller ramverk, alternativt heltäckande där granskaren utvärderar överensstämmelsen med alla fyra centrala grundpelare i principerna för gröna obligationer. GBP ger några exempel på olika typer av granskning som en emittent av en grön obligation kan erhålla:

1. Granskning utförd av konsulter: En emittent kan rådgöra med konsulter och/eller institutioner med erkänd expertis inom miljömässig hållbarhet eller andra aspekter av att emittera gröna obligationer, för exempelvis utarbetande/genomgång av emittentens ramverk för gröna obligationer. "Andrahandsutlåtande (*second party opinion*)" kan enligt GBP anses falla inom denna kategori.
2. Verifiering: En emittent kan låta en kvalificerad part, t.ex. en revisionsbyrå, verifiera den gröna obligationen, det tillhörande ramverket för gröna obligationer eller underliggande tillgångar. Till skillnad mot certifiering kan en verifiering fokusera på överensstämmelsen med emittentens interna standarder eller utfästelser. En utvärdering av de underliggande tillgångarnas miljömässiga hållbarhet kan karaktäriseras som en verifiering och kan hänvisa till externa kriterier.
3. Certifiering: En emittent kan låta certifiera sin gröna obligation, det tillhörande ramverket för gröna obligationer eller emissionslikvidens användning mot en extern standard för miljövärderingar. En utvärderingsstandard definierar kriterier och uppfyllandet av dessa kriterier bedöms av en kvalificerad tredje part/certifierare. Exempelvis erbjuder CBI certifiering av gröna obligationer enligt deras CBS och kriterier för hållbarhet. Se avsnitt 5.2.3 för mer information om CBI:s certifiering.
4. Betyg (eng. *rating*): En emittent kan få sin gröna obligation eller tillhörande ramverk för gröna obligationer betygsatt av en kvalificerad tredje part, t.ex. ett specialiserat analysföretag eller ett kreditvärderingsinstitut. Gröna obligationer betygssätts oberoende av emittentens ESG-betyg, eftersom de normalt gäller för enskilda värdepapper eller ramverk/program för gröna obliga-

tioner. De stora kreditvärderingsinstutena som Standard & Poor's, Moodys och Fitch erbjuder sådana tjänster för *rating* av gröna obligationer, se t.ex. avsnitt 5.8 för mer information om betyg.

5.2.3 Climate Bonds Initiative och *Climate Bonds Standard*

Bedömning: *Climate Bonds Standard* (CBS) brukar internationellt benämnas som en standard för emission och certifiering av gröna obligationer. Hittills har ingen svensk emittent fått någon grön obligation certifierad av CBI. Utredningen har i sitt arbete och möte med aktörer ändå fått uppfattningen att CBI:s arbete med att ta fram hållbarhetskriterier, utveckla certifieringssystem och på andra sätt arbeta för att främja marknaden uppfattas som viktigt. CBI är emellertid en intresseorganisation och har inte samma breda uppslutning som GBP. Utredningen bedömer att CBS är förenlig med GBP och att det inte föreligger någon konflikt mellan standarderna.

Förutom GBP förekommer det att Climate Bonds Initiative's (CBI) *Climate Bonds Standard* (CBS) i olika sammanhang benämnas som en internationell standard i likhet med GBP. CBI är en intresseorganisation med mål om att främja marknaden för gröna obligationer. Eftersom CBS ändå används i viss omfattning internationellt, och att CBI ofta deltar i olika sammanhang gällande gröna obligationer, väljer utredningen att beskriva dem och deras standard närmare trots att tillämpningen av standarden är sparsam i Sverige.

Climate Bonds Initiative (CBI) lanserades den 14 december under Förenta nationernas klimatkonferens i Köpenhamn 2009 (COP15). Initiativtagare var Network for Sustainable Financial Markets (NSFM)⁸. Meningen är att CBI ska fungera som en självständig icke vinstdrivande organisation med mål om att främja hållbara investeringar.

⁸ Enligt dem själva är det ett opartiskt internationellt nätverk bestående av aktörer från den finansiella sektorn, akademiker och andra som har ett aktivt intresse i långsiktiga investeringar.

Den 15 mars 2011 publicerade CBI den första arbetsversionen av *Climate Bonds Standard* (CBS). Det är en standard som är tänkt att ligga till grund för kvalitetssäkring och certifiering av gröna obligationer. Till skillnad mot för GBP, som ställer upp generella principer och bara i breda ordalag listar exempel på områden för hållbara investeringar, har CBI utvecklat en taxonomi med detaljerade kriterier för vad de anser vara hållbart samt tillhandahåller en process för verifiering och certifiering.

Tanken är att certifiering ska underlätta för investerare att investera hållbart. Om det finns ett robust certifieringssystem och en tillförlitlig part som säkerställer kvalitén, skulle det räcka med en märkning för att investeraren skulle kunna identifiera hållbara investeringar. Det minskar transaktionskostnaderna jämfört med förfarandet med andrahandsutlåtanden där investeraren måste sätta sig in i analysen av obligationens hållbarhet (se avsnitt 5.3.1 om andrahandsutlåtanden).

Utöver utvecklingen av CBS är CBI en engagerad part rörande policyfrågor för gröna obligationer samt utför marknadsbevakning och tar fram rapporter.

Utvärdering av Climate Bond Initiative och *Climate Bonds Standard*

Per den 4 oktober 2017 har ännu ingen svensk emittent fått någon grön obligation certifierad enligt standarden. Utredningen har i sitt arbete och möte med aktörer fått uppfattningen om att CBI:s arbete uppfattas som viktigt. Främst är det CBI:s arbete med att ta fram hållbarhetskriterier som lyfts fram. GBP saknar detaljerade kriterier för vad som är hållbart och här spelar CBS och tillhörande taxonomi med kriterier för godkända miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar en kompletterande roll. Kriterierna finns offentligt tillgängliga på CBI:s hemsida och troligtvis finns det emittenter som tagit del av dem även om de väljer att inte få sina obligationer certifierade enligt dem. CBI har även lyfts fram som en viktig opinionsbildare och de bedriver ett aktivt policyarbete gällande utvecklandet av marknaden för gröna obligationer.

Vidare har utredningen fått uppfattning att CBI:s process för certifiering är robust och seriös. En certifiering borde därför minska osäkerheten på marknaden genom att säkerställa att obli-

gationen följer globala standarder och att emissionslikviden går till hållbara ändamål.

Samtidigt som CBI:s arbete anses vara viktigt anser majoriteten av de aktörer utredningen haft kontakt med att GBP är tillräckligt för att ge marknaden legitimitet. Vissa menar att kraven i CBS är komplexa och mindre flexibla. Konsensus i stort är att problem med GBP samt avsaknaden av hållbarhetskriterier är små eller i vart fall går att åtgärda via t.ex. andrahandsutlåanden.

Organisation

CBI är registrerad som en välgörenhetsorganisation i England och Wales. Styrelsen (Climate Bonds Initiative Board) består av fem ledarmöten inklusive CEO Sean Kidney. Till sin hjälp har styrelsen två utskott: Climate Bond Standards Advisory Board (CBSAB) och Climate Bonds Advisory Panel (CBAP) samt diverse tekniska kommittéer. Det finns även ett sekretariat som hjälper till med research och administration.

CBSAB har ansvar för utvecklingen av CBS och certifieringsprocessen. Det är även CBSAB som tar slutgiltigt beslut vid certifiering av obligationer. Utskottet består av sju ledarmöten från icke vinstdrivande organisationer.⁹ Utskottets medlemmar representerar totalt 34 000 miljarder dollar i förvaltad kapital. CBSAB ansvarar för en referensgrupp om klimatforskning, tekniska arbetsgrupper för utveckling av CBS och industriarbetsgrupper. Dessa grupperns funktioner beskrivs närmare i avsnittet om taxonomin.

CBAP bestod av 39 medlemmar den 2 oktober 2017. Dessa agerar rådgivare och hjälper styrelsen i sitt arbete. Bland rådgivarna återfinns bl.a. Christopher Knowles chef för området klimatförändringar och miljö på EIB. Medlemmarna i CBAP sitter emellertid i egenskap av egen person och representerar inte sina respektive organisationer.

⁹ Den 2 oktober 2017 representerade ledamöterna California State Teachers Retirement Service (CalSTRS), California State Treasurer, Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC), The International Cooperative and Mutual Insurance Federation (ICMIF), Investor Group on Climate Change, Investor Network on Climate Risk och The Natural Resources Defense Council.

Standarden CBS

I skrivande stund kallas den senaste versionen av CBS för version 2.1 och är ett dokument på 16 sidor (hädanefter kallad CBS). CBS är kompatibelt med GBP 2016 men eftersom dokumentet ligger till grund för certifiering ställs det mer detaljerade krav till skillnad mot för de frivilliga rekommendationerna i GBP. De övergripande principerna (de fyra pelarna i GBP) är dock desamma.

Emissionslikviden kan användas både för finansiering av nya projekt och för återfinansiering av befintliga. CBS innehåller krav på godkända hållbara investeringar enligt tillhörande taxonomi, emittenten ska upprätta rutiner och en process för att välja ut lämpliga hållbara investeringar, emissionslikviden ska på lämpligt sätt spåras med krav på öronmärkning¹⁰ samt investeras i avsett ändamål inom 24 månader och efter emission ska emittenten årligen rapportera om användningen av emissionskapitalet.

Värdepapper som kan certifieras

I CBS listas de obligationstyper som även återfinns i GBP: standardobligation med grön användning av emissionslikviden, obligation för gröna intäkter, grön projektobligation och värdepapperiserad grön obligation.¹¹ Dessutom finns det hänvisning till en komplett lista på CBI:s hemsida. Enligt listan på hemsidan kan även följande typer av skuldinstrument certifieras: värdepapper emitterat av gröna obligationsfonder, konvertibla obligationer, Schuldschein-lån (tyska skuldebrev), syndikerade lån, lånefaciliteter, certifikat, bilaterala lån och sukuk (islamiska skuldebrev). Per den 22 november 2017 har skuldebrev från de fyra typerna som återfinns i GBP samt Schuldschein-lån certifierats.

¹⁰ Kravet på öronmärkning har tagits bort i GBP 2017 för att underlätta emissionen av gröna statsobligationer. Förmodligen kommer kravet tonas ner eller omdefinieras i nästa version av CBS.

¹¹ Se ovan för närmare beskrivning av värdepappren i GBP.

Certifiering

CBS ligger till grund för den certifiering som CBI tillhandahåller. Syftet med certifieringen är att kvalitetssäkra och ge godkända gröna obligationer en stämpel som ska underlätta för investerare att hitta och investera i hållbara gröna obligationer. Detta uppnås genom ett certifieringsprogram kopplat till tydliga hållbarhetskriterier för användningen av emissionslikviden från gröna obligationer. Transaktionskostnaderna i form av analys minskar om investerarna litar på att CBI:s process för certifiering är robust och att deras hållbarhetskriterier är hållbara. Gällande andrahandsutlåtanen som rekommenderas av GBP finns det fortfarande ett moment kvar för investeraren om att analysera utlåtet samt utvärdera leverantörens kvalifikationer. Att det finns ett andrahandsutlåtet och att obligationen kommer göra nytta är inte heller någon garanti för att den är hållbar i t.ex. ett 2 gradersscenario. Just detta problem löses av en certifiering och märkning som garanterar att emittenten uppfyller alla krav och att obligationslikviden investeras i hållbara ändamål.

Certifieringen är uppdelad i en process inför emissionen och en process efter emissionen. Certifierade obligationer märks som *Climate Bonds*.

Ansökan inför en emission

En certifieringsprocess börjar med att emittenten skickar in ett ansökningsformulär med information om sig själv och emissionen. Informationen som efterfrågas om emissionen är den som det ställs krav om i CBS, dvs. vad emissionslikviden ska investeras i, processen för val av godkända investeringar, avsedd rapportering etc.

Tredjepartsgranskare

Efter inskickad ansökan ska emittenten anlita en tredjepartsgranskare (eng. *verifier*). För ändamålet har CBI på sin hemsida en lista med godkända granskare. En granskare måste ha tillräcklig kunskap och erfarenhet i följande tre nyckelområden för att bli godkänd:

1. Emission av skuldinstrument och förvaltning av medlen hos emittenten.
2. Tekniska egenskaper och nyttan av hållbara och koldioxidsnåla projekt och tillgångar.
3. Uppfylla kraven om förfaranden och försäkran enligt internationellt accepterade standarder som ISAE3000 eller motsvarande.

Vid en ansökan måste aktören även tillhandahålla information om bl.a. företagets struktur, organisation, ledning, affärsmodell, finansiella status och om de är indragna i tvister som bedöms vara av särskild vikt. En aktör måste även ha en försäkring som täcker deras verksamhet som granskare. Ansökan utvärderas och godkänns av Climate Bonds Standard Board om aktören uppfyller alla krav.

Det fanns 24 stycken granskare listade per den 2 oktober 2017. Bland granskarna återfinns bl.a. de fyra stora revisionsfirmorna EY, KPMG, PWC och Deloitte samt mer nischade aktörer som t.ex. Sustainalytics och Vigeo Eiris. Det finns även mer lokala aktörer som endast är aktiva i t.ex. Europa, Kina eller Indien.

Granskarnas uppgift innan emission är att kontrollera att emittenten har på plats de interna riktlinjer och processer som krävs och att avsedda investeringar är i linje med hållbarhetskraven i CBS. Resultatet av kontrollen redovisas i en rapport till emittenten.

Emittenten har efter granskarens rapport möjlighet att redigera och komplettera sin ansökan så att den är i linje med de krav som ställs för certifiering.

Därefter skickar emittenten in sin slutgiltiga ansökan innan emission bestående av (i) formulär för ansökan om certifiering, (ii) granskningsrapporten och (iii) underskrivna juridiska dokument för ansökan och certifiering tillhandahållna av CBI. Ansökan granskas av Climate Bonds Standards Board och om godkänd får emittenten ett formellt brev med intyg om certifiering. Nu kan emittenten använda certifieringen i sin marknadsföring av obligationen.

Processen efter emission

När obligationer är emitterad och likviden börjat fördelas till avsedda projekt och tillgångar behöver tredjepartsgranskaren åter kopplas in. Emittenten bör anlita samma granskare som användes

inför emissionen. Granskaren ska i detta skede säkerställa att emittenten uppfyller de krav som ställs i CBS för perioden efter emission. Det handlar om att kontrollera så emissionslikviden fördelats som förväntat och att emittenten uppfyller kraven om förvaltning av emissionslikviden. Det finns ingen tidsram för när validering av emissionslikvidens användning ska utföras. Det finns däremot krav i CBS om att emissionslikviden ska ha fördelats till de hållbara investeringarna inom två år från emissionsdatum. Granskningen resulterar i en rapport som emittenten skickar in till CBI tillsammans med ett uppdaterat formulär för ansökan om certifiering. Materialet granskas av Climate Bond Standards Board och om godkänt bekräftas certifieringen som nu gäller under hela obligationens löptid.

Granskningen efter emission behöver bara ske en gång om emittenten inte önskar att upprepa proceduren.

Certifiering av obligationsprogram

Processen ovan beskriver certifiering av enskilda obligationer men det går också att certifiera obligationsprogram med flera emissioner. Ett obligationsprogram kan certifieras om emittenten kan identifiera en stor portfölj med godkända projekt och tillgångar som kan finansiering via flera gröna obligationer eller har planerat ett obligationsprogram om minst två emissioner per år över en längre tid.

Den första emissionen i ett program behöver genomgå ovan beskrivna process för enskilda emissioner. För efterföljande emissioner behöver emittenten innan emission skicka in uppdaterat ansökningsformulär samt juridiskt godkännande av certifiering och efter emissionen endast skicka in uppdaterat ansökningsformulär. Vid ett program ska emittenten årligen anlita en tredjepartsgranskare för att säkerställa att programmet är i linje med de krav som finns i CBS för perioden efter emission. Det rör sig om kontroll av fördelning av kapital, förvaltning av emissionslikvid och rapportering. Granskarens rapport och ett uppdaterat ansökningsformulär ska skickas in till CBI.

Kostnad för certifiering

Kostnaderna för certifiering kan delas upp i interna och externa kostnader. De interna kostnaderna består i arbetet med att ta fram processer och rutiner för utvärdering och val av godkända investeringar, förvaltning av emissionslikviden och rapportering. De externa kostnaderna består av dels kostnaden för att anlita en tredjepartsgranskare, dels av en certifieringsavgift till CBI. Certifieringsavgiften är 0,1 procent av obligationens nominella belopp, dvs. för en obligation på 500 miljoner dollar blir avgiften 5 000 dollar. Certifieringsavgiften är en engångskostnad och betalas direkt efter att obligationen har emitterats.

Enligt uppgift från CBI är kostnaden att anlita en tredjepartsgranskare en förhandlingsfråga mellan emittent och granskare, dock ligger kostnaden som oftast på mellan 5 000 till 30 000 dollar. Kostnaden inkluderar både granskningen inför emission och efter emission. Eftersom certifieringsprocessen till stora delar är standardiserad är denna kostnad oftast lägre än kostnaden för ett andrahandsutlåtande, dock utgår certifieringskostnaden för varje enskild obligation om inte emittenten får ett obligationsprogram certifierat. Ett andrahandsutlåtande är i regel för ett ramverk efter vilket emittenten kan emittera flera obligationer utan extra kostnad. En liknelse skulle kunna vara certifiering av ett obligationsprogram, men då tillkommer kostnaden för den årliga granskningen som ska utföras av en tredjepartsgranskare. Den årliga granskningen består av de kontroller som ska göras efter en emission och är inte lika omfattande som en komplett granskning av en enskild emission. Även det faktum att den årliga granskningen sker för en emittent som granskaren troligtvis redan granskat tidigare talar för att denna kostnad är lägre.

Vidare menar CBI att den interna kostnaden till viss del täcks av den externa kostnaden. Det beror på att många leverantörer av externa granskningstjänster som andrahandsutlåtanden och certifieringskontroller hjälper emittenten att få på plats de processer och rutiner som krävs för att följa GBP eller CBS.

Rapportering

Årlig rapportering om emissionslikvidens användning är obligatorisk. Rapporteringen kan ske i samband med emittentens regelbundna rapportering och behöver inte infalla på exakt årsdagen för emissionen. Den ska innehålla en lista på vad emissionslikviden har använts till med en kort beskrivning av varje punkt samt förväntad nytta. Emittenten ska använda kvalitativa indikatorer, och om möjligt kvantitativa, för att beskriva emissionslikvidens nytta. Kvantitativa indikatorer kan t.ex. vara producerad energi, producerad el, energiförbrukning från byggnader, antalet passagerare i kollektivtrafik, antalet producerade elbilar eller mängden hanterat avloppsvatten.

Taxonomi med kriterier för hållbara investeringar

Den stora skillnaden mellan CBS och GBP är att CBI har utfört ett omfattande arbete med att ta fram detaljerade kriterier för vad som är hållbart. Det är Climate Bond Standards Advisory Board (CBSAB) som övervakar arbetet med att ta fram kriterier vilket sker i följande tre instanser. En överblick av de sektorer som ingår i taxonomin finns i 7 kap. om projekttyper.

Vetenskapligt ramverk

Arbetet med att ta fram kriterier för vad som är hållbart utgår ifrån ramverk med vetenskapligt belagda prognoser och utsläppsbanor som måste följas för att uppnå en hållbar ekonomi. Ramverket baserat på forskning gemensamt framtaget av Climate Analytics¹² och International Institute for Applied Systems Analysis (IIASA)¹³. Till sin hjälp att implementera ramverket har CBI haft Climate Wedge¹⁴ och ett nätverk av klimatforskningsinstitut som granskats

¹² Icke vinstdrivande institut baserat i Tyskland och med verksamhet inom klimatforskning och policyfrågor.

¹³ Baserat i Österrike och är enligt dem själva ett oberoende forskningsinstitut med fokus på viktiga problemområden som klimat, ekonomi, teknologi och sociala förändringar som vi står inför 2000-talet.

¹⁴ Climate Wedge är enligt dem själva ett oberoende företag med förvaltnings- och investeringsrådgivningsverksamhet gällande koldioxidhandel och hållbara investeringar.

av Potsdam Institute for Climate Impact Research (PIK)¹⁵. Det övergripande målet enligt CBI är att gröna obligationer ska finansiera investeringar som är i linje med att snabbt ställa om till en ekonomi som begränsar den globala uppvärmningen till under två grader.

Tekniska arbetsgrupper

När kriterier för ett investeringsområde ska tas fram tillsätts en s.k. teknisk arbetsgrupp. Gruppens syfte är att utifrån det vetenskapliga ramverket arbeta fram förslag till kriterier för hållbara investeringar. Arbetsgrupperna består av experter från akademien, internationella organ, industrin och icke-statliga organisationer (NGOs).

För närvarande finns det arbetsgrupper för investeringsområdena sol, vind, lågutsläppstransporter, bioenergi, vatten och sektorn jordbruk, skogsbruk och annan markanvändning (eng. *agriculture, forestry & other land use* – AFOLU). Arbete pågår för att tillsätta arbetsgrupper även för områdena hållbar infrastruktur, energieffektivisering inom industrin, avfallshantering, energilagring och energidistribution.

Industriarbetsgruppen

De tekniska arbetsgrupperna har industriarbetsgruppen till sin hjälp att ta fram kriterier. Den granskar förslag på kriterier för att se om de är relevant utformade och genomförbara. Denna grupp granskar även standardens struktur och innehåll samt verifierings- och certifieringsprocessen. Medlemmar i industrigruppen är bl.a. IFC, ISO, Bloomberg, KPMG och Standard & Poor's.¹⁶ På sin hemsida tillhandahåller CBI kompletta deltagarlistor för de tekniska

¹⁵ PIK är ett tyskt statsfinansierat forskningsinstitut vars forskning är fokuserad på klimatförändringar och hållbar utveckling.

¹⁶ En längre lista med exempel på medlemmar från CBI:s hemsida den 4 oktober 2017: ACTIAM, Aviva Investors, Bloomberg, Bureau Veritas, Calvert Investments, Climate Strategy & Partners, DNV-GL, Environmental Capital Group, IFC, Initiative for Responsible Investment, Institute for Human Rights and Business, International Organization for Standardization (ISO), KPMG, Lloyd's Bank, Pricewaterhouse Coopers, Shearman & Sterling, Standard & Poor's och TruCost.

arbetsgrupperna de som representerar industriarbetsgruppen för varje enskilt investeringsområde.

Slutförandet

Innan den tekniska arbetsgruppen skickar förslag om nya kriterier till Climate Bond Standards Board skickas de även ut på offentlig remiss i 60 dagar. Därefter hanteras remissvaren och kriterierna revideras eventuellt. Anses det nödvändigt kan förslaget därefter gå ut på en ytterligare 30 dagars remiss. Sedan färdigställer den tekniska arbetsgruppen det slutgiltiga förslaget som skickas till Climate Bond Standards Board som fattar beslut om godkännande.

Marknaden för certifierade *Climate Bonds*

En certifierad obligation är kontrollerad och uppfyller CBI:s kriterier för vad som är hållbart. Utredningen har i sitt arbete inte stött på någon direkt kritik vare sig emot CBI:s standarder, certifieringsprocess eller deras hållbarhetskriterier. En certifiering borde därför minska osäkerheten på marknaden om dess hållbarhet.

Den första obligationen som CBI certifierade emitterades i oktober 2014. Samma år utgjorde certifierade obligationer av naturliga skäl mindre än en procent av totalt emitterad volym. Andelen har därefter ökat. 2015 utgjorde andelen certifierade obligationer 3,6 procent, 2016 utgjorde de 8,9 procent och 2017 fram till den 5 oktober utgjorde CBI certifierade *Climate Bonds* 15,5 procent av totalt emitterad volym.

Utvärdering av hållbarheten på marknaden för gröna obligationer med hjälp av CBI:s hållbarhetskriterier

En certifiering om den bedöms vara robust minskar osäkerheten kring om de certifierade obligationerna följer globala principer och är hållbara. Frågan är hur stort problemet är med icke hållbara gröna obligationer? CBI:s egna data för gröna obligationer går att använda för att estimerat problemet storlek. Förutom att utveckla standarder och processer för certifiering ägnar sig CBI även åt

marknadsbevakning. I sina data inkluderar CBI endast de obligationer som man anser uppfylla de egna kriterierna om hållbarhet. Det ger en möjlighet att i jämförelse med andras data om gröna obligationer estimerar hållbarheten på marknaden. Det blir då ett mått på hållbarheten enligt CBI:s kriterier. Jämförelsen görs under förutsättningen att CBI inte har fullständiga kriterier för alla kategorier av investeringar och att det är CBI:s bedömning som avgör vilka obligationer de väljer att lista.

En jämförelse för data på emitterad volym 2016 från CBI och Bloomberg kan ge ett exempel på hur kriterierna kan slå. Enligt CBI:s data emitterades det gröna obligationer för 83 miljarder dollar medan data från Bloomberg visar på att det emitterats för 97 miljarder dollar.¹⁷

CBI har därmed bedömt att 14 procent av emissionsvolymen inte uppfyller deras hållbarhetskriterier. Observera att även andra faktorer som olika informationskällor för emission osv. kan påverka skillnaderna i rapporterad volym. Antar man att CBI:s kriterier är hållbara kan de 14 procenten användas som ett mått på hur stor andel av obligationsmarknaden som inte ansågs vara hållbar 2016. Emellertid har en stor andel av dessa 14 procent emitterats enligt det kinesiska regelverket. Emittenterna har därmed troligtvis inte haft någon uppsätlig avsikt att framstå som mer hållbara än vad de är eller på annat bedrägligt sätt utnyttja marknaden för gröna obligationer.

Skillnaden har dock minskat under 2017 och låg på fem procent för emitterad volym till den 31 juli.¹⁸ Orsaken till den större skillnaden 2016 är troligtvis de stora kinesiska emissionerna det året. Kina gick från att ha emitterat gröna obligationer för några få miljarder dollar 2015 till att emittera för 36 miljarder dollar 2016. Resultatet blev att Kina stod för 39 procent av total emissionsvolym globalt och blev den största marknaden 2016.¹⁹ Enligt det kinesiska regelverket för gröna obligationer tillåts investeringar som inte anses hållbara av t.ex. CBI. Det handlar bl.a. om investeringar i energianläggningar för s.k. rent kol (eng. *clean coal*) och

¹⁷ Enligt data utredningen erhållit av CBI och Bloombergdata hämtad ur SEB (2017), *The Green Bond*, maj 2017. Observera att det är Bloomberg som utfört bedömningen om att ta med de gröna obligationer som finns i deras databas.

¹⁸ Enligt data utredningen fått ta del av från CBI.

¹⁹ CBI 2017, *China Green Bond Market 2016*, januari 2017.

uppgraderingar av energianläggningar som utvinner energi ur fossila bränslen.²⁰ Kina har troligtvis tagit med dessa typer av investeringar eftersom de har akuta föroreningsproblem som de skyndsamt vill hantera. Det kinesiska regelverket har även andra avvikelser, bl.a. tillåts en större andel av emissionslikviden gå till generella ändamål. CBI räknar bort de obligationer där mer än 10 procent av obligationslikviden går till generella ändamål snarare än till hållbara investeringar.

Ungefär en tredjedel av emitterad volym i Kina 2016 uppfyllde inte CBI:s krav.²¹ Det ger att de kinesiska obligationer som exkluderats av CBI stod för cirka 90 procent av de totalt 14 procent som bedömdes inte uppfylla deras kriterier. Av detta resultat framgår det att problemet med icke-hållbara gröna obligationer till största del är isolerat till den kinesiska marknaden och att det kinesiska ramverket tillåter investeringar som inte anses hållbara internationellt.

Den kinesiska marknaden har saktat ner under 2017 och emissionsvolymen låg i augusti 2017 25 procent efter emissionsvolymen vid samma tidpunkt 2016. Under samma period har emission från övriga delar av världen ökat vilket ytterligare har minskat den kinesiska marknadens andel, se 4 kap. Den relativt svagare utvecklingen på den kinesiska marknaden kan vara en delförklaring till varför andelen exkluderade obligationer minskat under 2017.²²

Observera att detta är en grov uppskattning och att CBI inte har färdigutvecklade kriterier för alla områden. Resultatet baseras även på antagandet att CBI:s kriterier verkligen är hållbara. Dessutom kan avvikelser uppstå i CBI:s screeningprocess och bedömning av om obligationer uppfyller deras krav. Bortsett från dessa problem och från den kinesiska marknaden visar resultatet av denna utvärdering att den globala marknaden för gröna obligationer är hållbar sånär som på några få procent av emitterad volym.

²⁰ Kina har problem med utsläpp. Investering i renare teknik minskar utsläppen men är inte i linje med ett hållbart tvågradersscenario.

²¹ CBI 2017, *China Green Bond Market 2016*, januari 2017.

²² SEB 2017, *The Green Bond*, augusti 2017.

5.3 Extern granskning

I många fall besitter varken emittenten eller investerarna den expertis som krävs för att de på ett trovärdigt sätt ska kunna kommunicera eller utvärdera hållbarheten i gröna obligationen. På marknaden har det därför utvecklats en viss praxis för emittenter att låta en oberoende konsult med kvalificerad expertis inom hållbarhet att ta fram ett andrahandsutlåtande (eng. *second party opinion*) för den gröna obligationen eller emittentens ramverk. Att som emittent få sitt ramverk granskat av en extern tredjepart är också något som rekommenderas i GBP. GBP rekommenderar också att andrahandsutlåtandet publiceras officiellt. Det finns också andra varianter av granskningstjänster så som verifiering, certifiering och betygsättning.

Genom ett andrahandsutlåtande och den ökade transparens det innebär kan emittenten i sin kommunikation med marknaden backa upp sina påståenden om att dess gröna obligation verkligen är hållbar. På så sätt ökar även investerarnas förtroende för att obligationslikviden verkligen går till hållbara investeringar. Det gäller dock att den oberoende konsulten har kredibilitet för att på ett trovärdigt sätt kunna utvärdera emittentens ramverk.

Ett andrahandsutlåtande bidrar även till lägre transaktionskostnader för investerarna. De behöver inte lägga lika mycket tid på att analysera och utvärdera emittentens ramverk ur en hållbarhetsaspekt, vilket de kanske inte ens har rätt kompetens för. I regel kontrollerar leverantören dessutom att emittenten i sitt ramverk följer befintlig standard som GBP och har processer på plats för att fullfölja sina åtaganden.

5.3.1 Andrahandsutlåtande

GBP rekommenderar emittenten att anlita en extern part som utvärderar och säkerställer att de gröna obligationerna är i linje med de fyra pelarna. Till hjälp finns det en enkel mall för extern granskning på ICMA:s hemsida.

Extern granskning gällande gröna obligationer handlar i regel om andrahandsutlåtande (eng. *second party opinion*) om emittenters ramverk. Emittenten tar fram ett ramverk innehållande den information som efterfrågas enligt GBP. Därefter anlitar emittenten en

extern konsult som utvärderar ramverket. Utvärderingen resulterar i ett andrahandsutlåtande som i regel är ett 10 till 20 sidor långt dokument. GBP rekommenderar att andrahandsutlåtandet publiceras offentligt, eller åtminstone en sammanfattning av densamma.

I utlåtandet redovisar konsulten sin utvärdering av ramverket och hur väl det följer de fyra pelarna i GBP (emissionslikvidens användning, process för urval av hållbara projekt, förvaltning av emissionslikviden och rapportering). Hållbarheten i de investeringar emittenten avser finansiera med likviden från den gröna obligationen utvärderas. Hållbarhetsutvärderingen brukar ske genom en kort redogörelse för varje tilltänkt investeringsområde och vissa konsulter har även en betygsskala för hållbarhet. Betygsskalan är i regel konsultens egenutvecklade, se stycket om Cicero nedan för ett exempel. Ett utlåtande brukar också innehålla en utvärdering av emittenten och dess övergripande miljöpolicy.

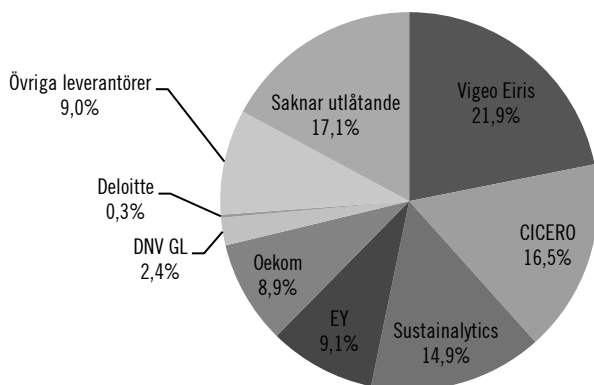
Beskrivningen ovan gäller den enklaste formen av andrahandsutlåtande som täcker in det som efterfrågas i GBP. Utöver detta kan andrahandsutlåtande innehålla varierande grad av hållbarhetsanalys och även analys utifrån andra målsättningar. Ett exempel är analys av tilltänkta investeringars koppling till målen i Agenda 2030.

5.3.2 Marknaden för externa granskningstjänster

Statistiken i detta stycke inkluderar alla former av externa granskningstjänster, dvs. inte bara de typiska andrahandsutlåtandena (eng. *second party opinions*) utan också verifiering, certifiering och betyg (eng. *rating*).

Figur 5.1 Globala marknaden för andrahandsutlåtanden 2017

Avser emissionsvolym för 2017 till den 21 augusti



Källa: CBI.

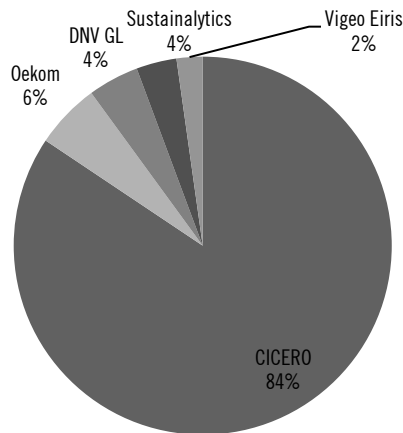
Andrahandsutlåtande saknades för 17 procent av totalt emitterad volym till den 21 augusti 2017. Det är en förbättring sen 2016 då det saknades utlåtanden för 24 procent av emitterad volym. Vigeo Eiris är den med nuvarande störst marknadsandel sett till emitterad volym. Troligtvis på grund av att de anlitas av den franska staten som sedermera kom att emittera gröna obligationer för 8,6 miljarder euro under den period statistiken täcker.

EY och de stora revisionsfirmorna är främst aktiva i Kina. Kina har ett regelverk med tillhörande taxonomi över godkända hållbara investeringar. Även när det gäller verifiering av CBI certifierade *Climate Bonds* har revisionsfirmorna en större marknadsandel. I båda fallen finns det en reglering eller mer detaljerad standard samt en tillhörande taxonomi över godkända hållbara investeringar. En granskares uppdrag blir då att verifiera regelefterlevnad och att avsedda investeringar stämmer överens med taxanomin. Vad som är hållbart bestäms av taxanomin. Granskaren behöver inte ta fram egna kriterier för vad som anses vara hållbart eller analysera investeringarnas hållbarhet på djupet. Sådana verifieringstjänster som det handlar om i Kina och vid certifiering lämpar sig därför väl för revisionsfirmorna.

På den övriga marknaden gällande andrahandsutlåtanen ställs det kanske högre krav gällande leverantörernas kvalifikationer på hållbarhetsområdet just eftersom det saknas en taxonomi över hållbara investeringar. Där dominerar de mer nischade miljökonsulterna som bl.a. Vigeo Eiris, Cicero, Sustainalytics och Oekom. Möjligtvis kommer revisionsfirmorna med tiden skaffa sig de kvalifikationer som krävs för att i större skala konkurrera på denna marknad.

Figur 5.2 Svenska marknaden för andrahandsutlåtanen

Avser ackumulerad emissionsvolym till den 18 september 2017



Källa: CBI.

Ingen svensk emittent har ännu låtit CBI certifiera sina gröna obligationer. Statistiken över den svenska marknaden avser därför endast andrahandsutlåtanen i sin traditionella mening, dvs. granskning av extern konsult med erkänd expertis inom miljömässig hållbarhet enligt GBP. Svenska marknaden skiljer sig från den globala i det att alla emittenter har låtit sina ramverk bli granskade.

Cicero har en dominerande ställning som leverantör av externa granskningstjänster på den svenska marknaden. Det finns flera möjliga orsaker till Ciceros dominans. Cicero tog fram det allra första andrahandsutlåtet när de granskade Världsbankens ramverk inför deras första emission 2008. Att de var den första leverantören av externa granskningstjänster har troligtvis gett dem ett försprång inte bara i Sverige. Vidare var svenska emittenter tidigt aktiva

på marknaden för gröna obligationer. Vid den tiden kan det varit så att Cicero inte hade mycket konkurrens. De tidiga emittenter som anlitade Cicero kan troligtvis ha fortsatt att anlita dem även därefter. Dessutom har Cicero från början haft ett nära samarbete med SEB vilka har Sverige som sin hemmamarknad.

Cicero

Som ledande leverantören av andrahandsutlåtan den på den svenska marknaden anses Cicero förtjäna en kortare beskrivning. CICERO, Center for International Climate Research, är ett oberoende klimatforskningsinstitut vid Universitetet i Oslo. Det startades av den norska staten 1990 och har varit aktiv deltagare i FN:s klimatpanel (IPCC) sen 1992.

Cicero granskade och tog fram ett andrahandsutlåtande för Världsbankens ramverk för gröna obligationer som låg till grund för emissionen av deras första gröna obligation 2008. Cicero blev därmed världens första leverantör av externa granskningstjänster på marknaden för gröna obligationer.

De har därefter varit bland de största leverantörerna av externa granskningstjänster. Marknadens förtroende för Cicero är högt och de har fått ta emot flera utmärkelser från branschen. I skrivande stund har de senast fått CBI:s utmärkelse *Green Bond Awards* 2017 och blev av investerare utsedd till vinnare av *Environmental Finance Green Bond Awards* 2017 för bästa leverantör av externa granskningstjänster.

En utvärdering av ett ramverk tar cirka fem veckor. År 2015 införde Cicero en gradering av hållbarheten i gröna obligationer. Graderingens syfte är att öka transparensen och hjälpa investerare att bättre förstå hur hållbara projekten är som finansierar via de gröna obligationerna. Graderingen, som kallas för *Shades of Green* består av tre nivåer:

- Mörkgrön: finansiering av projekt som redan i dag uppfyller 2050 års klimatmål. Exempel är sol och vindkraft.
- Medelgrön: finansiering av projekt som strävar mot 2050 års klimatmål. Exempel är lågenergihus.

- Ljusgrön: finansiering av projekt som kortsiktigt minskar miljöpåverkan men som inte kan ses som en långsiktigt hållbar lösning. Exempel är energieffektivisering i industrin som leder till en minskning av växthusgaser men som inte innebär en övergång till en fossilfri verksamhet.

Utöver den gröna skalan har de också nivån Brun som indikerar investeringar som inte är i linje med en långsiktig vision om en hållbar ekonomi. Exempel är byggandet av ny infrastruktur för utvinning av fossila bränslen.

Cicero mäter hållbarhet på projektnivå och tar i sin betygsättning inte hänsyn till i vilken kontext projektet genomförs, dvs. en vindkraftspark i Sverige får identiskt betyg med en vindkraftspark i Kina trots att den senare ersätter el som produceras med en betydligt större andel fossila bränslen än i Sverige och därmed reducerar utsläppen i högre grad.

5.3.3 Bedömning av andrahandsutlåtanden

Utredningen har genom sina kontakter under arbetets gång fått uppfattningen att företeelsen med andrahandsutlåtanden fungerar väl i avseendet att kvalitetssäkra gröna obligationer. Utredningen har inte hört någon kritik riktas mot andrahandsutlåtandena på den svenska marknaden. Det finns dock fall av tveksamma bedömningar globalt. Vissa av dessa har uppmärksammats och fått utstå kritik.

Ett av de mer uppmärksammade fall var när det spanska oljeföretaget Repsol emitterade en grön obligation på 500 miljoner euro i maj 2017. Problemet var inte att det var ett oljeföretag som emitterade utan att emissionslikviden gick till teknik för utvinning av fossila bränslen. Investeringarna skulle inte gå till ökad utvinning av fossila bränslen utan till att reducera utsläppen av växthusgaser från befintliga raffinaderier. Trots det ansåg marknaden att detta inte var ett tillräckligt stort steg mot en hållbar ekonomi för att kunna finansieras via gröna obligationer. Både Repsol och dess leverantör av externa granskningstjänster Vigeo Eiris (de som tidigare utvärderat den franska statens ramverk) fick utstå en hel del kritik. De flesta stora index för gröna obligationer som Bloomberg

Barclays MSCI, S&P DJI och Solactive valde att utesluta Repsols gröna obligation.

I sammanhanget ska nämnas att emissionen bedömts vara fullt transparent enligt GBP. Därför kunde marknaden också lätt utvärdera obligationen och dess hållbarhet. I detta avseende kan emissionen ses som ett bevis för att den högre graden av transparens som rekommenderas för gröna obligationer verkligen fungerar. Transparensen tillåter insyn och utvärdering och marknaden reagerade när de såg något de inte ansåg vara hållbart. CBI menar i sin utvärdering av Repsols obligation att det inte rör sig om *green-washing* just på grund av den höga transparensen. Aktörerna verkar inte ha haft för avsikt att få något att framstå mer hållbart än vad det är. Med det sagt anser ändå CBI att obligationen inte uppfyller hållbarhetskriterierna och de räknar inte in obligationen i sin statistik över gröna obligationer.

Att emissionen dessutom uppmärksammades och kritiserades kommer troligtvis leda till att emittenter och leverantörer av granskningstjänster i framtiden inte vågar riskera sitt rykte på samma sätt. Marknaden för gröna obligationer är relativt ny och ännu inte helt utvecklad. Kanske kan responsen på Repsols emission hjälpa till att sätta en gräns för vad som kan anses vara hållbart och finansieras via gröna obligationer.

Oligopolmarknad

Marknaden för externa granskningstjänster kan fortfarande liknas vid en oligopolmarknad, men allt fler aktörer börjar erbjuda externa granskningstjänster. Den svenska marknaden domineras av en leverantör av externa granskningstjänster, Cicero med en marknadsandel på 84 procent sett till emitterad volym. Globalt har de fem största aktörerna mer än 75 procent av marknaden sett till emitterad volym. Räknas den volym som inte granskats bort, uppgår de fem största leverantörernas andel till över 85 procent.

Det finns risk för sämre konkurrens på en oligopolmarknad. Just kostnaderna för extern granskning lyfts ofta som ett hinder för emittenter att emittera gröna obligationer. Marknaden är fortfarande i en tillväxtfas och det kommer troligtvis tillkomma fler leverantörer i takt med att marknaden växer. Närmast till hand att

gå in på marknaden i större skala är eventuellt de stora revisionsfirmorna. Dessa är redan aktiva främst gällande verifiering och vid certifiering av gröna obligationer. De bygger med tiden upp sin kunskap och expertis gällande gröna obligationer. Troligtvis är inte steget så långt att därefter skaffa de kvalifikationer gällande miljömässig hållbarhet som krävs för att gå in på marknaden för andrahandsutlåtanden som i dag domineras av de mer nischade miljökonsulterna.

Oligopolmarknaden skapar en något märklig situation där några få, ofta privata, aktörer bestämmer och fattar beslut om vad som anses vara hållbart. Det finns ingen statlig certifiering eller tillsyn för att säkerställa att leverantörerna av externa granskningstjänster besitter nödvändiga kvalifikationer för att bedöma vad som är hållbart. EU-kommissionen poängterade detta vid möte med utredningen. Därmed är det upp till marknaden att avgöra vad som anses vara hållbart. Risker ligger då i att marknadsuppfattning om vad som är hållbart inte överensstämmer med vad som är hållbart enligt t.ex. det statligt överenskomna Parisavtalet. En statlig taxonomi över godkända hållbara investeringar skulle lösa detta problem men samtidigt tillföra andra som diskuterats i stycke 5.2.2.

Oberoende granskning

GBP rekommenderar emittenter att använda sig av extern granskning för att styrka att deras gröna obligationer uppfyller de viktigaste kriterierna i principerna. Det framgår inte om leverantören av externa granskningstjänster ska vara oberoende. Praxis på marknaden är emellertid att granskning av obligationens hållbarhet ska utföras av en oberoende leverantör av externa granskningstjänster. Eventuella problem gällande leverantörens oberoende kan uppstå i.o.m. att emittenten betalar leverantören för att få sitt ramverk granskat. Risker finns att det skapas incitament för leverantören att ge obligationen ett bättre omdöme än befogat. Incitamentet kan komma från att leverantören inte vill kritisera sin kund med risk att förlora den och framtida intäkter. Alternativt finns incitament att leverera ett så högt betyg som möjligt för att göra kunden nöjd och öka sannolikheten för framtida intäkter. Även emittenten som betalande kund kan eventuellt utöva påtryckningar om ett bättre betyg.

Sammanfattningsvis är problemen med intressekonflikter desamma som de som återfinns på marknaden för kreditvärderingsbetyg och andra delar av finansmarknaderna såsom investeringsrådgivning.

Många gånger hjälper dessutom leverantören av externa granskningstjänster emittenten med utvecklingen av emittentens ramverk. Det kan säkerställa en högre kvalitet på ramverket, men att leverantören ska utvärdera ett ramverk den varit med om att ta fram kan skada förtroendet och trovärdigheten för den externa granskningen.

Ryktesrisken med att bli ertappad håller troligtvis dessa problem på en relativt låg nivå, dock finns det möjlighet att mindre avvikelser går marknaden förbi. Vid mindre avvikelser minskar också ryktesrisken vid eventuell upptäckt.

Utredningen har dock genom sina kontakter under arbetets inte fått några indikationer på problem gällande oberoendet eller att det skulle förekomma avsiktligt fusk.

Brist på standardiserad granskning och enhetligt hållbarhetsbetyg

Syftet med extern granskning är att öka transparensen kring de gröna obligationernas hållbarhet och minska transaktionskostnaderna för investerare. Om vi fokuserar på andrahandsutlåtanden följer de i regel de fyra pelarna i GBP, eftersom ramverken i regel är strukturerade så. Hur utvärderingen är upplagd under varje pelare skiljer sig emellertid åt mellan olika leverantörer. Vissa har infört egna betygsskalor för hållbarhet, andra arbetar med endast kvalitativa beskrivningar och resultaten presenteras på olika sätt. Granskningar saknar helt enkelt standardisering. Detta innebär att investerare manuellt måste utvärdera varje andrahandsutlåtande vid varje enskild grön emission, vilka kan medföra att deras transaktionskostnader blir relativt höga. Brist på märkning eller enhetlig betygsskala innebär också att det blir svårare att jämföra obligationers hållbarhet mellan olika leverantörer av andrahandsutlåtanden.

Utredningen har i sin kontakt med marknadsaktörer inte fått uppfattningen att detta är något större problem i dag. Marknaden för gröna obligationer är fortfarande begränsad. I takt med att utbudet växer kan det däremot börja bli kostsamt om det saknas någon form av standardiserad betygsättning av obligationernas hållbarhet och överensstämmelse med internationella standarder. På

längre sikt kan en reglering bli nödvändig. Utredningen anser att denna, liksom i övrigt, i så fall bör införas på lägst EU-nivå för att inte skapa onödiga hinder på en global marknad.

5.4 Verifiering av förvaltning av obligationslikvid

Bedömning: Efter uppgift från en rad marknadsaktörer är det utredningens samlade bedömning att det inte verkar föreligga något problem som kräver att lagregler införs gällande verifiering av emissionslikvidens användning, åtminstone inte på den svenska marknaden. Emellertid är det få emittenter som historiskt sett uppfyllt uppmaningen i GBP om att låta en oberoende tredjepart, t.ex. en revisionsfirma, verifiera förvaltningen av emissionslikviden. De som tillämpar extern verifiering är främst emittenter som nyligen tagit fram eller uppdaterat sina ramverk. Det är därför troligt att fler emittenter kommer följa efter och att extern verifiering kommer bli mer vanligt framöver.

Oberoende tredjepartsverifiering innebär att en tredjepart, t.ex. en revisionsfirma, verifierar att emittenten efter emission av gröna obligationer förvaltar emissionslikviden enligt emittentens ramverk. En viktig punkt i uppdraget, kanske viktigast, är att verifiera att emissionslikviden allokeras till sådana hållbara projekt som emittenten i sitt ramverk förbinder sig att investera i. Den verifierande tredjeparten har i uppgift att endast granska och försäkra en korrekt allokering av emissionslikviden till i ramverket avsedda projekt. Tredjeparten granskar alltså inte investeringarnas miljö- eller klimatmässiga hållbarhet. Utvärderingen av investeringarnas hållbarhet sköts i regel av leverantörerna av andrahandsutlåtanden eller annan extern granskningsform, se avsnitt 5.3.

Verifiering uppmuntras i GBP

I GBP uppmuntras, till skillnad från rekommenderas, emittenten att anlita en revisionsbyrå eller annan tredje part som kan verifiera de interna kontrollrutinerna och allokeringen av likviden från gröna obligationer. Endast i några enstaka ramverk framgår det att en

tredjepart, ofta revisionsbyrå, ska granska och verifiera förvaltningen av emissionslikviden. I många ramverk finns det ingen sådan information vilket är förvånande just eftersom det uppmuntras i GBP. Viktigt att notera är att GBP går försiktigare fram gällande verifiering än t.ex. rapportering och använder sig av ordet uppmuntra (eng. *encourage*) i stället för att rekommendera (eng. *recommend*). Därför verkar det som att det i dagsläget inte är avsikten att ställa samma krav på verifiering som på andra delar av principerna vilket marknaden också anpassat sig till. Avsaknaden av tydlig information kring verifiering i ramverken är inte heller något som leverantörerna av andrahandsutlåtanen anmärker på.

Att tillämpa verifiering spås bli vanligare framöver

Det är främst i ramverk som nyligen publicerats eller uppdaterats som emittenten förbinder sig att låta en oberoende tredjepart validera förvaltningen av emissionslikviden. De aktörer utredningen varit i kontakt med uppger att de tillämpar oberoende verifiering för att ytterligare höja trovärdigheten för deras emission. Utredningens bedömning är att när väl några börjat tillämpa detta förfarande kommer troligtvis andra följa efter för att inte riskera att upplevas som mindre seriösa.

Trots att få tillämpat extern validering är det utredningens bedömning att marknadsaktörerna inte anser att det föreligger några större problem. Det borde främst vara investerare i gröna obligationer som skulle ha problem att investera vid brist på trovärdighet och avsaknad av validering. Den generella åsikten har emellertid varit att andrahandsutlåtanen säkerställer trovärdigheten i de delar emittenten själv eventuellt inte har kompetens, främst då gällande utvärdering av obligationers hållbarhet. Att emittenten investerar emissionslikviden på ett korrekt sätt anses tas om hand i rapporteringen ex-post. Även om det är emittenten själv som rapporterar om vad emissionslikviden investerats i verkar det inte föreligga något förtroendeproblem i detta avseende.

Närmare om orsaken till att verifiering inte tillämpas i större utsträckning

Att inte alla explicit låter en tredjepart verifiera emissionen ex-post kan ha olika förklaringar. En är att tredjepartsgranskaren som utvärderat emittentens ramverk ex-ante emission ofta utvärderar emittenten och dess interna processer. Förutom obligationens hållbarhet utvärderas nämligen även emittenten i varierande grad och därmed om det är sannolikt att denna kommer uppfylla sina åtaganden. Får emittenten ett gott betyg ex-ante minskar eventuellt marknadens behov av validering ex-post.

En annan förklaring är rapporteringen ex-post. I nästan samtliga fall åtar sig emittenten att ex-post redovisa vad obligationslikviden använts till. Anses emittenten vara trovärdig är det troligt att marknaden inte ställer krav på att dess rapportering ska verifieras av en tredjepart.

De som emitterar gröna obligationer är i regel större och ofta välrenommerade företag som redan är aktiva på obligationsmarknaden. Oftast är det så att emittenter av gröna obligationer skulle kunna finansiera sig med traditionella obligationer. Att emittera gröna obligationer innebär extra arbete och extra kostnader utan någon ekonomisk uppsida i direkt närtid. Det är mindre troligt att dessa skulle fuska efter att ha gått igenom allt extra arbete och betalat de kostnader som är förknippade med emission av gröna obligationer, dvs. kostnader som ofta lyfts som ett hinder för att emittera gröna obligationer över huvud taget.

Ryktesrisken om fusk skulle uppdagas är dessutom mycket hög. Ryktesrisken är ännu en faktor som lyfts som ett hinder för marknadens utveckling. Emittenter kan helt enkelt tveka att emittera gröna obligationer eftersom de utsätter sig för en ryktesrisk om de skulle göra något fel eller inte investera i tillräckligt hållbara tillgångar eller projekt. Det har förekommit fall där marknaden inte ansett att obligationerna varit tillräckligt hållbara. Dessa emissioner har uppmärksamats och ratats av delar av marknaden. Emellertid handlade dessa fall troligtvis inte om avsiktligt fusk. Emittenterna har varit helt transparenta med vad emissionslikviden skulle investeras i. Investerare kunde därför utvärdera investeringarna och ansåg att dessa inte var tillräckligt miljö- och klimatmässigt hållbara. I skriv-

ande stund bedöms risken för avsiktligt fusk som tämligen begränsad. Se om sådana faktorer och *greenwashing* i 3 kap.

Vid emission enligt CBS är det obligatoriskt att emittenten anlitar en tredjepartsgranskare (eng. *verifier*). Granskaren hjälper emittenten med sin ansökan inför certifiering. Efter emission ska en granskare (behöver inte vara samma granskare som inför emission) återigen kopplas in för att verifiera att emissionslikviden fördelats enligt de uppgifter som lämnats inför certifiering.

5.5 ISO-standardisering av gröna obligationer

Bedömning: Nationella regleringar riskerar bl.a. öka fragmenteringen av marknaden. Utredningen bedömer att en global standard kan främja den globala marknaden genom att reducera osäkerheter, oaktat risker som bristande dynamik och ökade kostnader för emissioner av gröna obligationer.

Internationellt sker det mesta av standardiseringen inom *International Organization for Standardization* (ISO). På initiativ av den amerikanska standardiseringsorganisationen *American National Standards Institute* (ANSI) ledde en omröstning under 2017 till ett beslut om att starta arbetet med att utveckla en standard kring gröna obligationer, ISO 14030 *Green Bonds*. Arbetet påbörjades under 2017. Det kan ses som ett viktigt steg i marknadens utveckling, ett bevis på att marknaden nått en viss mognad. En ISO-standard ger också en ökad nivå av legitimitet. En global ISO-standard som alla kan förhålla sig till kan minska skillnaderna mellan olika marknader och reducera osäkerheten kring vad som anses miljö- och klimatomässigt hållbart. En standard skulle därmed kunna främja marknaden utveckling globalt.

Samtidigt finns det risker som måste beaktas. Marknaden för gröna obligationer är fortfarande relativt ny och begränsad i storlek. Det sker en kontinuerlig utveckling av branschstandarderna och gällande praxis. ISO-standardisering riskerar att likrikta marknaden, minska flexibiliteten och hämma innovation. En standard kan också bidra till en ökad administrativ börda och därmed ökade kostnader. Just den extra kostnaden för att emittera gröna obligationer har lyfts som ett hinder för dess utveckling.

Arbetet med att ta fram standarden kommer att ske inom ISO:s kommitté för miljöledning (TC 207). Arbetet befinner sig ännu i ett mycket tidigt skede. Det första internationella arbetsgrupps-mötet ägde rum den 18 till 20 december 2017 i Paris. Erfarenheten visar att det tar tid att utveckla en internationell standard och nå konsensus för beslut om att anta den. Målet för standarden för gröna obligationer är att den ska kunna publiceras under kvartal 3, 2020. Enligt uppgift till utredningen förväntas arbetstakten i den ansvariga arbetsgruppen leda till att standarden i vart fall kommer att bli klar i tid.

5.5.1 Närmare om ISO 14030 standarden

Arbetet med ISO standarden har delats upp i tre delar och syftet är att harmonisera befintliga standarder gällande (i) process för identifiering av hållbara tillgångar och utvärdering av deras miljö- och klimatmässiga prestanda, (ii) ta fram en standardiserad taxonomi över sektorer inom vilka investeringar kan finansieras via gröna obligationer och (iii) standarder kring metoder för verifiering.

Standardiseringsarbetet med ISO 14030 kommer att sträva efter att harmonisera terminologin kring gröna obligationer. Punkterna (i) och (ii) av standarden ska ställa behörighetskrav för en grön obligations investeringsobjekt. Det ska besvara frågan om vilka investeringar som är behöriga inom ramen för en grön obligation. Till detta kommer krav på bedömning, övervakning och transparent rapportering av investeringsobjektets miljö- och klimatmässiga prestanda.

Punkt (iii) syftar till att ge krav på verifiering av gröna obligationer och liknande investeringsprodukter. Här ska framgå vilka kriterier som måste uppfyllas av verifierings- och certifieringsorgan samt eventuella märkningar av gröna obligationer.

I arbetet kommer befintliga standarder och regelverk att beaktas och målet är att nå konsensus kring en gemensam standard som den globala marknaden för gröna obligationer kan acceptera. Standarden är tänkt att användas av emittenter av gröna obligationer, rådgivare, emissionsinstitut, investerare, lagstiftare, policyutvecklare och verifieringsprogram samt certifieringsorgan.

5.5.2 Utvärdering av framtagandet av standarden ISO 14030

Standardisering syftar generellt till att reducera osäkerhet, stärka tillit och effektivisera informationsspridning. Om t.ex. en konsument känner till ISO standardisering, och anser att det inom organisationen bedrivs ett seriöst arbete, kan personen känna sig trygg med att köpa t.ex. en ISO-certifierad flytväst och veta att den uppfyller vissa krav utan att behöva känna till detaljerna kring den bakomliggande standarden. Samma argument kan appliceras på gröna obligationer och en standard skulle kunna reducera osäkerhet och minska transaktionskostnaderna. Standarder ökar också kompatibilitet och underlättar storskalighet.

Risker

Gröna obligationer är ett globalt fenomen och instrument för att finansiera miljö- och klimatmässigt hållbara projekt och tillgångar. En global standard likt ISO skulle i detta avseende därmed med fördel kunna tillämpas på instrumentet. Vad utredningen erfarit är de flesta aktörer emellertid nöjda med dagens marknad som främst bygger på de frivilliga riktlinjerna GBP. Vissa ser en risk i trög- rörlig reglering som skulle kunna hämma marknadens flexibilitet, innovation och utvecklingspotential.

Som redan nämnts finns det en risk att en standard skulle kunna skapa en likriktad marknad som hämmar innovation och lärande. Marknaden för gröna obligationer har börjat mogna med utvecklingen av dedikerade index och marknadsplatser. Emellertid är det fortfarande en relativt ny marknad som är mycket liten sett till marknaden för traditionella obligationer. Det sker även en ständig utveckling om vad som anses vara miljö- och klimatmässigt hållbart vilket talar emot en standardisering.

En global standard som skulle innebära att aktörer från en rad länder skulle nå konsensus i hållbarhetsfrågorna. Därmed finns det en risk för att den slutgiltiga definitionen skulle bli en kompromiss och därmed kunna inkludera sådana investeringar som i vissa regioner anses som hållbara men inte i andra.

De extra kostnaderna det innebär att emittera gröna obligationer har lyfts som ett hinder för marknadens utveckling. I jämförelse med dagens branschstandard som bygger på frivilliga prin-

ciper skulle en ISO standard och tillhörande certifiering kunna bidra till tvingande krav, ökad komplexitet, ökad administration och ökade kostnader vilket i slutändan skulle kunna vara kontra-produktivt för marknaden.

Fördelar

Det finns emellertid också de som menar att marknaden hade kunnat gynnas med gemensamma standarder och definitioner av gröna obligationer. Argumentet för detta är att minska osäkerheten och skapa gemensamma spelregler som alla kan förhålla sig till. En standard skulle kunna reducera transaktionskostnaderna och öka jämförbarheten. Amel-Zadeh & Serafeim (2017) har i en studie tillfrågat investerare om vilka problem de ser med att använda ESG-information när de fattar sina beslut.²³ Resultatet visar på att avsaknad av standarder för rapportering av ESG-information var det näst vanligaste problemet. Totalt 43 procent av de tillfrågade investerarna uppgav att avsaknad av standarder på något sätt begränsade dem från att inkludera ESG-information när de fattar sina investeringsbeslut.

Växande marknad talar för ökad standardisering

I takt med att marknaden växer och mognar kan därför en standard eventuellt komma att bli allt mer aktuellt. En standard är inte heller lika hård som en reglering. Utredningen bedömer att en global och allmänt accepterad standard skulle vara att föredra framför nationell reglering.

På senare år har det tillkommit nationella regelverk. Ett tydligt exempel på detta är det kinesiska ramverket under vilket drygt 40 procent av alla gröna obligationer emitterades 2016. Även om det kinesiska ramverket i stort överensstämmer med de internationella branschstandarderna finns det viktiga skillnader gällande bl.a. vad som anses vara en godkänd miljö- och klimatmässigt hållbar investering. I takt med att marknaden för gröna obligationer

²³ Amel-Zadeh & Serafeim (2017), *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, HBS working paper series.

växer ökar sannolikheten för krav på nationell reglering. Nationella regelverk kan dock leda till fragmentering av den globala marknaden, ifrågasättande av gröna obligationers miljö- och klimatomständiga hållbarhet, ökade transaktionskostnader i form av analys samt skapa barriärer för gränsöverskridande handel. I detta avseende kan en global ISO standard hjälpa till med att harmonisera definitionerna av gröna obligationer, vilket reducerar osäkerhet och på så sätt främjar marknadens utveckling, oaktat ökade kostnader och bristande dynamik som riskerar följa med standarden. I den mån nationell reglering ändå anses nödvändig, kan metoden att kodifiera ISO standarden vara lämplig för att undvika fragmentering.

5.6 Index

Ett index väger samman utvecklingen i flera olika tillgångar och kan därmed användas som ett jämförelsetal. Index kan användas för att visa utvecklingen för tillgångar i t.ex. olika länder, sektorer eller företag i specifika branscher. Med index kan aktörer snabbt få en helhetsbild av utvecklingen för de tillgångarna det omfattar. Indexets utveckling mäts alltid i förhållande till en startdag. Startdagen har ofta värdet 100 och indexet visar den procentuella utvecklingen sedan dess. När indexet står i 150 har det alltså stigit 50 procent sedan startdagen.

5.6.1 Index för gröna obligationer

Index för gröna obligationer spelar en viktig roll i att se till att obligationer som ingår i indexen följer vissa krav och är miljö- och klimatomständigt hållbara. Eftersom många institutionella investerare använder sig av index för olika ändamål kan det påverka efterfrågan om en obligation tillåts att listas eller ej. Indexleverantörer har nekat att ta med obligationer som de inte ansett uppfylla kraven för gröna obligationer.

Gröna obligationsindex gör det möjligt att följa utvecklingen av gröna obligationer som uppfyller vissa indexspecifika kriterier. Index används av investerare för att effektivt exponera sig mot en marknad och är ett sätt att utvärdera förvaltningsresultat. Om en obligation inkluderas i ett index ökar sannolikheten att förvaltare

som använder indexet att de köper densamma. Likadant om obligationen faller ut eller tas bort, då ökar sannolikheten att förvaltaren säljer densamma. Sannolikheten för detta är speciellt hög när det gäller passiva förvaltare som har som mål att replikera avkastningen i ett visst index. Efterfrågan på en obligation påverkas därför av om den tas upp i ett index eller inte.

Framväxten av gröna globala obligationsindex visar på en viss mognadsgrad för marknaden för gröna obligationer. Index är bra ur perspektivet att det kan fungera som ett verktyg för att förvalta och utvärdera förvaltning av gröna obligationer. För institutionella investerare kan det dessutom finnas regelmässiga krav eller branschstandarder att de ska utvärdera sitt förvaltningsresultat mot ett relevant jämförelseindex, speciellt om de har produkter som riktar sig mot konsumenter. Att det finns gröna obligationsindex förenklar för institutionella investerare som verkar under dessa krav att investera i just gröna obligationer. Sammanfattningsvis spelar indexen en viktig roll i driva på efterfrågan från institutionella investerare.²⁴

Gröna obligationsindex möjliggör också billig exponering för konsumenter eftersom kapitalförvaltare kan skapa gröna indexfonder.

Genom att indexleverantörerna genom sina kriterier sätter klimatstandard, följer upp rapportering etc. underlättar de för vissa organisationer som vill förvalta gröna obligationer. Genom sina kriterier hjälper de till att motverka *greenwashing*. Det har förekommit uppmärksammade fall när olika index valt att inte inkludera vissa gröna obligationer just för att de inte ansetts vara tillräckligt hållbara.²⁵ Som nämnts ovan investerar därmed inte vissa förvaltare i dessa obligationer.

5.6.2 Gröna obligationsindex

Dessa började lanseras strax efter att GBP publicerats i början av 2014. I skrivande stund finns det fyra index som följer den globala utvecklingen för gröna obligationer, tidpunkt för lansering inom parentes: Solactive Green Bond Index (mars 2014), S&P Green

²⁴ The GBP Databases and Indices Working Group (2017), *Summary of Green Fixed Income Indices Providers*, juni 2017.

²⁵ Bland annat Unilever 2015 och Repsol 2017.

Bond Index (juli 2014), Bank of America Merrill Lynch Green Bond Index (oktober 2014) och Bloomberg MSCI Barclays Green Bond Index (november 2014). Dessutom finns det två index som följer utvecklingen på den kinesiska marknaden: ChinaBond China Green Bond Index and ChinaBond China Green Bond Select Index vilka lanserades i april 2016. En arbetsgrupp inom GBP har kartlagt²⁶ index för gröna obligationer och nedan redovisas övergripande kriterier för att få komma med i de globala indexen:

Solactive Green Bond Index

- Obligationen måste ha markerats som grön av CBI.
- Minsta emissionsbelopp 100 miljoner dollar.
- Återstående löptid om minst sex månader.
- En obligations andel i indexet får maximalt uppgå till fem procent.

S&P Green Bond Index

- Obligationen måste ha markerats som grön av CBI.
- Återstående löptid om minst en månad.
- Endast *investment grade*.

Bank of America Merrill Lynch Green Bond Index

- Generellt krav om att emissionslikviden ska gå till miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar. Inget explicit krav om GBP eller CBI.
- Minsta emissionsbelopp är 250 miljoner dollar eller 1 250 miljoner kronor.
- Återstående löptid om minst en månad.

²⁶ The GBP Databases and Indices Working Group (2017), *Summary of Green Fixed Income Indices Providers*, juni 2017.

- Endast *investment grade*.

Bloomberg MSCI Barclays Green Bond Index

- Obligationen måste uppfylla MSCI:s hållbarhetskriterier som i stort är i linje med GBP.
- Minsta emissionsbelopp är 300 miljoner dollar eller 2 500 miljoner kronor.
- Endast *investment grade*.
- Endast fast ränta.

För att tas upp i något av de kinesiska indexen ska obligationen vara denominerad i renminbi, ha minst en månads löptid och listat på någon av följande marknadsplatser: China Interbank Bond Market, Shanghai Stock Exchange eller Shenzhen Stock Exchange. För att tas upp i ChinaBond China Green Bond Index måste obligationen uppfylla ett av följande krav:

- Kriterierna i Green Bond Category 2015 framtagen av kinesiska Green Finance Committee och China Society for Finance and Banking.
- Riktlinjerna för att emittera gröna obligationer framtagen av kinesiska National Development and Reform Commission (NDRC).
- Principerna för gröna obligationer (GBP).
- Climate Bond Standards (CBS).

Om en obligation däremot uppfyller alla fyra krav kan den tas upp i ChinaBond China Green Bond Select Index. Leverantörerna av de kinesiska indexen är China Central Depository & Clearing Co., Ltd. (CCDC) som är en värdepappercentral (*central securities depository* – CSD) och China Energy Conservation and Environmental Protection Group (CECEP) Advisory som är ett statsägt företag specialiserat på energieffektivisering, föroreningskontroll och miljöskydd.

Två index, Solactive och S&P, har som krav att obligationerna ska ha flaggats som gröna av CBI, dvs. obligationerna ska uppfylla CBI:s hållbarhetskriterier. För de investerare som använder Solactive och S&P:s index spelar därmed CBI:s hållbarhetskriterier en viktig roll gällande vilka gröna obligationer de sannolikt kommer investera i. CBI:s hållbarhetskriterier används annars främst för deras egen certifiering av gröna obligationer. Genom indexen får CBI därmed ett betydligt större inflytande på marknaden. Vikten av CBI:s arbete med att ta fram kriterier för vad som är hållbart lyfts i och med att de ligger till grund för två index. Det visar också på vikten av att CBI har en robust process för framtagande av sina hållbarhetskriterier och att dessa verkligen är hållbara utifrån vetenskapligt belagda fakta.

5.7 Marknadsplatser²⁷

Bedömning: Om marknadsplatserna i sina regler för notering ställer tydliga krav på vad som får listas som en grön obligation och om dessa krav följs upp, minskar det osäkerheten och underlätta förutsättningarna för en effektiv självreglering. Utredningen bedömer att marknadsplatsernas krav därmed kan reducera risken för *greenwashing* och skapa ett ökat förtroende för marknaden.

Marknadsplatser för värdepapper kan spela en viktig roll i arbetet att ställa om till en hållbar finansmarknad och ekonomi. Marknadsplatser kan t.ex. ställa minimikrav på hållbarhetsrapportering för de företag som vill lista finansiella instrument. De har även en viktig funktion i att övervaka och se till att listade företag lever upp till de krav som ställs och garanterar på så sätt kvalitén för de listade

²⁷Utredningen har valt den mer allmänna globala termen marknadsplats för att beskriva var transaktioner sker med obligationer, även om det inte är helt korrekt i strikt EU-rättslig mening. Som jämförelse kan nämnas termen handelsplats, såsom definierat i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden och hämtad från MiFID1, dvs. en reglerad marknad, en multilateral handelsplattform (MTF-plattform) eller en organiserad handelsplattform (OTF-plattform), liksom termen utförandeplats som regleras i MiFID2 och varmed avses en reglerad marknad, handelsplattform (MTF-plattform eller en OTF-plattform), en systematisk internhandlare (SI) eller en marknadsgarant inom EES eller en annan person som tillhandahåller likviditet inom EES.

instrumenten. Marknadsplatser kan dessutom tillhandahålla information om hållbarhet, jämförelser mellan listade företag och sätta upp speciella listor för vissa instrument, t.ex. gröna obligationer.

I princip alla obligationer listas på en marknadsplats eftersom de flesta investerare har detta som krav. Som tidigare beskrivits i 4 kap. om obligationsmarknadernas funktionssätt handlas de flesta obligationer av olika anledningar OTC²⁸. Det innebär att listorna i dag inte tillför så mycket gällande den direkta handeln. Emellertid hjälper listning investerarna att se hur mycket en viss emittent emitterat och i vilka lån.

Marknadsplatserna säkerställer kvalitén på obligationer genom att de kan ställa krav. Att marknadsplatsen övervakar och säkerställer en viss kvalitet är ett av skälen till att de flesta investerare har som krav att obligationer ska listas även om handeln sker OTC.

Gällande listorna för gröna obligationer har marknadsplatserna specifika krav bl.a. gällande hållbarhet. På så sätt kan marknadsplatserna hjälpa investerare i att identifiera gröna obligationer som verkligen är hållbara eller uppfyller vissa krav. Att uppmuntra marknadsplatserna till att ta en mer framträdande roll i att säkra kvalitén på marknaden för gröna obligationer skulle kunna vara en väg framåt i att främja marknaden, se ett mer detaljerat resonemang i avsnitt 6.7.1.F om främjandeåtgärder.

5.7.1 Marknadsplatser för gröna obligationer

Ett antal marknadsplatser som Oslobörsen, Nasdaq Stockholm, Nasdaq Riga, Luxemburgbörsen, Londonbörsen, italienska börsen (ägs av Londonbörsen), Euronext Paris, Euronext Amsterdam, Euronext Lissabon, National Stock Exchange of India, Johannesburgbörsen, Shanghaibörsen och Mexikanska börsen har lanserat listor dedikerade för gröna obligationer. I mars 2017 var 72 procent av alla gröna obligationer listade på en marknadsplats vilket visar på vilken betydelse marknadsplatsernas krav spelar på marknaden för gröna obligationer.²⁹ Nedan återfinns en mer detalj-

²⁸ Från eng. *over the counter*.

²⁹ CBI och Luxembourg Green Exchange (2017), *The Role of Exchanges in Accelerating the Growth of the Green Bond Market*.

erad beskrivning av information och specifika krav för några utvalda marknadsplatser.

Oslobörsen

I januari 2015 blev Oslobörsen den första marknadsplatsen att lanserade en lista dedikerad för gröna obligationer. Förutom de generella kraven gällande rapportering och transparens har de dessutom specifika krav för att en obligation ska få listas på den dedikerade listan: (i) obligationslikviden ska uteslutande gå till hållbara investeringar, (ii) en extern tredjepartsgranskare ska ha utvärderat och tagit fram ett andrahandsutlåtande gällande investeringarnas hållbarhet, (iii) andrahandsutlåtandet ska publiceras offentligt och (iv) att rapporteringen emittenten åtar sig genom att emittera en grön obligation publiceras offentligt genom marknadsplatsen.

Nasdaq Stockholm

Nasdaq Stockholm lanserade en dedikerad lista för s.k. hållbara obligationer i juni 2015. Hållbara obligationer täcker ett vidare spektrum av obligationer än endast gröna sådana. Hållbara obligationer omfattar dels obligationer vars emissionslikvid går till miljömässigt hållbara ändamål, och dels obligationer vars obligationslikvid går till sociala ändamål som t.ex. aktiviteter som för ökad sysselsättning, utbildning och hälsovård, enligt Nasdaq Stockholm. Ett kriterium för sociala investeringar är de inte får ha negativ åverkan på miljön. En observation är att miljömässig hållbarhet därmed ställs över social hållbarhet när det handlar om att få listas.

Kriterierna för att listas har tagits fram genom ett samarbete med Sustainalytics³⁰. Förutom de generella kraven för att listas på Nasdaq Stockholm finns det ett antal specifika krav för att lista hållbara obligationer: (i) emissionslikviden ska gå till miljömässigt eller socialt hållbara investeringar, (ii) ett andrahandsutlåtande från en extern tredjepartsgranskare ska publiceras offentligt samt

³⁰ Sustainalytics är en konsultfirma med betydande marknadsandel på marknaden för andrahandsutlåtan. Se kap. 5 för mer detaljerad information om Sustainalytics roll på marknaden för andrahandsutlåtan.

bifogas till ansökan om att få listas, (iii) minst årlig rapportering om vad emissionslikviden investerats i. Nasdaq Stockholm är tydliga med att de förbehåller sig rätten att avlista obligationer vars emitent inte uppfyller åtaganden om att investera hållbart, misslyckas att rapportera eller blir inblandad i någon kontroversiell händelse relaterat till investeringar finansierade via den listade obligationen.

Den 29 oktober 2017 fanns det 16 emittenter som listat 61 obligationer. Utestående obligationsvolym uppgick till drygt 30 miljarder kronor. Nasdaq Stockholm uppger att utvecklingen hittills främst drivits på av gröna obligationer men att man ser en rörelse mot obligationer med ett bredare spektrum av hållbarhet än just det miljömässiga.

Luxemburgbörsen

Världens första gröna obligation, EIB Climate Awareness Bond, listades på Luxemburgbörsen 2007. I september 2016 tog Luxemburgbörsen steget att öppna en börs helt dedikerad åt hållbara värdepapper, Luxembourg Green Exchange (LGX). LGX uppger själva att de i juni 2017 var den ledande börsen gällande hållbara obligationer (gröna och sociala). Då fanns det hållbara obligationer denominerade i 17 olika valutor med ett värde av 57,5 miljarder euro listade, bl.a. har den polska staten valt att lista sin gröna obligation här. När Bank of China (BoC) som första kinesiska bank att emitterade en grön obligation i Europa valde de att lista den på LGX. BoC obligation uppgick till 2,8 miljarder dollar.

Som krav för att listas på LGX måste obligationen eller annat värdepapper först listats på en av Luxemburgbörsens marknadsplatser (Luxemburgbörsen eller Euro MTF). Kraven för att lista en obligation liknar de som finns för övriga marknadsplatser, t.ex. ska det dels finnas någon form av robust tredjepartsgranskning³¹, dels ska emittenten åta sig att rapportera om emissionslikvidens allokering och om möjligt investeringarnas realiserade nytta. Rapporteringen behöver emellertid endast ske en gång och helst inom ett år efter emission. Mer frekvent rapportering är frivillig. Emittenten måste dessutom skriva på en försäkran om att obligationen är hållbar.

³¹ LGX listar exempel på tredjepartsgranskning vilka överensstämmer med de i GBP.

LGX menar att de reducerar risken för *greenwashing* genom att endast lista de obligationer vars emittenter strikt följer de standarder och principer om bl.a. transparens som gäller på marknaden.³² För hållbara obligationer är emission enligt GBP³³ eller CBS ett obligatoriskt krav. LGX menar att deras plattform hjälper emittenter att skapa medvetenhet om deras hållbara investeringar och investerare att få tillgång till detaljerad information om hållbara investeringsmöjligheter. LGX fokus framöver kommer ligga på ett fortsatt arbete för ökad transparens på kapitalmarknaderna och att investerare har de verktygen de behöver för att kunna ta informerade och hållbara beslut.

Londonbörsen

Londonbörsen krav är i stort sett i linje med de andra marknadsplatserna ovan. De kräver bl.a. att obligationens hållbarhet utvärderats av en extern tredjepartsgranskare och att emittenten bör rapportera om förväntade och/eller den realiserade miljömässiga nyttan. Londonbörsen ställer tre krav på leverantören av den externa granskningen:

- Granskaren ska vara oberoende och får inte dela styrelseledamöter, personer ur verkställande ledning eller rådgivare med emittenten. Det får inte heller finnas något ägarförhållande mellan emittenten och granskaren.
- Granskarens avgiftsstruktur ska vara sådana att det inte uppstår intressekonflikter.
- Granskaren måste vara kvalificerad för att kunna utvärdera obligationens hållbarhet. Granskaren kan anses ha sådana kvalifikationer om den är anknuten till för ändamålet relevanta och erkända branschorganisationer eller har sådan tidigare erfarenhet av att utvärdera gröna obligationer att den kan anses vara kvalificerad.

³² Environmental Finance (2017), *Environmental Finance Summer 2017*.

³³ Det gäller Principerna för gröna obligationer, Principerna för sociala obligationer och Principerna för hållbara obligationer vilket är en obligation som finansierar både miljömässigt och socialt hållbara investeringar.

Värt att notera är att ingen av de två amerikanska börserna Nasdaq eller New York börsen (NYSE) har lanserat någon dedikerad lista för gröna obligationer.

Sustainable Stock Exchanges Initiative (SSE)

År 2009 startades FN:s program för hållbara börser, SSE. Programmet går ut på att öka samarbetet och informationsutbyte mellan börser, politiker, investerare och företag i syfte att förbättra arbetet med ESG frågor på finansmarknaderna. Den 20 oktober 2017 var 66 börser från hela världen anslutna. Alla börser som nämnts i detta stycke är anslutna. Som ett svar på skapandet av SSE lanserade Ceres Investors Network on Climate Risk and Sustainability³⁴ en motsvarande investerarorganisation, Investor Initiative for Sustainable Exchanges Working Group, för att bistå SSE i sitt arbete. SSE:s arbete går ut på att öka transparensen och standardisera information rörande hållbarhet på världens marknadsplatser.

Arbetet med att utveckla marknadsplatsernas krav på transparens och standardiserad information bedöms av utredningen som viktigt. Som beskrivet tidigare spelar börsernas krav en viktig roll i vilka värdepapper som listas och som blir lätt tillgängliga för investering och handel. Om marknadsplatserna har adekvata krav på vilka obligationer som får listas som gröna kan de fungera som marknadsreglerande instanser som ser till att marknaden för gröna obligationer verkligen är miljö- och klimatomått hållbar. Att samarbeta globalt gällande hållbarhet ökar dessutom jämförbarheten och främjar gränsöverskridande handel.

5.8 Kreditvärderingsinstitutet

Bedömning: Ökad konkurrens är önskvärt då marknaden i dag domineras av några få aktörer. Utredningen bedömer att kreditvärderingsinstitutet som utvärderare av gröna obligationer i kombination med deras integrerade ställning på finansmark-

³⁴ En organisation med över 130 institutionella investerare som förvaltar mer än 17 000 miljarder dollar (oktober 2017).

naderna kan komma att öka konkurrensen på marknaden för externa granskningstjänster.

De tre stora internationella kreditvärderingsinstituten är Moody's, Fitch och S&P Global Ratings. Dessa tre har tillsammans en marknadsandel på 96 procent.³⁵ Kreditvärderingsinstituten utvärderar aktörer (företag, kommuner, länder, multilaterala banker osv.) som söker finansiering. Kreditvärderingsinstituten utvärderar aktörer och deras individuella skuldinstrument utifrån sannolikheten att det ska uppstå en kreditförlust, dvs. kredittagaren inte ska kunna återbetala krediten.

Enligt GBP kan extern granskning av de gröna obligationerna utgöras av betyg (eng. *rating*) och dessa skulle alltså kunna ersätta andrahandsutlåtagen. Av de tre stora instituten har Moody's och S&P tagit fram specifik metodologi för att utvärdera gröna obligationer. Deras metoder skiljer sig emellertid i både bredd och djup. I stort sett utvärderar kreditvärderingsinstituten samma egenskaper som leverantörer av andrahandsutlåtagen men det finns skillnader, speciellt gällande utvärdering av hållbarhet. Förutom skillnader i metod betygsätter kreditvärderingsinstituten individuella obligationer till skillnad mot för leverantörer av andrahandsutlåtagen som utvärderar emittentens ramverk för emission av gröna obligationer.

5.8.1 Tidshorisont

Den utvärdering kreditvärderingsinstituten gör handlar inte om någon speciell kreditrating för just klimatrisker, vilket kreditvärderingsbolagen är tydliga med att informera om. Kreditvärderingsinstituten menar att de redan i dag beaktar alla risker som kan påverka sannolikheten för fallissemang. De har dock kritiserats för att använda en alltför kort tidshorisont vilken eventuellt inte skulle inkludera klimatriskerna som kanske ligger 10 till 20 år eller längre fram i tiden.

En egenskap för obligationsmarknaden är att tidsaspekten inte alltid är sådan att aktörer har något incitament att beakta klimatrisker. Relativt få obligationer har så lång löptid att de skulle

³⁵ Environmental Finance (2017), *Environmental Finance Autumn 2017*.

påverkas av klimatriskerna. På den svenska marknaden för gröna obligationer ligger löptiden på i snitt fem år och det är också vid den löptiden den största obligationsvolymen återfinns. Det innebär att om klimatriskerna förväntas realiseras om tio år påverkar det inte kreditrisken för obligationer som förfaller om fem år. Enligt detta resonemang är det rationellt för kreditvärderingsinstituten att inte beakta klimatriskerna för just obligationer med kortare löptider. Resonemanget kan också formuleras så att kreditvärderingsinstituten beaktar klimatriskerna fullt ut men att risken är obefintlig för en obligation som förfaller inom fem år.

5.8.2 Klimatbetygens egenskaper

Fördelen med ett betyg (eng. *rating*) är att dessa enkelt kan implementeras i verktyg och databaser för investerare precis som kreditbetyg i dag. Ett betyg med tillhörande skala gör det enklare för investerare att utvärdera gröna obligationer. Detta är något flera leverantörer av andrahandsutlåanden också tagit fasta på. Exempelvis har Cicero, som är den största leverantören av andrahandsutlåanden på den svenska marknaden, en betygsskala: Ciceros Shades of Green (se avsnitt 5.3.2). Leverantörerna av andrahandsutlåanden har emellertid inte samma integrerade ställning på finansmarknaden som de redan etablerade kreditvärderingsinstituten. Å andra sidan har kanske inte kreditvärderingsinstituten samma kvalifikationer när det kommer till att bedöma hållbarhet som leverantörerna av andrahandsutlåanden. I detta avseende har S&P förvärvat klimatkonsultfirman Trucost i oktober 2016. Trucost levererar den underliggande data S&P behöver för att kunna utvärdera den miljö- och klimatmässiga hållbarheten i gröna obligationer.

Om efterfrågan på utvärdering av klimatrisker ökar kan det framöver komma att bli så att dagens leverantörer av andrahandsutlåanden blir en mer integrerad del av den traditionella finansmarknaden och dess verktyg.

Exempel på integrerad hållbarhetslösning på fondmarknaden

En mer integrerad lösning är Morningstars Sustainability Rating för fonder, som de tagit fram i samarbete med Sustainalytics. Sustainalytics är dessutom en av de största leverantörerna av andrahandsutlåtanden, se avsnitt 5.3.2. Med en enkel femgradig skala i form av jordklot kan en investerare snabbt bedöma fondens hållbarhet. Precis lika lätt som investerare kan bedöma fondens historiskt finansiella prestanda med Morningstars femgradiga betygsskala i form av stjärnor.

Att betygsätta klimatrisker som ännu inte realiserats är framåtblickande. I detta avseende skulle Morningstars Sustainability Rating kunna fungera som ett mer framåtblickande verktyg för investerare. Det går att spekulera i att en fond som finansiellt har presterat väl historiskt, men har ett lågt hållbarhetsbetyg, har större sannolikhet att inte prestera lika väl i framtiden som en fond med identisk historisk finansiell prestanda men med ett högt hållbarhetsbetyg. Just eftersom de underliggande tillgångarna i fonden med lågt hållbarhetsbetyg kommer möta större utmaningar framöver med att ställa om till hållbar verksamhet än de som redan i dag är mer hållbara.

Institutionella investerares mandat

Många institutionella investerare har i dag som mandat att endast investera i relativt säkra tillgångar som är s.k. *investment grade*. Det är tillgångar som har kreditbetyg BBB- eller högre enligt Moody's och S&P:s skala och Baa3 eller högre enligt Fitch skala. Önskvärd utveckling är att ökad medvetenhet om klimatrisker och det investerade kapitalets påverkan skulle leda till att de institutionella investerarnas mandat att investera i *investment grade* även kommer innefatta ett visst krav om att investera i tillgångar med ett visst hållbarhetsbetyg, dvs. kreditbetyg BBB- eller högre samt ett motsvarande hållbarhetsbetyg. Slutgiltiga målet är att hållbarhetsindikatorer ska vara helt integrerat i bedömningen av en tillgång.

Nedan följer en kort sammanfattning av Moody's och S&P:s metoder för utvärdering av gröna obligationer:

Moody's

Moody's *Green Bonds Assessment* är en metod för att utvärdera och bedöma gröna obligationer. Moody's utvärdering är framåtblickande och väger samman emittentens förmåga att förvalta, administrera och allokera emissionlikviden till miljömässigt hållbara projekt samt rapportera om dessa till ett omdöme. Moody's kallar det slutgiltiga resultatet för omdöme (eng. *opinion*) i stället för betyg (eng. *rating*) som de använder vid kreditvärdering. Omdömesskalan har fem steg: GB1 (excellent), GB2 (very good), GB3 (good), GB4 (fair) och GB5 (poor).

Moody's kontrollerar att emissionslikviden investeras i någon av de sektorer som listas i GBP och att investeringarna är i linje med någon etablerad taxonomi, erkänt ramverk eller regelverk. De bedömer alltså inte investeringarna hållbarhet utan kontrollerar att investeringarna faller inom ramen för de sektorer, kategorier och investeringar som anses hållbara på marknaden.

S&P Global Ratings

S&P *Global Ratings Green Evaluation Method* riktar sig inte enbart mot gröna obligationer utan kan appliceras på all form av finansiering. I sin dokumentation nämns emellertid GBP som ett exempel på existerande standard som utvärderingen bygger på. Likt Moody's kallar inte S&P sitt resultat för betyg (eng. *rating*) utan använder i stället benämningen utvärdering (eng. *evaluation*). Även S&P har en dedikerad skala: E1 till E4 för projekt i syfte att reducera utsläpp och R1 till R4 för projekt i syfte för anpassning till klimatförändringar. S&P utvärderar och väger ihop transparens, styrning och hållbarhet eller anpassning till ett slutgiltigt utvärderingsbetyg. S&P utvärderar hållbarheten i projekten som finansieras med obligationen till skillnad mot Moody's som mer validerar att det är hållbara projekt. Förklaring ligger troligtvis i att S&P förvärvat klimatkonsulten Trucost vilket ger dem den kunskap, data och kvalifikation som krävs för att utvärdera tillgångarnas hållbarhet.

Gällande hållbarhet går S&P längre i sin analys än vad som är brukligt i andrahandsutlåanden. S&P utvärderar inte enbart projektet i sig utan väger även in vart det utförs och hur det påverkar

den miljömässiga nyttan. En obligation som finansierar en vindkraftspark i Sverige får alltså ett lägre hållbarhetsbetyg än en obligation som finansierar motsvarande vindkraftspark som byggs i Kina. Anledningen är att den elproduktion som vindkraftsparken ersätter i Sverige släpper ut relativt lite jämfört med den elproduktion som ersätts i Kina. I andrahandsutlåanden på den svenska marknaden är det vanligt att värdera endast projektet, dvs. en vindkraftspark i Sverige får samma omdöme som en vindkraftspark i Kina. S&P tar också projekttypen i beaktande och går inte helt efter i vilken kontext projektet realiserar.

5.8.3 Marknad för betyg av gröna obligationer

Kreditvärdighetsbolagens marknadsandel av marknaden för externa granskningstjänster är i skrivande stund begränsad. Orsaken är att dessa tjänster har lanserats ganska nyligen, Moody's i mars 2016 och S&P i april 2017. Exempelvis har S&P utfört 13 utvärderingar till den 1 november 2017. En av dem gjordes på Göteborgs Stad gröna obligation på en miljard kronor som emitterades i juni 2016. Göteborgs stad fick betyget E2, dvs. näst högst på skalan och en bidragande orsak till detta var just att en stor andel av emissionslikviden skulle gå till gröna byggnader vilka i Sverige ger en relativt liten utsläppsminskning. Göteborgs Stad har även erhållit ett betyg av Moody's och fick högsta betyget GB1.

GBP rekommenderar att emittenten använder sig av extern granskning för att styrka att deras gröna obligationer uppfyller de viktigaste kriterierna. Betyg (eng. *rating*) nämns som ett exempel på sådan extern granskning vilket innebär att de har motsvarande ställning som andrahandsutlåanden. I GBP står det:

Betyg (eng. *rating*): En emittent kan få sin gröna obligation eller tillhörande ramverk för gröna obligationer betygsatt av en kvalificerad tredje part, t.ex. ett specialiserat analysföretag eller ett kreditvärderingsinstitut.

Kreditvärderingsinstituten är därmed direkta konkurrenter till leverantörerna av andrahandsutlåanden. Kreditvärderingsinstituten har fördelen att kunna sälja in och kombinera utvärderingen av gröna obligationer med den traditionella kreditvärderingen. Eftersom de sedan tidigare har uppbyggd relation med emittenter av

obligationer finns det en möjlighet att de relativt snabbt kan ta marknadsandelar. För emittenten kan det vara en fördel att ha en aktör som tar hand om både kredit- och hållbarhetsvärdering. Eventuellt kan det finnas möjligheter till kostnadsreduktion jämfört med att köpa delarna var för sig. Att hållbarheten kommuniceras med ett betyg som kan implementeras i befintlig infrastruktur ligger till kreditinstitutens fördel. Eventuellt kommer betygsskalorna harmoniseras över tid likt skalorna för kreditbetyg.

Till nackdel ligger att kreditvärderingsinstituten utvärderar varje enskild obligation. Det innebär en återkommande granskningskostnad för emittenten. I skrivande stund ligger kostnaden för att betygsätta en grön obligation på cirka 25 000 euro. Det motsvarar ungefär kostnaden för ett andrahandsutlåtande på emittentens ramverk. Leverantörerna av andrahandsutlåtanden kan därmed ha en kostnadsfördel just eftersom de utvärderar emittentens ramverk. För emittenten innebär det en engångskostnad eftersom de kan emittera ett oändligt antal obligationer under sitt ramverk. I slutändan är det upp till marknadens aktörer om vad de önskar för sorts granskning av gröna obligationer.

Att bryta upp den oligopolmarknad som för närvarande finns på marknaden för andrahandsutlåtanden bedöms som önskvärt. Det faktum att kreditvärderingsinstituten gett sig in på marknaden tyder på att det sker en ständig utveckling. Utredningen finner utvecklingen som viktig för marknaden och ser en möjlighet till ökad konkurrens för externa granskningstjänster som emellertid riskerar att hämmas av en eventuell reglering. Reglering kan hämma innovation och utveckling om den är för strikt och låser marknaden till dagens praxis. Exempelvis skulle ett reglerat krav om att emittenter specifikt måste ha ett andrahandsutlåtande kunna skapa barriärer för utvecklingen av andra former av extern granskning, i detta fall hållbarhetsbetyg. Så länge utvecklingen rör sig i nuvarande riktning bedöms inget behov av reglering föreligga.

5.9 Nationella regelverk

Bedömning: Två länder, Kina och Indien, har valt att införa nationella regelverk för gröna obligationer. Kina har valt en mer detaljerad reglering och försöker lösa problem med en nationell

fragmenterad finansmarknad. Indien har lagt vikt vid att följa internationell standard och har i princip kodifierat GBP.

Utredningens ståndpunkt är att lagreglering kan behövas om ett marknadsmisslyckande kan konstateras. Utredningens bedömning är att ett marknadsmisslyckande inte föreligger när det gäller gröna obligationer och att marknadsens självreglering genom GBP är tillräckligt för en välfungerande marknad. Sverige bör inte följa exemplen med att införa ett nationellt regelverk.

Under lång tid emitterades gröna obligationer enligt de internationella branschstandarderna. På senare år har det i ett par jurisdiktioner implementerats regelverk och nationella riktlinjer för gröna obligationer, nämligen i Kina och Indien. I takt med att marknaden för gröna obligationer växer, och flera aktörer får kännedom om tillgångsslaget, verkar också trycket öka efter reglering. Utredningens ståndpunkt är att reglering kan vara motiverat vid marknadsmisslyckande, annars inte. Efter kontakt med ett stort antal marknadsaktörer och intressenter är det utredningens uppfattning att ett marknadsmisslyckande inte föreligger gällande standarder för gröna obligationer. Två länder har emellertid sett ett behov och infört reglering av de lokala marknaderna. Dessa länders reglering redovisas och diskuteras i följande avsnitt.

5.9.1 Kina

Från att det tidigare nästan inte emitterats några gröna obligationer i Kina, kom den kinesiska marknaden att bli den största sett till emitterad volym under 2016. Stor del av utvecklingen kan tillskrivas den politiska viljan i landet om att ställa om till en hållbar ekonomi. En del i detta är att utnyttja möjligheterna på finansmarknaderna till att hjälpa till i omställningen. Lanseringen av regleringen för gröna obligationer har sin grund i detta arbete.

I avsnittet beskrivs den kinesiska regleringen närmare. En mer detaljerad beskrivning av utvecklingen på den kinesiska marknaden för gröna obligationer ges i 4 kap.

Fragmenterad tillsyn och reglering komplicerar

Tillsynen av den kinesiska obligationsmarknaden är fragmenterad vilket i viss mån komplicerar regleringen av gröna obligationer. De tre huvudsakliga tillsynsmyndigheterna på obligationsmarknaden är Kinas centralbank (People's Bank of China – PBoC), National Development & Reform Commission (NDRC) och China Securities Regulatory Commission (CSRC). Alla dessa tre har lanserat regler och riktlinjer för emission av gröna obligationer för sina respektive tillsynsområden.

Dessa regelverk skiljer sig åt på vissa punkter vilket skapar en viss fragmentering av marknaden. Utredningen bedömer att det är främst NDRC:s regelverk som skiljer sig från övrigas. För närvarande pågår det emellertid ett arbete i NDRC om att skapa större överensstämmelse mellan deras taxonomi och den som PBoC använder sig av. Detta arbete beräknas vara klart i mars 2018 och skapar förhoppningsvis en mer enhetlig definition av gröna obligationer i Kina. Förutom dessa myndigheter har även National Association of Financial Market Institutional Investors (NAFMII), Shanghai Securities Exchange och Shenzhen Securities Exchange lanserat sina egna riktlinjer.

Fokus PBoC:s regelverk

Fokus kommer att ligga på PBoC:s reglering i avsnittet. PBoC:s reglering med tillhörande taxonomi var det första regelverk som lanserades i Kina. Dessutom verkar det som att de flesta riktlinjer som lanserats därefter är baserade på eller har inspirerats av PBoC:s regelverk. Det är också så att den största volymen av gröna obligationer i Kina har emitterats under just PBoC:s regelverk.

Något att ha i åtanke är att rekommendationer, riktlinjer samt vägledning i det kinesiska ramverket i flera fall snarare handlar om reella krav. Det är därför svårt att tydligt särskilja vad som är reglering med krav och vad som är frivilligt gällande de rekommendationer och riktlinjer som lanserats i Kina. Det kan även vara så att viss betydelse i reglering och riktlinjer försvinner vid översättning av de kinesiska dokumenten.

Regler för emission av gröna obligationer

Den 22 december 2015 lanserade Kinas centralbank (People's Bank of China – PBoC) sina regler för emission av gröna obligationer.³⁶ Reglerna omfattar finansiella institut som emitterar gröna obligationer på den kinesiska s.k. *interbank*-marknaden. I huvuddrag anger reglerna riktlinjer för process, rapportering, förvaltning av emissionslikvid och diverse krav på emittenten.

I samband med regelverket lanserade Kinas gröna finanskommitté, Green Finance Committee (GFC) of China Society of Banking and Finance som är tillsatt och står under tillsyn av PBoC, en taxonomi över godkända miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar.

Syftet med taxonomin är att tydliggöra vad som anses vara en miljö- och klimatmässigt hållbar investering godkänd för att finansieras via gröna obligationer. Enligt regelverket ska emittenten vid emission hänvisa till kategorierna i taxonomin och på så sätt ska osäkerheten på marknaden minska om vad som är hållbart. Ambitionen är att taxonomin ska hållas uppdaterad och följa utvecklingen om vad som anses vara hållbart.

Vid utformandet av ramverket har man beaktat internationella marknadsstandarder som utvecklats via Principerna för gröna obligationer (GBP) och *Climate Bonds Standards* (CBS), bl.a. har International Capital Market Association (ICMA, som agerar kansli för GBP) och CBI (som tagit fram CBS) konsulterats vid utvecklingen av ramverket. Huvuddragen av ramverket är sammanfattningsvis följande:

- Emittenter ska uppfylla vissa kriterier gällande finansiell ställning och godkännas av PBOC. Det handlar bl.a. om krav på att emittenten går med vinst och har gjort så en tid tillbaka m.m.
- Inför varje emission ska godkända emittenter skicka in prospekt m.m. till PBOC för granskning.
- Emittenten ska i emissionsmaterialet informera om vad emissionslikviden ska användas till, urvalskriterier för projekt, processen för beslutsfattande, hållbarhetsmål för investeringen.

³⁶ PBoC announcement no. 39 2015.

- Emissionslikviden från gröna obligationer får endast användas för att finansiera gröna tillgångar och projekt.
- Emissionslikviden ska avskiljas/spåras/öronmärkas för att se till att de enbart används till gröna projekt.
- Emissionslikviden ska användas inom i prospektet utsatt tid.
- Innan emissionslikviden investeras får den endast placeras i andra gröna obligationer eller penningmarknadsinstrument.
- Rapportering om emissionslikvidens användning ska ske kvartalsvis och en mer detaljerad beskrivning av emissionslikvidens användning ska göras årligen. Den årliga rapporten ska skickas till PBoC.
- Emittenten uppmuntras att anlita en oberoende granskare för att inför emission och under obligationens löptid validera att emissionslikviden går till miljö- och klimatmässigt hållbara tillgångar och projekt.³⁷

Kinas gröna finanskommittés (GFC) taxonomi över godkända investeringar

GFC publicerade en lista över godkända hållbara investeringar i samband med lanseringen av regelverket. Listan över godkända investeringar täcker följande sex sektorer:

- energieffektivisering (tillämpbar på kolkraft)
- föroreningsreduktion (tillämpbar på kolkraft)
- effektivt resursutnyttjande och återvinning
- hållbara transporter
- ren energi
- skydd av ekosystem och anpassning till klimatförändringar.

³⁷ Enligt CBI har PBoC emellertid klargjort att de förväntar sig att emittenten anlitar en oberoende granskare. Källa: CBI (2017), *China Green Bond Market 2016*.

Förutom dessa huvudsektorer finns ett antal mer detaljerade undersektorer. Att investeringar i effektivisering av energiproduktion från kol, s.k. rent kol (eng. *clean coal*), finns med på listan har skapat en del debatt. Investeringar i produktion eller energiframställning av fossila bränslen anses internationellt inte vara miljö- och klimatomässigt hållbart och anses inte godkänt för finansiering via gröna obligationer.

Tillståndet i Kina är annorlunda och de har argument för att inkludera investeringar i kol. En stor del av Kinas energiproduktion består av kolkraft och de har problem med luftföroreningar. Många av kolkraftverken är äldre, ineffektiva och smutsiga i den meningen att de släpper ut relativt mycket skadliga luftföroreningar. Därför finns det ett logiskt resonemang bakom tanken att effektivisera befintliga kolkraftverk så att de kan producera samma energimängd med en betydligt mindre mängd kol och installera teknik för att reducera skadliga luftföroreningar.

Effektivisering av kolkraft reducerar utsläppen av växthusgaser och kan ses som ett steg på vägen mot en hållbar ekonomi. Problemet ligger i att investeringar i äldre kolkraftverk troligtvis ökar deras livslängd. Konsekvensen kan därför bli sådan att de totala utsläppen under kraftverkets livstid blir högre än om investeringarna inte utförts och kraftverket stängts tidigare. Troligtvis bedöms problemen med föroreningar i Kina vara så pass akut att de ansett det som försvarbart att tillåta investeringar i kolkraft för att för stunden reducera problemen.

Enligt uppgift till utredningen pågår ett ständigt arbete med att utvärdera tillåtna investeringar och utveckla indikatorer för investeringarnas miljömässiga nytta. Ambitionen är att listan över godkända investeringar ska utvecklas över tid och det diskuteras om att revidera taxonomin redan 2018.

Som nämnts är regleringen i Kina fragmenterad. Problemet har uppmärksamats och det pågår i skrivande stund ett harmoniseringsarbete som beräknas vara klart i mars 2018. Inom ramen för harmoniseringsarbetet förs bl.a. en diskussion om huruvida investeringar i rent kol fortsatt ska vara godkänd för finansiering via gröna obligationer.

Övriga riktlinjer baserade på PBoC:s regelverk och GFC:s taxonomi

Riktlinjer för icke-finansiella företag att emittera gröna obligationer på *interbank*-marknaden har lanserats av National Association of Financial Market Institutional Investors (NAFMII) den 22 mars 2017.³⁸ Generellt verkar riktlinjerna ha tagits fram med inspiration av PBoC:s regelverk och de hänvisar till samma taxonomi gällande miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar. Riktlinjerna innehåller t.ex. krav om tredjepartsverifiering och att emissionslikviden ska separeras och öronmärkas. Emittenten ska halvårsvis rapportera om emissionslikvidens användning, till skillnad mot kvartalsvis rapportering i PBoC:s regelverk.

China Securities Regulatory Commission (CSRC) lanserade den 2 mars 2017 ett vägledande dokument riktat till marknadsplatser och andra aktörer om hur de skulle kunna främja marknaden för gröna obligationer. Enligt CSRC ska emissionslikviden endast ska gå till miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar och missbruk i detta avseende är förbjudet. Vidare uppmanar CSRC kapitalförvaltare att investera i gröna obligationer och att index för gröna obligationer utvecklas.

Med anledning av CSRC:s vägledning har Shanghaibörsen och Shenzhenbörsen startat program och tagit fram kriterier för listning av gröna obligationer.³⁹ Båda marknadsplatserna har krav om tredjepartsverifiering och att emissionslikviden ska öronmärkas. Rapportering om emissionslikvidens användning ska ske minst årligen och marknadsplatserna håller på att utveckla riktlinjer för detta. Marknadsplatserna hänvisar till GFC:s taxonomi över vad som är godkända miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar.

NDRC regler för emission av gröna obligationer

Den 13 januari 2016 lanserade National Development & Reform Commission (NDRC) sina riktlinjer för statsägda företag att emittera gröna obligationer.⁴⁰ NDRC har en egen lista över tolv kategorier med godkända hållbara investeringar, vilket kan jämföras med

³⁸ NAFMII, *Guideline for non-financial enterprise green note*, 2017.

³⁹ Announcement no 13 [2016] by Shanghai Stock Exchange den 16 mars 2016 och Announcement no 206 [2016] by Shenzhen Stock Exchange den 22 april 2016.

⁴⁰ NDRC no. 3504.

GFC:s lista över sex kategorier. Det är emellertid metoden för att redovisa kategorierna som skapar största delen av skillnaden. PBOC arbetar med fler underkategorier vilket inte NDRC gör. Emellertid innebär faktumet att det finns två olika taxonomier över godkänt miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar att definitionen av gröna obligationer i Kina i skrivande stund är något fragmenterad. Problemet har uppmärksammats och NDRC arbetar för närvarande med att se över sin taxonomi i syfte att skapa en större jämförbarhet med GFC:s taxonomi. Deras arbete beräknas vara klart i mars 2018. Det är oklart om de även arbetar med att revidera övriga delar av sitt ramverk som inte överensstämmer med PBOC:s regelverk. Skillnaderna mellan regelverken/riktlinjerna diskuteras mer utförligt nedan.

En betydlig skillnad ligger i att NDRC tillåter att upp till 50 procent av emissionslikviden får användas för att betala banklån eller användas till att finansiera den generella verksamheten. Detta är inte förenligt med varken PBOC:s regelverk eller internationella standarder. PBOC och övriga aktörer på den kinesiska marknaden har som krav att emissionslikviden ska gå uteslutande till miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar. Detta är också ett krav internationellt.

NDRC har inte heller några riktlinjer för förvaltning av emissionslikviden eller krav på rapportering. Det finns inte heller krav på tredjepartsverifiering.

Utredningens bedömning är att NDRC:s riktlinjer i skrivande stund står ganska långt ifrån de internationella standarderna samt de övriga kinesiska regelverken och riktlinjerna. Det skapar en fragmenterad marknad med alla problem det för med sig. Med anledning av att det pågår ett arbete med att skapa mer överensstämmelse mellan de olika riktlinjerna i Kina kommer förhoppningsvis NDRC:s riktlinjer att skärpas på flera punkter framöver.

Utvärdering av det kinesiska regelverket

Utredningen bedömer att PBOC:s regelverk med tillhörande taxonomi är det som ligger närmast internationella standarder trots att det finns skillnader gällande definitionen av miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar.

Förutom krav på miljö- och klimatmässig hållbarhet ställer det kinesiska regelverket (PBoC regelverk) krav på emittentens finansiella status. Emittenten måste t.ex. ha gjort en vinst de senaste åren, undantaget utvecklingsbanker. På denna punkt skiljer sig det kinesiska regelverket från de internationella standarderna som i huvudsak fokuserar på det gröna obligationerna och lämnar det till marknaden att utvärdera emittentens finansiella status. Detta skapar kanske en mer högkvalitativ marknad med endast stabila företag, samtidigt skapar det eventuella barriärer för att emittenter med högre kreditrisk ska ha möjlighet att emittera gröna obligationer. Nya innovativa företag som kanske inte ännu gör vinst skulle stängas ute från marknaden med sådan reglering.

Att i ett regelverk ställa krav på emittentens finansiella status kan te sig något märkligt ur ett västerländskt perspektiv. En sådan faktor skulle med högsta sannolikhet lämnats till marknaden för utvärdering. Nu är det så att PBoC reglering endast gäller finansiella institut och det är kanske inte är bland dem som man främst hittar innovativa företag, i den meningen att företagen byggs upp kring nya innovativa lösningar på omställningen till en miljö- och klimatmässigt hållbar ekonomi.

Centralt har PBoC inte infört några ekonomiska incitament för emission av gröna obligationer, men åtgärder som lägre ränta när gröna obligationer används som säkerhet vid lån från centralbanken diskuteras. Även möjligheten att tillåta gröna obligationer med lägre kreditvärdighet som säkerhet vid centralbankslån diskuteras. Däremot prioriteras ansökningar om att få emittera gröna obligationer och dessa hanteras snabbare än ansökningar om att emittera traditionella obligationer. Utredningen har fått uppgift om att det i Kina är en relativt utdragen process att emittera obligationer.

Även om inga centrala incitament har lanserats uppmuntrar PBoC i sitt regelverk lokala myndigheter att gynna gröna obligationer. Så har också skett i regionerna Guangdong, Shenzhen och Shanghai. Dessa har infört vissa incitament i form av räntesubventioner, garantier, skattelättnader och subventionerade avgifter för tredjepartsverifiering av gröna obligationer.

Kina har i högre grad börjat begränsa lokala myndigheters möjlighet att belåna sig. Att emissioner av gröna obligationer då prioriteras skapar incitament att emittera just sådana. När finansieringsmöjligheten stryps på annat håll kan samtidigt incitament

skapas att ta med så mycket som möjligt i finansieringen via gröna obligationer. Enligt uppgift till utredningen finns det därför en risk att tveksamt hållbara projekt och tillgångar skulle kunna finansieras via vissa av de kinesiska gröna obligationerna. Det finns emellertid ingen rapportering som bekräftar detta.

Som det ser ut nu är regelverk, riktlinjer och definition av gröna obligationer i Kina fragmenterade. Det är främst NDRC:s riktlinjer och tillhörande taxonomi som inte är i linje med övriga aktörers riktlinjer och GFC:s taxonomi. Det pågår emellertid ett arbete i NDRC att skapa större överensstämmelse mellan deras och GFC:s taxonomi. Eventuellt kommer även skillnader i riktlinjer att reduceras. Arbetet med att revidera taxonomin beräknas som nämnts vara klart i mars 2018.

Förutom skillnaden i riktlinjer skiljer sig de kinesiska definitionerna på vad som är miljö- och klimatmässigt hållbart från internationella standarder, bl.a. tillåts investeringar i anläggningar för fossilt bränsle som kolkraftverk. Kinas taxonomi är emellertid anpassad för lokala förhållanden där luftföroreningar är ett stort problem. Meningen är att definitionen på vad som är miljö- och klimatmässigt hållbart kontinuerligt ska ses över och hållas uppdaterad i linje med utvecklingen på området. Troligtvis kommer definitionerna skärpas över tid och det internationella samarbetet mellan PBoC och EIB gällande gröna obligationer, som behandlas i nästföljande avsnitt, kan fungera som en katalysator för detta.

5.9.2 Samarbete mellan EU och Kina gällande taxonomi över hållbara investeringar

Bedömning: Det internationella samarbete som EU och Kina initierat om definitionen av miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar, godkända att finansieras bl.a. via gröna obligationer, bedöms ha potential att främja den globala marknaden. Det visar på att det finns ett positivt momentum i frågan och att utvecklingen fortgår.

Under Kinas ordförandeskap i G20 tillsattes en arbetsgrupp (G20 Green Finance Study Group, GFSH) med uppdrag att identifiera barriärer och ta fram förslag på hur det finansiella systemet kan

hjälpa till att allokera privat kapital till miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar. GFSH:s rapport⁴¹ lanserades i samband med G20-mötet i Hangzhou den 4 till 5 september 2016. Ett av förslagen är att främja internationellt samarbete för att möjliggöra gränsöverskridande investeringar i gröna obligationer. G20-ledarna välkomnade rapporten i sin möteskommuniké och fastslog att ansträngning borde läggas på att följa åtgärdsförlagen.

EIB och GFC initierar ett samarbete om gemensamma definitioner

Som ett led i G20-gruppens uppmaning har EIB och GFC (China's Green Finance Committee) startat ett samarbete med syfte att ta fram en gemensam taxonomi över miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar. En gemensam taxonomi som skulle kunna användas oberoende av övriga nationella bestämmelser och främja gränsöverskridande investeringar. Samarbetet har mynnat ut i en första gemensam rapport som lanserades den 11 november 2017 i samband med FN:s klimatmöte COP23 i Bonn.⁴²

Närmare om EIB och GFC:s gemensamma rapport

De taxonomier och kriterier som kartlagts är den taxonomi GFC lanserade i samband med att PBoC lanserade sitt regelverk för gröna obligationer i Kina⁴³, EIB:s lista över investeringar godkända att finansieras med deras gröna obligationer⁴⁴, EIB:s lista över investeringar godkända för deras s.k. Climate Action-lån⁴⁵, och utvecklingsbankernas gemensamma principer för hållbara investeringar⁴⁶.

⁴¹ G20 Green Finance Study Group (2016), *G20 Green Finance Synthesis Report*, 5 september 2016.

⁴² EIB & GFC (2017), *The need for a common language in Green Finance: Towards a standard-neutral taxonomy for the environmental use of proceeds*, 11 november 2017.

⁴³ China's Green Bond Endorsed Project Catalogue 2015.

⁴⁴ CAB Project eligibility criteria, <http://www.eib.org/attachments/fi/cab-statement-2016.pdf>, tillgänglig den 11 december 2017.

⁴⁵ Climate Action Lending - Eligibility List, http://www.eib.org/attachments/strategies/eib_climate_strategy_en.pdf, tillgänglig den 11 december 2017.

⁴⁶ MDB-IDFC's *Common Principles for Climate Mitigation Finance Tracking*, http://www.eib.org/attachments/documents/mdb_idfc_mitigation_common_principles_en.pdf, tillgänglig den 11 december 2017.

I detta första skede har taxonomier kartlagts och jämförts utifrån investeringar som syftar till att reducera utsläpp av växthusgaser. På så sätt har grunden lagts för vidare arbete med miljö-kategorier och att ta fram en uppsättning gemensamma hållbarhetskriterier. På många punkter överensstämmer taxonomierna. På kortare sikt finns det därför en möjlighet att redigera och omformulera befintliga taxonomier så att kategorierna överensstämmer i möjligaste mån.

Skillnader finns emellertid. De kanske mest tydliga är att investeringar i syfte att effektivisera kolkraftverk är tillåtna enligt den kinesiska och utvecklingsbankernas taxonomier. Sådana investeringar är inte tillåtna enligt EIB:s standard. Däremot tillåts investeringar i kärnkraft enligt EIB:s lista för hållbarhetslån⁴⁷ och vilket inte är tillåtet enligt de andras taxonomier.

Slutsatser

Slutsatsen i rapporten är att det finns lokala förhållanden som motiverar avvikelser, men för att kunna utvärdera och jämföra investeringar krävs det någon form av gemensam klassificering. En gemensam taxonomi hade kunnat gynnat gränsöverskridande investeringar mellan EU och Kina. I närtid är det emellertid inte troligt att skillnaderna i standarder och terminologi kommer att försvinna.

Ett av förslagen i rapporten är därför att tillsätta en dedikerad arbetsgrupp för att:

- Fortsätta arbetet med fokus på likheter genom att redigera och omformulera befintliga kategorier så att de överensstämmer i möjligaste mån.
- Nå konsensus kring indikatorer för att mäta investeringars miljö- och klimatprestanda.
- Utöka analysen att även omfatta kategorier utanför klimatområdet.

⁴⁷ Investeringar i kärnkraft är däremot inte tillåtet enligt EIB:s lista över investeringar godkända att finansieras med deras gröna obligationer.

- Identifiera de delar där de internationella och den kinesiska standarden överlappar och på så sätt skapa en grund för att enklare emittera kinesiska gröna obligationer internationellt och samtidigt förenkla för utländska emittenter att emittera gröna obligationer på den kinesiska marknaden.

Den dedikerade arbetsgruppen föreslås bestå av GFC, EIB, andra internationella finansiella institutioner och externa granskare samt experter från EU-kommissionen och Kinas nationella utvecklings- och reformkommission.

5.9.3 Indien

Securities and Exchange Board of India (SEBI) publicerade den 3 december 2015 ett förslag till krav för emission och listning av gröna obligationer på den indiska marknaden. Efter en kort remisstid antogs kraven i januari 2016. Den 30 maj 2017 reviderades kraven främst gällande informationskravet inför emission av gröna obligationer.⁴⁸ Vid revideringen ändrades lydelsen gröna obligationer till gröna skuldinstrument. Kraven benämns inte som en reglering utan verkar snarare vara en form av formella krav kopplade till de generella reglerna för emission av obligationer. Därför benämns de som just krav och inte regler här. Dokumentet vilket innefattar kraven kallas för cirkulär. SEBI fungerar både som lagstiftande organ och tillsynsmyndighet gällande kapitalmarknaderna i Indien.

SEBI ser gröna obligationer som ett verktyg till omställningen till en hållbar ekonomi. I Indiens *Intended Nationally Determined Contribution* (INDC) till Parisavtalet uppskattas investeringsbehovet i landet till 2 500 miljarder dollar till år 2030. I syfte att finansiera investeringar i förnybar energi nämns förslag som om att skattebefria någon form av infrastrukturobligationer för drygt 800 miljoner dollar. Till detta förslag görs ingen direkt koppling till gröna obligationer.

Vidare har Indien ett mål om att installera förnybar energi med en kapacitet på 175 gigawatt till år 2022. Denna investering för-

⁴⁸ CIR/IMD/DF/51/2017.

väntas uppgå till 264 miljoner dollar, det är oklart om summan är en del i investeringsmålet till år 2030. I samband med detta mål diskuteras möjligheten till att sänka kapitalkostnaden för gröna obligationer i syfte att främja privata investeringar i förnybar energi. Några ekonomiska incitament ha emellertid ännu inte lanserats.

Syftet med kraven är att skapa en definition av gröna obligationer och på så sätt minska osäkerheten på marknaden.

Närmare om kraven

Kraven är i princip en kodifiering av GBP. Vissa bitar har gjorts om till krav och vissa bitar har lämnats frivilliga. Fokus i arbetet har lagts på att kraven ska överensstämma med internationell standard för att locka utländska investerare.

Definition av ett grönt skuldinstrument

Enligt kraven definieras ett grönt skuldinstrument som ett sådant vars emissionslikvid investeras i projekt eller tillgångar som faller under någon av följande åtta kategorier: förnybar energi (vind, sol, bioenergi etc.), rena transporter (kollektivtrafik), hållbar vattenhantering (rening, dricksvatten, återanvändning etc.), anpassning till klimatförändring, energieffektivisering (inkl. gröna byggnader), hållbar avfallshantering (återvinning, energiproduktion etc.), hållbar markanvändning (hållbart skogsbruk, beskogning, hållbart jordbruk etc.) och bevarandet av biodiversitet.

Mer detaljerat än så är inte de miljö- och klimatomfattiga hållbarhetskriterierna. Kriterierna är i linje med GBP⁴⁹ och SEBI förbehåller sig rätten att ändra listan. Detta tillvägagångssätt skiljer sig mot Kinas som har en detaljerad taxonomi över godkända investeringar. Det framgår inte explicit men troligtvis är det SEBI som kommer agera tillsynsmyndighet och från fall till fall avgöra om de gröna obligationerna uppfyller hållbarhetskraven.

Det finns inte heller någon lista på icke-tillåtna investeringar. Det framgår därmed inte om t.ex. investeringar i energieffekti-

⁴⁹ Listan överensstämmer med GBP 2015. I GBP 2017 lades kategorier till som innan ingick i andra kategorier, t.ex. gröna byggnader blev en egen kategori.

visering av kraftanläggningar som drivs av fossilt bränsle är tillåtna. Någon sådan exkludering återfinns emellertid inte heller i GBP men det har blivit praxis att explicit exkludera sådana.

Noterbart är att SEBI genomgående hänvisar till att både projekt och tillgångar kan finansieras via de gröna skuldinstrumenten. I GBP nämns endast projekt vilket kan anses vara lite olyckligt även om det inte spelat någon roll i praktiken, se avsnitt 5.2.2.

Krav på information

Detta handlar om vilken information emittenten måste tillhandahålla i prospekt och annat informationsmaterial kopplat till emissionen.

- Emittenten ska tillhandahålla information om obligationens miljö- och klimtmässiga syfte.
- Det ska finnas en kortfattad beskrivning av processen för att välja ut godkända hållbara projekt.
- Emittenten ska redogöra för hur emissionslikviden ska spåras.
- Det ska finnas en beskrivning av vad för projekt och tillgångar emissionslikviden avser investeras i och om det handlar om nya projekt eller refinansiering.
- Om emittenten valt att anlita en oberoende tredje part för utvärdering eller certifiering så ska den informationen tillhandahållas.

Dessa krav är i linje med GBP. Att anlita en oberoende tredje part för att utvärdera de gröna skuldinstrumenten är frivilligt. Emellertid är det något de flesta emittenter väljer att göra. SEBI framhåller i arbetsmaterialet inför framtagandet av kraven att de valt att låta oberoende granskning vara frivilligt just eftersom det är frivilligt i GBP.

Rapporteringskrav

Emittenten ska i samband med sin årliga och halvårsvisa rapportering informera om emissionslikvidens användning och hur oanvända medel placerats. Förvaltningen av emissionslikviden ska

verifieras av en extern revisor. Verifiering av emissionslikvidens användning uppmuntras i GBP, däremot har de flesta emittenter fram tills relativt nyligen valt att inte följa denna uppmuntran. I detta fall har SEBI valt att gå utöver GBP och infört ett krav på verifiering.

Den årliga rapporteringen ska innehålla en lista över vilka projekt och tillgångar som finansierats via de gröna skuldinstrumenten samt en kort beskrivning av vart och ett. Om det föreligger sekretessskäl ska i alla fall kategorin listas under vilket projektet eller tillgångarna faller.

Till den årliga rapporteringen ska det även finnas kvalitativa, och om möjligt kvantitativa, indikatorer på investeringarnas miljö- och klimatmässiga prestanda. Det ska framgå vilka indikatorer som används och vilka antaganden som gjorts. Om kvantitativa indikatorer ej kan användas ska det finnas en förklaring till varför.

Övriga krav

Emissionslikviden får endast investeras i de projekt och tillgångar som emittenten redogjort för inför emission. En emittent av gröna skuldinstrument ska ha rutiner och processer på plats för att ständigt utvärdera om projekten och tillgångarna möter de hållbarhetskriterier som ställts upp för miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar godkända att finansieras via emittentens gröns skuldinstrument. Emittenten ska därmed säkerställa att de gröna skuldinstrumenten endast finansierar godkända projekt.

Om emittenten väljer att följa någon internationellt accepterad standard med vissa krav på information ska samma information ingå i emittentens emissionsmaterial och om tillämpligt i rapporteringen ex-post. Detta krav handlar om att emittenten väljer en internationell standard som har krav som går utöver de indiska nationella kraven så ska de internationella kraven gälla. Därmed är de indiska kraven minimikrav om vad som ska uppfyllas för att ett skuldinstrument ska kunna definieras som ett grönt sådant.

Utvärdering av kraven

Indien har haft som utgångspunkt att lägga sina krav nära de internationella standarderna, specifikt GBP. Det finns inga detaljerade krav på vad som anses miljö- och klimatmässigt hållbart utan detta lämnas åt marknaden. Indien har därmed gått en något annan väg än Kina som tagit fram ett mer detaljerat regelverk med tillhörande taxonomi över godkända miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar. Eftersom Indien har en tillsynsmyndighet är inte heller marknadskraven fragmenterade på det sätt som de är i Kina.

Argumentet för att kodifiera redan befintlig marknadsstandard är att minska osäkerheten för marknadsaktörer, skapa legitimitet åt marknaden samt ge tillsynsmyndigheten en möjlighet att ingripa ifall de skulle upptäcka oegentligheter. Att gå efter internationell marknadsstandard underlättar dessutom för investerare från tredjeland att finansiera miljö- och klimatmässigt hållbara projekt i Indien.

Indien har ett investeringsbehov på 2 500 miljarder dollar till år 2030 och det finns i utvecklingsmaterialet diskussion kring att göra det billigare att finansiera sig via gröna obligationer i syfte att främja miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar. Indien har inte infört några ekonomiska incitament men eftersom diskussionen förs är det möjligt att sådana implementeras i framtiden.

Utredningen anser att de indiska kraven är välbalanserade och ser det som en fördel att de haft som utgångspunkt att harmonisera med internationell marknadsstandard. Det verkar inte som att de indiska myndigheterna identifierat något marknadsmisslyckande och lämnar med sina krav ändå mycket åt marknaden att själva hantera som t.ex. utvärderingen av investeringarnas miljö- och klimatmässiga hållbarhet. Med krav på plats finns det emellertid en möjlighet för tillsynsmyndigheterna att ingripa.

Skillnaden mot internationell standard ligger i att Indien ställer krav på rapportering och verifiering av obligationslikvidens förvaltning, vilket är frivilliga rekommendationer i GBP. Kraven är i princip identiska med vad som rekommenderas i GBP. I regel rapporterar redan alla emittenter ex-post om obligationslikvidens användning. I detta avseende cementerar de indiska kraven redan befintlig marknadspraxis och reducerar eventuell osäkerhet om vad som förväntas. Verifiering av obligationslikvidens förvaltning är inte lika vanligt men fler emittenter har börjat med det på senare tid. Ut-

redningen ser det som sunt att ställa krav på just verifiering av emissionslikvidens användning och att emittenten följer de åtaganden som gjorts i prospekt och övrigt emissionsmaterial. Indiska staten väljer alltså att inte gå in och diktera vad som är hållbart utan lägger endast krav på att emittenten får verifierat att den håller sig till sina investeringsåtaganden.

5.10 Särskilt om information till investerare

Förslag: Vid anpassningen till EU:s nya prospektförordning ska ett krav på sådan miljöinformation som relaterar till en grön obligation inkluderas i regleringen av nyckelinformationens innehåll i lagen om handel med finansiella instrument.

Bedömning: Det föreligger inget behov av lagstiftningsåtgärder när det gäller förköpsinformation till investerare. Det följer redan av gällande rätt och kompletteras med vad som krävs enligt branschpraxis i GBP när det gäller information till investerare. Det behövs inte heller någon ytterligare lagregel angående återrapportering eller annan efterköpsinformation eftersom även ett sådant krav följer av branschpraxis och ramverken för gröna obligationer. Under de närmaste två åren kommer dessutom ett antal informationsregler i EU:s rättsakter att genomföras och anpassas till i svensk rätt. Även nationella regler utarbetas under samma tidsrymd. De regler som gäller för investerarens rätt till information bedöms vara ändamålsenliga och tillfyllest även avseende gröna obligationer. Några ytterligare informationsregler, utöver tillägget till prospektreglerna, bedöms därför inte vara nödvändiga med anledning av de främjandeförslag som utredningen lägger fram.

Utredningen har i uppdrag enligt kommittédirektiven att analysera och vid behov lämna förslag på vilken information som investerare behöver för att fatta välgrundade investeringsbeslut. Om det bedöms nödvändigt får kompletteringar av regelverken som behandlar sådan information läggas fram. En genomgång av befintliga och kommande informationsregler på området som säkerställer investerarens rätt till information är därmed nödvändig.

Det gäller i första hand lagen om handel med finansiella instrument som innehåller kraven för prospekt. Den lagen kommer att väsentligt omarbetas med anledning av anpassning till EU:s prospektförordning som trädde i kraft den 20 juli 2017 med tillämpning till största delen från den 21 juli 2019.

Den nya EU-förordningen innehåller en tämligen detaljerad reglering av emissionsförfarandet med kraven för upprättande, godkännande och spridning av prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på reglerad marknad. Reglerna kommer att medföra, vad gäller informationsplikten, ett utvidgat ansvar för emittenten för investeringens nyckeltal och information om riskfaktorer, jämte en möjlighet för medlemsländerna att införa andra informationskrav under förutsättning att bördan hålls proportionerlig och nödvändig relaterat till erbjudandet om investering. Det nämns särskilt att miljömässiga, sociala eller styrningsrelaterade omständigheter (ESG) kan utgöra sådana specifika och väsentliga risker för emittenten och värdepappret att information om faktorerna kan bedömas nödvändig och ska lämnas (skäl 54). Den anpassning till de nya prospektreglerna som måste ske i svensk rätt medför att något särskilt lagstiftningsbehov i den här delen egentligen inte föreligger med anledning av de främjandeåtgärder som utredningen lagt fram. Kraven på nyckelinformation kan sägas redan omfatta alla väsentliga element av en investering, t.ex. om den är grön eller inte.

Däremot kan det finnas ett signalvärde i att inkludera krav på miljörelaterad information (E i ESG) i den svenska lagen när en sådan faktor är bärande för investeringen, som t.ex. är fallet vid gröna obligationer. Överfört till marknaden för gröna obligationer skulle en sådan reglering kunna innebära en viss kodifiering av rådande marknadspraxis att lämna utvärdering från oberoende extern granskning tillsammans med erbjudandet om investering varför några direkt tillkommande kostnader inte synes bli aktuella. Utredningen föreslår att Sverige använder möjligheten till en nationell regel om miljöinformation i prospekt. Med hänvisning till den kommande omarbetningen av LHF som blir nödvändig vid anpassningen lägger inte utredningen fram något uttryckligt lagförslag utan överläter till den fortsatta beredningen att utforma informationsregeln i aktuellt lagrum som kommer att reglera prospektets innehåll.

En annan central reglering återfinns i VPL som också innehåller informationsregler inom ramen för investerarskyddet. Kravet på information överensstämmer med prospektkraven: investeraren ska kunna fatta ett välgrundat beslut om investeringen. Genomförandet av MiFID II kompletterar VPL med regler som bl.a. innebär att kunder och presumtiva kunder ska tillhandahållas lämplig information om värdepappersföretaget och dess tjänster, finansiella instrument och föreslagna placeringsstrategier, utförandeplatser samt kostnader och tillhörande avgifter. Det krävs vidare bl.a. att informationen ska tillhandahållas i begriplig form så att kunder eller presumtiva kunder har rimlig möjlighet att förstå arten av en investeringstjänst och de finansiella instrument som erbjuds liksom den risk som är förknippad med tjänsten eller instrumentet, så att de därigenom är väl informerade inför ett investeringsbeslut. Information ska tillhandahållas i god tid. Beträffande finansiella instrument och föreslagna placeringsstrategier gäller att den information som lämnas bör innefatta lämplig vägledning och varningar rörande de risker som dessa är förknippade med, jämte ett krav på att ange om ett finansiellt instrument är avsett för professionella eller icke-professionella kunder, varvid den målgrupp som fastställts i processen för produktgodkännandet ska beaktas. När det gäller information om kostnader och avgifter ska ett värdepappersföretag informera kunder och presumtiva kunder om alla kostnader och tillhörande avgifter. Informationen ska innehålla information om kostnader och avgifter avseende både investeringstjänster och sidotjänster, inbegripet information om kostnader för rådgivning, det finansiella instrument som rekommenderas eller marknadsförs till kunden och hur kunden får betala för det. Uppgifter om betalningar från tredjepart ska inkluderas. Reglerna kompletteras av detaljerade föreskrifter i den delegerade förordningen till MiFID II (se bl.a. artiklarna 44–51).⁵⁰

Det kan noteras att marknadsföringslagen gäller parallellt. Marknadsinformationen får inte vara vilseledande, något som det kan bli fråga om vid t.ex. *greenwashing*.

⁵⁰ Se vidare prop. 2016/17:162 Nya regler om marknader för finansiella instrument (MiFID II och MiFIR).

I övrigt har ett antal andra regleringsinitiativ tagits när det gäller information om hållbarhet och finansiella instrument och fler är under genomförande.

Ett exempel är kravet på hållbarhetsrapportering enligt EU:s redovisningsdirektiv som inarbetats i ÅRL och får effekt under 2018. Ett annat är EU:s förordning nr 1286/2014 om faktablad för paketerade och försäkringsbaserade investeringsprodukter för icke-professionella investerare (Priips). Den regleringen ska harmoniera med de nya reglerna om prospekt för att undvika dubblerade krav på information. Av intresse här är att Priips innehåller ett särskilt krav om att ESG-faktorer ska redovisas i faktabladet (Art. 8.3.c.ii). Det ska dock noteras att Priips i undantagsfall träffar obligationsmarknaden, t.ex. statsobligationer är uttalat undantagna från tillämpningsområdet (skäl 7). Priip-förordningen och den svenska lagen för anpassning ska börja tillämpas från den 1 januari 2018.

Nationellt har informationsregler arbetats fram vad gäller hållbarhetsinformation i lagen (2004:46) om värdepappersfonder och lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. En proposition lämnades till riksdagen den 21 september 2017 och reglerna är avsedda att träda i kraft den 1 januari 2018. Kraven innebär att fondbolag, förvaltningsbolag och AIF-förvaltare, för varje värdepappersfond som bolaget förvaltar respektive varje alternativ investeringsfond som förvaltaren marknadsför till icke-professionella investerare, ska lämna den information som behövs för förståelsen av fondens förvaltning med avseende på hållbarhet, däribland i frågor som rör miljö, sociala förhållanden, personal, respekt för mänskliga rättigheter och motverkande av korruption (*Global Compact*). Kravet syftar till att underlätta för investerare att bedöma vilka hållbarhetsaspekter som beaktas vid fondförvaltningen. Om en fondförvaltare inte alls beaktar hållbarhetsaspekter, ska förvaltaren i stället informera om detta. I samma proposition föreslås även en ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) som innebär att informationskravet avseende hållbarhetsaspekter blir tillämpligt även för de fonder i premiepensions-systemet som Sjunde AP-fonden förvaltar.

Ytterligare ett nationellt lagstiftningsinitiativ är lagförslaget om obligatorisk information om hållbarhetsarbete för Första-Fjärde AP-fonderna. Reformen som föreslås innebär ett redovisningskrav av hållbarhetsarbete i syfte att främja ansvarsfulla investeringar och

ansvarsfullt ägande. En promemoria remitterades t.o.m. oktober 2017 och beredning pågår f.n. i regeringskansliet.

Sammantaget innebär redan gällande jämte kommande föreskrifter om information att behovet av kompletterande regler om information om gröna obligationer bedöms vara mycket litet. Regelverket kompletteras dessutom redan i dag av väl utvecklad och fungerande branschpraxis genom de riktlinjer och principer som antagits av främst GBP och CBI.

Det kan således konstateras att det inte föreligger något lagstiftningsbehov angående förköpsinformation. Det åligger emittenten att ta fram information som gör det möjligt för investeraren att fatta ett välgrundat beslut om investeringen. I typfallet bör därför informationen innehålla upplysningar om användningen av upplånade medel som emittenten åtar sig enligt ramverken. Det framgår av den branschpraxis och de krav som utvecklats inom ramen för t.ex. GBP. Emittenten tar fram ett andrahandsutlåtande över det projekt man vill få finansierat.

När det gäller efterköpsinformation blir slutsatsen likalydande. De krav som ställs på återrapporering fyller de informationsbehov som en investerare kan ha. Återrapporering är unik för gröna obligationer och särskilt utvecklad med anledning av instrumentets egenskap att främja hållbar utveckling.

Som angivits ovan arbetar fler organ, t.ex. ISO, EBC och EU-kommissionen, med att ta fram ytterligare riktlinjer, definitioner och dylikt för just gröna obligationer inom den närmaste tiden. Utredningens slutsats är därmed att det, mot bakgrund av utredningens förslag och utöver det föreslagna nationella tillägget till prospektreglerna, inte föreligger något behov av särskilda regler i Sverige om information till investerare avseende gröna obligationer.

6 Främjandeåtgärder

Utredningens främsta uppdrag är att analysera och lämna förslag på vilka sätt marknaden för gröna obligationer kan främjas. Ett främjande kan innebära många saker, men i belysningen att nå en hållbar finansmarknad innebär detta bl.a. att öka antalet emittenter, liksom antalet emissioner, att bredda investerarkollektivet, att utöka marknaden och marknadsplatserna, att öka effektiviteten på marknaden och sänka transaktionskostnaderna, att säkra kvalitén på gröna projekt och att säkerställa gröna effekter av de investeringar som görs.

Risken finns vid ett ensidigt främjande av antalet emissioner att det gröna inslaget urholkas, att det går inflation i beteckningen ”grön” obligation (eng. *greenwash*). En sådan utveckling främjar inte en hållbar finansmarknad. Samtidigt som intentionen måste vara att öka antalet investeringstillfällen måste alltså det ”gröna” säkerställas. Å andra sidan visar de intervjuer som utredningen genomfört att det finns en utbredd uppfattning om att det föreligger ett merarbete, en extra kostnad, i att emittera ”grönt” och att obligationer därför emitteras traditionellt utan ytterligare överväganden.

I kapitlet redogörs först för hinder mot utvecklingen, och de utmaningar för marknaden som det pekats på i ett antal internationella rapporter. Därefter presenteras de främjandeområden och förslag på åtgärder som identifierats med särskilt fokus på den svenska obligationsmarknaden.

6.1 Transparens och hållbarhet

Gröna obligationer kräver en högre nivå av transparens för att investeraren ska kunna utvärdera och verifiera emittentens utfästelse om att anskaffat kapital ska investeras i hållbara projekt. Enligt

GBP bör det i obligationens dokumentation framgå vad anskaffat kapital ska investeras i. Investeringarna bör dessutom bidra till signifikanta förbättringar gällande klimat och miljö. Emittenten ska även utvärdera och om möjligt kvantifiera investeringarnas förväntade klimatpåverkan innan emission. Dessa kriterier är det som primärt definierar en grön obligation och skiljer dem från traditionella obligationer.

Vid emission av gröna obligationer åtar sig emittenten att investera anskaffat kapital miljö- och klimatomfattigt hållbart. Efter emission av gröna obligationer behövs det uppföljande rapportering för att säkerställa att emittenten verkligen uppfyller sina åtaganden om att investera hållbart. Praxis på marknaden är att emittenten årligen rapporterar om vad anskaffat kapital används till. Denna praxis återfinns i de frivilliga standarder vilka beskrivs mer i detalj i 5 kap.

Inför en emission av gröna obligationer identifierar emittenten de hållbara tillgångar och projekt i verksamheten som kan finansieras via de gröna obligationerna. Emittenten kan via gröna obligationer med högre krav på transparens därmed skaffa sig finansiering från investerare med ett hållbarhetsmandat. Investerare med ett hållbarhetsmandat får i sin tur möjlighet att investera i endast de hållbara tillgångarna hos emittenter de inte annars skulle kunnat investera i. Det skapar fler alternativ till att investera hållbart och bidrar till möjligheten att diversifiera portföljer med hållbara värdepapper. Att de hållbara obligationerna märks som gröna underlättar för investerare att hitta hållbara investeringsalternativ.

Just uppdelningen mellan hållbara och icke hållbara tillgångar är viktig då det ger investeraren en valmöjlighet att investera hållbart. Det är också därför vissa emittenter som anses helt hållbara i dag, s.k. *pure-play*, inte emitterar gröna obligationer. Det handlar t.ex. om tillverkare av vindkraftverk eller elbilar. Hela deras verksamhet bedöms vara hållbar och är de transparenta behöver de inte separera och tydliggöra sina hållbara tillgångar med gröna obligationer. Investerare med ett hållbarhetsmandat kan investera i de helt hållbara emittenternas obligationer i vilket fall som helst. Detta visar på vilken vikt gröna obligationer och det högre kravet på transparens har i att möjliggöra en marknadsdriven omställning till en hållbar ekonomi. Gröna obligationer ger investeraren ett val att endast investera i de hållbara tillgångarna. Om tillräckligt stora kapitalflöden riktas om mot att finansiera endast de hållbara tillgångarna på bekostnad av

de icke hållbara kommer en omställning i realekonomin att ske. Enligt utredaren borde målet vara att alla obligationer ska vara gröna. När detta är uppnått är alla tillgångar, projekt och verksamheter som finansierats via obligationer, finansierade med obligationer som är miljö- och klimatmässigt hållbara. Gröna obligationer skulle då ha uppfyllt sitt syfte.

6.2 Varför investeras i gröna obligationer?

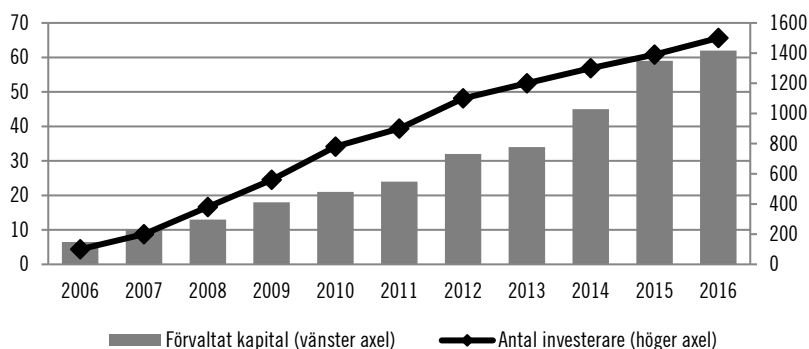
Intresset för miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar ökar

Med ökad rapportering om klimatpåverkan och utnyttjandet av jordens resurser har intresset för att investera i miljö- och klimatmässigt hållbara tillgångar ökat. Klimatriskerna blev än mer konkreta i.o.m. överenskommelsen av Parisavtalet. Enligt Parisavtalet ska nettonollutsläpp av växthusgaser uppnås under seklets andra hälft. Om inte revolutionerande ny teknik inom lagring av växthusgaser tas fram innebär det att stora delar av dagens verksamhet i ekonomin per definition inte kan existera så tidigt som om 30 år. Att ta hänsyn till klimatrisker och investera hållbart har därför blivit allt mer aktuellt. Finansmarknadernas roll i omställningen till en hållbar ekonomi lyfts bl.a. i Parisavtalet (se 7 kap. för en mer detaljerad beskrivning).

Det tilltagande intresset att investera hållbart syns bl.a. i utvecklingen av antalet kapitalförvaltare som väljer att ansluta sig till FN:s principer för ansvarsfulla investeringar (PRI). Mer än 1 500 förvaltare i över 50 länder hade anslutit sig 2016. Det sammanlagda kapitalet under förvaltning av anslutna investerare uppgick till cirka 62 000 miljarder dollar. Förvaltad kapital utgjorde då cirka 24 procent av de globala finansmarknaderna. PRI lanserades 2006 och i diagrammet nedan visar på initiativets utveckling sett till antalet anslutna kapitalförvaltare och tillgångar under förvaltning.

Figur 6.1 Utvecklingen för PRI i förvaltad kapital och antalet anslutna förvaltare

Tusen miljarder dollar



Källa: PRI.

Syftet med PRI är att hjälpa investerare med att integrera faktorer som miljö, social och styrning (ESG) i sina investeringsbeslut och ägarpraxis. Anslutna förvaltare åtar sig att tillämpa PRI:s sex icke bindande principer för ansvarsfulla investeringar, se 3 kap.

Institutionella investerare generellt har dessutom ett ansvars- tagande (eng. *fiduciary duty*) att se till sina kunders bästa. I detta ansvar ligger bl.a. att ta hänsyn till alla risker, vilket inkluderar klimatrisker. Med ökad medvetenhet om klimatförändringar och de risker det medför har konsumenterna i högre grad börjat efterfråga hållbara investeringsalternativ. I en undersökning svensks åsikter om fonder och sparande uppgav drygt vart fjärde tillfrågad att de valt en fond för att den har en hållbar inriktning.¹ Drygt hälften av de som aktivt valt en fond med hållbar inriktning uppgav att deras motiv varit att åstadkomma en positiv påverkan. Med tilltagande medvetenhet har och kommer kunderna till de institutionella investerarna efterfråga en alltmer hållbar förvaltning av kapitalet.

Gröna obligationer vars emissionslikvid uteslutande går till att finansiera miljö- och klimatomässigt hållbara projekt, i kombination med den högre nivån av transparens som tillåter marknaden att utvärdera hållbarheten, har visat sig uppfylla investerares önskemål

¹ TNS Sifo Prospera på uppdrag av Fondbolagens förening (2016), *Fondspararundersökningen 2016*.

om ett hållbart placeringsalternativ. Gröna obligationer ger därmed investerare en tydlig valmöjlighet att investera hållbart. På så sätt kan tillgångsslaget hjälpa till att tillgodose den efterfrågan på hållbara investeringar som beskrivits ovan. Det förklarar också en förklaring till varför det är så hög efterfrågan på instrumentet och att de som köper gröna obligationer tenderar att hålla dem till förfall.

6.3 Varför emitteras gröna obligationer?

Som beskrivet ovan finns det ett tilltagande intresse för att investera miljö- och klimatmässigt. Bl.a. emitterades Världsbankens första gröna obligation som ett svar på investerares efterfrågan på ett miljö- och klimatmässigt hållbart och transparent tillgångsslag, se kap. 4 för mer information. Vidare har det estimerats att det finns ett investeringsbehov till 2030 i storleksklassen 93 000 miljarder dollar för att möta efterfrågan från samhället och att ställa om till en hållbar ekonomi (se 7 kap. om investeringsbehovet). Gröna obligationer har identifierat som ett tillgångsslag som har potential i att finansiera en del av investeringsbehovet (se 3 kap.) och kan samtidigt tillgodose en del av investerarnas efterfrågan på miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar.

OECD och ytterligare tre organisationer har i en gemensam rapport identifierat hur den gröna obligationsmarknaden kan gynna omställningen till en hållbar ekonomi och skäl till varför de emitteras²:

- *Ge ytterligare en källa till miljö- och klimatmässigt hållbar finansiering:* Obligationer är ett lämpligt tillgångsslag i att täcka en del av investeringsbehovet i miljö- och klimatmässigt hållbara projekt. Det finns en efterfrågan på att införa nya lösningar för finansiering av hållbara projekt som kan attrahera institutionella investerare. Dessa investerare (pensionsfonder, försäkringsföretag, statliga förmögenhetsfonder) förvaltar globalt 100 000 miljarder dollar. Gröna obligationer kan utgöra ett utgöra ännu en finansieringskälla jämte hållbara lån och aktier.

² OECD, ICMA, CBI och GFC (2016), *Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options*.

- *Möjliggöra mer långsiktig finansiering av hållbara projekt skulle minska refinansieringsrisken:* I många länder har bankerna svårt att låna ut på längre tid. De emittenter som endast har tillgång till kortare banklån får en refinansieringsrisk när de ska finansiera hållbara långsiktiga projekt. Om banker och företag emitterade gröna obligationer på medel- till lång frist skulle refinansieringsrisken minska.
- *Förbättra emittenters anseende och tydliggöra deras miljöstrategi:* Emittering av gröna obligationer är ett effektivt sätt att utveckla och genomföra en trovärdig hållbarhetsstrategi som kan kommuniceras till investerare och allmänhet. Emittenternas förbättrande anseende kan användas i marknadsföringssyfte samt skapar incitament för en genomgående mer hållbar affärsverksamhet. En mer väldefinierad hållbarhetsstrategi kan förbättra emittenters riskhanteringsprocess gällande miljö- och klimat.
- *Kostnadsfördelar i den gröna obligationsmarknaden:* För närvarande finns det inte definitivt påvisbara kostnadsfördelar jämfört med traditionella obligationer. Orsaken är en sämre likviditet för gröna obligationer. Om marknaden för gröna obligationer kan attrahera en bredare investerarbas kan likviditeten förbättras. En likvid grön obligationsmarknad resulterar i en bättre prissättning av gröna obligationer, vilket kan främja efterfrågan. Politiska incitament som skattereduktion, räntesubventioner och kreditgarantier kan också bidra till lägre finansieringskostnader för gröna obligationer.
- *Från traditionella till gröna sektorer:* Fördelarna som nämnts ovan kan fungera som incitament för att uppmuntra emittenter i mindre miljövänliga sektorer att emittera gröna obligationer (under förutsättning att de går till gröna projekt) och minska deras miljöpåverkan genom att de investerar i gröna projekt med hjälp av gröna obligationer.
- *Ger långsiktiga ESG investerare nya investeringsmöjligheter:* Det finns en hög efterfrågan på långsiktiga och miljö- och klimatomfattande hållbara investeringar hos pensionsfonder, försäkringsbolag, statliga förmögenhetsfonder och andra institutionella investerare. Dess letar ständigt efter nya finansiella instrument för att uppnå sina investeringsmål. Gröna obligationer kan möta

deras behov och bidra med diversifieringen av deras portföljer. Den gröna märkningen av gröna obligationer hjälper investerare att identifiera hållbara investeringsalternativ på den stora obligationsmarknaden.

6.4 Fördelar och nackdelar med gröna obligationer

Som beskrivet ovan finns det ett tilltagande intresse att investera hållbart. Det finns emellertid inte många tillgångsslag som tillåter hållbara investeringar utan omfattande analysarbete. Att de flesta aktörer som finansierar sig på kapitalmarknaderna inte heller är hundra procentigt hållbara minskar investeringsmöjligheterna ytterligare. Gröna obligationer vars emissionslikvid uteslutande går till att finansiera miljö- och klimatmässigt hållbara projekt, i kombination med den högre nivån av transparens som tillåter marknaden att utvärdera hållbarheten, har visat sig uppfylla investerares önskemål om ett hållbart placeringsalternativ. Gröna obligationer ger därmed investerare en tydlig valmöjlighet att investera hållbart. På så sätt kan tillgångsslaget hjälpa till att tillgodose den efterfrågan på hållbara investeringar som beskrivits ovan. Att även aktörer vars verksamhet ännu inte är hundra procentigt hållbar kan emittera gröna obligationer ökar utbudet och möjliggör bättre diversifiering av hållbara portföljer.

Tillgångsslaget underlättar för investerare att efterleva sina hållbarhetsmandat och att kommunicera kring sitt engagemang i hållbara värdepapper.

Vidare underlättar den gröna märkningen identifiering av tillgångsslaget och reducerar transaktionskostnaderna för att investera hållbart. En annan gynnande faktor är att gröna obligationer fungerar som traditionella obligationer rent tekniskt. Tröskeln att investera i tillgångsslaget är därmed låg och infrastruktur för emission och handel finns redan på plats. Det gör det enkelt för investerare att placera i tillgångsslaget, vilket är en fördel gentemot om det skulle vara ett helt nytt och obeprövat tillgångsslag. Som nämnts erbjuder gröna obligationer en högre nivå av transparens. Investerare får därför bättre insyn i emittentens verksamhet och kan bedöma dess risker.

Dessa egenskaper gör tillgångsslaget attraktivt och som marknaden ser ut i dag emitteras inte tillräckligt med gröna obligationer för att tillgodose efterfrågan. Det visar på det stora intresse som finns för gröna obligationer och att investera hållbart.

I en rapport från OECD och Bloomberg Philanthropies (2015) listas fördelar och nackdelar med gröna obligationer, efter intervjuer med investerare och emittenter. Det kan vara av värde att känna till synpunkterna som återfinns i internationell rapportering för att bättre förstå hur marknaden för gröna obligationer ska kunna främjas.

Tabell 6.1 Fördelar och nackdelar med gröna obligationer ur investerares perspektiv

Fördelar	Nackdelar
Vanligt förekommande synpunkter:	
Investerare kan balansera riskjusterade avkastning med miljöfördelar	Liten och ny marknad med potentiellt sämre likviditet, mindre obligationer
Uppnår ESG krav och gröna investeringsmandater	Bristen på gemensamma standarder kan skapa förvirring och skada ryktet för gröna obligationers om dess integritet ifrågasätts
Ökad transparens gällande emissionslikvidens användning skapar förutsättningar till förbättrad riskbedömning	Begränsat utrymme för rättsliga åtgärder gällande obligationernas hållbarhet
<i>Pure play</i> ³ , projektobligationer och ABS kan användas för att hedga risken i portföljer med utsläppsintensiva tillgångar	Avsaknad av standardisering kan komplicera forskning och analys
UNFCCC erkänner investeringar i gröna obligationer som klimatåtgärder för icke-statliga aktörer	
Mindre vanligt förekommande synpunkter:	
Dialogen med emittenten gällande ESG-frågor i samband med emission av gröna obligationer resulterar i information som tillåter förbättrad kreditvärdering	
Ökad transparens gällande användning emissionskapitalet och rapporteringskrav ger informativa fördelar till investerare i gröna obligationer	
Uppföljning av användning av emissionskapitalet och rapportering leder till förbättrade interna ledningsstrukturer och en positiv feedback som förbättrar kreditkvaliteten hos emittenten	

Källa: OECD och Bloomberg Philanthropies (2015), Green bonds Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition, december 2015.

³ Företag som bedöms som helt igenom hållbara.

Tabell 6.2 Fördelar och nackdelar med gröna obligationer ur emittenters perspektiv

Fördelar	Nackdelar
Vanligt förekommande synpunkter:	
Visar på och implementerar emittentens ställning till ESG-frågor	Fasta och löpande extrakostnader för administration, certifiering, rapportering, validering och övervakning
Star efterfrågan kan leda till överteckning och större emissioner	Ryktetsrisk om den gröna obligationens miljö- och klimatomfattiga hållbarhet ifrågasätts
Ökad diversifiering av emittentens investeringsbas vilket kan reducera pris-svängningar vid skiftande efterfrågan	
Att fler investerare tenderar att hålla obligationerna till förfall kan leda till lägre volatilitet på sekundärmarknaden	
Förbättrar emittentens rykte, dvs. marknadsföring av gröna obligationer kan visa på emittentens åtaganden gällande miljö- och klimatomfattiga investeringar	
Ökad trovärdighet för emittentens hållbarhetsstrategi	
Finns stordriftsfördelar i.o.m. att största delen av kostnaderna går till att sätta upp ett ramverk	
Mindre vanligt förekommande synpunkter:	
Uppföljning emissionskapitalet och rapportering leder till förbättrade interna förvaltningsstrukturer, kommunikation och kunskapsutbyte mellan avdelningarna för projektplanering och finansiering hos emittenten	Finns risk för att investerare söker någon form av ersättning i det fall emittenter bryter mot sitt hållbarhetsåtagande

Källa: OECD och Bloomberg Philanthropies (2015), Green bonds Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition, december 2015

6.5 Hinder för marknaden för gröna obligationer

Ibland framförs åsikten att den gröna obligationsmarknaden behöver injektion för att växa. Faktum är att den redan växer exponentiellt. Sedan emissionen av den första gröna obligationen för snart tio år sedan har marknaden för dessa obligationer i dag ett utestående värde på närmare 300 miljarder dollar.

Detta till trots finns en rad utmaningar och problem. Utan att göra listan komplett kan utredningen peka ut en handfull områden som måste adresseras för att den gröna obligationsmarknaden ska

få en än mer viktig funktion som finansieringskälla för en omställning till en mer hållbar värld och det måste den få: tiden är knapp om Parisavtalet 2015 ska förverkligas.

6.5.1 Nischprodukt

Trots en storlek på närmare 300 miljarder dollar är den gröna obligationen fortfarande en nischprodukt. Den utgör mindre än en procent av den samlade obligationsmarknaden globalt. 300 miljarder dollar är i och för sig ett respektingivande belopp. Men ser vi till de bedömningar som gjorts vad avser finansieringsbehov för en hållbar omställning enligt klimatavtalet i Paris – 3 000 till 7 000 miljarder dollar per år de kommande 15 till 20 åren – är den gröna obligationsmarknaden en droppe i havet. Ska de gröna obligationerna ha en mer framträdande roll i denna omställning måste vi enkelt uttryck gå från den ”lilla dammen till den stora dammen”.

6.5.2 Sämre likviditet

Att vara en nischprodukt innebär också att likviditeten är mer begränsad jämfört med en vanlig obligation. För en traditionell kapitalförvaltning är likviditeten en viktig parameter. Investerare brukar kräva ett premium för att investera i illikvida tillgångar som är svårare att omsätta. Allt annat lika skulle det innebära en högre finansieringskostnad för emittenterna av gröna obligationer.

Gällande gröna obligationer är situationen något annorlunda än den som typiskt brukar karaktärisera illikvida tillgångar. Gröna obligationer är i regel enkla att sälja eftersom efterfrågan är så hög. Problemet ligger snarare i att investerare tenderar att hålla på de gröna obligationerna till förfall på grund av det begränsade utbudet. Om investeraren avyttrar gröna obligationer kan det vara svårt att få tag på nya vid ett senare tillfälle. Marknadens funktionssätt påverkas negativt när möjligheten inte finns att kontinuerligt kunna både köpa och sälja gröna obligationer. För vissa aktörer blir det svårt att verka på en sådan marknad med så begränsat utbud och omsättning.

6.5.3 Högre kostnad

Att emittera en grön obligation är i dag dyrare än att ge ut en vanlig obligation. Den gröna obligationen medför extra kostnader för framtagande av ramverk, andrahandsutlåtande och återrapportering. Ur ett krasst företagsekonomiskt perspektiv kan det vara svårt att motivera en emission av en grön obligation. Allt annat lika finns det helt enkelt inga ekonomiska incitament att emittera en grön obligation. Snarare finns det p.g.a. de extra kostnaderna incitament att inte emittera en grön obligation.

P.g.a. den höga efterfrågan på gröna obligationer har emittenten i vissa fall kunnat emittera gröna obligationer med en viss rabatt i form av lägre ränta, dvs. emittenten har p.g.a. den höga efterfrågan fått ett par räntepunkter (0,02 procentenheter) lägre finansieringskostnad. För en typisk svensk emission som i snitt ligger på ett nominellt belopp om en miljard kronor skulle det handa om en årligen lägre finansieringskostnad om 200 000 kronor. Kostnaden för extern granskning återbetalas i sådant fall redan första året.⁴

Emellertid har utredningen i sitt arbete träffat endast enstaka emittenter som upplevt att det finns en rabatt på två till tre räntepunkter på marknaden. Denna bild bekräftas av Banken för internationell betalningsutjämning (BIS) som i en rapport estimerat rabatten på marknaden till 1,8 räntepunkter.⁵ Fenomenet drivs på av den höga efterfrågan på hållbara investeringar och rabatten kan försvinna om utbudet av gröna obligationer ökar eller investerarnas preferenser ändras. Det är alltså inget en emittent kan räkna med vid emission av en grön obligation.

Rabatten kan användas som ett mått på den avkastning som investerare är redo att avstå i det korta perspektivet för att investera hållbart. Att vid emissionstillfället avstå från avkastning kan tas igen om obligationen stiger i värde och säljs innan förfall. Utredningen har i sitt arbete fått indikationer på att gröna obligationer presterar bättre på sekundärmarknaden än traditionella. Utredningen har emellertid inte kommit över några data som bevisar detta. BIS har i ovan nämnda rapport inte heller kunnat påvisa

⁴ Cicero, med en marknadsandel för andrahandsutlåtande i Sverige på över 80 procent, tar cirka 120 000 kronor för att granska ett ramverk för gröna obligationer. Skulle extra arbete tillkomma tar de cirka 2 000 kronor i timmen.

⁵ Ehlers, Torsten och Packer Frank (2017), *BIS Quarterly Review*, September 2017.

någon signifikant skillnad gällande utvecklingen av gröna och traditionella obligationer på sekundärmarknaden.

6.5.4 Additionalitet

En diskussion kring gröna obligationer är om de kan användas även vid refinansiering av redan genomförda hållbara investeringar, eller om de bara kan användas vid nya investeringar, s.k. additionalitet.

Den bakomliggande tanken för diskussionen är med fokus på framtiden, att de investeringar som redan är gjorda har redan finansierats och därför ska tillgängligt kapital användas för framåtblickande investeringar.

Om syftet med gröna obligationer är att knyta obligationen till en tillgång eller investeringar som är hållbar i syfte att ge investeraren en lägre klimatrisk, allt annat lika, och emittenten en lägre kapitalkostnad, borde det inte vara av betydelse om det är refinansiering eller nya investeringar. Tvärtom, om även befintliga gröna investeringar kan refinansieras kommer marknaden i volym, allt annat lika, att växa.

Ytterligare ett argument för att acceptera refinansiering vilar på de rekommendationer som EU-kommissionens HLEG lämnat där man efterlyser agerande från investerare som syftar till en tydligare redovisning av de risker som bolag har i sina tillgångar. Ingen vet dock hur denna redovisning ska se ut. Ett sätt att bidra till en sådan utveckling vore att använda gröna obligationer som ett instrument för att sortera bolagens tillgångar i gröna respektive icke gröna tillgångar. Ju högre andel hållbara tillgångar, ju lägre risk och därmed lägre kapitalkostnad. För fastighetstillgångar borde det inte vara förenat med stort merarbete att definiera vad som, enligt fastställda och transparenta definitioner, är grönt respektive icke grönt. Skulle denna tanke vinna gehör öppnar sig en marknad som inte mäts i miljarder utan billioner.

De finansiella marknadernas huvudsakliga uppgift är att identifiera, prissätta och fördela risker samt omfördela sparande till investeringar. I den finansiella världen handlar det bl.a. om att analysera och hantera risker. Den gröna obligationen har egenskaper som skiljer den från andra obligationer, däribland inklusive skillnader i risk. Exempel på sådana skillnader är:

- Eftersom gröna obligationer fortfarande är en nischprodukt är likviditeten, d.v.s. möjligheterna att sälja och köpa obligationen, sämre än för traditionella obligationer. För närvarande finns det ett latent efterfrågeöverskott, vilket också avspeglar sig i marknaden i så motto att utbudssidan ofta är begränsad. Sämre likviditet innebär att investeraren vanligtvis kräver en extra ersättning, eller enklare uttryckt, kräver en högre avkastning eftersom den s.k. likviditetsrisken, dvs. möjligheterna att sälja obligationen utan stor prispåverkan, är högre i den gröna obligationen till följd av den bristande omsättningen.
- Den traditionella gröna obligationen har inga öronmärkta tillgångar som säkerhet, då de har finansierat samma tillgångar som en icke grön obligation. Ur detta riskperspektiv föreligger alltså ingen skillnad.
- För en säkerställd grön obligation finns öronmärkta tillgångar vilket innebär att de ur ett riskperspektiv skiljer sig åt. Med säkerställd menas att innehavarna av obligationerna förutom att ha fordran på emittenten även har prioriterad rätt i en fördefinierad säkerhetsmassa, t.ex. fastigheter. Detta leder till att kreditrisken är lägre jämfört med en icke säkerställd grön obligation och att kreditrisken kan skilja sig åt mellan säkerställda obligationer beroende på kreditrisken i tillgångarna i säkerhetsmassan. Ovan finns förslaget till främjandeåtgärd med gröna fastigheter som säkerhet för en obligation och hur detta skulle kunna användas för att skapa en obligation med lägre klimatrisk allt annat lika och därmed motivera ett lägre avkastningskrav.

Det finns också ”mjuka värden” som kan tillskrivas de gröna obligationerna.

- Ofta framhålls signalvärdet, såväl emittenter och investerare vill tydliggöra viljan att bidra till att mer kapital investeras på ett mer hållbart sätt. För gröna obligationer finns regelverk som talar om vilka investeringar och tillgångar som kan klassificeras som gröna.
- Den gröna obligationen ger också möjlighet att öppna för en dialog kring hållbarhet mellan emittent och investerare. Den traditionella obligationen har inte den egenskapen eller möjlig-

heten. Det finns inget återrapporteringskrav för hur emissionsbelopp har investerats, vilket är tvingande för den gröna obligationen. Ur s.k. ”*Corporate governance*-synpunkt” kan sägas att den gröna obligationen därmed har inslag som vanligtvis bara en aktie har.

- En erfarenhet som ofta framhålls av emittenter av gröna obligationer är att de öppnar för en hållbarhetsdialog mellan olika enheter inom organisationer och företag. Det har berättats om kommuner där miljö- och finansavdelningar aldrig träffats förrän man emitterade en grön obligation. Hållbarhetsfrågorna har där efter fått en bredare och mer prioriterad roll. Detta är också att betrakta som additionalitet.
- Bara beslutet att emittera en grön obligation lyfter på marginalen hållbarhetsfrågorna. Det är också mot den bakgrunden man skall se önskan om att få den gröna obligationsmarknaden att växa.

För närvarande kan det sägas att den gröna obligationen primärt har ett signalvärde, men det finns fler aspekter av additionalitet som lyfts fram i diskussionerna. Den miljömässiga additionaliteten, att den gröna obligationen skulle ha miljönytta som annars inte skulle ha uppstått, antas finnas men är svår att leda i bevis. Den processmässiga additionaliteten, att den gröna obligationen påverkar beslutsprocesser och medvetandegör är däremot tydlig. Likaså den additionalitet som ligger i förändringar i den finansiella upplåningsstrategin: att låna hållbart. Slutligen kan sägas att en grön obligation adderar till transparens på finansmarknad och i portföljer genom kraven på bättre förköpsinformation och återrapportering.

6.6 Utmaningar

Det finns en enorm potential för att den gröna obligationsmarknaden ska kunna bli större men det finns även många utmaningar som hindrar framväxten av den gröna obligationsmarknaden. I OECD-rapporten 2016 har utmaningar som kan hindra tillväxten identifierats. Utmaningarna stämmer väl överens med den undersökning som gjorts av G20 Green Finance Study Group. I den fick

24 viktiga investerare, emittenter och finansiella intermediärer svara på frågan vad de ser som de största hindren för tillväxten av den gröna obligationsmarknaden. Resultatet från undersökningen visar på följande.⁶

- *Allmänna hinder för utvecklingen av de gröna obligationsmarknaderna:* De allmänna hindren för utvecklingen av de gröna obligationsmarknaderna anses av 55 procent av de svarande vara brist på incitament och underutveckling av kreditrating, brist på benchmark räntakurvor (eng. *yield curves*), brist på riskinstrument (risk-hedging instruments) och brist på likviditet på marknaden. Många av dessa hinder hanteras på ett synkroniserat sätt och skulle direkt kunna gynna utvecklingen av de inhemska gröna obligationsmarknaderna.
- *Bristande medvetenhet om fördelarna med gröna obligationer och befintliga internationella riktlinjer och standarder:* Bristande kunskaper om befintliga internationella standarder utgör ett avgörande hinder för vissa länder enligt 74 procent av de tillfrågade. Detta gäller även bristen på förståelse för de potentiella fördelarna med den gröna obligationsmarknaden bland beslutsfattare, myndigheter, emittenter och investerare. De flesta människor som jobbar inom finansbranschen har aldrig hört talas om gröna obligationer tidigare och det är viktigt i detta fall att marknadsaktörer kommunicerar och informerar fördelarna med gröna obligationer till allmänheten.
- *Brist på inhemska riktlinjer och definitioner:* I vissa länder måste man av olika skäl utveckla sin egen gröna obligationsmarknad. Det kan vara länder där investeringar inte är helt öppna för utländska investerare, vilket innebär att den inhemska marknaden är väldigt beroende av de inhemska investerarna. I dessa länder kan politiska incitament användas för att stödja den inhemska gröna obligationsmarknaden. Det kan krävas ytterligare definitioner och beskrivningar än vad det gör i GBP för vissa projektkategorier. För dessa länder, anser 43 procent, är de

⁶ OECD/ICMA/CBI/CFC, 2016. *Country Experiences, Barriers and Options*. (pdf).

Tillgänglig:

http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/6_Green_Bonds_Country_Experiences_Barriers_and_Options.pdf (2017-02-30)

största hindren bristen på inhemska definitioner och krav på transparens (*disclosure requirement*) för gröna obligationer.

- *Kostnader för valideringsprocesser.* Många potentiella emittenter har inga kunskaper om hur validering- och verifieringsprocesser går till. Kostnaderna för att anlita aktörer som ska göra en second opinion och tredjepartsvalidering är relativt höga. Enligt uppgiften från OECD-rapporten 2016 kan det kosta mellan 10 000 och 100 000 dollar på vissa marknader och den kostnaden kan utgöra ett hinder för små emittenter anser 41 procent. Det finns emittenter som har klagat över de höga kostnaderna för att hantera kravet på transparens (*disclosure requirement*).
- *Brist på rating, index och börsnoteringar:* Grön rating, olika index och börsnoteringar kan hjälpa investerare att identifiera gröna obligationer utifrån de internationella riktlinjerna från GBP och CBI. Dessutom kan gröna obligationsindex och börser sänka transaktionskostnader för investerare eftersom dessa plattformar identifierar gröna obligationer åt investerare och därmed sänks sökkostnader. Problemet i dag är att det finns för få kreditvärderingsinstitut, indexföretag och börser som skapar den här typen av rating, index och börsnoteringar anser 56 procent av de tillfrågade.
- *Brist på klassificerade gröna obligationer:* På vissa marknader finns det en stor efterfrågan och investeringsvilja i gröna obligationer där de flesta blir övertecknade efter emissionen. Bristen på klassificerade gröna obligationer är ett stort hinder på dessa marknader och det återspeglar i sin tur bristen på trovärdiga gröna projekt som kan finansieras eller återfinansieras genom gröna obligationer. Här uppmärksammas också behovet av en robust och främjande miljöreglering vilken är nödvändig för att gröna projekt ska kunna växa fram i en stor skala.
- *Svårt för investerare att investera på de gröna obligationsmarknaderna:* Av de tillfrågade anser 67 procent att de globala gröna investerarna har svårt att investera i de inhemska gröna obligationsmarknaderna och att problemet är att definitionen på gröna obligationer och kravet på transparens skiljer sig mellan olika marknader. Transaktionskostnaden för att omvalidera eller omverifiera en grön obligation från en marknad till en annan mark-

nad är väldigt hög. Bristen på instrument som skyddar mot olika typer av risker, till ett exempel valutarisker, är ett också hinder för gränsöverskridande gröna obligationsinvesteringar. Bristen på inhemska gröna investerare pekas ut som ett hinder av 59 procent av de tillfrågade.]

EU-kommissionen har i sin rapport *Study on the potential of green bond finance for resource-efficient investments* (2016) sammanställt de största utmaningarna för gröna obligationer från studier som gjordes av G20 Green Finance Study Group, OECD och Bloomberg, CBI och EC DG CLIMA. Utmaningarna är följande

- Brist på gröna projekt och obligationer
- Brist på aggregation av gröna projekt
- Brist på definition av gröna obligationer och ramverk
- Brist på information och kunskaper om gröna obligationsmarknader
- Brist på kunskaper om risker för gröna investeringar

Brist på gröna projekt och obligationer

Efterfrågan på gröna obligationer är väldigt stora så att de flesta emissionerna blir övertecknade. Gröna obligationer som emitteras av KfW eller EIB blir oftast övertecknad sju eller åtta gånger. Detta gäller även gröna företagsobligationer från stora företag och gröna statsobligationer, t.ex. Frankrike. Enligt EU-kommissionen är bristen på projekt som är huvudbarriären för den gröna obligationsmarknaden.

Stater, kommuner och EU har inga egna projektlister med en positiv miljö- och klimatpåverkan. Ett sådant projekt skulle kunna göra gröna investeringar synliga. EU-kommissionen vill att det ska vara offentliga aktörer som ska besluta vilka investeringar som ska prioriteras när det gäller sektorer eller projekt som ska finansieras av gröna obligationer.

Även om det råder en stor efterfrågan på gröna obligationer så är det inte säkert att efterfrågan kan upprätthållas om utbudet skulle ökas. EU-kommissionen anser att den nationella gröna

obligationsmarknaden fortfarande är för liten och därmed är det svårt att locka till sig stora institutionella investerare. Dessa investerare kräver att en grön obligation ska ha emissionsbeloppet på 200 miljoner euro för att kunna investera i enligt europeiska kommissionen.

Brist på aggregering av gröna projekt

Precis som gröna obligationer så är gröna projekt fortfarande för små för att kunna finansieras genom gröna obligationer. I många länder är antalet av de små gröna projekten stora och de fortsätter att växa. Investering i förnybar energi eller energieffektivitet skulle inte kunna ske utan aggregering av gröna projekt. Anledningen är att dessa enskilda gröna projekt är för små för att av kostnadsskäl kunna emittera en grön obligation.

EU-kommissionen bedömer att lösningen till detta problem kan lösas genom att aggregera gröna lån eller bygga upp ett kassaflöde i s.k. *asset backed securities*. Aggregering av dessa tillgångar skulle kunna locka till sig ännu fler stora investerare.

Brist på definition av gröna obligationer och ramverk

Ett av de största hindren för utvecklingen av den globala gröna obligationsmarknaden samt tillväxten av den inhemska marknaden är enligt europeiska kommissionen bristen på en gemensam definition av gröna obligationer och ramverk. I dag finns det GBP och CBS som är frivilliga ramverk för gröna obligationer. Det är viktigt att påpeka att det inte finns någon övervakningsmekanism som säkerställer gröna obligationer i dessa ramverk.

Företag, finansiella institutioner och offentliga aktörer som är intresserad av att emittera gröna obligationer kan få det svårt att avgöra om deras tillgångar är gröna. Detta kan förhindra dessa aktörer att emittera gröna obligationer på grund av risken för deras tolkning av grön kan bli ifrågasatt av t.ex. miljöorganisationer.

Brist på information och kunskaper om gröna obligationer och obligationsmarknad

En viktig faktor som förhindrar marknadstillväxten för gröna obligationer, särskilt på mindre utvecklade obligationsmarknader, är den begränsade kunskapen hos potentiella emittenter för gröna obligationer om gröna investeringar och gröna obligationer anser europeiska kommissionen.

Potentiella emittenter saknar kunskap och förståelse för vad som krävs för att emittera en grön obligation. Det är framför allt utmanande att bedöma gröna investeringar och deras respektive miljöpåverkan. I många länder är gröna investeringar och affärsmodeller fortfarande nya och därmed blir det svårt för små gröna emittenter att få bra kreditbetyg. Bra kreditbetyg krävs för att göra obligationer attraktiva för investerare, särskilt stora investerare som pensionsfonder som har strikta krav på kvaliteten på finansiella tillgångar.

Ett problem som investerare står inför är att de flesta emittenterna inte bedömer den verkliga miljöeffekten av de projekt som de finansierar. Enligt EU-kommissionen finns det ingen transparens om hur emissionskapitalet har använts och vilka tillgångar som innehas av vilka investerare. Dessutom finns det brister i kraven på rapportering.

Brist på kunskap om risker för gröna investeringar

Risker i gröna investeringar som investeras i nya teknologier är svårare att bedöma på grund av bristen på tillräckliga bevis på prestanda. Det innebär att ratingbyråer och institutionella investerare kommer att bedöma den tekniska risken som högre för nya gröna investeringar än för investeringar i etablerade sektorer. Uppgiften från EU-kommissionens rapport 2016 tyder på att klimatinvesteringar i ett elföretag med en högre andel konventionella energikällor fick högre kreditbetyg än de som hade mer förnybara energikällor.

EU-kommissionen anser att vissa investeringar i gröna projekt är mer riskfyllda än investeringar i mer konventionella varor och tjänster. Detta påstående bygger på att vissa teknologier, finansieringsinstrument och aktörer på den växande gröna obligationsmarknaden är mindre mogna eller inte har funnits länge. Samtidigt

anser EU-kommissionen att ur ett samhällsperspektiv sätt är de investeringar som finansieras av gröna obligationer riskreducerande åtgärder, eftersom de bidrar till att bekämpa klimatförändringen och minska andra miljöfarliga risker för ekonomin. I dag finns det inte några riskberäkningsmetoder som kombinerar ett ekonomiskt brett långsiktigt miljöperspektiv med individuell investeringsrisk. Därför blir investeringar i bruna sektorer som olje- och gasindustrin mindre riskfyllda ur ett kortsiktigt perspektiv än gröna investeringar.

Det finns en osäkerhet kring riskavkastningsprofil på gröna investeringar och det skulle kunna hanteras av offentliga åtgärder. Åtgärderna kan vara att öka avkastningen genom offentliga incitamenten eller genom åtgärder för att minska riskerna i samband med ett obligationslån. En offentlig åtgärd för att främja den gröna finansmarknaden i allmänhet men också att öka avkastningen på gröna investeringar kan vara skatteincitament. Från investerarens perspektiv skapas den politiska risken av skatteincitament. Enligt EU-kommissionen är investerare medvetna om den politiska risken och det kan göra dem ovilliga till att investera i gröna obligationer.

6.7 Främjandeåtgärder

Efterfrågan på gröna obligationer antas fortsättningsvis att vara stark. Efterfrågan på gröna obligationer har på senare tid drivits av pensionsfonder, försäkringsbolag, banker och fonder. Pensionsfonder och försäkringsbolag söker sig till långsiktiga investeringar med låg risk och stabil avkastning och som ska matcha deras långsiktiga åtaganden. Gröna obligationer kan matcha detta behov.

Finansiella institutioner som Barclays, Credit Agricole, Deutsche Bank, HSBC, KfW, Actiam, Aviva, AXA och Zürich har lovat att allokera en miljard dollar eller mer respektive till gröna obligationer. Den starka efterfrågan kommer annars till största delen ifrån kapitalförvaltningsbolag. Sex av världens största kapitalförvaltningsbolag har signerat avtalet Paris Green Bond Statement och Statement of Investor Expectations for the Green Bond Market. Bolagen är BlackRock, State Street Global Advisors, PIMCO, Legal & General Management, Amundi och AXA Investment Managers. Bland de största pensionsfonderna som investerar i gröna obligationer finns California State Teachers' Retirement System, North Carolina

Retirement System, University of California, svenska allmänna pensionsfonder (AP) och South Africa's Government Employees Pension Fund. Den norska oljefonden började investera i gröna obligationer under år 2014 och har sedan 2015 allokerat 6,3 miljarder dollar i miljörelaterade investeringar.

För små investerare som vill investera i gröna obligationer finns möjligheter genom gröna obligationsfonder. De största gröna obligationsfonderna förvaltas av Storebrand (fondförmögenhet 500 miljoner euro), Foresight (200 miljoner euro), BNDES (144 miljoner dollar), Humanis (125 miljoner euro), SEB (104 miljoner euro), AXA Investment Managers (80 miljoner euro) och Mirova (63 miljoner euro).

Danske Bank har uppskattat att det kommer att emitteras gröna obligationer för 150 miljarder dollar under 2017. Snarlika estimat gör CBI, medan Moody's räknar med 207 miljarder dollar. För år 2017 förväntas också en ökad emittering av gröna statsobligationer, något som skulle öka likviditeten på marknaden.

Tillväxten går ändå inte tillräckligt fort. Med de investeringsbehov som föreligger och med de investeringshorisonter som finns på obligationsmarknaden såsom långsiktigt finansiellt instrument, måste marknaden ta stora steg i utvecklingen. Risker är annars att åtaganden enligt t.ex. Parisavtalet 2015 inte uppfylls.

6.7.1 Utredarens förslag

Mot bakgrund av ovan sammanställning av risker, hinder och utmaningar som utredningen jämte andra identifierat, har ett antal förslag på åtgärder för att främja tillväxten av den gröna obligationsmarknaden arbetats fram under utredningens gång. En sammanställning av de förslag som diskuterats i utredningen lämnas här. Först de förslag som utredningen lägger fram, följt av de förslag som utredningen förordar men där fortsatta överväganden behövs. Avsnittet avslutas med förslag som utredningen valt bort.

A. Betala för leverans (BFL)

Förslag: Naturvårdsverket får i uppdrag att administrera ett system där leverans av reducerade utsläpp ger en återbetalning av samhällsvinsten för t.ex. finansieringskostnaden för emission av en grön obligation (eng. *pay for performance*).

Sveriges utsläpp av växthusgaser skall enligt svensk lag⁷ minska med 85 procent fram till 2045 jämfört med utsläppsnivån 1990. I dag släpper Sverige ut cirka 54 miljoner ton per år.⁸ Samtidigt finns en koldioxidskatt om cirka 1 140 kronor per ton koldioxidekvivalenter.⁹ Enkelt uttryckt skulle man kunna säga att samhället har skattat kostnaden för våra årliga utsläpp till cirka 62 miljarder kronor.^{10,11} Om utsläppen upphör skulle kostnaden för samhället reduceras med motsvarande belopp, dvs. minskade utsläpp skapar en samhällsvinst relativt situationen i dag.

Subsidierna till fossilsektorn har skattats till 5 300 miljarder dollar 2015, vilket motsvarade 6,5 procent av global BNP.¹² Detta är den bedömda kostnaden globalt för att vi i dag har utsläpp av koldioxid. Med samma logik som ovan gör samhället en vinst om utsläppen minskar.

Närmare om förslaget

Med tanke på hur mycket små incitament kan styra en kapitalmarknad skulle en modell för främjande kunna vara att en marginell del av samhällsvinsten återbetalas till den som emitterar en grön obligation, givet att den leverans som utlovats infinner sig.

⁷ Se prop. 2016/17:146, Ett klimatpolitiskt ramverk för Sverige (bet. 2016/17:MJU24).

⁸ Totala utsläpp 2015 av koldioxidekvivalenter exkl. LULUCF och utrikes transporter, enligt Naturvårdsverket.

⁹ Trafikverket rekommenderar i 12 kap. Analysmetod och samhällsekonomiska kalkylvärden för transportsektorn 6.0 (ASEK) ett kalkylvärde för koldioxid på 1,14 kronor per kilo utsläpp av koldioxid, uttryckt i 2014-års prisnivå.

¹⁰ I Trafikverket 12 kap. ASEK 6.0 finns en diskussion kring kostnaderna för långsiktiga skadeverkningar av koldioxidutsläpp.

¹¹ Koldioxidskatten appliceras emellertid inte på alla sektorer och vissa sektorer har vissa undantag.

¹² Coady, D., Parry, I., Sears, L., & Shang, B. (2017), *How Large Are Global Fossil Fuel Subsidies?*

Ett exempel kan t.ex. vara ett företag som genomför en investering i syfte att permanent minska utsläppet av växthusgaser. Finansieras investeringen genom att ge ut en grön obligation och företaget i efterhand kan påvisa att utsläppen minskat borde det vara möjligt för staten att ge tillbaka en del av den samhällsvinst som detta medför. Konkret, om investeringen exempelvis minskar utsläppen med ett ton per år skulle det motsvara en samhällsvinst på 1 140 kronor per år. Av samhällsvinsten på 1 140 kronor skulle företaget få utbetalt en andel för sin insats att reducera utsläppen. Utbetalningen skulle ske först när företaget kan visa på hur mycket utsläppen reducerats.

Ett system som detta skulle leda till att intresset för att emittera gröna obligationer ökar eftersom det ger en lägre finansieringskostnad jämfört med traditionella obligationer. Med lägre finansieringskostnad för mer hållbara investeringar finns incitament för att styra om kapitalflödena så att det påverkar realekonomins utformning i en mer hållbar riktning. Den som köper den gröna obligationen kan också peka på vad effekten av investeringen varit ur ett klimatperspektiv.

Just eftersom betalningen sker enligt levererad reduktion av utsläpp skulle denna modell ge en kostnadseffektiv kapitalallokering till de investeringar som gör mest nytta för klimatet. Det är en fördel gentemot en modell med en lista eller taxonomi över investeringar som anses hållbara oberoende av vad investeringarna verkligen levererar för resultat i form av reducerade utsläpp. En taxonomi tar inte heller fullt ut hänsyn till skillnaden i effektivitet mellan olika investeringar inom samma kategori.

Vi kan exempelvis anta två möjliga investeringar varav den ena reducerar utsläppen mer än den andra. Skulle dessa två investeringar kosta lika mycket kommer kapitalet genom denna modell allokeras till den mest effektiva investeringen i form av reducerade utsläpp eftersom den kommer åtnjuta en högre återbetalning för levererad utsläppsminskning.

Diskussionen kring vad som är hållbart och vad som ska främjas blir till viss del obsolet med en modell som återbetalar efter realiserade utsläppsminskningar. Det skulle helt enkelt inte spela någon roll vad pengarna investeras i. Fokus skulle ligga enbart på realiserad nytta i form av minskade utsläpp av växthusgaser.

Krav på rapportering

För att återbetalningsmodell ska fungera måste emittenten återrapportera om realiserad utsläppsreduktion. Det är ett krav som går längre än vad GBP gör. Enligt GBP rekommenderas emittenten rapportera om vad emissionslikviden investerats i till dess att allt kapital är förbrukat. Om möjligt bör emittenten rapportera om realiserade resultat från investeringen. Det finns emellertid inga krav på rapportering i GBP.¹³

Modellen borde förslagsvis vara frivillig och de emittenter som vill delta skulle behöva återrapportera om realiserad utsläppsreduktion. Därmed ställs inga generella rapporteringskrav på emittenter på marknaden för gröna obligationer som väljer att inte delta i återbetalningsprogrammet.

Effekten av incitament på kapitalmarknaden

På kapitalmarknaden kan små incitament styra om stora kapitalflöden, det finns en hög s.k. multiplikatoreffekt. Det förklaras enklast genom ett enkelt räkneexempel. Scenariot är att staten vill sänka utsläppen av växthusgaser och planerar att i detta syfte investera 100 miljoner kronor. Staten kan investera 100 miljoner direkt i en vindkraftspark som reducerar utsläppen med t.ex. 100 ton per år. Alternativt kan staten använda pengarna till att återbetala en del av den samhällsvinst som skapas när emittenter av gröna obligationer gör investeringar som reducerar utsläppen. Att sänka aktörernas finansieringskostnad med t.ex. 10 räntepunkter (0,1 procentenheter) hade gjort stor skillnad på kapitalmarknaden. Aktören hade fått ett ekonomiskt incitament att emittera gröna obligationer i syfte att investera i mer hållbar verksamhet. Vid en reduktion av finansieringskostnaden på tio räntepunkter hade 100 miljoner kronor på kapitalmarknaden kunnat allokera 100 miljarder till mer hållbara investeringar. Skulle alla investeringar gått till vindkraftverk med egenskaper motsvarande de som nämnts ovan skulle utsläppen sänkts med 100 000 ton per år. Det ger en multiplikatoreffekt på 1 000 gånger statens investerade kapital jämfört med om pengarna investerats direkt i vindkraftverk.

¹³ För mer detaljerad information se 5 kap.

Empiriskt exempel

På marknaden för gröna obligationer har en viss rabatt på cirka två räntepunkter (0,2 procentenheter) identifierats (se avsnitt 6.5.3). Det betyder att investerare är redo att avstå från cirka två räntepunkters avkastning för att investera hållbart vilket ger motsvarande lägre finansieringskostnad för emittenter. Premiumet kommer från den höga efterfrågan på gröna obligationer och skapar ett visst ekonomiskt incitament att emittera just gröna obligationer och investera mer hållbart.

Kommuninvests gröna obligationsprogram är ett exempel på hur just en billigare finansiering via gröna obligationer skapar ekonomiska incitament att investera hållbart. Kommuninvest har vid ett par av sina emissioner av gröna obligationer åtnjutit ett grönt premium på cirka två räntepunkter. I sin tur erbjuder Kommuninvest sina medlemmar två räntepunkters rabatt för grön utlåning på löptider över 3 år. Kommuninvest har fått positiv respons från sina kunder men menar samtidigt att rabatten inte är tillräckligt stor för att ge tydliga avtryck i volymutveckling.

Rabatten är inte heller något alla emittenter har haft möjlighet att ta del av och med ett ökat utbud av gröna obligationer borde det försvinna med tiden, givet att efterfrågan är konstant eller inte ökar i samma takt som utbudet. Försvinner rabatten försvinner också det direkta ekonomiska incitamentet att emittera gröna obligationer, bortsett från fördelar på längre sikt som ökat hållbarhetsfokus vilket borde minska klimatriskerna hos emittenten och ökat värde via varumärkesbyggande. Marknaden kommer troligtvis inte kunna ge mer än två till tre räntepunkter givet att risken i gröna obligationer i regel är identisk med emittentens traditionella obligationer. Ett sådant agerande skulle troligtvis stå i konflikt med investerarens förvaltaruppdrag (eng. *fiduciary duty*).

Förslag till utformning och storlek på återbetalning

Som framgår är det utredningens förslag att BFL-modellen ska introduceras som en insats syftande till att främja marknaden för gröna obligationer. Utredningen har övervägt principerna för en sådan modell.

Återbetalningen skulle endast gälla för investeringar finansierade med gröna obligationer. Utbetalning sker en gång och så fort som emittenten kan visa på investeringarnas realiserade utsläppsreduktion av växthusgaser i form av koldioxidekvivalenter. Utbetalningstillfället behöver och bör alltså inte vara kopplat till tidpunkten för obligationens förfall. Eftersom ersättningen är kopplad till investeringen finns det ingen risk att emittenten ska kunna hämta ut t.ex. två ersättningar om investeringen refinansieras innan den är färdigställd.

Utsläppsreduktionen ska ske i de svenska utsläppen och därmed hjälpa Sverige att uppnå sina klimatåtaganden. Det spelar alltså ingen roll om emittenten är svensk eller utländsk eller om investeringen finansieras i svenska kronor eller utländsk valuta. Vidare ska det inte gå att köpa sig till en utsläppsreduktion. Det är kanske främst aktuellt gällande energieffektivisering av byggnader. En fastighetsägare ska inte kunna skaffa sig ett elkontrakt om att köpa förnybar el och på så sätt reducera sina indirekta utsläpp. Energieffektivisering likt energiproduktion ska räknas av emot utsläppen för att producera motsvarande mängd energi i elnätet eller kvantifieras på annat lämpligt sätt.

Utredningen har i sitt arbete fått uppfattningen om att en reduktion av den årliga finansieringskostnaden med åtminstone tio räntepunkter skulle ge ett tydligt avtryck i volymutvecklingen. Löptiden för gröna obligationer på den svenska marknaden är i snitt cirka fem år. Vid fem års löptid återfinns också den största volymen. Återbetalningen skulle behöva kalibreras så att investeringar som anses hållbara skulle få sin finansieringskostnad reducerad med minst tio räntepunkter under en fiktiv löptid på fem år.

Om emittenten emitterar en grön obligation med fem års löptid skulle alltså engångsutbetalningen motsvara en reducerad årlig finansieringskostnad på minst tio räntepunkter för vart och ett av de fem löptidsåren. Skulle emittenten finansiera samma investering med en obligation med tio års löptid skulle engångsersättningen motsvara en reducerad årlig finansieringskostnad på minst fem räntepunkter.

Upplägget med engångsbetalning reducerar risken att programmet påverkar emittentens beslut gällande obligationens egenskaper som löptid. Det spelar ingen roll om emittenten väljer att emittera ettåriga obligationer eller tioåriga, ersättningen är densamma.

Utredningen föreslår vidare att modellen bör användas fram till den tidpunkt då marknaden uppgår till en emitterad nominell volym om 1 000 miljarder kronor. Det är ett tiofaldigande av den volym svenska emittenter förväntas ha emitterat vid utgången av 2017. Det är naturligtvis möjligt att diskutera alternativa volymmål men utredningen har funnit att förslaget är väl avvägt. En volym om 1 000 miljarder kronor kan sättas i relation till ett antal andra volymmått som ger en vägledning om volymens betydelse. Ett sådant mål är Sveriges BNP som under 2016 uppgick till cirka 4 400 miljarder kronor. Ett annat mått är andelen emitterade säkerställda obligationer som under kv.2 2017 uppgick till cirka 2 100 miljarder kronor, varav cirka 1 600 miljarder var emitterade i svenska kronor. Utredningens förslag innebär således en volym om knappt 25 procent av Sveriges BNP och cirka 50 procent av utestående säkerställda obligationer. Det är utredningens uppfattning att den föreslagna volymen innebär att gröna obligationer skulle utgöra ett väsentligt inslag i den svenska obligationsmarknaden.

När marknaden når 1 000 miljarder kronor i utestående obligationsvolym skulle återbetalningsprogrammet avslutas. De obligationer som emitterats upp till 1 000 miljarder skulle få återbetalning när de kan visa på realiserade utsläppsminskningar. Det skapar ett incitament att snabbt påbörja arbetet med att emittera gröna obligationer. Tiden är en avgörande faktor gällande åtgärder i syfte att reducera klimatpåverkan vilket diskuteras i 7 kap.

Under programmets gång borde infrastruktur, ramverk, rapportering och rutiner för att emittera gröna obligationer byggas upp. Förhoppningen är att trösklarna för att emittera gröna obligationer sänkts när kunskap och erfarenheter kommer på plats och att emittenterna även efter programmets slut kommer fortsätta att fokusera på hållbarhet och emittera gröna obligationer. Att det blir en naturlig del hos emittenterna att integrera hållbarhetsfrågor i sin finansieringsverksamhet. Billigare finansiering borde också locka nya aktörer att emittera gröna obligationer med det ökade hållbarhetsfokus det innebär, alltså borde fler aktörer bättre integrera hållbarhetsfrågor i sin verksamhet genom att de emitterar gröna obligationer.

Utredningen föreslår att Naturvårdsverket får i uppgift att administrera ansökningar om återbetalning samt verifiera utsläppsminskningarna med tanke på de uppdrag som myndigheten redan

har i frågor om investeringsstöd såsom Klimatklivet, handel med utsläppsrätter och rapportering om koldioxidutsläpp. Eftersom en sådan uppgift innebär myndighetsutövning behöver ett bemyndigande införas jämte komplettering av myndighetens instruktion.

Kostnad

Kostnaden för programmet beräknas uppgå till cirka 3,1 miljarder kronor vid en ersättning på tio räntepunkter (0,1 procentenheter). Till detta kommer de administrativa kostnaderna för handläggande av ersättningsansökningar. Om viljan finns att ytterligare gynna marknaden med en ersättning på 15 räntepunkter hamnar kostnaden på cirka 4,7 miljarder kronor. När marknaden nått en utestående obligationsvolym på 1 000 miljarder kronor avslutas programmet.

Den totala kostnaden beror på flera faktorer som marknadens storlek vid den tidpunkt åtgärden träder i kraft, marknadens utveckling och hur emittenter kan förväntas ändra sina preferenser när ett främjandeprogram introduceras.

För att beräkna kostanden måste först ett antagande göras om marknadens storlek vid den tidpunkten återbetalningsprogrammet träder i kraft. Systemet är tänkt att främja nya gröna obligationer och inte redan befintliga. Kostnaden kommer alltså endast gälla ny-emitterade obligationer efter det att programmet lanserats. Vi antar att åtgärdsprogrammet skulle kunna vara på plats i början av år 2020. Antas marknaden för emittenter med säte i Sverige (oberoende av vilken valuta de emitterat sina obligationer) växa med den historiskt genomsnittliga årliga tillväxttakten på 92 procent¹⁴ skulle den uppgå till cirka 380 miljarder kronor vid slutet av 2019. Beräkningen av marknadens utveckling är baserad på den historiska utvecklingen av svenska emittenters emission i svenska kronor och utländsk valuta¹⁵. Denna beräkning är gjord för emittenter med säte i Sverige eftersom det är troligast att de även investerar emissionslikviden i Sverige.

¹⁴ Egen beräkning på data för emissioner fram till den 30 juni 2017, källa för data Bloomberg och SEB. Ej räknat med tillväxten 2013 till 2014 som uppgick till 700 procent och bedöms av utredningen vara ett extremvärde. För att beräkna den genomsnittliga årliga tillväxttakten har antagande gjorts om att det kommer emitteras lika mycket under andra halvåret 2017 som det gjort under det första halvåret.

¹⁵ Svenska emittenters emission i utländsk valuta har gjorts om till svenska kronor med den växelkurs för resp. valuta som gällde vid datumet för emission. Växelkurserna hämtades från Riksbanken.

Beräkningarna har gjorts på data fram till den 30 juni 2017. För att beräkna den genomsnittliga årliga tillväxttakten har antagande gjorts om att det kommer emitteras lika mycket under andra halvåret 2017 som det gjort under det första halvåret.

Antagande måste även göras gällande vilken komposition av investeringar som de gröna obligationerna förväntas finansiera. Alltså hur stor andel av emitterade gröna obligationer efter programmets lansering kan antas finansiera utsläppsreducerande investeringar. I EU har 83 procent av emissionslikviden investerats i åtgärder som direkt kan förknippas med reducerade utsläpp av växthusgaser. Det handlar om investeringar i förnybar energi, energieffektivisering och mer hållbara transportlösningar.¹⁶ Förutom dessa tre uppenbara kategorier kan även investeringar i hållbar landanvändning och avfallshantering leda till reducerade utsläpp av växthusgaser. Inkluderas även dessa två kategorier är andelen investeringar i växthusgasreducerande investeringar uppe i 90 procent. Sverige är en del av EU och vi kan därför anta att Sverige har en liknande komposition.

Vidare kan de incitament som skapas av återbetalningsprogrammet leda till att en större andel investeringar görs just i investeringar som reducerar utsläpp. Med dessa antaganden hamnar utsläppsreducerande investeringar närmare en andel på 100 procent. För att få marginal antar vi därmed att 100 procent av alla investeringar finansierade via gröna obligationer efter programmets lansering är sådana som reducerar utsläppen av växthusgaser.

Sammanfattningsvis har vi en marknad på 380 miljarder kronor när programmet lanseras och vi antar att alla obligationer som emitteras därefter har rätt till full återbetalning på tio räntepunkter (0,1 procentenheter) per år under fem år. Vi får då fram att gröna obligationer för 620 miljarder kronor kommer emitteras under programmet. Antag att programmet inte löper mer än i tre år eller att alla obligationer emitterades under programmets första år. Den totala kostnaden skulle då uppgå till total 3,1 miljarder kronor. Om det finns en vilja till att ytterligare främja marknaden och ersättningen utökas till t.ex. 15 räntepunkter, skulle kostnaden uppgå till 4,7 miljarder kronor.

Om gjorda antaganden inte uppfylls kan kostnaden bli högre. Ju längre tid det tar innan marknaden når 1 000 miljarder desto dyrare

¹⁶ Källa CBI.

kan programmet potentiellt bli. Baserat på den historiska tillväxttakten borde programmet emellertid nått sitt mål inom fem år. Hur tillväxttakten verkligen blir i framtiden är omöjligt att veta.

Ett problem med denna ersättningsstruktur måste belysas. Denna struktur kan bli oändligt dyr i det fall marknaden aldrig når upp till 1 000 miljarder kronor. Som beskrivet bestäms utestående volym av årlig emission, tillväxttakt i årlig emission och löptid. Dessa variabler kan bli sådana att marknaden stabiliseras på en utestående obligationsvolym på under 1 000 miljarder. Då skulle nya obligationer endast ersätta förfall vilket betyder att programmet skulle behöva betala ersättning för alla framtid.

Risk för att ett sådant scenario realiserar bör beaktas, men är samtidigt mycket enkel att eliminera. Det går helt enkelt att begränsa programmet till att gälla under förslagsvis 10 år med option om förlängning om det i framtiden bedöms som önskvärt.

Utmaningar

a) Realiserad utsläppsreduktion som ett moment av osäkerhet

Återbetalningar utifrån levererad nytta introducerar ett osäkerhetsmoment för emittenten. Det kan vara svårt att veta exakta utsläppsminskningar innan investeringarna är gjorda. Det blir då svårt att planera finansieringen utifrån återbetalningsprogrammet. Det gäller främst nya och innovativa lösningar som inte tidigare prövats fullt ut. Återbetalningsprogrammet kan därför fungera sämre när det gäller främjandet av nya lösningar samtidigt som det finns ett behov av sådana för att ställa om till en hållbar ekonomi. Emellertid finansieras i regel inte nya och innovativa lösningar på obligationsmarknaden, speciellt inte om det handlar om lösningar från nya och mindre aktörer. Det är mestadels större företag och större investeringar som finansieras via obligationsmarknaden.

b) Begränsad omfattning enligt aktuellt förslag

En återbetalningsmodell som denna kommer endast gynna den andel av gröna obligationer som har en påverkan på utsläpp av växthusgaser och klimat. En grön obligation med syfte att t.ex. främja biologisk mångfald skulle inte omfattas. Emellertid har en majoritet av de gröna obligationerna som emitteras ett fokus på klimat,

82 procent av emissionen i EU. Klimatfokuserade investeringar handlar främst om investeringar i energiproduktion, energieffektivisering och transporter.

Valet att fokusera på klimatet baseras på att det är enkelt att mäta, det finns ett värde på utsläppen i.o.m. koldioxidskatten och att Sverige har konkreta åtaganden gällande klimatet att uppfylla. Om ett system likt detta upprättas för klimatinvesteringar är det inte svårt att utöka det för att täcka även andra områden. Det kan göras efter hand som lämpliga indikatorer för att mäta investeringarnas nytta och värde tas fram.

c) Utmaning i att få fram jämförelsemått och att få modellen att fungera i Sverige

För att modellen ska fungera måste i många fall ett jämförelsemått tas fram. Det vill säga något att mäta utsläppsreduktionen mot. Exempelvis kan genomsnittligt utsläpp per producerad kWh (tusen wattimmar) i elnätet användas som jämförelsemått vid byggandet av en vindkraftspark. Den totala utsläppsreduktionen blir då genomsnittligt utsläpp per kWh multiplicerat med antalet producerade kWh från vindkraftsparken. Utan ett jämförelsemått går det inte att redovisa någon utsläppsreduktion om inte samma aktör direkt ersätter en befintlig anläggning driven av fossilt bränsle med t.ex. en vindkraftspark.

Arbete med att ta fram jämförelsemått kan läggas på emittenten och förslagsvis verifieras av dess revisionsfirma. Eftersom återbetalningen sker efter realiserad utsläppsreduktion kommer det finnas ett ekonomiskt incitament för emittenten att överskatta utsläppen för jämförelsemåttet.

Även gällande klimatinvesteringar finns det en utmaning i att få modellen att fungera just i Sverige, främst gällande energiproduktion och energieffektivisering. Orsaken till detta är att utsläppen från el och fjärrvärme står för endast nio procent av Sveriges totala utsläpp.¹⁷ Elproduktionen från vatten-, kärn- och vindkraft stod tillsammans för 90 procent av elproduktionen i Sverige 2016.¹⁸ Utsläppen från dessa produktionskällor är begränsade. Det finns därför

¹⁷ Enligt data från Naturvårdsverket för utsläpp 2015.

¹⁸ Källa Energimyndigheten, SCB.

inget stort utrymme till förbättring och jämförelsemåttan i detta avseende blir relativt låga. Investeringar i förnybar energi och energieffektivisering i Sverige kommer enligt denna modell visa på låga klimatvinster och få en låg återbetalning därefter.

Det går att argumentera för att exporten av ren energi från förnybara källor i Sverige ersätter mindre miljövänlig produktion utomlands. Om Sverige genom energieffektivisering sänker sin energiförbrukning kan dessutom mer energi exporteras. Exporten av el uppgick till 17 procent av total produktion 2016. Sverige importerar samtidigt el och nettoexporten landade på åtta procent. Nettoexporten fluktuerar och har nästan halverats jämfört med 2015 då den uppgick till 14 procent av total produktion. Vid export skulle utsläppen i utländska nät kunna användas som jämförelsetal, men det finns en risk att systemet blir invecklat och svåröverskådligt i sådant fall. Det är dessutom en relativt liten andel som exporteras i dag och det är tveksamt om det kommer få betydande inverkan på jämförelsemåttan och återbetalningsmodellens incitament för investeringar i hållbar energi och energieffektivisering.

En annan aspekt är att ökad produktionen av hållbar energi och sänkt förbrukningen genom energieffektivisering skulle kunna hjälpa till att fasa ut kärnkraften. Eftersom kärnkraften inte genererar några större utsläpp av just växthusgaser skulle det behövas andra lämpliga indikatorer.

d) Direkt koppling till klimatmål saknas

I sin allra enklaste form kan ett system som detta bli kontroversiellt. Det skulle t.ex. kunna främja investeringar i effektivisering av befintliga anläggningar drivna av fossilt bränsle. En sådan investering skulle kunna reducera utsläppen i högre utsträckning än att investera samma belopp i t.ex. en anläggning för förnybar energi. Därmed skulle investeringar i anläggningar drivna av fossilt bränsle kunna få en högre återbetalning än investeringar i förnybar energi. I ett kortare perspektiv kan investeringar i effektivisering av anläggningar drivna av fossilt bränsle reducera utsläppen mer än investeringar i mer hållbara vindkraftverk. I ett längre perspektiv ökar investeringar i anläggningar drivna av fossilt bränsle deras livslängd och skjuter skiftet till mer hållbara lösningar länge fram i tiden. Som exempel anses t.ex. ett vindkraftverk vara hållbart i dag medan en

anläggning driven av fossilt bränsle inte anses vara hållbar hur effektiv den än må vara.

Eftersom investeringar i fossilt bränsle inte är hållbart på lång sikt är den generella ståndpunkten i västvärlden att de inte borde finansieras via gröna obligationer. Den västerländska hållningen har visat sig bl.a. i diskussionen kring att regelverket i Kina godkänner investeringar i energieffektivisering av befintliga kolkraftverk, s.k. rent kol. Ett västerländskt exempel är att stora delar av marknaden tog avstånd när Repsol emitterade en grön obligation för att effektivisera sina anläggningar för fossilt bränsle. Följden blev att Repsols gröna obligation blev utesluten ur de stora indexen för gröna obligationer (se närmare 5 kap.). Att utesluta investeringar i sektorer som inte anses hållbara är lätt. Det är helt enkelt att utesluta investeringar i fossilt bränsle i kraven för att delta i återbetalningsprogrammet. Emellertid återstår frågan om vad som är hållbart och inte hållbart gällande investeringar i effektivisering av anläggningar drivna av fossilt bränsle.

Problem är att investeringar med detta system kommer gå till mer hållbara investeringar, men det finns inget som säger att investeringarna är hållbara t.ex. sett ur ett tvågradersscenario. Systemet kommer minska utsläppen men det är inte säkert att utsläppen minskar i den grad som behövs för att Sverige ska kunna uppfylla sina åtaganden enligt Parisavtalet 2015.

e) Utebliven intäkt och kostnad för staten

I detta stycke har utsläppsreduktionen redovisats som en samhälls-ekonomisk vinst som emittenten av gröna obligationer borde få ta del av. Det finns emellertid en del komplikationer med detta tanke-sätt som behöver belysas.

Först en kort bakgrund till externaliteter gällande utsläpp och koldioxidskatten. Nyttan av en utsläppsreduktion är en positiv externalitet som bör främjas. En positiv externalitet är en sådan som främjar samhället men som inte direkt främjar emittenten. Om vi bortser från koldioxidskatten finns det därför inget incitament för emittenten att reducera sina utsläpp. Utsläpp brukar vanligtvis definieras som en negativ externalitet som emittenten inte tar hänsyn till eftersom den inte behöver stå för samhällskostnaderna utsläppen orsakar. I klassisk mikroekonomilära kan externaliteter

som utsläpp aningen hanteras genom att samhällskostnaden internaliseras hos utsläpparen. Utsläpparen får därmed incitament att reducera sina utsläpp till en samhällsoptimal nivå. Koldioxidskatt är ett exempel på en sådan lösning. Alternativet är att samhället ersätter utsläpparen och betalar denna att reducera sina utsläpp till en samhällsoptimal nivå. Systemet med återbetalning tar fasta på det senare alternativet eftersom målet inte bara är att sänka utsläppen, målet är att även bygga upp en marknad för gröna obligationer som när den väl är på plats förhoppningsvis har moment att fortsatt reducera utsläppen.

Konkret är koldioxidskatten en skatteintäkt för staten. Att reducera utsläppen skapar samhällsekonomisk vinst men innebär samtidigt utebliven intäkt i statsfinanserna. Ett återbetalningssystem blir en dubbel kostnad för staten då skatteintäkten försvinner samtidigt som emittenten ska ha betalt. Om koldioxidskatten antas motsvara samhällets kostnad för utsläpp ska emellertid en reduktion av utsläpp inte räknas som en utebliven intäkt. Har kostnaden reducerats genom reducerat utsläpp ska skatteintäkten minska med motsvarande belopp utan att det påverkar finanserna på längre sikt. Det går därför att argumentera för att den uteblivna skatteintäkten inte ska redovisas som en kostnad eller utebliven intäkt. Kvar är beloppet för återbetalning vilken skulle bli en konkret kostnad för staten. Med den multiplikatoreffekt som finns i ett återbetalningssystem likt detta skulle emellertid kostnaden för återbetalning vara mycket välinvesterade pengar sett till den miljö- och klimatmässiga nyttan.

B. Säkerställda obligationer

Förslag: Tillväxt av gröna säkerställda obligationer ska främjas genom att en utökad direktåtkomst till energideklarationsregistret införs.

Bedömning: Direktåtkomst möjliggör klassificering av de bostadslån som finansieras via säkerställda obligationer. Att definiera vad som anses vara en miljö- och klimatmässigt hållbar byggnad anser utredningen för närvarande ska överlåtas till marknadens aktörer.

Ett motsvarande resonemang som för finansiering av kommersiella fastigheter skulle kunna föras kring bostadsfinansiering. Den svenska marknaden för säkerställda obligationer uppgick till 2 100 miljarder kronor i utestående volym under andra kvartalet 2017.¹⁹ Den är större än marknaden för statsobligationer och utgör till följd av det numera bl.a. benchmark i ränteskillnadsersättningarna men eventuellt också för livbolagens diskonteringar.

Det är också en marknad där investerarna i slutändan är exponerade mot risken i de underliggande tillgångarna, dvs. bostadslånen. Risken i obligationerna påverkas därför av vilka tillgångar som utgör säkerhetsmassan. Det lägger grunden för särbehandling av de säkerställda obligationer som har hållbara underliggande tillgångar.

Tanken är att det kommer tas politiska beslut för att uppfylla klimatmålen enligt Parisavtalet 2015. Riksdagen har dessutom fattat beslut om att Sverige inte ska ha några nettoutsläpp år 2045 (85 procent utsläppsreduktion inom svenskt territorium och resterande 15 procent få tillgodoräknas genom investeringar utomlands). Troligtvis kommer regeringen att vilja få ner energiförbrukningen i bostäder vilket kan göras genom t.ex. högre energiskatter och/eller subventioner för energieffektivisering, kanske energiskatter som i sin tur finansierar subventioner. Hur åtgärderna kommer se ut går ej att svara på i dag.

Eventuella politiska beslut innebär att bostäderna med låg energiförbrukning inte kommer få samma kostnadsökningar som de med hög energiförbrukning. Lägre kostnader borde innebära lägre risk för kreditförluster. Med lägre risk kommer investerare i säkerställda gröna obligationer inte kräva lika hög avkastning, allt annat lika. Det leder till en lägre finansieringskostnad för bankerna genom de gröna säkerställda obligationerna. De kan då erbjuda billigare gröna bolån finansierade genom gröna säkerställda obligationer med lägre risk. Billigare bolån för hållbara bostäder skapar incitament att bygga just sådana och att investera i energieffektivisering i befintliga bostäder så att de blir hållbara. Emellertid är kreditförluster gällande bolån i Sverige nära noll. Det finns gott om data kring förluster och kreditrisker men det saknas historiska förluster i

¹⁹ Se kap. 4 för en mer detaljerad beskrivning av marknaden för säkerställda obligationer och dess betydelse.

bostadslån orsakade av klimatrisker. På grund av avsaknad av förluster blir ovan ett hypotetiskt resonemang.

En lägre finansieringskostnad kan även uppstå av att investerare vill investera hållbart. Det ger större efterfrågan på gröna säkerställda obligationer, priset pressas, resultatet blir billigare finansiering vilket borde ge billigare bolån för hållbara bostäder. Som en konsekvens skulle produktion av bostäder och fastigheter gå mot något mer hållbart.

Med tanke på fastigheters livslängd är det viktigt att de byggs hållbart redan i dag för att inte bygga in hög energiförbrukning och därmed slippa kostnader för energieffektivisering längre fram. Utsläpp under byggnation bör också beaktas. Uppskattningar visar att nära hälften av klimatpåverkan sker under produktionen av en fastighet, något som inte alltid fullt ut uppmärksammas i dagens certifieringssystem för gröna fastigheter.

Förslag till gröna säkerställda obligationer

I detta avsnitt kommer ett förslag till utformning av gröna säkerställda obligationer diskuteras samt vilka möjligheter och hinder som föreligger. För en mer detaljerad beskrivning av säkerställda obligationer funktionssätt och marknad se 4 kap.

En grön säkerställd obligation skulle vara en sådan vars säkerheter i tillgångsmassan ansågs som hållbara. Tillgångarna i säkerhetsmassan för svenska säkerställda obligationer utgörs till huvud del av krediter som lämnats mot inteckning i fast egendom som är avsedd för bostadsändamål eller mot pant i bostadsrätt, dvs. bostadslån. En grön säkerställd obligation skulle vara en sådan där bostäderna vars lån ligger som säkerhet till de säkerställda obligationerna har en energiförbrukning under en nivå som anses vara hållbar.

Hållbar byggnad enligt GBP

Enligt GBP är en grön obligation en sådan vars obligationslikvid finansierar bl.a. miljömässigt hållbara byggnader:

Gröna byggnader (eng. *green buildings*) som uppfyller kraven i regionalt, nationellt eller internationellt erkända standarder eller certifieringar.

GBP ställer inga mer detaljerade krav än så utan överlåter åt marknaden att avgöra vad som är hållbart.

Hållbar byggnad enligt CBS

CBI har tagit fram kriterier för vad som anses vara miljömässigt hållbara byggnader. Kriterierna ingår i CBI:s taxonomi över hållbara investeringar som är kopplad till CBS (*Climate Bonds Standard*). Kriterierna bygger inte på absoluta tal för vilken utsläppsnivå som anses vara hållbar utan tar i stället fasta på andelen byggnader med lägst utsläpp. Kriteriet för att en byggnad ska anses miljömässigt hållbar är att den tillhör de 15 procent av byggnaderna med lägst utsläpp. CBI tar även fasta på att utsläppskraven för andelen mest effektiva byggnader måste sjunka över tid. Detta för att följa de utsläppsbanor som leder till att den globala uppvärmningen begränsas till väl under två grader. Enligt CBI innebär det att byggnaderna ska följa en linjär funktion från dagens utsläppsnivå av växthusgaser till nollutsläpp 2050.

För att återkoppla till diskussionen om risk kopplat till hållbarhet som fördes tidigare i detta avsnitt, för byggnader som har högre utsläpp kommer det bli en relativt större utmaning i att få ner dessa till nollutsläpp. Troligtvis kommer det innebära högre kostnader i form av åtgärder för energieffektivisering alternativt högre kostnader för utsläppen i form av t.ex. koldioxidskatter. Högre kostnader innebär lägre avkastning till ägarna alternativt sämre konkurrensfördel om de höjer hyrorna för att kompensera de högre kostnaderna. Risker för fallissemang kommer troligtvis också vara högre.

För att veta att fastigheten tillhör de 15 procent mest effektiva behövs det data över utsläppen i fastighetsbeståndet. Alternativt kan lokala byggregler eller erkända miljöcertifieringssystem användas som proxy om inte data för utsläpp saknas. Som exempel nämns miljöcertifiering enligt LEED Gold/Platinum eller motsvarande under andra miljöcertifieringssystem som BREEAM och Green Star.

För bostadshus finns det eventuellt inget certifieringssystem eller utsläppsdata för individuella fastigheter. Enligt CBI:s kriterier går det att använda lokala byggregler eller olika typer av energi-

märkningssystem som proxy, dvs. använda energiförbrukning i stället för utsläppsnivå för att identifiera de 15 procent mest hållbara byggnaderna. Logiken för detta ligger i att energiförbrukning och utsläpp troligtvis är starkt korrelerade.²⁰ Emellertid har utredningen fått uppgift om att det är problematiskt att få godkänt att använda energiförbrukning som en proxy av CBI. De vill helst ha utsläppsdata vilket kräver mer jobb och ibland kan vara svårt att få fram. Det är också problem att få godkänt lokala certifierings-system som t.ex. Miljöbyggnad som finns i Sverige. Anledningen är att certifiering väger in en mängd variabler varav energiförbrukning är en. Det blir därmed svårt att avgöra om just energiförbrukningen överensstämmer med internationellt erkända miljöcertifierings-system som LEED och BREEAM. I kontexten gröna obligationer borde miljöcertifieringssystemen arbeta mot en tydligare direktjämförelse gällande energiförbrukning eller utsläpp i syfte att öka jämförbarheten mellan olika system.

I CBS finns även kriterier för investering i åtgärder för energieffektivisering. Kriterierna är att åtgärderna ska resultera i en reduktion av utsläppen på 30 till 50 procent beroende på obligationens löptid. För en reduktion på 30 procent får obligationens löptid uppgå till fem år. För en reduktion på 50 procent får obligationens löptid uppgå till 30 år. Krav på reduktion för löptider mellan 5 och 30 år ges av en linjär funktion. Orsaken till löptidsbegränsningen är helt enkelt att det inte ska vara möjligt att låsa in en högre nivå av energiförbrukning över längre tid. För att uppnå klimatomålen måste energiförbrukningen sjunka över tid enligt utsläppsbanor som leder till att den globala uppvärmningen begränsas till väl under två grader. För att uppnå sänkningen över tid är det ej hållbart att i dag låsa in en finansiering i 30 år för en tillgång som anses hållbar i dag men inte kommer anses vara hållbar om 15 år.

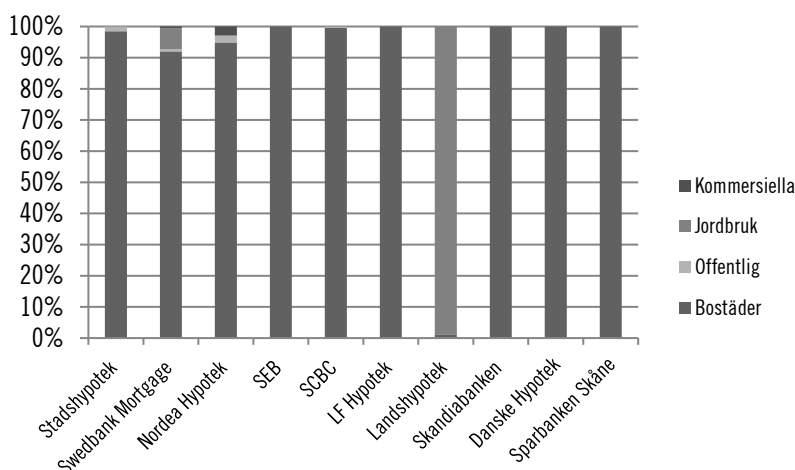
²⁰ I Sverige går det att köpa el från specifika elproducenter och oberoende av förbrukningsnivå går det med kontrakt på förnybar el att hävda att byggnaden har nollutsläpp. Emellertid skulle högre förbrukning kräva att kapaciteten för förnybar energi behöver byggas ut vilket kräver resurser och är mindre hållbart än att hålla nere energiförbrukningen hur hållbar den än må vara. Möjlighet till att kontraktera bort utsläpp bortser vi från i detta avsnitt eftersom sådan hänsyn inte tas när det gäller krav på energieffektivitet i svenska byggregler.

Typ av byggnader

Lagen (SFS 2003:1223) om säkerställda obligationer begränsar möjligheten att finansiera fastigheter för kommersiella ändamål med säkerställda obligationer. Hypotekskrediter som lämnats mot in-teckning i fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt som är avsedd för kontors- eller affärsändamål får nämligen utgöra högst 10 procent av säkerhetsmassan. Begränsning är nationell och återfinns inte i EU-regelverket. I Sverige finansieras därför främst bostäder och till viss del egendom avsedd för jordbruksändamål med säkerställda obligationer, se Figur 6.2. Fokus i detta avsnitt kommer därför ligga på just bostäder.

Figur 6.2 Säkerhetsmassa säkerställda obligationer

Avser utestående obligationer vid utgång av kv. 3 2017



Källa: SEB.

Minimikrav för energianvändning i Boverkets byggregler

I Boverkets byggregler (BBR – BFS 2011:6) finns det minimikrav för nya byggnaders energianvändning uttryckt i primärenergital.²¹ Dessa är 90 kWh/m² för småhus, 85 kWh/ m² för flerbostadshus

²¹ För mer detaljerad beskrivning av beräkningen av byggnader energianvändning se kap. 9 Boverkets byggregler (BFS 2011:6).

och 80 kWh/ m² för lokaler²². Dessa gränser täcker emellertid in mer än 15 procent av det totala beståndet och kan inte direkt användas för att uppfylla kriterierna enligt CBS. Som tidigare diskuterats har det dessutom varit problem att av CBI få godkänt energiförbrukning som proxy för utsläpp. Marknadsaktörer som inte emitterar enligt CBS, dvs. alla svenska emittenter i skrivande stund, anser inte heller att gränserna i BFS är hållbara vilket vi återkommer till längre ned. Nu är det inte så Boverket framhåller gränserna i BFS som hållbara utan det är övre gränser för nya byggnader. Gränserna avser att följa den tekniska utvecklingen och beaktar vad som är kostnadsoptimalt. Boverket har för avsikt att skärpa kraven ytterligare 2021.

Hållbarhetskriterier för byggnader i CBS

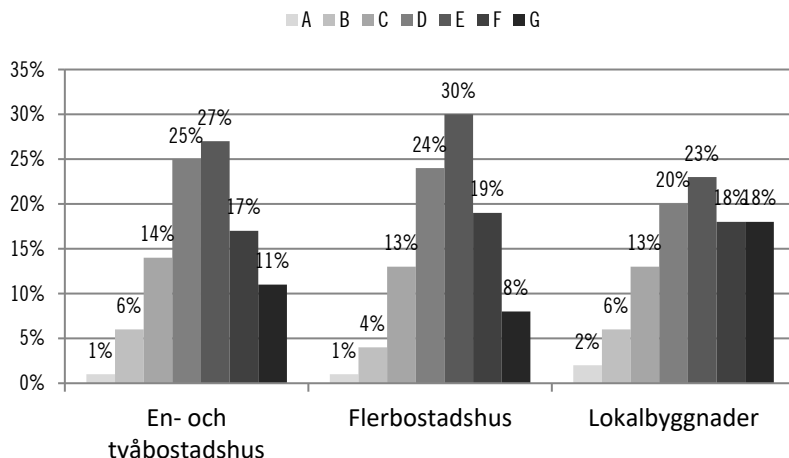
Om vi trots diskussionen energiförbrukning kontra utsläpp utgår från kriterierna för hållbara bostäder i CBS, skulle de 15 procent mest energieffektiva bostäderna behöva identifieras. När de blivit identifierade skulle de vara godkända för att finansieras med gröna obligationer. Boverkets energideklarationsregister skulle kunna användas för identifikation av de hållbara bostäderna. Energideklarationsregistret innehåller byggnadsspecifika data gällande bl.a. den uppvärmda arean i huset, kallad och energianvändning för uppvärmning, komfortkyla, tappvarmvatten och byggnadens fastighetsel. Därmed går det att räkna fram byggnadens energiprestanda. Energi-prestanda är ett mått på hur mycket energi som går åt till uppvärmning, komfortkyla, tappvarmvatten och för byggnadens fastighetsel. All energi som används för detta under ett helt år läggs ihop och divideras med husets uppvärmda yta. Man får då antalet kilowatt-timmar (kWh) som förbrukas per kvadratmeter (m²). Energi-prestandan uttrycks i enheten kWh/m² och år. För att underlätta jämförelser mellan olika byggnader finns sedan den 1 januari 2014 dessutom ett system med klassning av energiprestandan. Klassningen är utformad som en skala från A till G där A har lägst energiförbrukning per kvadratmeter. Med energiklassning skulle

²² Byggnader som inte är bostäder som t.ex. butikslokaler, shoppingcentrum, kontor och industrilokaler.

det enkelt gå att plocka ut de klasser som sammanlagt utgör maximalt 15 procent av det totala bostadsbeståndet.

Figur 6.3 Fördelning energiklasser

Fördelning energiklasser per den 31 december 2016



Källa: Boverket.

Som Figur 6.3 visar skulle de byggnader som faller inom klass A och B utgöra sju till åtta procent av beståndet och därmed kunna finansieras med gröna obligationer enligt CBS. Inkluderas energiklass C skulle andelen uppgå till 18 till 21 procent och falla utanför ramen på 15 procent enligt CBS. En grön säkerställd obligation skulle enligt CBS därmed utgöras av krediter med säkerhet i bostäder som har energiklass A eller B. Förutsättningen är att minimikravet i BBR eller definitionerna av energiklasserna skärps över tid för att hållbara byggnader över tid ska utgöra maximalt 15 procent av det totala byggnadsbeståndet samt att hållbara byggnader 2050 ska definieras som sådana med nollutsläpp.

Hur energieffektiva är då byggnader med energiklass A eller B? Nedan redovisas kriterierna för hur energiklasserna fördelas utifrån kravet på nybyggnation, dvs. 100 procent innebär en byggnad med energiförbrukning exakt enligt minimikravet i BBR:

Tabell 6.3 Kriterier energiklasser

EP = energiprestanda

A = EP är ≤ 50 procent av kravet för en ny byggnad.
B = EP är $> 50 - \leq 75$ procent av kravet för en ny byggnad.
C = EP är $> 75 - \leq 100$ procent kravet för en ny byggnad.
D = EP är $> 100 - \leq 135$ procent av kravet för en ny byggnad.
E = EP är $> 135 - \leq 180$ procent av kravet för en ny byggnad.
F = EP är $> 180 - \leq 235$ procent av kravet för en ny byggnad.
G = EP är > 235 procent av kravet för en ny byggnad.

Källa: Boverket.

Som framgår av tabellen ovan ligger minimikravet i BBR för nya byggnader mellan energiklass C och D och täcker därmed in mer än 15 procent av beståndet. Därför går det inte att använda dagens minimikrav i BBR som kriterium för hållbara byggnader enligt CBS.

Dessutom bör en tillräckligt stor andel av byggnadsbeståndet energiklassificeras för att säkerställa att andelen byggnader som tillhör en viss energiklass verkligen återspeglar samma andel i det totala beståndet. Det kan alltså vara problematiskt att energiklassa t.ex. en procent av det totala antalet byggnader och påstå att den andelens energiklassfördelning återspeglar det totala byggnadsbeståndets energiklassfördelning.

Det finns emellertid inget kriterium för storlek eller vilka statistiska egenskaper²³ som krävs för att urvalet ska anses kunna representera det totala beståndet. Till kriterierna för CBS finns det exempel på godkända proxys för utsläpp. Ett exempel är det nederländska energiklassificeringssystemet som liknar Sveriges. Enligt CBI är det nederländska systemet en godtagbar proxy. Emellertid påpekar CBI att endast 31 procent av det totala beståndet är energiklassificerat och att statistiken för urvalet därför inte kan anses representera hela beståndet. Trots denna anmärkning har CBI godkänt det nederländska systemet.

I Sverige hade 19 procent av en- och tvåbostadshusen energideklarerat i slutet av 2016. En ännu mindre andel om sex procent hade energiklassats. Motsvarande siffra för flerbostadshus är 64 resp. 3 procent och för lokaler 90 resp. 12 procent. Energiklassningen

²³ T.ex. att statistik skulle vara statistiskt säkerställda på en femprocentig signifikansnivå.

utförs av Boverket och kommer med tiden komma ikapp andelen energideklarerade byggnader.

En energideklARATION ska utföras (i) innan försäljning, (ii) vid uthyrning och (iii) för större byggnader som ofta besöks av allmänheten. Ökning av andelen bostäder med energideklARATION bestäms därmed av rörligheten på bostadsmarknaden. Dessa regler är även orsaken till att 90 procent av alla lokaler har energideklarerats medan endast 19 procent av en- och tvåbostadshusen gjort det. Nya byggnader ska också energideklarerars senast två från det att de har tagits i bruk.

Gällande säkerställda obligationer är siffrorna för en- och tvåbostadshus samt flerbostadshus de intressanta. För dessa kategorier låg andelen energiklassade byggnader på sex resp. tre procent vilket kan anses som lågt. Denna andel har potential att relativt snabbt öka till andelen som energideklarerat vilket ligger på 19 resp. 64 procent. Andelen på 64 procent för flerbostadshusen bör av marknaden anses vara godkänd som proxy eftersom CBI godkänt en andel på 31 procent på den nederländska marknaden. En andel på 19 procent är inte lika självklar men som tidigare nämnts finns inga kriterier för godkänd andel klassade byggnader.

Hållbarhetskriterier för byggnader på marknaden enligt GBP

Resonemanget är hittills uppbyggt kring definitionen av hållbara byggnader i CBS. I skrivande stund har emellertid ingen svensk emittent fått sina obligationer certifierade av CBI. Det är därför intressant att studera vilka kriterier marknaden har satt upp för hållbara bostäder med utgångspunkt i det mer vaga kriteriet i GBP. Det är främst banker som finansierar bostäder och det är därför lämpligt att studera kriterierna i deras ramverk. De banker som tagit fram ramverk för gröna obligationer är Nordea, SBAB, SEB och Swedbank.²⁴ Kriterierna innehåller ett antal certifieringssystem och märkningar som anses definiera vad en hållbar byggnad är. Exempel på sådana kriterier är LEED, BREAA, Miljöbyggnad, Svanen och Passivhus. Förutom dessa märkningar finns också kriterier baserade på tillåten energiförbrukning enligt nationella bygg-

²⁴ Per den 14 november 2017.

regler. SBAB och Swedbank hänvisar i sina ramverk till energiklassningssystemet och godkända byggnader ska ha energimärkning A eller B. Nordea och SEB har som krav att byggnaden ska ha en energiförbrukning som är minst 25 procent bättre än kraven i tillämpbar reglering, i Sveriges fall BBR. Ett sådant krav innebär i praktiken att godkända byggnader enligt Nordea och SEBs ramverk ska ha energiklass A eller B, eftersom byggnader i dessa energiklasser har en energiförbrukning som är minst 25 procent lägre än minimikravet för en ny byggnad, se Tabell 6.3.

Kriterierna i bankernas ramverk överensstämmer alltså med kriterierna i CBS gällande andelen byggnader som anses vara hållbara utifrån deras energiförbrukning, dvs. både enligt kriterierna i CBS och enligt bankernas ramverk är det byggnader med energiklass A och B som anses vara hållbara.

Hur hållbara bedöms då dessa kriterier vara? Cicero har utfört andrahandsutlåntag för två bankers ramverk, SBAB och SEB. Ciceros betyg för kriterierna för hållbara byggnader i dessa ramverk är medium grönt, dvs. Cicero klassar godkända byggnader enligt ramverken som finansiering av projekt som strävar mot 2050 års klimatmål. Det kan antas vara i linje med CBS som har som krav att hållbara byggnader tillhör de 15 procent som har som lägst utsläpp och att utsläppen ska sjunka över tid för att nå nollutsläpp 2050.

Sammanfattningsvis finns det på marknaden kriterier för hållbara byggnader som skulle kunna användas för säkerställda gröna obligationer. I Sverige finns det också ett energiklassningssystem som kan användas för att identifiera de hållbara byggnaderna. Den relativt låga andelen byggnader som energideklarerat kan utgöra ett hinder för marknads potential. Emellertid är sannolikheten högre att det är äldre ej hållbara byggnader som inte energideklarerat. Dessa byggnader är ändå inte aktuella för att finansieras med säkerställda gröna obligationer och därför spelar det mindre roll om dessa för tillfället är klassificerade eller inte. Dessutom måste kraven för vilka byggnader som anses hållbara skärpas över tid för att uppfylla kraven på hållbarhet. Det logiska skulle vara att göra detta genom att minimikraven i BBR som ligger till grund för energiklasserna skärps över tid. Alternativt skulle definitionen av de olika energiklasserna kunna justeras, men att ändra dessa skapar ett mer komplicerat system och det skulle inte vara hållbart att behålla dagens minimikrav i BBR. Trots eventuellt problem med lågt antal klassifi-

cerade byggnader anser svenska emittenter och leverantörer av andrahandsutlåtanden att energiklassningssystemet är tillräckligt bra för att använda som kriterium för att emittera gröna obligationer.

Begränsad tillgång till energideklarationsregistret

Bestämmelser om direktåtkomst till energideklarationsregistret finns i förordningen (2006:1592) om energideklaration för byggnader. I förordningen föreligger det hinder för att ta fram ett system för att emittenter av säkerställda obligationer på ett enkelt sätt skulle kunna identifiera hållbara byggnader. Enligt förordningens 17 § är det bara ett begränsat antal aktörer som i enskilda fall får tilldelas direktåtkomst till energideklarationsregistret:

17 § Boverket får i det enskilda fallet medge direktåtkomst till energideklarationsregistret för 1. den eller de kommunala nämnder som fullgör kommunens uppgifter inom plan- och byggväsendet, om det sker för det ändamål som anges i 18 § 4 lagen (2006:985) om energideklaration för byggnader, 2. Statens energimyndighet, 3. oberoende experter för sökningar på byggnader som omfattas av deras uppdrag, och 4. Byggnadsägare, för sökningar på byggnader som de äger.

Begränsningen i förordningen gör att emittenter av säkerställda obligationer i dag inte kan utveckla system för att på ett automatiserat och enkelt sätt identifiera hållbara byggnader. Automatisering är nyckeln till gröna säkerställda obligationer eftersom det handlar om ett så stort antal bolån. Manuell hantering blir helt enkelt för resurskrävande.

Begränsningen ligger också till hinder för den särskilda granskaren av säkerställda obligationer att verifiera att byggnaderna som ligger till säkerhet för gröna säkerställda obligationer verkligen uppfyller kraven om hållbar energiförbrukning.

För identifiering och utvärdering av byggnaders hållbarhet behöver emittenter ha tillgång till data för (i) fastighetsbeteckning för att kunna matcha dessa mot bolån i säkerhetsmassan till säkerställda obligationer, (ii) energiförbrukningsmått som primärenergitalet i kWh/m² på fastighetsnivå för att kunna ta fram benchmark, identifiera, ranka och ta fram gränser för vad som anses vara en hållbar byggnad och (iii) energiklass på fastighetsnivå för att even-

tuellt underlätta gränsdragning och förenkla kommunikation om hållbarhetsmått till marknaden.

Utredningen föreslår därför att kretsen av de med direktåtkomst till registret ska utökas med dem som behöver access till uppgifterna enligt ovan för att få emissionen av grön obligation godkänd som grön, jämte de som får granskningsuppdrag enligt lagen om utgivning av säkerställda obligationer för att dessa ska kunna fullgöra sitt uppdrag enligt lagen.

Marknadens omedelbara potential

Andelen hållbara byggnader i Sverige uppgår till cirka sju procent under antagandet att energiklassfördelningen för klassade byggnader motsvarar fördelningen hos det totala beståndet. I dag definierar marknaden en hållbar byggnad som en med 25 procents lägre energiförbrukning än minimikravet för nya byggnader i BBR, dvs. energiklass A och B.

Marknaden för säkerställda obligationer uppgick till 2 100 miljarder kronor andra kvartalet 2017. Under antagandet att de säkerställda obligationerna endast finansierar hus och bostadsrätter samt att upplånat belopp är jämnt fördelat över byggnadsbeståndet skulle marknadens omedelbara potential uppgå till 147 miljarder kronor. På grund av de ekonomiska incitamenten, dvs. att den hypotetiskt lägre risken i säkerställda gröna obligationer skulle ge billigare finansiering till hållbara byggnader som diskuterades i början av detta stycke, finns det en betydligt större potential över tid när fler bygger hållbart eller energieffektiviserar för att uppnå hållbarhetskriterierna.

C. Stödprogram

Förslag: Stöd- och incitamentsprogram ska skapas för att främja både emissioner av och investeringar i gröna obligationer.

Bedömning: Programmen bör innehålla modeller för kostnadsersättning, kunskaps- och kompetensstöd och forskningsincitament.

Syftet med ett stödprogram är att öka utbudet av gröna obligationer. Bristande utbud har identifierats som huvudproblemet på marknaden. Med ökat utbud borde marknaden fungera bättre med högre omsättning och bättre likviditet. För att öka utbudet bör åtgärder riktas mot de faktorer som hindrar emittenter från att emittera gröna obligationer. Flera emittenter upplever den extra kostnaden som det innebär att emittera gröna obligationer som ett hinder. Det är främst kostnaden för externa granskningstjänster som anses vara för höga. Externa granskningstjänster på den svenska marknaden utgörs hittills av att emittenten har anlitat en leverantör av externa granskningstjänster att ta fram ett andrahandsutlåtande på emittentens ramverk.²⁵

De emittenter som inte emitterar gröna obligationer menar att de lika väl kan finansiera sig med traditionella obligationer och är därmed ovilliga till att ta de extra kostnaderna som förknippas med emission av gröna obligationer. Den interna kostnaden för att ta fram ett ramverk samt rapportering ex-post nämns inte lika ofta som ett hinder.

Emittenter beaktar därmed inte de positiva externaliteter som emission av gröna obligationer för med sig och emitterar inte sådana. Externaliteterna har beskrivits löpande i betänkandet men består t.ex. av att ge investerare en möjlighet att investera hållbart. Med en möjlighet att investera hållbart kan också kapitalallokeringen ändras så att det i framtiden blir relativt billigt att finansiera hållbara investeringar och relativt dyrt att finansiera icke-hållbara investeringar. Utan en möjlighet till att investera hållbart kommer det aldrig skapas någon möjlighet för marknaden att omfördela kapitalet till hållbara ändamål.

Närmare beskrivning av stödprogrammet

En möjlighet till att främja marknaden för gröna obligationer skulle vara att staten initierar ett stödprogram genom vilket emittenter av gröna obligationer kan få hjälp med de extra kostnaderna. Likt åtgärdsförslag om BFL kan förslagsvis Naturvårdsverket få i uppdrag att administrera och betala ersättningar. Stödet borde förslags-

²⁵ Se 5 kap. för mer information kring granskningstjänster.

vis riktas mot kostnaderna för externa granskningstjänster som andrahandsutlåanden eftersom de har lyfts som det främsta hindret för att emittera gröna obligationer. Kostnader för andrahandsutlåande är dessutom lätta att identifiera eftersom det är en betalning mellan två oberoende parter, till skillnad mot de andra kostnaderna förknippade med emission av gröna obligationer vilka uppstår internt hos emittenten (t.ex. framtagande av ramverk och processer för identifiering av hållbara tillgångar).

Ett stödprogram skulle sänka tröskeln för att emittera gröna obligationer. Fler emittenter skulle därmed få rutiner på plats och ta fram ramverk för emission av gröna obligationer. Det skulle ge emittenter möjligheten att tillskansa sig nödvändig kunskap och erfarenhet. Ramverk, rutiner, kunskaper och erfarenheter kan ses som infrastruktur nödvändig för att emittera gröna obligationer. Denna infrastruktur skulle finnas kvar på marknaden även efter att stödprogrammet avslutats och därmed fortsatt gynna marknaden.

Kostnader på den svenska marknaden

På den svenska marknaden har alla gröna obligationer i skrivande stund emitterats enligt ett ramverk utvärderat genom ett andrahandsutlåande. Vid förfarandet med extern granskning i form av andrahandsutlåanden är den interna kostnaden för framtagande av ramverk en engångskostnad. Även kostnaden för extern granskning av ett ramverk är en engångskostnad. Vissa av de tidigaste emittenter på marknaden för gröna obligationer har emellertid valt att uppdatera sina ramverk på senare tid. Det kan vara så att det blir nödvändigt att uppdatera ramverken i takt med att marknaden utvecklas. I de fall ramverken uppdaterats har de varit aktiva i cirka fyra år.

När väl ramverket är på plats och har granskats kan emittenten emittera ett oändligt antal gröna obligationer inom ramen för sitt ramverk utan extra kostnad för extern granskning. Teoretiskt handlar det därmed om engångskostnader.

Emission av gröna obligationer medför även löpande extra-kostnader jämfört med emission av traditionella obligationer. Den extra kostnaden består av att följa de rutiner som etablerats i ramverket gällande urval av hållbara tillgångar och projekt, förvaltning av emissionslikviden och rapportering ex-post om obligations-

likvidens användning. Det finns några som anført ett problem för tillväxt i kostnader för rapportering och validering ex-post. De löpande extrakostnaderna har dock inte generellt lyfts som ett lika stort problem som kostnaderna för extern granskning ex-ante och därför borde emission av gröna obligationer kunna fortsätta även efter att stödprogrammet avslutats.

Olika typer av externa granskningstjänster

Det finns andra typer av extern granskning än andrahandsutlåanden, t.ex. verifiering, certifiering och betyg (eng. *rating*). Dessa metoder bör inte uteslutas ur ett stödprogram med risk för att hindra utvecklingen av bättre metoder för extern granskning. Dessa metoder kan ha andra avgiftsstrukturer än förfarandet med andrahandsutlåanden. Som strukturerna ser ut i dag innebär dessa andra metoder en återkommande granskningskostnad per emitterad obligation, till skillnad mot för en engångskostnad gällande förfarandet med andrahandsutlåanden. Det är därmed inte lika självklart att emission under dessa granskningsmetoder skulle fortsätta i samma omfattning när stödprogrammet avslutas. Stödprogrammet kommer emellertid hjälpa till att bygga upp rutiner, kunskap och erfarenhet som borgar för fortsatt emission även om kostnaderna för extern granskning tillkommer efter programmet avslutats.

Uppbyggnad av kringtjänster

Ett stödprogram skulle gynna uppbyggnad av kringtjänster för emission av gröna obligationer. Med fler aktörer och bättre rutiner kan priserna på kringtjänster som externa granskningstjänster sjunka över tid. Under ett stödprogram kan infrastruktur för marknaden som marknadsplatser, konsulttjänster osv. byggas upp vilket borde underlätta emission även efter det att stödprogrammet avslutats.

Med ett stödprogram skulle aktörer som emissionsinstitut och leverantörer av de tjänster som omfattas av stödet kunna få ett incitament till en mer uppsökande verksamhet. Om kostnaden för extern granskning försvinner för emittenten skulle det bli betydligt enklare att övertyga emittenter om att emittera gröna obligationer.

Emissionsinstitut skulle tjäna på det genom sina ordinarie avgifter för att arrangera emissioner och leverantörerna av gransknings-tjänster skulle enklare kunna ta betalt för sina granskningstjänster.

Utformning

Stödet bör löpa under tillräckligt lång tid så att nödvändiga rutiner kommer på plats och marknaden utvecklas så pass att den därefter håller igång sig självt.

Singapores centralbank tillika tillsynsmyndighet (Monetary Authority of Singapore – MAS) har lanserat ett liknande stödprogram den 1 juni 2017. Genom programmet ersätts kostnaden för extern granskning upp till 100 000 Singapore dollar vilket motsvarade drygt 630 000 vid den 1 juni 2017. Syftet är att minska friktionskostnaderna för emission av gröna obligationer.

Deras program är tänkt att löpa under tre år. Varför de valt just tre år framgår inte men det är ändå en period att utgå ifrån. MAS tror i alla fall att tre år ska räcka för att kick-starta marknaden. MAS har krav på oberoende granskning enligt internationella standarder (GBP och CBS). Det finns ingen begränsning för antalet obligationer som samma emittent kan få ersättning för under programmet. Obligationen kan vara finansierad i valfri valuta. Den måste emellertid emitteras och listas på en marknadsplats i Singapore och uppgå till minst 200 miljoner Singapore dollar, vilket motsvarar 1,25 miljarder kronor.

Medellöptiden på marknaden för gröna obligationer i Sverige är fem år. Det är också på fem år som den största volymen emitteras. Löptidsstrukturen är troligtvis snarlik den på marknaden för traditionella obligationer. För att täcka in alla de som refinansierar sig vart femte år borde stödprogrammet också löpa just fem år. Fem år är emellertid en relativt lång tid för ett tidigare oprövat stödprogram. Ett alternativ skulle vara att lansera det på tre år för att skapa viss framförhållning med option att förlänga det till fem år om det faller väl ut och inga större problem identifieras.

Hur höga kostnader ska ersättas?

Detta är en mycket viktig fråga. Med ett stödprogram kan incitament skapas för leverantörerna av granskningstjänster att ta ut så höga avgifter som möjligt. När det inte är emittenten som betalar försvinner incitamentet hos beställaren att jämföra och förhandla om priser. Priskonkurrensen hos leverantörer av externa granskningstjänster kommer helt enkelt att försvinna. Konkurrens är en faktor som driver utvecklingen på marknaden. Att införa åtgärder som reducerar konkurrensen kommer därmed till viss del hämma utvecklingen.

Att inte ha något tak för ersättningen av kostnaden för extern granskning skulle skapa incitament för mycket höga avgifter och stödprogrammet skulle troligtvis inte bli samhällsekonomiskt optimalt. Det finns emellertid sätt att begränsa snedvridningen på marknaden.

Utredningen föreslår att stödprogrammet ersätter en viss andel av kostnaden för externa granskningstjänster. Vid en sådan utformning skulle emittenten ha kvar incitamentet att jämföra priser och förhandla, om än i något lägre omfattning än om emittenten hade fått stå för hela kostnaden. Konkurrensen skulle därmed bestå men vara något lägre eftersom absolutbeloppen och troligtvis därmed priskänsligheten skulle varit lägre.

Nackdelen med denna utformning är att emittenten fortfarande kommer träffas av kostnader för extern granskning, vilket har identifierats som ett av de främsta hindren för att emittera gröna obligationer. Detta hinder skulle emellertid minska desto större andel som stödprogrammet skulle täcka. Hittas en bra balans kan programmet gynna emission av gröna obligationer och samtidigt beakta marknadskrafterna. Utredningen föreslår att andelen ändå bör vara rejält tilltagen för att skapa ett avtryck på marknaden, minst 50 procent av kostnaden bör täckas. I och med att viss konkurrens kvarstår borde även kostnaderna för stödprogrammet hållas nere. Med modellen att en viss andel ersätts bevaras även diversifieringen av externa granskningstjänster, dvs. de som erbjuder mer avancerad analys till ett högre pris har fortfarande incitament att göra så om kunden är villig att betala extra. För att förtydliga bör emittenten endast vara berättigad till ersättning för en typ av gransknings-tjänst. Får emittenten ersättning för kostnaden av ett andrahands-

utlåtande ska den inte få ersättning även för ett eventuellt betyg (eng. *rating*) av de obligationer som emitteras under ramverket.

Alternativ ersättningsmodell

Det finns en alternativ ersättningsmodell vilken utredningen av olika anledningar bedömer vara mindre lämplig. Det är inrättandet av ett tak för hur stor ersättning en emittent kan få för kostnaden för extern granskning, dvs. ett maxbelopp för externa gransknings-tjänster som ersätts av stödprogrammet. En sådan utformning hade begränsat kostnaderna för att driva programmet. Samtidigt skulle en sådan modell också introducera en del problem.

Beroende på hur högt ersättningstaket sätts skulle alla leverantörer som i dag tar en avgift under taket fått incitament att höja sina avgifter till taknivån. Konkurrensen för leverantörerna under taket skulle därmed sättas ur spel och kostnaderna för programmet skulle bli onödigt stora. De leverantörer vars avgifter ligger över taket skulle missgynnas mot de vars avgifter ligger under taket. De leverantörer med avgifter över taket skulle eventuellt få incitament att vattna ur sina tjänster för att kunna ta ut en avgift i nivå med stödet och konkurrera på lika villkor med de leverantörer som tar ut en avgift under taket. Ett tak under vissa leverantörers avgift skulle därmed kunna skapa ett s.k. *race to the bottom*.

Sätts taket över alla leverantörers avgifter kommer konkurrensen helt sättas ur spel och incitament skapas för att ta ut höga avgifter i linje med taket. Sätts taket under de lägsta avgifterna på marknaden gynnas de billigare leverantörerna proportionellt mer än de dyrare. Sammanfattningsvis skulle ett ersättningstak begränsa kostnaderna för stödprogrammet men samtidigt sätta marknadskrafterna ur spel, beroende på utformning. Om ett tak ändå bedöms vara lämpligt att implementera bör fokus ligga på att begränsa kostnaderna för emittenterna. Att leverantörerna får incitament att höja sina avgifter skulle då bli kostnaden för att främja marknaden i detta avseende.

Som jämförelse ersätter Singapore kostnader för externa granskningstjänster upp till cirka 630 000 kronor, vilket får anses som ett generöst belopp. Kostnaden för externa granskningstjänster brukar ligga i spannet 120 000 till 400 000 kronor. Singapore verkar där-

med satt sitt tak så att det täcker alla leverantörers avgifter. Singapore är därmed redo att betala när leverantörerna får incitament att höja sina avgifter och har bedömt att det är nödvändig kostnad för att främja marknaden.

Krav på obligationers egenskaper?

Nästa fråga handlar om det ska ligga några krav på obligationerna med avseende på emissionsvolym och löptid. Detta för att det inte ska uppstå incitament att på något sätt missbruka stödprogrammet. Stödprogrammet skulle annars kunna utnyttjas genom att emittera ett stort antal obligationer med mindre obligationsbelopp eller kort löptid. Används ett granskningsförfarande som skapar ett avgiftsuttag för varje emission skulle inblandade aktörer kunna hämta ut större belopp ur programmet.

Det skulle främst vara leverantörerna av externa gransknings-tjänster som skulle ha incitament att få till ett sådant förfarande. Leverantörerna av externa granskningstjänster är i regel inte involverade i själva emissionsförfarandet. Det innebär att även emissionsinstituten skulle behöva involveras vilket minskar risken för missbruk. Dessutom skulle emittenten också behöva involveras. Emittenten har inget ekonomiskt incitament att emittera på ett sådant sätt, snarare tvärtom på grund av de avgifter de måste betala till emissionsinstitut vid emission. Emittent och emissionsinstitut är även måna om sitt rykte och relation till investerarna som kanske inte hade gillat ständiga emissioner i stället för obligationer med längre löptid. Det minskar risken ytterligare. Emittenten skulle behöva få någon form av ersättning från de andra inblandade parterna för att gå med på upplägget. Troligtvis skulle det inte skapas så betydande belopp att emittenten skulle anse det som lönsamt att ändra sin finansieringsstrategi. Marknaden och emittentens finansierare hade troligtvis uppfattat ett sådant beteende som oansvarigt.

De lägsta emissionsbeloppen för gröna obligationer har legat på 100 miljoner kronor och medelvärdet på 850 miljoner kronor.²⁶ Att sätta ett golv för emissionsstorlek för att förhindra någon form av

²⁶ För obligationer emitterade i svenska kronor och utländsk valuta av emittenter med säte i Sverige fram till den 30 juni 2017.

missbruk av systemet riskerar att stänga ute mindre emittenter. Det försämrar också marknadsdynamiken. Emittenterna som emitterat obligationer på 100 miljoner kronor har ju gjort detta för att det funnits rationella skäl bakom. Att inte inkludera dessa i stödprogrammet skulle skapa trösklar för emissioner som det finns behov av att utföra.

Sett till löptiden är den som lägst två år för gröna obligationer på den svenska marknaden. Bland de tvååriga obligationerna återfinns både relativt små på 100 miljoner kronor och relativt stora på 1,1 miljarder kronor. Samma argument som för emissionsbelopp gäller även för löptiderna. Emittenterna har haft rationella skäl till att finansiera sig med relativt korta löptider. Att inte beakta detta i ett stödprogram skapar incitament för att avvika från normalt förfarande på marknaden.

Att under stödprogrammet inte införa begränsningar för obligationers egenskaper introducerar en viss risk för missbruk. Som beskrivet måste dock alla parter i emission av gröna obligationer involveras. Emittenten har dessutom inte något ekonomiskt incitament att missbruka systemet, snarare tvärtom. Införs begränsningar hämmas marknadsdynamiken och risken finns att stänga ute vissa emittenter, speciellt små, om man ser till begränsningar i emissionsvolym. Utredningen bedömer att de negativa konsekvenserna med att införa en begränsning för obligationers egenskaper väger tyngre än risken för att systemet ska utnyttjas. Utredningen förslag är därmed att inga begränsningar av obligationers egenskaper införs i stödprogrammet.

Kostnad avseende ersättning för extern granskning

Den beräknade kostnaden för ett stödprogram skiljer mycket beroende på antaget scenario och typ av granskningstjänst. Hur marknaden utvecklas framöver är osäkert och den historiska utvecklingen baseras på beräkningar för bara ett fåtal år. Kostnaderna är beräknade för emittenter med säte i Sverige oberoende av vilken valuta de emitterar i.

Ett scenario är att marknaden fortsätter och att emittenter får sina ramverk granskade genom andrahandsutlåtanden. I genomsnitt har det historiskt tillkommit sju emittenter per år. Utgår man från

den historiska utvecklingen med sju nya emittenter per år och det faktum att det inte finns ingen tydlig tilltagande eller avtagande trend i detta antal, och att kostnaden för ett andrahandsutlåtande uppgår till 300 000 kronor²⁷, skulle kostnaden för stödprogrammet uppgå till mellan en och två miljoner kronor per år beroende på om 50 eller 90 procent av kostnaderna skulle ersättas. Om antalet emittenter fördubblas till 14 stycken skulle kostnaden uppgå till mellan två och fyra miljoner kronor per år beroende på om 50 eller 90 procent av kostnaderna ersätts.

Ett annat scenario är att förfarandet med att emittenten får sitt ramverk utvärderat via ett andrahandsutlåtande överges. I stället väljer emittenterna att få sina gröna obligationer certifierade av någon organisation eller betygsatta av t.ex. ett kreditvärderingsinstitut. I ett sådant scenario blir det en utvärderingskostnad per emitterad obligation. Vi antar att en certifiering eller betygsättning av en obligation kostar 250 000 kronor.²⁸ Historiskt har den genomsnittliga tillväxttakten i antalet gröna obligationer som emitteras av emittenter med säte i Sverige uppgått till 24 procent.²⁹ Till att börja med räknar vi på att tillväxttakten är identisk med den historiska. Kostnaderna kommer till en början vara lägre och öka efterhand eftersom vi antar en positiv tillväxttakt i antalet emissioner. Vid antagande att ett sådant program skulle kunna lanseras vid början av 2019 och löpa i tre år landar kostnaden för hela treårsperioden på mellan 30 och 53 miljoner kronor beroende på om 50 eller 90 procent av kostnaderna ersätts. Om programmet löper i fem år landar kostnaden för hela femårsperioden på mellan 61 och 112 miljoner kronor beroende på om 50 eller 90 procent ersätts.

Om antagandet görs att tillväxttakten skulle fördubblas fr.o.m. 2019 och uppgå till 48 procent, landar kostnaden för hela treårsperioden totalt på mellan 34 och 63 miljoner kronor beroende på om 50 eller 90 procent av kostnaderna ersätts. För hela femårs-

²⁷ Kostnaden har i regel legat mellan 120 000 kronor och 410 000 kronor. Observera att kostnaden kan skilja mycket mellan olika emissioner och beroende på vem som utför utvärderingen.

²⁸ Baserat på uppgift från ett kreditvärderingsinstitut om deras avgifter samt att den ligger inom ramen om vad CBI har uppgett att det kostar att få certifierat en obligation.

²⁹ Räknat på emission fram till den 30 juni 2017. Ej räknat med tillväxten mellan 2013 och 2014 eftersom den bedöms vara ett extremvärde med en tillväxt på 425 procent. Den genomsnittliga tillväxttakten beräknas därmed på utvecklingen över tre år vilket gör den osäker. Antagande har också gjorts om att det kommer emitteras lika många obligationer under andra halvåret 2017 som det gjorde under första.

perioden landar kostnaden på mellan 73 och 133 miljoner kronor beroende på om 50 eller 90 procent av kostnaderna ersätts.

Som synes finns ett stort möjligt spann gällande kostnaderna för ett stödprogram, men ovan estimat kan ändå fungera som en slags fingervisning om vilka kostnader som kan förväntas.

Till kostnaderna ovan kommer också kostnaden för Naturvårdsverket att administrativt hantera ansökningar för ersättning. Det administrativa momentet för emittenten måste dock vara mycket enkelt för att ej motverka stödprogrammets syfte som just är att sänka kostnaderna för emission av gröna obligationer.

Andra moment i ett stödprogram

En central del i ett ramverk för ett grönt obligationsprogram är återrapporteringen om att de förväntade gröna nyttorna med investeringen uppnåtts, s.k. effektbedömningar (eng. *impact reporting*). Som tidigare redovisats utgör denna rapportering en börda för emittenten i jämförelse med en traditionell obligation och därmed en kostnad som kan vara mycket kännbar för särskilt små emittenter. Utredningen har också inhämtat att kunskap ibland saknas för att utföra och/eller kvalitetssäkra effektbedömningar. Ett naturligt stöd som följer med ett krav på effektbedömningar är att ge ekonomiska förutsättningar för konsult hjälp, kunskapsstöd och verktyg för bedömningarna. Den typen av stöd följer motsvarande överväganden som ovan. Det är viktigt att kunskapsstödet innehåller en rekommendation att följa GBP i syfte att uppnå harmonisering på marknaden. Ett tydligt steg på vägen mot ett stödprogram är det verktyg för rapportering som tagits fram av bl.a. Kommuninvest vilket kan tjäna som modell.³⁰

Det bör också införas ett mer allmänt stöd till information och utbildningsinsatser om gröna obligationer. Av de utvärderingsrapporter som hittills kommit är det tydligt att det råder informations- och kunskapsbrist om den gröna investeringsmarknaden, både bland emittenter och investerare. Det får negativa effekter i ett läge där uppbyggnad av kompetens är både nödvändig och brådskande. Både

³⁰ Nordic Public Sector Issuers, *Position Paper on Green Bonds Impact Reporting*, October 2017. Rapporten publicerades under klimatmötet COP23 i Bonn.

potentiella emittenter och investerare, liksom revisorer som tänkbara validerare, är målgrupper. Finansinspektionens framgång med utbildningsprogrammet *Gilla din ekonomi* för konsumenter kan tjäna som exempel. Det är möjligt att Stockholm Sustainable Finance Centre som nyligen etablerats i Stockholm kan bidra i uppgiften.

Ytterligare ett led i kedjan är att ge incitament till forskning på excellent nivå i syfte att främja framväxten av en sund och mogen marknad på vetenskaplig grund. Forskningsråden har här en roll att fylla och kan rikta anslag mot utvalda delar av obligationsmarknaden i linje med det uppdrag som Vinnova redan har. Anslaget för finansmarknadsforskning torde kunna utvecklas. En given uppgift är att genom forskningsprojekt studera effekterna av utredningens förslag och vid behov utarbeta förslag för att stärka dessa i marknadsfrämjande riktning.

D. Europeiska långsiktiga investeringsfonder – Eltif

Förslag: En aktiebolagsrättslig fondreglering ska etableras i Sverige enligt förslag som tidigare lagts fram av 2014 års Fondutredning.

Bedömning: Genom att främja tillväxten av Eltif kan tillväxten av gröna obligationer främjas.

År 2015 antog Europaparlamentet och rådet en särskild förordning för vissa typer av alternativa investeringsfonder (Eltif), förordning (EU) 2015/760 om europeiska långsiktiga investeringsfonder, med tillämpning den 9 december 2015. I Sverige genomfördes vissa förändringar i lag om alternativa investeringsfonder med ikraftträdande den 1 februari 2017. Syftet med Eltif är att ”anskaffa och kanalisera kapital till europeiska långsiktiga investeringar i realekonom, i linje med unionens mål om en smart och hållbar tillväxt för alla”.

Tanken bakom Eltif-förordningen är att stimulera investeringar i alternativa investeringar, dvs. till skillnad från överlåtbara värdepapper som UCITS-fonder investerar i. En Eltif kan erbjuda långsiktig finansiering till t.ex. infrastrukturprojekt, fastigheter, samt noterade och onoterade små och medelstora företag som emitterar eget kapital eller skuldinstrument. För att kunna hantera dessa

illikvida tillgångar är en Eltif som huvudregel stängd, dvs. det går inte att lösa in fondandelarna under fondens livstid. Däremot kan de eventuellt handlas på en sekundärmarknad.

Eltif får erbjudas även icke-professionella investerare som på så sätt kan erbjudas att ta del av den likviditetspremie som kan förväntas i de illikvida investeringarna.

För att stimulera tillväxten av Eltifs så har fonderna fått särskilda fördelar i andra regelverk. Störst betydelse har lägre kapitalkrav i Solvens II som reglerar kapitalbufferten i försäkringsföretag. Investeringar i Eltif har genom en särskild bestämmelse förts till samma grupp av tillgångar, typ 1-aktier, som omfattar aktier i företag som noteras på reglerade marknader inom EES eller OECD eller MTF och som har sitt säte eller huvudkontor i en EU-medlemsstat. Denna grupp anses utgöra en lägre risk än andra aktier och kräver därmed lägre kapitaltäckning.

Investeringar genom Eltif är dessutom prioriterade vid finansiering via Europeiska investeringsbanken (EIB).

Med den förmånliga ställning som Eltif har och tillgängligheten för alla investerare skulle Eltif kunna vara en viktig kanal för investeringar i gröna obligationer.

Regelverket kring Eltif har bara funnits knappt ett år och det finns få tecken på att det skulle vara en framgångsrik reglering ur ett svenskt perspektiv. Det finns än så länge inga svenska Eltif. Enligt Fondbolagens förening beror det svalt intresset framför allt på att den svenska fondlagstiftningen inte är användbar. I Eltif-förordningen finns ingen reglering av den rättsliga formen för en Eltif-fond utan det förutsätts att sådan finns att tillgå i medlemsstaterna. Till följd av de specifika reglerna kring bl.a. inlösen och livsängd för Eltif-fonder är den vanliga svenska aktiebolagsformen mindre lämpad. Övriga fondtyper i Sverige etableras på en kontraktsrättslig grund som inte fungerar för en Eltif. Det betyder, enligt branschen, att det inte går att starta Eltif i Sverige.

Förutom den rättsliga formen behöver det även fastställas hur fonden ska behandlas i skatterettsligt hänseende, såväl vad gäller inkomstskatt som mervärdesskatt. Om det råder oklarheter kring beskattningen kommer investerarna att undvika risken för dubbelbeskattning genom att välja investeringar i andra tillgångar än Eltif.

Om förslagen från 2014 års Fondutredning³¹ genomförs vad gäller associationsrättsliga fonder i Sverige, och görs tillämpliga för Eltif, finns det goda skäl att anta att tillväxten av Eltif skulle främjas och med det öka investerarbasen för gröna obligationer. En åtgärd som därmed också skulle främja den gröna obligationsmarknaden. Det finns en osäkerhet kring efterfrågan på Eltif men genom att skapa förutsättningarna för verksamheten skulle Sverige etablera möjligheten och formatet kan användas för många olika lösningar däribland gröna obligationer.

En associationsrättslig fondlagstiftning skulle positivt påverka förutsättningarna för att driva fondverksamhet i Sverige och dessutom skapa möjligheter att även exportera fondförvaltningstjänster. Förslaget om associationsrättsliga fonder är redan utrett och det finns ett stort intresse generellt för associationsrättsliga fonder bland svenska fondbolag.

E. Gröna obligationer med miljö- och klimatomfattigt hållbara tillgångar som säkerhet

Förslag: Emittenter ska uppmuntras att emittera obligationer med säkerhet i hållbara tillgångar genom att en struktur för öronmärkning av tillgångar för den gröna obligationen tas fram av Finansinspektionen.

Bedömning: Genom att öronmärka hållbara tillgångar till en grön obligation förstärks möjligheten att driva hållbara investeringar ur ett rent ekonomiskt perspektiv.

I 3 kap. beskrivs de egenskaper som en grön obligation har ur olika perspektiv, bl.a. klimatrisk. Som nämnts finns det hittills sällan någon tillgång som är öronmärkt som säkerhet för en grön obligation. Med andra ord finns det ingen anledning att som investerare kräva högre eller lägre avkastning, klimatriskerna är densamma eftersom den med majoriteten av gröna obligationer avser emittenten och inte emissionslikvidens användningsområde.

³¹ Se, SOU 2016:45, En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad, slutbetänkande av 2014 års Fondutredning.

En intressant tanke vore därför att hitta hållbara tillgångar som kan öronmärkas för den gröna obligationen, allt i syfte att åstadkomma en obligation där investerare allt annat lika kan uppleva en lägre klimatrisk och därmed kräver en lägre avkastning. Principen liknar den för de nuvarande säkerställda obligationer som används för att finansiera främst bostadslån. Kan detta uppnås skulle gröna investeringar kunna framstå som mer attraktiva. Låt oss se på kommersiella fastigheter som ett exempel.

Det finns i dag ett flertal definitioner på vad som kan anses vara en grön kommersiell fastighet. Många hyresgäster kräver i dag att endast gröna fastigheter är aktuella vid en flytt. Detta har i sin tur medfört att vakansgraden i gröna fastigheter över tiden är lägre och att det till och med kan vara möjligt att på marginalen ta ut en högre hyra. Den gröna fastigheten är därmed en bättre säkerhet för kreditgivaren än en icke grön fastighet eftersom kreditrisken är lägre, allt annat lika. Ju bättre riskprofil, desto lägre blir avkastningskravet.

Ett fastighetsbolag som samlar sina gröna fastigheter som säkerhet för en grön obligation skulle med samma logik få en lägre upplåningskostnad. Allt annat lika, blir det ekonomiska utfallet bättre. En lägre finansieringskostnad skapar incitament för att bygga gröna fastigheter och energieffektivisera befintliga fastigheter. Med tanke på hur stor den kommersiella fastighetsmarknaden är i Sverige är detta potentiellt en mångmiljardmarknad för gröna obligationer. Obligationsfinansieringen (alla typer av obligationer) för svenska fastighetsbolag uppgick till cirka 230 miljarder kronor den 4 juli 2017.³²

Naturligtvis är detta inget som passar för enstaka fastigheter. Risken skulle bli för knuten till ett specifikt objekt. Däremot är tillämpningen bättre för större bestånd. Med en beskriven struktur skulle det dessutom finnas möjligheter i att poola flera tillgångar och på så sätt komma upp i emissionsvolym och eventuellt göra investeringen mer attraktiv för institutionella investerare.

Obligationer med säkerhet i hållbara tillgångar är inte vanliga på den svenska finansmarknaden, dock finns det i alla fall en emittent. Företaget i fråga är Svensk FastighetsFinansiering AB. Det är ett finansbolag som på den svenska kapitalmarknaden emitterar obligationer säkerställda med pantbrev i fastigheter. Utredningen vill vara tydlig med att den inte lägger någon värdering i vare sig

³² Källa: Bloomberg, SEB. Växelkurs USD/SEK 8,5061 från Riksbanken för den 4 juli 2017.

företaget eller strukturen på dess obligationer. Emittenten nämns endast för att ge ett exempel på att en struktur liknande den som beskrivs i detta avsnitt är möjlig.

SFF ägs till lika delar av de noterade fastighetsbolagen Catena AB, Diös Fastigheter AB, Fabège AB, Platzer Fastigheter Holding AB och Wihlborgs Fastigheter AB.

Sedan hösten 2015 har SFF ett ramverk för emission av gröna obligationer och emitterar gröna obligationer under bolagets ordinarie obligationsprogram. Den 30 juni 2016 hade SFF utestående gröna obligationer till ett nominellt värde av fyra miljarder kronor. Obligationerna har noterats på Nasdaq Stockholm Sustainable Bond List.

Utredningen föreslår att strukturen lyfts fram som ett gott exempel och tas vidare i större skala för att skapa volym på den gröna obligationsmarknaden. Finansinspektionen, som redan i dag har uppgifter enligt lagen om utgivning av säkerställda obligationer, är bäst lämpad för uppdraget.

F. Sekundärmarknad med tydliga regler om vad som bedöms vara miljö- och klimatomfattigt hållbart

Förslag: Finansinspektionen ges i uppdrag att säkerställa att marknadsplatsernas självreglering med kvalitetssäkring av gröna obligationer utvecklas vid äventyr att lagreglering blir nödvändig.

Bedömning: Marknadsplatserna bör uppmanas att driva utvecklingen genom att ställa krav på de listade gröna obligationernas miljö- och klimatomfattiga hållbarhet. Kraven bör harmoniseras mellan marknadsplatserna.

Ett av flera tillkortakommanden med gröna obligationer sägs vara brist på tydliga regler för vad som är en grön obligation. Det är självklart viktigt att investerare, stor som liten, vet att det kapital den gröna obligationen genererat används på därför avsett sätt.

Här spelar marknadsplatserna en viktig roll redan i dag och bör uppmuntras att göra så även framöver. Som beskrivet i 4 kap. handlas de flesta obligationer OTC, dvs. på en s.k. utförandeplats i stället för på marknadsplatserna. Emellertid har de institutionella

investerarna i regel krav på sig att endast handla i noterade och listade värdepapper. Det leder till att de flesta obligationer listats på en marknadsplats även om de ej handlas där.

Om marknadsplatserna i sina regler för notering ställer tydliga krav på vad som får listas som en grön obligation och om dessa krav följs upp, minskar det osäkerheten och underlättar förutsättningarna för en effektiv självreglering. Marknadsplatsernas krav kan därmed reducera risken för *greenwashing* och skapa ett ökat förtroende för marknaden.

Som marknadsplats finns dessutom sanktionsmöjligheter om någon emittent inte lever upp till de regler som finns för listning av tillgångsslaget. De har därmed verktygen att fungera som en effektiv tillsynsinstans på marknaden för gröna obligationer.

Historiskt har det också visat sig att självreglering är att föredra när spelregler för en marknadsplats utvecklas. Förändringar sker snabbt inom området miljö- och klimatomfattig hållbarhet, vilket ställer stora krav på följsamhet och anpassningsförmåga. Något som en självreglering brukar vara bäst lämpad att klara.

Som beskrivet i 5 kap. finns det redan i dag en rad marknadsplatser som har dedikerade listor för gröna obligationer med tillhörande krav, bl.a. Nasdaq Stockholm. I stort följer marknadsplatsernas krav de rekommendationer som finns i GBP. Emellertid finns det vissa skillnader mellan marknadsplatser. Ett arbete med att harmonisera olika informationskrav gällande hållbarhet generellt pågår i Sustainable Stock Exchanges Initiative (SSE) och förhoppningen är att kraven för gröna obligationer i framtiden tydliggörs och blir mer enhetliga. Arbetet bör uppmuntras och drivas på.

Utredningen anser att det arbete som gjorts av marknadsplatserna är mycket viktigt och att de fungerar väl med att kvalitetssäkra marknaden för gröna obligationer. Utredningen ser marknadsplatserna som en viktig komponent i självregleringen av marknaden för gröna obligationer och föreslår att Finansinspektionen ges i uppdrag att säkerställa att arbetet fortskrider vid äventyr att självregleringen fallerar och lagreglering blir nödvändig för att kvalitetssäkra gröna obligationer. Finansinspektionen har långvarig erfarenhet av att arbeta med branschöverenskommelser och är väl placerad även i denna fråga. Däremot kan huvuddelen av själva arbetet förväntas utföras av branschorgan som Svenska Fondhandlareföreningen.

6.7.2 Förslag för vidare utredning

I avsnittet redogörs för de förslag som diskuterats i utredningen men bedömningen varit att ytterligare överväganden behövs innan ett tydligt förslag kan läggas fram, alternativt att ett arbete pågår inom EU vilket minskar behovet av svenska regler.

A. Reducerat krav på kapitaltäckning och resolutionsreserv

Bedömning: Under förutsättning att den finansiella stabiliteten inte påverkas negativt borde innehav av gröna obligationer reducera krav på kapitaltäckning därför att gröna investeringar har en lägre klimatrisk allt annat lika. Likalydande resonemang och modell borde kunna appliceras på avgifter till resolutionsreserven.

Gynna efterfrågan på gröna obligationer

En förutsättning för att gröna obligationer på sikt ska få en mer framträdande roll som finansieringskälla för en hållbar omställning av samhället är sannolikt att det finns en tydlig koppling mellan den gröna obligationen och den kreditrisk som finns i det projekt eller tillgång som finansieras med obligationen. Under förutsättning att åtgärder vidtas för att uppfylla svenska åtaganden om att bekämpa klimatförändringarna borde en hållbar investering ha en lägre klimatrisk allt annat lika. Om det vore möjligt att knyta den gröna obligationen till tillgångar som är mer hållbara borde det avspegla sig prissättning, dvs. lägre klimatrisk (allt annat lika) ger lägre avkastningskrav och därmed lägre kapitalkostnad för emittenten. Ur detta perspektiv vore det önskvärt om de myndigheter som har att bedöma kreditrisk i det finansiella systemet – bl.a. Finansinspektionen – lät en lägre klimatrisk avspegla sig i ett lägre kapitaltäckningskrav.

Givet att gröna obligationer säkerhetsmässigt är knutna till tillgångar som har en lägre klimatrisk allt annat lika vore det naturligt att kapitaltäcknings- och solvenskraven för banker och försäkringsbolag för dessa obligationer är lägre. Med fokus på banker blir resonemanget följande.

Bankerna och deras roll som finansiär är sannolikt en av nycklarna till att skapa en bred grön obligationsmarknad. Bankers och andra monetära finansinstituts utlåning till icke-finansiella företag och offentliga sektorn uppgick till 2 420 miljarder kronor i september 2017. Just gällande kapitalkrav för banker har Sverige valt att införa hårdare krav än den miniminivå som gäller enligt EU-reglerna.

Bankerna har krav om att hålla en viss mängd kapital för sina tillgångar. Beroende på risken i tillgångarna behöver bankerna hålla mer eller mindre kapital. Kapitäläckningskraven regleras i tillsynsförordningen (575/2013/EU) och kapitäläckningsdirektivet (2013/36/EU) så som kort beskrivits i 3 kap. I tillsynsförordningen finns det alltså ett minimikrav på att banker ska hålla kapital motsvarande 8 procent av riskviktade tillgångar, s.k. pelare 1 krav. I syfte att minska sannolikheten för banker att bryta mot minimikravet måste de hålla ytterligare 2,5 procent kapital i en kapitalkonserveringsbuffert. Utöver dessa två grundläggande element har medlemsstater genom kapitäläckningsdirektivet möjlighet att införa ytterligare krav för att täcka sådana risker som inte täcks av pelare 1. Kapitalkrav utöver pelare 1 kallas för pelare 2 och består i Sverige bl.a. av riskviktsgolv på 25 procent för bostadslån och systemriskpåslag på 2 procent. Utöver dessa krav har Sverige också utökade buffertkrav vilka omfattar en systemriskbuffert på 3 procent och en kontradiskrisk kapitalbuffert.

Sammanfattningsvis hade de fyra svenska storbankerna totala kapitalkrav på mellan 21 till 28 procent andra kvartalet 2017. Av de totala kapitalkraven bestod cirka 35 procent av pelare 1 krav, cirka 35 procent av pelare 2 krav och cirka 30 procent av kombinerat kapitalbuffertkrav. Det finns därmed ett utrymme i Sverige att nationellt justera kapitalkraven och ändå efterleva EU:s minimiregler (pelare 1).

Noterbart är att kommissionen den 23 november 2016 presenterade ett lagförslag innehållande revideringar av kapitäläckningsregelverket. Kommissionens förslag kan komma att begränsa Sveriges möjligheter att sätta högre kapitalkrav i förhållande till minimikraven. Förslaget förhandlas på EU-nivå i skrivande stund och det är oklart hur den slutgiltiga överenskommelsen kommer se ut. En begränsad möjlighet för Sverige att sätta högre kapitalkrav begränsar också möjligheten att justera dessa för gröna obligationer.

Orsaken till att kapitalkraven går att använda som ekonomiskt incitament är att det är relativt dyrt att finansiera tillgångar med kapital. Det finns därmed ett ekonomiskt incitament att hålla tillgångar med lägre kapitalkrav. Ett reducerat kapitalkrav för gröna obligationer skulle ge banker ett ekonomiskt incitament att hålla sådana i stället för traditionella obligationer. Observera att ett sänkt kapitalkrav enligt ovan beskrivning skulle ge bankerna ekonomiskt incitament att investera i gröna obligationer men inte att emittera desamma.

Gynna investeringar i miljö- och klimatomfattigt hållbara tillgångar finansierade via gröna obligationer

Bestämmelser om sänkt kapitalkrav i syfte att främja vissa investeringar återfinns redan i dagens kapitaltäckningsregelverk. Kapitalkravet för exponeringar mot små och medelstora företag (SMEs) som uppgår till max 1,5 miljoner euro reduceras med 23,81 procent, enligt tillsynsförordningen artikel 501. Syftet med rabatten är att främja investeringar i SMEs och gynna tillväxten i ekonomin. Kommissionen föreslår att undantaget för SMEs ska utökas i förslaget om revidering av kapitaltäckningsregelverket. Förslaget går ut på att ta bort den övre gränsen på 1,5 miljoner euro. Exponeringar upp till 1,5 miljoner euro föreslås behålla befintlig reduktion av kapitalkravet på 23,81 procent. Kapitalkravet för den del av exponeringar som överstiger 1,5 miljoner euro föreslås reduceras med 15 procent.

I ovan nämnda förslag till revidering av kapitaltäckningsregelverket föreslår kommissionen också att kapitalkraven för exponeringar mot infrastruktur som uppfyller vissa krav ska reduceras med 25 procent, enligt artikel 501a i förslaget om revidering av tillsynsförordningen (se fotnot 6). Syftet är att främja investeringar i infrastruktur vilket i sin tur kan främja den ekonomiska tillväxten. I skäl 53 och 54 till förslaget nämns bl.a. att förslaget kan främja investeringar i förnybar energi och energieffektivisering. Enligt förslaget ska kommissionen utvärdera kapitalkravsreduktionen efter tre år. Kommissionen ska då bl.a. utvärdera investeringarna i förhållande till EU:s mål om att ställa om till en hållbar ekonomi. I själva lagtexten saknas emellertid kriterier eller referenser till hållbara investeringar.

Kapitalkraven skulle kunna användas till att ge banker ekonomiskt incitament att även emittera gröna obligationer. Förslaget ligger utanför den traditionella ramen för kapitaltäckningsramverket och kan behöva ytterligare överväganden. Upplägget handlar om att banken emitterar en grön obligation som finansierar vissa hållbara tillgångar. Följer banken standarder och praxis kommer den att upprätta en lista över de tillgångar som finansieras av den gröna obligationen. Reduceras kapitalkraven för de tillgångar som finansieras av den gröna obligationen kommer det skapa ett ekonomiskt initiativ för banken att (i) ha en större andel hållbara tillgångar och (ii) finansiera dessa med gröna obligationer. Kapitalkravet skulle sänkas om bedömningen görs att tillgångarna har en lägre klimatrisk allt annat lika. Det finns en risk för att upplägget blir för komplicerat. Tillgångar ska matchas mot tillgångar finansierade via den gröna obligationen och det ska rapporteras till tillsynsmyndigheten. En främjandeåtgärd som denna skulle skapa ett incitament att få så mycket tillgångar som möjligt finansierade via gröna obligationer. Det skapar en risk för att emittenten skulle försöka finansiera även mindre hållbara tillgångar med gröna obligationer.

Problematik kring klimatrisker i kapitaltäckningsregelverket

Invändningen mot lägre kapitalkrav för hållbara tillgångar brukar vara att det inte är belagt eller på annat sätt går att bevisa att det är lägre kreditrisk. Ett problem är att det saknas stöd i empiri om att miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar kan antas innebära lägre risk. Eftersom de förluster som är kopplade till klimatrisker inte följs upp på ett konsekvent sätt finns det brister i data för dessa riskers specifika effekt. Klimatrisker i den mån de i dag orsakar förluster ingår därför i historiska data över kreditförluster generellt och därför beaktas de inte separat i de kvantitativa modeller som ligger till grund för kapitalkraven.

Det huvudsakliga problemet är därmed inte kapitaltäckningsregelverket utan att det saknas gemensam bedömningsgrund för hur klimat- och miljörelaterade risker ska identifieras, kvantifieras och beaktas i ordinarie riskramverk. Ett sådant arbete borde främst ske på EU-nivå i syfte att få enhetlig tillämpning och lika villkor

för alla aktörer. Sverige kan också själv utveckla bedömningsgrund för klimatrisker och ta höjd för dem i pelare 2-kraven.

Vad vi har att utgå ifrån är Parisavtalet 2015 som Sverige har ratificerat samt det klimatpolitiska ramverk som riksdagen fattat beslut om. Syftet med dessa åtaganden är att minska riskerna i samband med klimatförändringar. För att uppfylla dessa åtaganden kommer det krävas omfattande förändringar i den svenska ekonomin under de närmaste 20 till 30 åren. När åtgärder vidtas för att uppfylla åtagandena kommer troligtvis vissa tillgångar och verksamheter som inte är hållbara att tappa sitt värde eller fallera. Därmed borde klimatriskerna vara lägre i de tillgångar som redan i dag är hållbara jämfört med de tillgångar som inte är hållbara. Klimatriskerna skulle inte vara lägre på grund av klimatförändring, utan på grund av de åtgärder som vidtas för att undvika klimatförändring. Denna lägre klimatrisk borde allt annat lika följas av lägre kapitalkrav. Just eftersom klimatriskerna ännu inte realiserats blir det emellertid ett hypotetiskt resonemang och ingen vet i dag exakt hur ekonomin kommer utvecklas i framtiden. Miljöbalkens försiktighetsprincip ger dock underlag för resonemanget.

Är det lägre kreditrisk i hållbara projekt och tillgångar?

Det finns flera aspekter att täcka kring den hypotetiska skillnaden i klimatrisk mellan hållbara och icke hållbara tillgångar. En frågeställning är om det verkligen är lägre kreditrisk i hållbara tillgångar. Samtidigt som klimatriskerna, som är förknippade med åtgärder för att begränsa klimatpåverkan, är lägre kan kreditrisken vara högre. Hållbara tillgångar och lösningar bygger många gånger på ny och till viss del oprövad teknik som kanske lanseras av relativt nya aktörer. Det finns inte samma data för vilka nya hållbara lösningar som kommer vara ekonomiskt gångbara över tid som det finns för mer traditionella verksamheter. Omställningen innebär troligtvis också att vi får se nya oprövade och kanske till en början svårbedömda affärsmodeller. Nya affärsmodeller inom t.ex. delningsekonomin har varit omdebatterade när de har utmanat mer traditionell verksamhet och befintliga regelverk. Det kommer ta tid innan det visar sig vilka som är gångbara och vilka som inte är det. Ingen vet till fullo hur olika risker och kreditförlusterna kommer se

ut vid omställningen till en hållbar ekonomi. Därför går det att argumentera för att osäkerheten är större kring kreditriskerna i hållbara investeringar än vad den är för investeringar i dagens traditionella verksamheter. Eventuellt kan det vara så att kreditrisken för typiska miljö- och klimatmässiga investeringar kan vara högre innan omställningen är klar och marknaden konsoliderats.

Högre kapitalkrav för icke hållbara tillgångar?

En annan aspekt är att skillnaden i klimatrisk mellan hållbara tillgångar och icke hållbara tillgångar är relativ. Med utgångspunkt i att de kapitalkrav vi har i dag speglar de risker vi ser i dagens ekonomi. Dessutom antar vi att kapitalkraven inte korrekt speglar klimatrisker. Det skulle betyda att klimatriskerna i hållbara tillgångar inte borde vara lägre i framtiden än de är i dag. Snarare borde klimatriskerna i hållbara tillgångar vara konstant eftersom de inte skulle påverkas av omställningen allt annat lika. Däremot borde klimatriskerna i hållbara tillgångar vara lägre relativt klimatriskerna i icke hållbara tillgångar. Klimatriskerna i icke hållbara tillgångar borde vara högre om det inte tas korrekt hänsyn till klimatrisker i dagens kapitalkrav. Enligt detta resonemang borde kapitalkraven höjas för icke hållbara tillgångar snarare än att sänkas för hållbara. Redan i dag används förväntade skuggpriser på växthusgasutsläpp för att analysera potentiella klimatrisker och lönsamhet för investeringar. Under ett sådant resonemang kommer allt annat lika klimatriskerna bedömas som högre hos en aktör med relativt högt utsläpp av växthusgaser. Emellertid handlar det fortfarande om förväntade skuggpriser och klimatriskerna realiserar inte förrän åtgärder vidtas för att höja priset på utsläpp av växthusgaser.

Med dagens konstruktion att kapitaltäckningskraven bygger på historisk empiri kommer de inte ta hänsyn till klimatriskerna innan dessa realiserar. Vid den tidpunkten kan det vara för sent att stoppa klimatförändringarna.

Ingen skillnad i klimatrisk mellan gröna och traditionella obligationer från samma emittent

För närvarande finns det emellertid sällan eller aldrig någon koppling mellan den gröna obligationen och specifika tillgångar. Säkerhets- och klimatriskmässigt är det därför som oftast ingen skillnad mellan en grön respektive traditionell obligation. Det blir därför svårt att argumentera för sänkta kapitalkrav för gröna obligationer. Vill man främja ett finansiellt instrument kan emellertid ganska små incitament på finansmarknaden leda till betydande omallokering av kapital. Det möjliggör ett främjande av gröna obligationer om man väljer att bortse från klimatriskaspekten.

Konsekvensen av en generell sänkning av kapitalkraven hade blivit en mer riskfylld banksektor. Sveriges generella position har hittills varit att bestämmelser för hantering av risk inte ska utnyttjas för att främja vissa tillgångsslag eller investeringar. Ett främjande genom sänkta kapitalkrav skulle öka bankers efterfrågan på gröna obligationer. Det skulle i sin tur kunna sänka finansieringskostnaden och öka incitamenten att emittera gröna obligationer. En ökande andel finansiering genom gröna obligationer skulle över tid minska klimatriskerna hos de emittenter vars gröna obligationer bankerna håller, dvs. genom att främja gröna obligationer ökar incitamenten hos emittenten att bedriva hållbar verksamhet vilket minskar dess klimatrisk vid omställningen till en hållbar ekonomi allt annat lika. Därmed minskar också bankens klimatrisk om den håller gröna obligationer från mer hållbara motparter än traditionella obligationer från mindre hållbara motparter.

EU-kommissionen har nyligt aviserat en avsikt att se över kapitaltäckningskrav, och dylikt, och utarbeta förslag. Utredningen bedömer att diskussionen bäst förs på EU-nivå och att kommissionens initiativ bör inväntas för vidare beredning.

Utan att närmare analysera frågan borde ett motsvarande resonemang kunna appliceras på avgiften till resolutionsreserven. Som noterats i 3 kap. tillämpar Sverige s.k. *gold-plating*, ett utrymme som skulle kunna disponeras för att främja den gröna obligationsmarknaden. Samma frågeställningar som ovan gällande möjligheten att definiera och mäta klimatrisk är aktuellt gällande resolutionsreserven.

B. Sänkt riskviktsgolv för bolån till miljö- och klimatomåttligt hållbara bostäder

Bedömning: Tillväxt av gröna säkerställda obligationer skulle kunna främjas genom att ett sänkt riskviktsgolv införs för bolån till hållbara bostäder som finansierats via gröna säkerställda obligationer.

Det är möjligt att främja marknaden för gröna obligationer och investeringar i hållbara bostäder genom justering av riskviktsgolvet för bolån. Sverige tillämpar för närvarande ett riskviktsgolv på 25 procent för bolån. Det innebär att oberoende av den historiskt uppmätta kreditrisken i bolånen tillämpas en riskvikt på 25 procent. Samtidigt är kreditförlusterna i de svenska bostadsinstituten låneportföljer nära noll procent och var så även under finanskrisen 2008 och den svenska finanskrisen i början på 1990-talet (kreditförlusterna uppgick till drygt 0,8 procent 1993).

Högre kapitalkrav innebär dyrare finansiering för det berörda tillgångsslaget. Ett sätt att främja byggandet av hållbara bostäder skulle vara att sänka riskviktsgolvet för just sådana vilket genom lägre finansieringskostnad torde resultera i lägre ränta för bolåntagaren. Ett sänkt riskviktsgolv skulle endast gälla hållbara bostäder finansierade via gröna säkerställda obligationer.

Riskviktsgolvet går utöver EU-regelverket och är ett kapitalkrav som Sverige kan justera nationellt. Utredningen bedömer ändå att aviserade diskussioner på EU-nivå om kapitalkrav etc, medför att något förslag inte bör läggas fram för närvarande.

C. Pooling

Bedömning: Erfarenheter på marknaden bör utvärderas med syfte att ta fram en basmodell för pooling jämte kunskapsstöd för ramverk och upplägg inför emissioner av gröna obligationer i det formatet.

Pooling innebär att flera små emittenters kapitalbehov läggs ihop inom ramen för en emission. De medel som lånas upp genom investeringen i den gröna obligationen fördelas sedan sinsemellan efter

behovet. Redovisningen sker samlat. Upplägget är jämförbart med modeller som grupp försäkring och medlemslån där företrädare svarar för gruppens villkor och även i flertalet fall sköter administrationen gentemot försäkringsföretag och kreditgivare.

Det finns erfarenheter på den svenska marknaden, särskilt genom Kommuninvests verksamhet. Kommuninvests affärsupplägg kan tjäna som inspiration även utomlands. Bolaget fick pris av FN under de internationella klimatförhandlingarna i Bonn 2017 (COP 23) för sin modell. På senare tid har svenska storbanker lanserat gröna obligationer genom att poola ihop sina kredittagare. Verksamheten i SEB har redan nämnts. Nordea och Swedbank har tillkommit under det senaste året.

Fördelen med pooling är framför allt att det samlade upplägget gör att kostnaderna för emission hålls nere för var och en som deltar inom ramverket. Varje låntagare får annars bära högre transaktionskostnader jämfört med en traditionell obligation. Med pooling avser andrahandsutlåntagandet det samlade upplägget. Motsvarande gäller för valideringskostnaderna vilka också fördelas på var och en som deltar inom ramverket. En annan klar fördel är att det ger målgruppen små och medelstora företag (SME´s), som annars har svårt att hitta finansiering, en möjlighet till det som i vart fall inte är dyrare. SME´s står för det största kapitalbehovet utanför storstadsområdena.

Ytterligare en positiv effekt med pooling är att det reducerar risk för *greenwashing*, dvs. risken att klassificering urholkas av kostnadsskäl. Det bör även nämnas att pooling för att emittera en grön obligation också har den fördelen att det ökar den gröna utlåningen. Det ger t.ex. banker som poolar sina små låntagare en möjlighet att få transparens i portföljer och lånestocker och kunna dela upp klientelet i grönt/icke-grönt, vilket ökar medvetenheten om traditionella risker och riskreducering genom att aktivt öka den gröna delen.

Med tanke på de positiva erfarenheter som vunnits med konceptet anser utredningen det uppenbart att det finns en potential att marknaden för gröna obligationer skulle främjas genom en större spridning av pooling som en möjlighet till finansiering. En vidare kontext utöver etablerade företag kan också tänkas med t.ex. start-ups och finansiering som utvecklingsbidrag till ny grön teknik. En utvärdering kan visa på ytterligare möjligheter.

Aktuella främjandeåtgärder är i första hand informations-spridning, transparens och utbyte av erfarenheter samt olika former av kunskapsstöd. Alla som deltar i en emission behöver ökad kunskap. Det gäller emittenter och investerare, såväl som den företrädare (intresseförening, bolag, bank, etc) som håller ihop ramverket. Ett enkelt sätt för att få spridning är att arbeta fram en modell för pooling med kunskapsstöd för vidareutveckling och utbyte av erfarenheter. FI:s prisbelönta program *Gilla din ekonomi* kan tjäna som exempel för kunskapsstödet. Det är möjligt att det arbetet gör att det vore mest effektivt att FI också får svara för uppgiften att som kunskapsbank arbeta fram en modell för pooling och det kunskapsstöd som behövs i övrigt för att främja konceptet och därmed den gröna obligationsmarknaden.

En utvärdering av erfarenheterna bör ske i syfte att arbeta fram en modell för emission av gröna obligationer genom pooling. Efter en sådan utvärdering kan modellförslag tas fram för vidare beredning.

D. Utökad hållbarhetsrapportering och CO2-genomlysning

Bedömning: Regleringen om hållbarhetsrapportering borde omfatta fler verksamheter, och kompletteras med en särskild informationsplikt om verksamhetens växthusgasutsläpp, därför att en informationsplikt om verksamhetens växthusgasutsläpp ökar medvetenheten och därmed insikten om att kunna emittera grönt, vilket i förlängningen främjar den gröna obligationsmarknaden.

Under år 2018 träder den nya regleringen om hållbarhetsredovisning i 6 kap. ÅRL i effekt (se ovan 3 kap). Hållbarhetsrapporten ska innehålla de hållbarhetsupplysningar som behövs för förståelsen av företagets utveckling, ställning och resultat och konsekvenserna av verksamheten, däribland upplysningar i frågor som rör miljö, sociala förhållanden, personal, respekt för mänskliga rättigheter och motverkande av korruption.

Rapporten ska ange företagets affärsmodell; den policy som företaget tillämpar i frågorna, inklusive de granskningsförfaranden som har genomförts; resultatet av policyn; de väsentliga risker som

rör frågorna och är kopplade till företagets verksamhet inklusive, när det är relevant, företagets affärsförbindelser; produkter eller tjänster som sannolikt får negativa konsekvenser; hur företaget hanterar riskerna; och centrala resultatindikatorer som är relevanta för verksamheten (ÅRL 10 kap. 12 §). Om företaget inte tillämpar någon policy i en eller flera av frågorna, ska skälen för detta tydligt anges.

Lagen anger inte vilken metodik som ska användas av företagen och de har flera modeller att välja på, t.ex. *Global Reporting Initiative*, *Global Compact*, ISO26000, *Integrated Reporting* och FN:s *Guiding Principles Reporting Framework*.

En främjandeåtgärd vore att ytterligare öka antalet verksamheter som ska omfattas av rapporteringskravet utöver den s.k. *goldplating* som Sverige redan infört. De företag som omfattas i dag är de som uppfyller mer än ett av villkoren att medelantalet anställda i företaget under vart och ett av de två senaste räkenskapsåren har uppgått till mer än 250; företagets redovisade balansomsättning för vart och ett av de två senaste räkenskapsåren har uppgått till mer än 175 miljoner kronor; företagets redovisade nettoomsättning för vart och ett av de två senaste räkenskapsåren har uppgått till mer än 350 miljoner kronor.

De redan gällande kraven borde dessutom kompletteras med ett krav som i den franska lagen om energiomställning från 2015. Genom den lagen åläggs alla verksamheter en informationsplikt utformad som "följ eller förklara" (eng. *comply or explain*) om sina växthusgasutsläpp (artikel 173). Den franska lagen trädde i kraft december 2016 och får full effekt under 2018. Artikel 173 ska utvärderas under 2019.

Utformningen "följ eller förklara" är ett mjukt styrmedel som innebär att frånvaron av den efterfrågade informationen måste förklaras men någon sanktion utgår inte. Styrmedlet är utformat för att öka medvetenheten om problemet, insikten om den egna verksamheten och potentialen för att lösa problemet.

En sådan reform skulle öka transparensen och genomlysningen av verksamheterna och deras balansräkningar. Genom att få mindre hållbara delar belysta genom informationsplikten skulle också arbetet med att genomföra Agenda 2030 kunna främjas, vilket även det förväntas kunna främja tillväxten av den gröna obligations-

marknaden. Utgångspunkten är den processuella additionalitet som diskuterats ovan.

Kostnaderna för de ökade kraven på rapportering skulle kunna reduceras genom de stödprogram för information och utbildning som utredningen föreslagit, eventuellt med utfyllnad av rekommendationer för rapporteringen från Finansinspektionen. Rapporteringen om företagens utsläpp av växthusgaser i här avsedd mening bör lämpligen samordnas med den rapportering om utsläpp av växthusgaser som redan sker i dag till Naturvårdsverket med anledning av det internationella regelverket för växthusgasutsläpp.

Ett rapporteringskrav som gäller flera företag förväntas reducera den skillnad som i dag finns gällande rapportering mellan de som emitterar gröna obligationer och de som emitterar traditionella obligationer. Dessutom sänks tröskeln för de som ej emitterat gröna obligationer att emittera sådana om de ändå måste genomlysa verksamheten och ta fram rapporteringen.

Intentionen bör vara att så många företag som möjligt ska omfattas av krav på hållbarhetsrapportering. En stegvis infasning rekommenderas, men den närmare utformningen ligger utanför ramarna för förevarande utredning. Bedömningen är i vilket fall att en ökad medvetenhet och ökad insikt om verksamheten också borde ge en ökad förståelse för verktyget grön obligation vilket främjar marknaden för instrumentet.

En översyn kommer att initieras av EU-kommissionen inom snar framtid enligt redovisningsdirektivet varför förslag lämpligen inväntar resultaten från den översynen.

6.7.3 Förslag som valts bort

Enligt utredningens direktiv ska utredningen också redovisa de förslag som diskuterats men där utredningen valt att avstå från förslag.

Utredningen avstår från att lägga fram förslag om skattesubventioner och liknande åtgärder eftersom det riskerar att snedvrider marknaden och för att uppnå sitt syfte är det vitalt att den gröna obligationsmarknaden har egen bärkraft. Uppdraget omfattar heller inte skattefrågor enligt kommittédirektiven. Förslag om tekniska lösningar som fintech och blockchain har inte inkluderats. Det anses finnas en potential, men det är en fråga för framtiden och för

tidigt att dra några säkra slutsatser om den gröna obligationsmarknaden främjas.

Nedan följer ytterligare förslag som diskuterats av utredningen men där slutsatsen blivit att inte inkludera dem bland utredningens förslag.

A. Bankernas likviditetsbuffertar

De krav svenska banker har att hålla likvida och säkra tillgångar har lett till att det f.n. finns obligationer och andra likvida tillgångar i det svenska banksystemet till ett värde om cirka 1 000 miljarder kronor. Dessa tillgångar ger i dag en avkastning på nära noll procent. Det borde finnas vägar att kanalisera detta kapital till investeringar som kan bidra till ett mer hållbart samhälle, utan att göra avkall på avkastning eller äventyra stabiliteten i det svenska banksystemet. Om bankernas ges möjlighet att placera dessa pengar i mer hållbara investeringar skulle deras avkastning öka och samhället nå en vinst genom att det blir mer hållbart.

Gällande reglering av likviditetstäckningskravet måste analyseras för att identifiera hinder och möjligheter för att utnyttja bankernas överlikviditet. Allmänt krav på likviditetstäckning för kreditinstitut finns i tillsynsförordningen (EU) nr 575/2013. Definition av likviditetstäckningsgrad (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR) finns i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 om komplettering av tillsynsförordningen (EU) nr 575/2013. I den delegerade akten definieras likvida tillgångar allmänt som följande:

Endast fritt omsättningsbara tillgångar som snabbt kan konverteras till kontanter på privata marknader inom en kort tidsram och utan betydande värdeförlust ska definieras som "likvida tillgångar" när det rör sig om kreditinstitutens likviditetsbuffertar.

För att kapitalet ska vara tillgängligt för marknaden för gröna obligationer måste begränsningar i regelverket beaktas. För marknaderna finns det krav på historiska bevis för marknadsbredd och -djup som visas genom en låg skillnad mellan köp- och säljkurs, höga handelsvolymerna och ett stort och blandat antal marknadsdeltagare. Kravet på höga handelsvolymerna är problematiskt för gröna obligationer. På grund av lågt utbud tenderar investerare att hålla gröna obligationer till förfall. Omsättningen blir då lidande. Däremot torde det vara

enklare att sälja en grön obligation med anledning av den höga efterfrågan och att investerarbasen är mer diversifierad. Dessutom emitteras i regel gröna obligationer under samma program som emittenternas traditionella obligationer. De borde därför uppfylla samma krav som emittenters traditionella obligationer och ej särbehandlas under regelverket.

I den delegerade akten ställs detaljerade krav på tillgångarnas kvalitet eller s.k. nivå. Det finns också regler för kompositionen av olika tillgångar i likviditetsbufferten.

Tillgångar på nivå 1 är de mest likvida. Till denna nivå räknas bl.a. mynt och sedlar, exponeringar mot centralbanker, nationella regeringar samt de multilaterala bankerna. Även exponeringar mot Kommuninvest tillhör tillgångar på nivå 1. För dessa tillgångar finns inga begränsningar. I nivå 1 ingår också säkerställda obligationer med extremt hög kvalitet. Svenska säkerställda obligationer hör till denna kategori. Värdet på dessa måste emellertid skrivas ner med sju procent. Minst 60 procent av likviditetsbuffertarna ska utgöras av tillgångar på nivå 1.

Nästa steg är nivå 2A. Hit räknas bl.a. Svensk Exportkredit. Till denna nivå räknas också företagsobligationer med kreditkvalitetssteg 1 vilket motsvarar Fitch och S&P kreditbetyg AA- eller högre samt Moody's kreditbetyg Aa3 eller högre. Emissionsstorleken måste uppgå till minst 250 miljoner euro (eller motsvarande i inhemsk valuta) samt får löptiden vara maximalt 10 år. Endast två gröna företagsobligationer emitterade av svenska emittenter uppfyller dessa krav per den 30 juni 2017. Värdet på tillgångar på nivå 2A ska skrivas ner med 15 procent och de får utgöra maximalt 40 procent av likviditetsbuffertarna.

Därefter kommer tillgångar på nivå 2B. Hit räknas företagsobligationer med minst kreditkvalitetssteg 3 vilket motsvarar Fitch och S&P kreditbetyg BBB- och Moody's kreditbetyg Baa3 eller högre. Kreditbetygen motsvarar därmed värdepapper som är s.k. investment grade. Emissionsstorlek måste uppgå till 250 miljoner euro (eller motsvarande i inhemsk valuta) samt får löptiden vara maximalt 10 år. Inga gröna företagsobligationer emitterade av svenska emittenter återfinns i denna kategori per den 30 juni 2017. Värdet på företagsobligationer på nivå 2B ska skrivas ner med 50 procent och får utgöra maximalt 15 procent av likviditetsbuffertarna.

Dessa bestämmelser om tillåtna tillgångar i likviditetsbuffertarna begränsar för tillfället bankernas möjlighet att placera sin likviditet i gröna obligationer och behöver ses över om en främjandeåtgärd ska få effekt. Gröna säkerställda obligationer på nivå 1 skulle skapa möjlighet för bankerna att placera sin likvid hållbart. Att öka bankernas möjlighet att placera sin likvid i gröna företagsobligationer är mer problematiskt. Det är främst emissionsstorleken på den svenska marknaden som skulle behöva öka. Detta skulle eventuellt kunna uppnås med garanti från Riksbanken om att garantera likviditeten, men det är möjligt att en sådan åtgärd skulle utlösa en diskussion om otillåtet statsstöd.

Sammantaget leder invändningarna till slutsatsen att något förslag inte läggs fram av utredningen.

B. Värdepapper med bakomliggande tillgångar

Enligt kommittédirektivet har utredningen i uppdrag att undersöka till gröna obligationer närliggande finansiella lösningar som t.ex. gröna värdepapperiseringar, vilket är en form av värdepapper med bakomliggande tillgångar (eng. *asset backed security*). I de internationella standarderna för gröna obligationer ingår gröna värdepapperiseringar i definitionen av gröna obligationer. För att tydliggöra görs det alltså ingen skillnad i standarderna på om det handlar om en grön obligation i dess traditionella bemärkelse att innehavaren av värdepappret i regel är exponerad mot risk hos emittenten, eller om det handlar om en värdepapperisering där innehavaren är direkt exponerad mot risken i de underliggande tillgångarna. Anledningen kan vara att bortsett från riskprofilen är de båda värdepappernas egenskaper i princip identiska.

Marknaden för gröna värdepapper med bakomliggande tillgångar

Det har emitterats en del gröna värdepapper med bakomliggande tillgångar men de har endast utgjort några enstaka procent av total emissionsvolym av gröna obligationer, se 4 kap. OECD menar att det finns en stor potential i tillgångsslaget i att få marknaden för

gröna obligationer att växa och att finansiera omställningen till en miljö- och klimatmässigt hållbar ekonomi, speciellt i EU och Asien.³³

Närmare om värdepapperisering

Generellt har tillgångsslaget belagts med ett visst stigma eftersom det fick en så framträdande roll i finanskrisen 2008. Därav har utvecklingen av marknaden för tillgångsslaget bromsat in. Vid finanskrisen var det främst värdepapperiseringar emitterade i USA som orsakade kreditförluster. Trots att kreditförlusterna var begränsade i värdepapperiseringar emitterade i EU krympte marknaden markant, från en årlig emissionsvolym på strax över 800 miljarder euro 2008 till en emissionsvolym på strax under 200 miljarder euro 2013. Därefter har marknaden hämtat sig något men är långt ifrån dess tidigare storlek och potential. Värdepapperisering har alltid varit en mycket liten marknad i Sverige. En delförklaring till detta kan vara den stora och etablerade marknaden för säkerställda obligationer i Sverige.

I syfte att vända utvecklingen, främja marknaden för värdepapperisering i EU och på så sätt allokera kapital till den reala ekonomin, presenterade EU-kommissionen den 30 september 2015 ett förslag om ett ramverk för enkel, transparent och standardiserad värdepapperisering (KOM (2015) 472). Den 30 maj antogs det slutgiltiga ramverket och det förväntas publiceras och träda i kraft någon gång i slutet av 2017 eller början av 2018.

Det nya ramverket måste träda i kraft och marknaden måste ha tid på sig att ta till sig det innan det kan utvärderas. När väl ramverket för värdepappersiering är på plats borde det vara möjligt att även emittera gröna sådana. De främjandeförslag som presenterats i detta betänkande gällande gröna obligationer går att direkt applicera även på gröna värdepapperiseringar. Utredningen anser att det därför inte krävs några främjandeåtgärder som specifikt riktas mot finansieringsformen värdepapperisering.

Utredningen vill emellertid poängtera att vid investering i en grön värdepapperisering får investeraren en direkt exponering mot

³³ OECD (2016), *A quantitative framework for analysing potential bond contributions in a low-carbon transition*.

risken i de underliggande miljö- och klimatomässigt hållbara tillgångarna. Värdepapperisering är därmed ett tillgångsslag där det är möjligt att skilja på risken, och därmed på kapitalkraven, för hållbara och icke-hållbara instrument om dessa bedöms innehålla olika nivå av klimatrisker.

C. European Secured Notes

Grundtanken är att *European Secured Notes* (ESN) ska bygga på och kunna dra fördel av det redan etablerade ramverket för säkerställda obligationer, se 4 kap. för en beskrivning av ramverket för säkerställda obligationer. ESN skulle struktureras som säkerställda obligationer men tillåtas finansiera andra tillgångsslag än de som i dag ingår i definitionen av säkerställda obligationer och som ger en fördelaktig behandling i kapitaltäckningsregelverket, nämligen bostads-, fastighetslån samt fartyg- och flygplanshypotek. På så sätt skulle en robust finansieringskälla för alternativa och mer riskfyllda tillgångsslag kunna skapas. Eftersom de underliggande tillgångarna förväntas vara mer riskfyllda skulle ESN generellt ha en högre risk än traditionella säkerställda obligationer.

Kommissionen har i den halvtidsöversyn (eng. *midterm review*) av handlingsplanen för kapitalmarknadsunion (KMU) (KOM(2017) 292 final) som presenterades den 8 juni 2017 meddelat att de ska undersöka möjligheterna att utveckla ESN som ett instrument för lån till små och medelstora företag och infrastrukturlån. Enligt halvtidsöversynen planerar EU-kommissionen att ta ställning till argumenten för ESN och presentera uppföljningsåtgärder under andra kvartalet 2018. Kommissionen har förutom en notis i halvtidsöversynen inte publicerat något material i frågan.

Informationen baseras därför på EU-parlamentets resolution av den 4 juli 2017 ett harmoniserat ramverk för säkerställda obligationer (2017/2005(INI)), innehållandes förslag om ESN. Parlamentet ser ESN som en möjlig finansieringskälla för mer riskfyllda tillgångsslag som SME-lån, konsumentkrediter och infrastrukturinvesteringar som saknar statliga garantier. Vidare uppmanar parlamentet kommissionen att lägga fram förslag till åtgärder för ESN samtidigt som de planerar att lägga fram förslag till ett harmoniserat ramverk för säkerställda obligationer. Kommissionen planerar

att lägga fram ett förslag om harmoniserat ramverk för säkerställda obligationer i det åtgärdspaket för KMU som de planerar att presentera den 7 mars 2018.

I det svenska regelverket för säkerställda obligationer är det endast tillåtet att finansiera bostadslån, jordbruksegendom och med begränsning lån till kommersiella fastigheter. I några medlemsländer i EU är det emellertid tillåtet att finansiera andra tillgångsslag med säkerställda obligationer, men dessa kan då ej ta del av den fördelaktiga behandlingen i kapitaltäckningsregelverket.

ESN och gröna obligationer

ESN skulle bli ett s.k. *dual recourse instrument* eftersom det är tänkt att baseras på ramverket för säkerställda obligationer. Det betyder att ägaren av ESN i första hand har en fordran på emittenten. Om emittenten går i konkurs har ägaren dessutom fordran direkt på de underliggande tillgångarna i säkerhetsmassan. ESN skulle därmed bli ett instrument vars klimatrisk skulle kunna skilja beroende på om de underliggande tillgångarna är miljö- och klimatomfattigt hållbara eller inte. Det betyder att det skulle kunna gå att rikta åtgärder mot tillgångsslaget baserat på att risken skulle vara annorlunda för miljö- och klimatomfattigt hållbara tillgångar kontra icke hållbara tillgångar.

En fördel med ESN är att mindre lån skulle kunna aggregeras och i högre grad kunna finansieras av institutionella investerare. Det skulle kunna leda till enklare och billigare finansiering av t.ex. mindre och medelstora företags miljö- och klimatomfattigt hållbara investeringar samt konsumentlån för t.ex. solpaneler och elbilar.

Det finns en risk för att eventuella kreditförluster gällande ESN skulle skada förtroendet för ramverket för säkerställda obligationer och försämra ryktet för den för Sverige mycket viktiga marknaden för säkerställda obligationer. Säkerställda obligationer har hittills varit en stabil och viktig finansieringskälla för bostadslån främst med anledning av mycket låga kreditförluster och tilltro till dess ramverk och struktur. Om det blir problem med ett tillgångsslag som ESN, vilket är baserat på samma ramverk och struktur, kan tilltron till de säkerställda obligationerna också skadas.

Med anledning av att EU-kommissionen i skrivande stund inte har lagt fram något förslag, och att utredningen bedömer att ett förslag skulle kräva mycket noggrann utredning med anledning av risken att skada tilltron till marknaden för säkerställda obligationer, väljer utredningen att inte gå fram med några rekommendationer gällande ESN.

C. Möjligt främjande genom statliga garantier

Regeringen får enligt budgetlagen ställa ut kreditgarantier och göra andra liknande åtaganden för det ändamål och med högst det belopp som riksdagen bestämmer. Staten har därmed möjlighet att via garantiåtaganden främja miljö- och klimatomfattigt hållbara investeringar. Genom att ställa krav på att investeringarna finansieras via gröna obligationer kan statliga garantier användas som verktyg för att gynna marknaden för dessa.

Ett statligt garantiåtagande innebär att staten går i borgen för någon annans betalningsåtagande, vilket leder till en finansiell risk för staten. Generella regler för hanteringen av statliga garantier finns i budgetlagen och förordningen (2011:211) om utlåning och garantier.

Regelverket innebär bl.a. att staten ska ta ut garantiavgift motsvarande den förväntade kostnaden för åtagandet, om inte riksdagen beslutar annat. Förväntade kostnader för garantier består av de förväntade förluster och administrativa kostnader som är förknippade med åtagandet. Förväntad förlust är ett statistiskt mått för de kreditförluster som beräknas kunna uppstå på grund av att garanti- eller låntagaren med en viss sannolikhet inte kommer att fullgöra sitt åtagande. Avgifterna för förväntade förluster sätts in på konton hos Riksgäldskontoret, i bank eller placeras i värdepapper. Garantiverksamheten förväntas därmed vara självfinansierad på lång sikt. Dessa principer för garantigivning kallas för den statliga garantimodellen.

Exempel på stora garantiåtaganden som omfattas av garantimodellen är export-kreditgarantier och kreditgarantier för infrastrukturprojekt. Just investeringar i infrastruktur har lyfts som nödvändiga för att kunna ställa om till en hållbar ekonomi. Det handlar bl.a. om satsningar i utbyggnaden av kollektivtrafiken för

att ersätta fordons- och flygtrafik. För att ha en möjlighet att uppnå åtagandena i Parisavtalet 2015 om nettonollutsläpp andra hälften av detta sekel är det dessutom av vikt att investeringarna utförs skyndsamt.

Riksdagen har dock möjlighet att besluta om att undanta specifika garantier från garantimodellen. Det finns därför garantier som regleras i särskilda lagar eller på annan grund har andra villkor än de som stipuleras i budgetlagen. Avgifter för sådana garantier är vanligen angivna direkt i lag och kan fastställas på andra grunder än att de ska täcka de förväntade kostnaderna. Insättningsgarantin, som utgör statens största garantiåtagande, och investerarskyddet är exempel på garantier som hanteras i särskild ordning.

Garantierna hanteras av fyra myndigheter: Riksgäldskontoret, Exportkreditnämnden (EKN), Boverket samt Styrelsen för internationellt utvecklingssamarbete (Sida). Statens garantiportfölj uppgick vid utgången av 2016 till 2 043 miljarder kronor. Näst efter insättningsgarantin (1 666 miljarder kronor per den 31 december 2016) utgjordes de största åtagandena av kreditgarantier (233 miljarder kronor) och garantier om tillförsel av kapital (136 miljarder kronor). Pensionsgarantier inklusive övriga garantier från bl.a. affärsverken uppgick till närmare 9 miljarder kronor.

Kreditgarantier

Den vanligaste formen av enskilda garantiåtaganden är kreditgarantier. Dessa innebär att staten tar på sig hela eller delar av kreditrisken vid bankers upplåning eller för finansiering av exportaffärer, infrastruktur, bostäder etc., men överlåter själva kreditgivningen till andra långivare. Staten har tidigare dessutom haft garanti-program för att främja sysselsättningen inom lantbruk, glesbygd och rennärning men programmen är stängda för ny garantigivning.

För gynnande av processen att ställa om till en hållbar ekonomi är det troligtvis kreditgarantier som skulle vara aktuella. Med hjälp av kreditgarantier skulle risken kunna reduceras i miljö- och klimatomfattigt hållbara projekt vilket skulle leda till lägre finansieringskostnader.

En u-kreditgaranti är en exportkredit som staten garanterar och subventionerar genom Sida. Garantierna har ställts ut till projekt som

Sida bedömt kommer att få betydande utvecklingseffekter i berörda länder och som inte kan bära kostnaderna för en normal finansiering på kommersiella villkor. EKN administrerar såväl u-kreditgarantierna som de fristående garantierna på uppdrag av Sida. Sidas totala engagemang av u-kreditgarantier uppgick till drygt 1 miljard kronor vid årsskiftet 2016/2017. Inga nya utfästelser för u-kreditgarantier utfärdas. Sida ska i stället kombinera utvecklingslån med garantier i enlighet med förordningen (2009:320) om finansiering av utvecklingslån och garantier för utvecklingssamarbete.

U-kreditgarantierna skulle kunna användas för att gynna marknaden för gröna obligationer i utvecklingsländerna som samtidigt skulle kunna ge betydande utvecklingseffekter. Kreditrisken är oftast högre i utvecklingsländer och om u-kreditgarantierna kan användas för att i viss utsträckning sänka risken för miljö- och klimatomfattigt hållbara projekt finansierade via gröna obligationer skulle det bli lättare att hitta finansörer. Hela projekt behöver ej garanteras, i stället räcker det att garantera kanske de första par procenten av de potentiella kreditförlusterna för att risken ska sänkas och det ska uppstå en multiplikatoreffekt på finansmarknaden. Med en multiplikatoreffekt kan en mindre summa pengar hjälpa till att allokera betydligt större summor via kapitalmarknaderna (jfr ovan förslaget om BFL för en närmare beskrivning av multiplikatoreffekten).

Det finns ett intresse av att investera i gröna obligationer i utvecklingsländer, bl.a. har IFC och Amundi kommit överens om att lansera världens största fond med syfte att investera i gröna obligationer från utvecklingsländer. Fonden kommer initialt uppgå till 2 miljarder dollar varav IFC kommer stå för upp till 325 miljoner dollar. Upplägget kan liknas vid ett slags kreditgaranti. Vid händelse av kreditförluster kommer IFC stå för de första förlusterna och reducerar därmed effektivt risken för resten av investerarna. IFC hjälper på så sätt till att allokera kapital till mer riskfyllda investeringar i utvecklingsländer. Ett liknande upplägg skulle eventuellt kunna vara möjligt genom u-kreditgarantierna.

Gynnandet av gröna obligationer i utvecklingsländer skulle gynna investeringar i berörda utvecklingsländer, gynna marknaden för gröna obligationer och bidra till att Sverige når sitt klimatmål om att inte släppa ut några växthusgaser i atmosfären 2045 (enligt

målet får 15 procent av utsläppsreduktionen får tillräknas investeringar utomlands).

Dessutom är det i utvecklingsländerna behovet av infrastruktur är som högst och på grund av inlåsnings effekter är det viktigt att denna byggs miljö- och klimatmässigt hållbar från början. Många gånger är utsläppen höga i utvecklingsländer och en investering där kan många gånger sänka utsläppen i betydligt högre grad än om samma pengar investerades i Sverige.

Bostadskreditgarantier beviljas för såväl lån under byggtiden som för lån till färdigställda fastigheter. Detta är ett exempel på mindre garantier som utfärdas åt privata aktörer. Garantier lämnas till kreditinstitut som har ramavtal med Boverket. Boverket tillhandahåller även förvärvsgarantier, vilka är till för grupper som har svårt att få tillgång till finansiering för förvärv av bostad.

Den totala garantistocken omfattade drygt 560 garantier och uppgick 2016 till 2 miljarder kronor.

För att gynna marknaden för gröna obligationer skulle ett garanti-program likt detta kunna beläggas med krav om att byggnaderna måste vara miljö- och klimatmässigt hållbara samt finansieras via gröna obligationer.

Ett sådant garantiprogram skulle kunna ligga som förebild på hur garantier skulle kunna utformas för att gynna privata aktörers emission av gröna obligationer även inom andra områden.

Utvecklingssamarbetet

Sida arbetar med hållbart företagande på flera sätt, bl.a. genom dialog och konkret samverkan med och stöd till olika aktörer. Som komplement till det traditionella gävbiståndet kan samverkan med den privata sektorn, nya affärsmodeller och nya finansieringsformer (t.ex. garantier och s.k. *challenge funds*), stimulera ytterligare resurser och hållbara investeringar för fattigdomsbekämpning.

Sida ska bedriva sin verksamhet i enlighet med OECD:s riktlinjer för multinationella företag, FN:s *Global Compact* och FN:s principer för företag och mänskliga rättigheter. Höga hållbarhetskrav på partners och projekt är en grundläggande förutsättning för all samverkan med den privata sektorn. Sida har tagit fram riktlinjer för sitt arbete med företags samhällsansvar och utarbetat ett system

för *due diligence* (Sida Sustainability Screening Framework). Uppföljning och rapportering av insatsernas resultat inom områdena miljö, jämställdhet, mänskliga rättigheter, korruption, övrig social påverkan samt finansiella resultat är integrerat i Sidas ordinarie processer. Stöd ges bl.a. till organisationer som främjar hållbart företagande, t.ex. *Global Reporting Initiative* och *Swedwatch*.

Inom ramen för företagsnätverket *Swedish Leadership for Sustainable Development* (SLSD) samverkar Sida med ett tjugotal svenska företag och organisationer. Medlemmarna har åtagit sig att systematiskt integrera hållbar utveckling i sina affärsmodeller och kärnverksamhet för att bidra till Agenda 2030. Sida arbetar också med s.k. *inclusive business* och socialt entreprenörskap, som innebär ytterligare möjligheter för den privata sektorn att bidra till fattigdomsbekämpning och hållbar utveckling. En grundläggande förutsättning är att affärsmodellerna lever upp till social, ekonomisk och miljömässig hållbarhet (ESG). I ett samarbete med Deutsche Bank Global Social Finance Group, som stöder utlåning till sociala entreprenörer och mikrofinansinstitut, ger Sida stöd genom garantier. De potentiella låntagarna granskas utifrån kriterier som sociala mål och ansvarsutkrävande av dessa i företaget, anställningsvillkor, miljö och konsumentskydd. På liknande sätt ställs hållbarhetskrav på mottagare av stöd genom olika s.k. *challenge funds* som Sida arbetar med. Samverkan med näringslivet är obundet och får inte vara marknadsstörande.

Det statliga bolaget Swedfund International AB har i uppdrag att bidra till fattigdomsminskning genom hållbart företagande i utvecklingsländer med marknader som präglas av hög risk och svaga institutioner. Hållbart företagande utgör därmed själva kärnan i bolagets verksamhet. Som framgår av Swedfunds ägaranvisning ska investeringarna vara ekonomiskt, miljö- och klimatomfattigt samt socialt hållbara, samt främja jämställdhetsutveckling (ESG). Investeringarna ska ske i enlighet med internationella riktlinjer för hållbart företagande och inom sunda och tydliga bolagsstrukturer som inte bidrar till skatteundandragande, penningtvätt eller terrorism. Swedfund bedriver vidare ett aktivt anti-korruptionsarbete såväl internt som i sina portföljbolag. Sedan 2014 publicerar Swedfund, som ett av de första statliga bolagen, en integrerad hållbarhetsredovisning. Verksamhetens resultat visar att det är möjligt att göra investeringar som genererar bärkraftiga och hållbara företag och bidrar

till fattigdomsminskning genom ökad sysselsättning och bättre levnadsvillkor.

Internationella åtaganden

De internationella åtagandena på 5,8 miljarder kronor 2016 gäller främst garantier för utlåning från Nordiska investeringsbanken (NIB) till enskilda projekt i flera länder. Detta görs genom NIB:s projektinvesteringslån och miljöinvesteringslån. Garantierna uppgick 2016 till 6,5 resp. 1 miljard kronor.

Syftet med NIB:s projektinvesteringslån är att främja internationalisering av olika branscher och industrier. De projekt som finansieras genom lånefaciliteten ska vara av ömsesidigt intresse för medlemsländerna och för mottagarlandet.

Utlåningen sker direkt till enskilda projekt eller via finansiella intermediärer som förmedlar lån inom framför allt sektorerna infrastruktur, energi, telekom, miljö och tung industri.

Programmet för NIB:s miljöinvesteringslån omfattar lån för finansiering av viktiga och prioriterade miljöprojekt i Nordens närområde, bl.a. i Polen, Ryssland, Ukraina och Vitryssland. Medlemsländerna i NIB täcker till 100 procent bankens förluster förorsakade av utebliven betalning i anslutning till miljöinvesteringslån och miljöinvesteringsgarantier. Argumentationen bakom beslutet att garantera NIB:s miljöinvesteringslån borde gå att använda även för andra miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar.

Utredningen stannar vid att, utan förslag, peka på möjligheten och den mycket stora potentialen i att använda garantiprogram för att främja en grön obligationsmarknad globalt sett. En rekommendation kan vara att inkludera gröna obligationer i utvärderingarna av programmen.

6.8 Lagstiftningsbehov

Förslag: En särskild svensk lag om gröna obligationer ska inte införas. Lagstöd krävs för uppdrag till Naturvårdsverket att administrera det föreslagna stödprogrammet för emissionskostnader. Ett tillägg till förordningen om energideklarationer be-

hövs för att säkerställa tillgång till registret för de som avser att emittera gröna obligationer och för de som granskar sådana obligationer enligt lagen om säkerställda obligationer.

Bedömning: Något behov av en särskild lag bedöms inte föreligga eftersom marknadens självreglering är utvecklad och dynamisk. Något marknadsmisslyckande har inte kunnat konstateras utan emittenterna följer relevanta rekommendationer på marknaden. Aktörerna bör ändå uppmanas att följa GBP i syfte att öka harmonisering och standardisering.

Det noterades ovan att den centrala lagstiftningen på området står inför omfattande reformer de närmaste åren på grund av anpassning och genomföranden av EU:s rättsakter.

När det gäller transparens och transaktionsreglering på handelsplatser har VPL arbetats om väsentligt med anledning av rättsakterna MiFID II och MiFIR³⁴. Här relevanta delar av den nya lagen träder i kraft den 3 januari 2018. Av intresse i vårt sammanhang är för det första att en ny reglering av statsobligationsmarknaden införs.³⁵ OTF-plattformen, som blir ny handelsplats enligt MiFID II, är ett multilateralt system inom EES som inte är en reglerad marknad eller MTF-plattform (vilka reglerats redan genom MiFID I). Detta innebär att flera tredjeparters köp- och säljintressen i obligationer, strukturerade finansiella produkter, utsläppsrätter eller derivat kan interagera inom systemet så att det leder till ett kontrakt. En skillnad mellan en MTF- och en OTF-plattform är att det endast är ovan nämnda produkter och instrument som får handlas på en OTF-plattform, och inte aktier och liknande finansiella instrument. En annan skillnad är att det inte finns något krav på icke-skönsmässiga regler på för handeln för OTF. Marknadsreglerna om särskilt transparens och transaktionsrapportering kommer att gälla tidigare oreglerade delar av obligationsmarknaden. För det andra kompletteras och omarbetas regleringen för investerarskydd och information till investerare. Grundprincipen om att en kund har rätt

³⁴ Se prop. 2016/17:162 om Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument (MiFID II) och Europaparlamentets och rådets förordning nr 600/2014 om marknader för finansiella instrument (MiFIR).

³⁵ För en introduktion till statsobligationsmarknaden, se t.ex. Finansinspektionen, *Statsobligationsmarknaden – behovet av reglering och tillsyn*, rapport 2007:14.

till den information som behövs för ett välgrundat beslut om investeringen kvarstår. Föreskrifterna i VPL kompletteras nu vad avser intressekonflikter och ekonomisk ersättning till rådgivare. Regleringen är neutral och inte beroende av vilket finansiellt instrument som är aktuellt. Ytterligare initiativ från EU-kommissionen och dess myndigheter på nivå 2 kommer enligt uppgifter som utredningen inhämtat inte att röra frågan om gröna obligationer för sin tillämpning utan vara neutralt utformade. Omarbetningen av VPL med anledning av MiFID II och MiFIR medför således inte något behov av svenska särregler för gröna obligationer, utan tillämpningen av reglerna är generell. De förslag som utredningen lämnat om utveckling av marknaden bedöms därmed inte medföra något ytterligare behov av reformer i VPL och vidhängande reglering.

Prospektförordningen som antogs i juli 2017, där större delen regler träder i kraft i juli 2019, kommer att medföra omfattande revidering av lagen om handel med finansiella instrument. Revisionen innebär att stora delar av lagen upphävs eftersom regleringen följer direkt av förordningen. Det gäller särskilt informationskraven för ett godkänt prospekt där det framgår av förordningen vilka nyckeltal som måste inkluderas. Den grundläggande principen om att investeraren har rätt till information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om investeringen ändras inte. Det förslag som utredningen har om att inkludera miljöfaktorer (E i ESG) i kraven för prospekt innebär s.k. *goldplating* och införs lämpligen i den reviderade lagen. Utredningen avstår dock från att lägga fram ett lagförslag. Arbetet med anpassningen som förväntas bli slutfört under 2018, för att passa med ikraftträdande av förordningen, får utvisa den slutligt lämpliga utformningen.

I lagrådsremissen om avgiftsuttaget till resolutionsreserven, som beslutades den 8 juni 2017, föreslår regeringen att resolutionsavgiften ökas för 2018 men trappas av fr.o.m. 2019 och att målnivån för resolutionsavgiften inte tas bort. Resolutionsavgiften föreslås vara 0,125 procent av avgiftsunderlaget för 2018; 0,09 procent för 2019; och 0,05 procent fr.o.m. 2020 fram tills fonden beräknas vara fylld 2025. Målnivån för resolutionsavgiften (tre procent av de garanterade insättningarna) kvarstår oförändrad. Ändringen föreslås gälla från den 1 januari 2018. De förslag som utredningen övervägt i den här frågan kräver lagändring främst vad avser procentsats och beräkningsgrund. Utredningen avstår dock från att skissa på

ett lagförslag utan stannar vid att peka på den uppenbara möjligheten som finns att nyttja Sveriges s.k. *goldplating* genom att avgiften kan sänkas om riskreducerande investeringar görs i gröna obligationer. Det är en politisk fråga hur stor reduktionen skulle kunna vara och det torde vara ett uppdrag för Finansinspektionen att arbeta fram en modell för beräkningen.

När det gäller kapitaltäckningsregelverket har utredningen diskuterat att införa ett sänkt riskviktsgolv för bolån till hållbara bostäder som finansierats via gröna säkerställda obligationer. I fråga om det sistnämnda förslaget har Sverige nyttjat utrymmet för s.k. *goldplating* och skulle då nationellt kunna sänka kraven utan att det påverkar den underliggande EU-regleringen. Utredningen avstår även i denna fråga från att lägga fram ett lagförslag utan stannar vid att peka på den uppenbara möjlighet som finns. Det är en politisk fråga hur stor reduktionen skulle kunna vara och eventuellt ett uppdrag till Finansinspektionen att arbeta fram en modell för beräkningen.

Det bör i det sammanhanget, och även avseende andra förslag av utredningen, uppmärksammas att det f.n. pågår en översyn av gällande regler för kapitalkrav samt för risk- och krishantering. Som ett led i detta arbete publicerade EU kommissionen den 23 november 2016 ett förslag på ändringar i tillsynsförordningen, kapitaltäckningsdirektivet och krishanteringsdirektivet. De nya reglerna förväntas träda i kraft tidigast 2019. Det föreslås bl.a. ett minimikrav på bruttosoliditetsgrad inom pelare 1. Enligt förslaget ska bruttosoliditetsgraden uppgå till minst 3 procent, vilket är i linje med den nivå som Baselkommittén har föreslagit. Inom regelverket för stora exponeringar föreslås att definitionen på godtagbart kapital revideras. Enligt förslaget ska supplementärkapital inte längre kvalificera för att ingå i godtagbart kapital. Vidare föreslås mer riskkänsliga kapitalbaskrav för marknadsrisk.

Baselkommittén har lagt fram förslag på en reviderad schablonmetod för kreditrisk, en ny metod för beräkning av operativ risk och att användningen av interna modeller begränsas. Förslaget på reviderad schablonmetod för kreditrisk innebär bland annat att beräkningen av belåningsgrad för utlåning med panträtt i fastigheter förändras och att fler riskviktsnivåer införs. Vidare föreslås att konverteringsfaktorn för poster utanför balansräkningen höjs samt att förmånsbehandlingen av säkerställda obligationer ändras. Det

finns bedömningar om att nuvarande förslag skulle medföra högre kapitalkrav för kreditrisk. Den föreslagna metoden för beräkning av operativ risk baseras på rörelseintäkter samt förlustdata. Metoden föreslås ersätta samtliga nuvarande metoder för beräkning av operativ risk och bedöms av vissa att inte ha någon större påverkan på kapitalkravet för operativ risk.

Även om utredningen avstår från att lägga fram förslag om hur mycket t.ex. kapitaltäckningsavgifter ska reduceras, bör det ändå noteras att för att uppnå den effekt som utredningens diskussion syftar till – enkelt uttryckt reducerad avgift på grund av reducerad risk – behöver regelverket kompletteras med en regel vars innebörd är att göra investeringar i gröna obligationer till prioriterade investeringar genom reduktion av avgiften. En dylik regel placeras lämpligen i 2 kap. kapitaltäckningslagen där det regleras vilka kapitalkrav som ska täckas av kapitalbasen. Med hänvisning till den översyn som pågår och där nya regler förväntas träda i kraft under 2019, avstår utredningen från ett förslag till utformning av lagen. Med reservation för den pågående översynen torde inte Finansinspektionen behöva något ytterligare bemyndigande med anledning av utredningens förslag. Däremot vore det lämpligt med ett uppdrag till myndigheten att ta fram metodik för beräkning av avgifter med utgångspunkt i utredningens förslag.

En fråga som utredningens diskuterat, och som ännu inte berörs av pågående reformer, vore att utöka de verksamheter som omfattas av kraven på hållbarhetsrapportering och införandet av en rapporteringsplikt om koldioxidutsläpp. Effekten av utvidgningen förväntas bli ökad transparens genom att verksamheternas balansräkningar kommer att kunna delas upp i en grön del och en icke-grön. Dessutom förväntas en ökad medvetenhet vilket på sikt skulle kunna ändra attityd och kunskapsnivå visavi gröna obligationer. Finansinspektionen skulle kunna få i uppdrag att säkerställa att revisorer och särskilda granskare enligt lagen om säkerställda obligationer som berörs, har den kompetens som erfordras. Utredningen avstår ändå från förslag eftersom en översyn av EU KOM väntas påbörja en översyn i slutet av 2018 enligt redovisningsdirektivet artikel 3.

I fråga om säkerställda obligationer pågår ett arbete för att skapa gemensamma kriterier inom EU i EU-kommissionen inom ramen för kapitalmarknadsunionen, liksom inom den europeiska bransch-

organisationen European Covered Bond Council (ECBC). Ett förslag till rättsakt från EU-kommissionen väntas under första kvartalet 2018, troligen den 7 mars, i det s.k. CMU-paketet. EU-parlamentet har antagit en resolution för att understryka grundläggande principer och säkerställa att definitionen i kapitaltäckningsregelverket inte ändras. Det återstår visserligen att se vad EU-kommissionens väntade initiativ innehåller, men utredningens förslag om gröna säkerställda obligationer låter sig genomföras, dvs dels att ta fram kriterier för hållbara byggnader där energieffektivitet ingår, förslagsvis i form av ett uppdrag till Energimyndigheten, dels att i förordningen om energideklarationer 17 § införa en ny punkt för att säkerställa åtkomst till registret för emittenter av gröna säkerställda obligationer och för granskare av desamma.

Andra förslag som ligger utanför pågående reformer är de stödprogram som utredningen föreslagit. Författningsstöd krävs eftersom det handlar om myndighetsutövning att administrera ansökningar, bedöma kriterier och bevilja stöd med offentliga medel. Behörig myndighet behöver pekas ut. Utredningens förslag är att Naturvårdsverket bemyndigas. Stödet BFL (eng. *pay-for-performance*) kan införas genom uppdrag till Naturvårdsverket att utvärdera de projekt som skulle kunna få emissionskostnaderna ersatta och bevilja medlen. Det erforderliga författningsstödet kan i övrigt utformas med investeringsstödet "Klimatklivet" som modell.³⁶

Forskningsrådets mandat bör också ses över för att säkerställa att de har uttrycklig möjlighet att utlysa de medel som är nödvändiga för riktade forskningsinsatser på området.

En svensk lag om gröna obligationer ska inte införas

Utredningen avstår från att lägga fram förslag om en ny svensk lag om gröna obligationer. Marknaden är global och en utveckling främjas inte, snarare hindras, av särregleringar på nationell nivå. Ett förslag om en ny lag skulle därmed strida mot utredningens främsta uppgift att ta fram förslag som förväntas främja den gröna obligationsmarknaden. Behovet av lagreformer minskas dessutom dels genom de EU-baserade reformer som genomförs under de närmaste

³⁶ Se förordning (2015:517) om stöd till lokala klimatinvesteringar.

två åren, dels genom de pågående förhandlingarna om översyn av t.ex. kapitaltäckningsregelverket, dels genom EU-kommissionens aviserade nya initiativ inom ramen för CMU-paketet under första kvartalet 2018. Paketet förväntas innehålla bl.a. förslag gällande säkerställda obligationer och även initiativ med anledning av HLEG:s slutrapport om gröna obligationer och annan grön finansiering som väntas i nära framtid.

Utöver detta så bedömer utredningen att ett reformbehov saknas genom att marknadens självreglering genom särskilt GBP och CBI fungerar väl. Det föreligger inget marknadsmisslyckande som skulle ge skäl för lagstiftaren att gripa in. De fortlöpande revideringarna av organisationernas rekommendationer och riktlinjer säkerställer en fortlöpande anpassning till utvecklingen och ger den dynamik i regleringen som behövs för att främja en sund och bärkraftig utveckling av marknaden. Kompletterande självreglering har tagits fram av handels- och andra marknadsplatser, ratinginstitut och liknande. Standardiseringsorganet ISO har också startat ett arbete med att ta fram standarder för den gröna obligationsmarknaden. Det finns flera organ, t.ex. OECD och G20, som är aktiva med konceptuellt och analytiskt arbete på området för grön finansiering vilket borgar för att självregleringen kommer att utvecklas i takt med marknaden.

I stället för en ny lag bör marknadens aktörer uppmanas att följa exempelvis GBP i syfte att öka harmonisering och standardisering. Finansinspektionen skulle kunna tydliggöra detta i tillämpliga föreskrifter och rekommendationer. De emittenter som avviker från en sådan uppmaning genom ett eget ramverk borde därvid ha förklaringsbörda enligt allmänna principer om information till investerare och kraven för prospekt (jfr. *comply or explain*).

På förekommen anledning, om en bedömning motsatt utredningens görs eller om de aviserade initiativen från EU-kommissionen skjuts på framtiden, kan det finnas skäl att här något skissa på hur en svensk lag om gröna obligationer skulle kunna utformas. En avvägning får göras om vad som bör föras in i en ny lag eftersom det blir särregler som utformats för gröna obligationer och vilka materiella regler i annan befintlig reglering som det blir lämpligare att hänvisa till för att undvika duplicering mellan olika lagrum och divergerande tolkning och tillämpning när det inte är motiverat.

Centrala moment blir för det första att kodifiera GBP:s definition av vad en grön obligation är, dvs att medlen från investerarna används i ett syfte som bedömts hållbart. Övriga delar av GBP:s rekommendationer vad avser ramverk, andrahandsutlåande och tredjepartsvalidering bör också införas i en ny lag eftersom det rör sig om speciella överväganden som är typiska för en grön obligation. De stödprogram som utredningen föreslagit (BFL, informations- och utbildningsinsatser, etc.) bör också införas i en ny lag jämte bemyndiganden till relevanta myndigheter eftersom de blir unikt tillämpliga på den gröna obligationsmarknaden. Naturvårdsverkets bemyndigande att handlägga stödprogrammet BHL placeras alltså lämpligen i en ny lag. En möjlighet att överklaga Naturvårdsverket beslut om ersättning ur stödet bör också införas i en ny lag eftersom det rör sig om myndighetsutövning i ett program som blir typiskt för gröna obligationer.

De föreskrifter om information till investerare som i dag finns i t.ex. prospektförordningen, VPL och marknadsföringslagen bör inte upprepas i en ny lag, utan hänvisningar till befintlig materiell reglering bör i stället användas för att reducera olägenheter med särbehandling av gröna obligationer i frågor där det inte är motiverat. Som analyserats ovan behövs inte särregler för gröna obligationer när det är fråga om information till en investerare för att denne ska kunna fatta ett välgrundat beslut om investeringen. I grunden gör sig samma överväganden gällande oavsett om obligationen har klassificerats som grön eller traditionell.

Utredningens förslag som rör säkerställda obligationer bör också lämpligen utformas som informations- och hänvisningsbestämmelser i en ny lag med den materiella regleringen i respektive befintlig lagstiftning för att undvika duplicerad lagstiftning.

Eventuella bemyndiganden till myndigheter att ta fram föreskrifter med anledning av utredningens förslag införs också i de materiella lagarna och inte i en ny lag om gröna obligationer.

Om en ny lag med obligatoriska moment bedöms nödvändig, bör sanktioner övervägas i den nya lagen i den mån sanktionerna blir anpassade för den gröna obligationsmarknaden. Om det exempelvis bedöms nödvändigt att ställa obligatoriska krav på tredjepartsvalidering bör en brist lämpligen sanktioneras med administrativ avgift som utformas och placeras i sitt sammanhang i samma lag.

För bristande uppfyllelse av informationskrav i övrigt synes också hänvisningar till materiella bestämmelser i bl.a. marknadsföringslagen, VPL och lagen om handel med finansiella instrument vara tillfyllest. Det handlar inte om moment som är unika för gröna obligationer utan som kan avse vilket finansiellt instrument som helst.

7 Projektkategorier och identifiering av gröna projekt

Utredningen har i uppdrag att analysera, och ta fram exempel på, vilka projekttyper som skulle kunna finansieras med gröna obligationer.

Flera utgångspunkter kan väljas för analysen av projekttyper. En utgångspunkt är genomförandet av Agenda 2030 med de 17 globala målen. En annan utgångspunkt vore att fokusera på ESG och *Global Compact*. Ytterligare en utgångspunkt skulle kunna vara de svenska miljömålen jämte generationsmålet och Miljömålsberedningens arbete. Som framgått har utredningen valt att fokusera på mål 13 i Agenda 2030, klimatmålet, dvs. att vidta omedelbara åtgärder för att bekämpa klimatförändringarna och dess konsekvenser.

Klimatförändringarna är en av vår tids största utmaningar. En stor andel av de ökade utsläppen av växthusgaser i atmosfären kommer från sättet vi utvinner, omvandlar och använder fossil energi. Som följd av de ökade utsläppen riskerar vi gå mot en genomsnittlig global uppvärmning som överstiger två grader Celsius, vilket skulle få allvarliga konsekvenser för ekosystem, havsförsurning, mänsklig säkerhet, matproduktion, vattentillgång, hälsa och med ökad risk för väderrelaterade naturkatastrofer. Klimatpåverkan måste begränsas för att skapa förutsättningarna för fattigdomsbekämpning och en långsiktigt hållbar utveckling.

Klimatmålet stödjer fattigdomsbekämpning och hållbar utveckling och kan ge positiva synergieffekter och förutsättningar för att kunna bemöta flera av de utmaningar världen står inför i dag så som livsmedelstrygghet, rent vatten, hållbart nyttjande av naturresurser och ekosystem, mänsklig säkerhet, jämställdhet, hälsa och ekonomisk tillväxt. Behovet av anpassning till pågående och kommande klimatförändringar är mycket stort särskilt för de minst utvecklade

länderna och för de mest sårbara befolkningsgrupperna. Åtgärder behövs för att minska riskerna för, och konsekvenserna av naturkatastrofer.

En mångfald av projekttyper blir aktuella för att nå klimatmålet. Det kan ändå noteras att avgränsningen till Sveriges klimatåtaganden inte hindrar en bredare tillämpning av förslag och slutsatser för att uppnå andra miljömål.

7.1 Definition av projekt

En slutsats från utredningen arbete är att gröna obligationer kan finansiera nya projekt såväl som befintliga tillgångar. Det är därför olämpligt att använda begreppet projekt. Utredningen kommer härnäst i stället använda begreppet investeringar som inbegriper både investeringar i nya projekt och i befintliga tillgångar. För en mer detaljerad diskussion om hur begreppet projekt och tillgångar används i de internationella branschstandarderna se 5 kap.

7.2 Möjliga investeringar enligt de internationella branschstandarderna

Förslag: Utredningen föreslår att de investeringar som är lämpliga för att finansieras via gröna obligationer är sådana som faller inom klassificeringskategorierna i GBP.

Bedömning: Vilka dessa investeringar är kan ändras över tid och bör vid varje tidpunkt bedömas utifrån då rådande omständigheter och kunskap. Att lista specifika typer av investeringar än de övergripande kategorier som finns i GBP kan verka hämmande för marknadens utveckling. Forskningen om vad som anses vara hållbart går ständigt framåt och det kommer nya lösningar. Vad som anses vara hållbart och klimatmål revideras därför kontinuerligt. Det går därför att argumentera för att det kan vara olämpligt för utredningen att i dag utvärdera och ge exempel på vilka investeringar som anses vara hållbara och skulle kunna finansieras via gröna obligationer. De listade investeringarna skulle kunna

anses beläggas med någon form av legitimitet vilket utredningen inte avser göra.

Enligt utredningens bedömning är marknadens självreglering och de branschstandarder som vuxit fram adekvata för regleringen av marknaden för gröna obligationer. Som beskrivits i 5 kap. bedöms Principerna för gröna obligationer (GBP) vara den gällande standarden på marknaden. Det är också enligt dessa principer som alla gröna obligationer i Sverige har emitterats. Att studera investeringar som kan finansieras inom ramen för GBP faller sig därför naturligt.

Internationellt har obligationer även emitterats och certifierats enligt Climate Bonds Initiatives (CBI) *Climate Bonds Standard* (CBS).¹ Därför kommer utredningen också kort beröra möjliga investeringar inom ramen för CBS.

Grundtanken med en grön obligation är att de medel som erhålls genom obligationen ska användas till miljöprojekt, enligt GBP. GBP anger uttryckligen ett flertal breda kvalificeringskategorier för miljö- och klimatmässigt hållbara projekt. Syftet är att principerna ska kunna omfatta investeringar i projekt i betydande och angelägna områden för miljö och klimat. Nedan listas de kategorier som tas upp i GBP 2017 års version:

- Förnybar energi (inklusive produktion, överföring, apparater och produkter).
- Energieffektivisering (t.ex. i form av nya och renoverade byggnader, energilagring, fjärrvärme, smarta kraftnät, apparater och produkter).
- Åtgärder för att förebygga och begränsa föroreningar (inklusive avloppsrening, minskning av luftutsläpp, kontroll av växthusgasutsläpp, jordsanering, minskning av avfallsmängder, avfallsåtervinning och energi-/utsläppseffektiv omvandling av avfall till energi, förädling och återvinning av avfall och uttjänta produkter samt tillhörande miljökontroll).

¹ CBI är en intresseorganisation med fokus på att utveckla marknaden för gröna obligationer, se 5 kap. för mer detaljerad beskrivning. 15,5 procent av globalt emitterad volym 2017 fram till 5 oktober var certifierad enligt CBS.

- Miljömässigt hållbar förvaltning av levande naturresurser och mark (inklusive miljömässigt hållbart jordbruk, miljömässigt hållbar djurhållning, klimatsmart jordbruksteknik som biologiskt växtskydd eller droppbevattning, miljömässigt hållbart fiske och fiskodling, miljömässigt hållbart skogsbruk, inklusive skogsodling och skogsplantering, samt bevarande eller återställande av naturlandskap).
- Bevarandet av biologisk mångfald på mark och i vatten (inklusive skydd av kustnära och marina miljöer samt flodområden).
- Rena transporter (t.ex. eldrivna fordon, hybridfordon, kollektivtrafik, järnvägar, icke-motordrivna fordon, multimodala transporter, infrastruktur för fordon som drivs med ren energi samt minskning av skadliga utsläpp).
- Hållbar hantering av vatten och avloppsvatten (inklusive hållbar infrastruktur för rent vatten och/eller dricksvatten, spillvattenrening, hållbara urbana dagvattensystem och flodkontroll samt andra former av översvänningsförebyggande åtgärder).
- Anpassning till klimatförändringar (inklusive informationsstödssystem, som klimatobservationer och system för tidig varning).
- Miljövänliga produkter och/eller produkter anpassade för den cirkulära ekonomin, produktionstekniker och -processer (t.ex. utveckling och införande av miljövänligare produkter med miljömärkning eller miljöcertifiering, resurseffektiva förpackningar och resurseffektiv distribution).
- Gröna byggnader som uppfyller kraven i regionalt, nationellt eller internationellt erkända standarder eller certifieringar.

Lista är endast avsedd att vara vägledande och beskriver de vanligaste typerna av projekt som stöds eller förväntas stödjas av marknaden för gröna obligationer. GBP framhåller också att listan inte är uteslutande vilket möjliggör investeringar inom andra kategorier som kan komma att bli aktuella i framtiden.

Förutom de listade kategorierna tillåter även GBP finansiering av relaterade och stödjande utgifter, till exempel forskning och utveckling. Detta tillägg gjordes i 2017 års version av principerna troligtvis som ett svar på emissionen av statliga gröna obligationer i slutet av

2016 och i början av 2017. Särskilt den franska statens gröna obligation hade ett tydligt forskningsfokus.

Som framgår av listan tillåter GBP att projekt som syftar till att förbättra både miljö och klimat kan finansieras via gröna obligationer. Även om utredningen har valt att fokusera på investeringar som syftar till att bekämpa klimatförändringarna i sina åtgärdsförslag i 6 kap., utesluter det inte att projekt som syftar till en bättre miljö skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Tvärtemot välkomnar utredningen investeringar som leder till en förbättrad miljö.

I GBP finns det inga detaljerade kriterier för vilka investeringar som skulle anses vara miljö- och klimatomfattigt hållbara. Syftet med GBP handlar inte om att ta ställning till vilka miljövänliga tekniker, standarder, utfästelser eller deklARATIONER som är optimala för att uppnå miljömässigt hållbara fördelar. Detta lämnas till marknaden och GBP rekommenderar externa utvärdering av gröna obligationers hållbarhet.²

Det är utredningens uppfattning att GBP, och den praxis som tillämpas om att emittenter får sina ramverk och obligationer granskade av externa tredjeparter, på ett adekvat sätt ser till att gröna obligationer finansierar miljö- och klimatomfattigt hållbara investeringar. Utredningen bedömer att de kategorier som listas i GBP är tillräcklig vägledning för marknaden för gröna obligationer. Därför behöver ej mer detaljerade projekttyper identifieras utöver de kategorier som listas i GBP.

Projekttyper enligt CBS

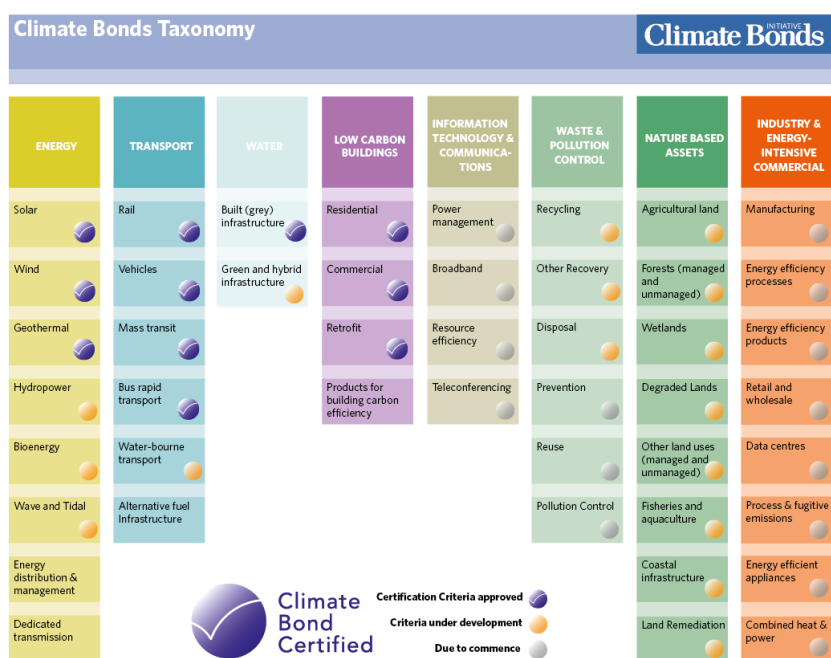
Som beskrivet inledningsvis är CBI en intresseorganisation och har inte den bredare marknadsuppslutning bakom sig som GBP. Det till trots bedöms de vara en viktig aktör på marknaden för gröna obligationer och de konsulterades bl.a. vid framtagandet av det kinesiska regelverket för gröna obligationer. Därför väljer utredningen att kort redovisa för vilka investeringar som är möjliga enligt CBI:s taxonomi. Utredningen lägger ingen värdering i CBI:s projekttyper men vill ändå belysa dem för att ge viss inspiration.

² För mer detaljerad beskrivning av externa granskning se kap. 5.

Till skillnad från GBP finns det till CBS en tillhörande taxonomi med mer detaljerade kriterier för vad som anses miljö- och klimatmässigt hållbart. Dessa kriterier kan vara mycket enkla som i fallet vindkraftverk, som helt enkelt är uppförandet av anläggning för energiproduktion genom vindkraft. Inom andra kategorier kan de vara betydligt mer detaljerade som i fallet med mer hållbara transporter.

Taxonomin är under utveckling och nedan figur ger en överblick av vilka områden där det finns färdiga kriterier, vilka som är under utveckling och vilka som planeras i framtiden.

Figur 7.1 Överblick av CBI:s taxonomi över hållbara investeringar



Källa: CBI den 4 november 2017.

De övergripande kategorierna överensstämmer i princip med GBP fast indelningen skiljer något. Exempelvis återfinns inte GBP:s bredare kategori om energieffektivisering. Den har delats upp på de andra kategorierna och kanske främst då på de två för CBI specifika kategorierna om informationsteknologi och industri. I flera fall lutar sig kriterierna mot internationellt accepterade branschstandards och certifieringssystem.

CBI:s taxonomi kan inom vissa kategorier ge en lite mer detaljerad inblick i vilka investeringar som kan tänkas finansieras via gröna obligationer. Exempelvis inom energiproduktion listas exempel på olika typer av teknologier inom vilka CBI ser det som möjligt att finansiera projekt via gröna obligationer.

En lärdom att dra är att de kategorier som CBI har utvecklat kriterier för kan ses som de inom vilka investeringar i projekt via gröna obligationer är som enklast att motivera. Det är inom kategorierna energiproduktion, transporter och energieffektivisering för byggnader. Dessa tre kategorier tar alla fasta på att reducera utsläppen av växthusgaser och är också de som oftast återkommer i emittenters ramverk för emission av gröna obligationer.

7.3 Svenska klimatåtaganden

Bedömning: Sverige har långtgående åtaganden om att bekämpa klimatförändringarna och begränsa den globala uppvärmningen. Som det ser ut i dag kommer detta kräva omfattande reduktion av utsläpp av växthusgaser i atmosfären.

Som redan nämnts har utredningen valt att lägga fokus på klimat-aspekten. En förklaring till detta är att Sverige som ett led i att bekämpa klimatförändringarna har antagit nationella mål och åtagit sig att uppfylla internationella klimatmål om att uppnå en långsiktigt hållbar ekonomi med begränsad klimatpåverkan. Åtagandena går sammanfattningsvis ut på att vara delaktig i att begränsa den globala uppvärmningen genom reduktion av utsläppen av växthusgaser. Som ett exempel förbinder Parisavtalet anslutna parter att hålla den globala uppvärmningen långt under 2 grader (Celsius) samt göra ansträngningar för att begränsa temperaturökningen till 1,5 grader över förindustriell temperaturnivå. För att uppfylla de globala åtagandena krävs det en omställning till en ekonomi utan några netto-utsläpp av växthusgaser.

Åtagandena kan ge en fingervisning om vilka utmaningar som finns och inom vilka områden som gröna obligationer kan förväntas komma att finansiera projekt.

7.3.1 Klimatåtaganden på global nivå

På global nivå har Sverige åtaganden enligt FN:s Agenda 2030 och klimatavtalet från Paris, det s.k. Parisavtalet 2015.

Agenda 2030 antogs vid FN:s toppmöte i New York i september 2015. Agenda 2030 består av sjutton globala mål för hållbar utveckling varav bekämpning av klimatförändringarna är ett (mål 13). Ett delmål är att integrera klimatåtgärder i politik, strategier och planering på nationell nivå (delmål 13.2). Målen är universella och gäller alla länder. Vidare erkänner Agenda 2030 FN:s ramkonvention om klimatförändringar (s.k. klimatkonventionen) som det främsta internationella forumet för förhandlingar om klimatförändringar.³ Klimatkonventionen antogs 1992 och trädde i kraft 1994. Sverige ratificerade avtalet 1993. Klimatkonventionens mål är att halten av växthusgaser i atmosfären ska stabiliseras på en nivå som innebär att människans påverkan på klimatsystemet inte blir farlig (prop. 2016/17:16).⁴

Parisavtalet antogs vid klimatkonventionens tjugoförsta partsmöte (COP 21) i december 2015 och trädde i kraft den 4 november 2016. Det är ett rättsligt bindande avtal som deltagande parter ska bidra till genomförandet av.⁵ EU och dess medlemsstater har uttryckt sin avsikt att agera gemensamt. Därmed kommer Sveriges åtagande vara en del av EU:s totala bidrag till att uppfylla avtalet. Parisavtalet är ett s.k. blandat avtal och behöver därför ratificeras av både EU och de individuella medlemsstaterna.⁶ Efter riksdagens beslut ratificerade Sverige Parisavtalet den 13 oktober 2016 och blev därmed part trettio dagar senare, den 12 november.

Avtalet förbinder parterna att hålla den globala uppvärmningen väl under 2 grader (Celsius) samt göra ansträngningar för att begränsa temperaturökningen till 1,5 grader över förindustriell nivå. För att nå målet behöver parterna enligt artikel 4.1 ”uppnå en balans mellan antropogena utsläpp av växthusgaser från källor och upptag av växthusgaser i sänkor under andra hälften av detta sekel”, s.k.

³ Agenda 2030 paragraf 31.

⁴ Exakt lydelse enligt SÖ 1993:13 ”Slutmålet för denna konvention och varje hithörande legal handling som partskonferensen kan komma att anta är att uppnå, i överensstämmelse med de relevanta föreskrifterna i konventionen, att atmosfärens koncentration av växthusgaser stabiliseras på en nivå som skulle förhindra farlig antropogen störning i klimatsystemet.”

⁵ 145 av 197 parter hade ratificerat avtalet den 9 maj 2017.

⁶ Se artikel 4 i föredraget om EU:s funktionsätt (EUF) även känt som ett av Romfördragen.

nettonollutsläpp. Vidare innehåller avtalet åtaganden för alla parter om att de ska ha nationellt fastställda bidrag (*Nationally Determined Contribution*, NDC) som ska vara beslutade senast 2020. Bidragen ska förnyas och successivt skärpas vart femte år med start 2025. En global översyn ska göras vart femte år med start 2023, två år innan de nationella bidragen ska revideras. Syftet med översynen är att informera parterna om vad som krävs för att klara temperaturmålen och ligga till grund för skärpningen av parternas nationella bidrag.

För att kunna omsätta åtagandet mot Parisavtalet till handling och förstå dess omfattning behöver temperaturbegränsningsmålet översättas till konkreta mål om minskade utsläpp. För att skapa förutsättningar för att begränsa temperaturökningen till 2 grader behöver de globala utsläppen minska med 41 till 72 procent fram till 2050 och 78 till 118 procent fram till 2100 jämfört med utsläppsnivån 2010, enligt FN:s klimatpanels (IPCC) femte utvärderingsrapport (AR5).

Enligt IPCC har det tidigare endast gjorts enstaka studier på de utsläppsnivåer som krävs för att man med sannolikhet ska begränsa temperaturökningen till 1,5 grader. Studierna visar preliminärt på att de globala utsläppen vid en sådan målsättning måste minska med 70 till 95 procent fram till 2050 jämfört med utsläppsnivån 2010. Med anledning av att man i Parisavtalet enats om att försöka begränsa temperaturökningen till just 1,5 grader håller IPCC på att ta fram en specialrapport som förväntas vara klar i september 2018. Rapporten ska beskriva effekterna av en temperaturökning på 1,5 grader samt de s.k. utsläppsbanor, vilka beskriver utvecklingen av framtida utsläpp av växthusgaser, som krävs för att det ska vara sannolikt att målet nås.

IPCC:s nästa stora utvärdering (AR6) förväntas blir klar 2021 till 2022 och därmed i tid till den första globala översynen av ländernas åtaganden som är planerad till 2023. IPCC:s kommande rapporter väntas få stor betydelse både för den fortsatta klimatpolitiken och för arbetet med att klimatanpassa samhället, såväl i Sverige och globalt.

7.3.2 Klimatåtaganden på EU-nivå

Som medlemsstat har Sverige gjort klimatåtaganden gentemot EU. År 2009 antog Europeiska rådet målsättningen att minska utsläppen av växthusgaser med 80 till 95 procent till 2050 jämfört med 1990 års nivåer.⁷ Vidare fattade rådet i oktober 2014 beslut om ett ramverk för EU:s klimat- och energipolitik för perioden 2021 till 2030.⁸ Enligt beslutet ska utsläppen inom EU minska med minst 40 procent fram till 2030 jämfört med 1990. Den 6 mars 2015 godkände Europeiska rådet att överlämna utsläppsmålet för 2030 som sitt initiala nationellt fastställda bidrag till det då kommande klimatavtalet i Paris.

Utsläppsmålet ska nås genom att utsläppen som ingår i EU:s system för handel med utsläppsrätter (EU ETS) minskas med 43 procent till 2030 jämfört med utsläppsnivån 2005 och genom att utsläppen i de sektorer som kommer att omfattas av ansvarsfördelningsförordning (ESR, *Effort Sharing Regulation*, KOM (2016) 482 slutgiltig), minskas med 30 procent under samma period.

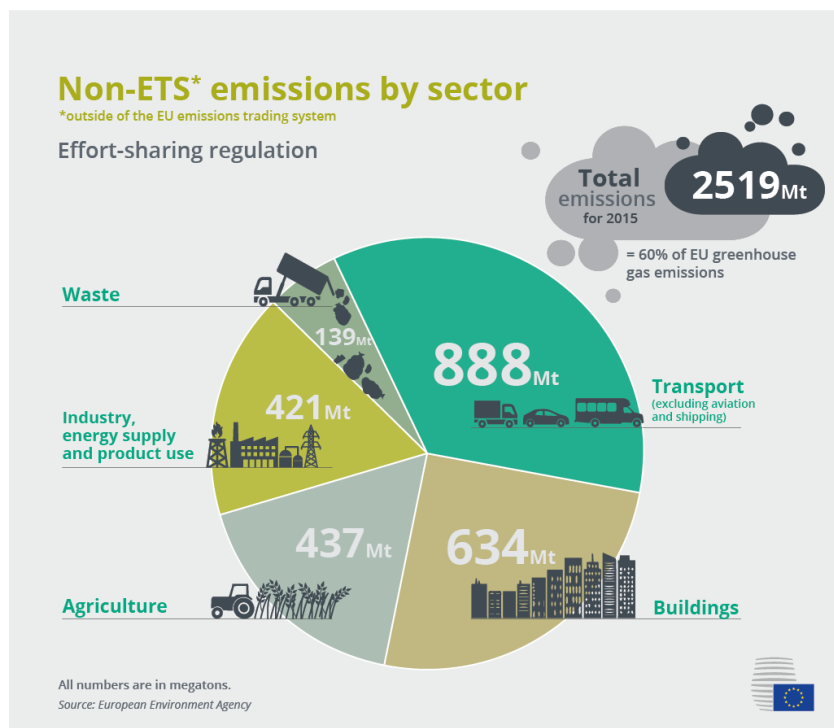
Minskning av utsläpp genom EU ETS innebär inget specifikt åtagande för medlemsstaterna utan ska åstadkommas kollektivt av de verksamheter som omfattas av systemet. EU ETS omfattar utsläpp från energiintensiv industri, el- och värmeproduktion samt inrikesflyg inom EU. För Sveriges del stod utsläpp från dessa sektorer för 38 procent av de totala utsläppen 2016 (exklusive utsläpp och upptag från sektorn markanvändning, förändrad markanvändning och skogsbruk (*Land Use, Land-Use Change and Forestry*, LULUCF).

Den 20 juli 2016 presenterade EU-kommissionen ett förslag till ansvarsfördelning för utsläppsminskningar från ESR-sektorn. I förslaget tilldelas medlemsstaterna bindande mål för utsläppsminskningar till 2030 på mellan 0 och 40 procent jämfört med 2005. Enligt förslaget ska Sverige minska utsläppen med 40 procent. Bilden nedan illustrerar fördelningen av växthusgasutsläpp per ESR-sektor i EU.

⁷ Rådsslutsatser 15265/1/09 REV 1.

⁸ Rådsslutsatser EUCO 169/14.

Figur 7.2 Fördelning av växthusgasutsläpp per ESR-sektor i EU



Källa: EU-kommissionen.

Utsläpp från ESR-sektorn stod för 63 procent av Sveriges totala utsläpp 2015 (34 miljoner ton av totalt 53,7 miljoner ton exklusive LULUCF).

Kommissionen har även tagit fram ett förslag till en förordning om hur utsläpp och upptag av växthusgaser från LULUCF fram till 2030 ska inkluderas i klimaträmet (KOM (2016) 479 slutgiltig). År 2015 svarade denna sektor i Sverige för ett nettoupptag om 50 miljoner ton vilket kan jämföras med totala utsläpp samma år om 54 miljoner ton exklusive LULUCF. Det handlar främst om upptag på grund av tillväxt i skog. Ståndpunkterna är inte färdigförhandlade (oktober 2017).

7.3.3 Klimatåtaganden på nationell nivå

Ramen för det svenska nationella klimatåtagandet har sin grund i den s.k. miljöpropositionen⁹ som riksdagen beslutade om våren 1999. I miljöpropositionen konkretiserades det svenska klimatåtagandet till 15 miljö kvalitetsmål, det s.k. miljömålssystemet (ett sextonde miljö kvalitetsmål tillkom 2005 (prop. 2004/05:150, bet. 2005/06:MJU3, rskr. 2005/06:48)). Ett av miljö kvalitetsmålen är Begränsad klimatpåverkan vilket speglar klimatkonventionens mål om att halten av växthusgaser i atmosfären ska stabiliseras på en nivå som innebär att människans påverkan på klimatsystemet inte blir farlig. Utgångspunkten är att det klimatpolitiska arbetet ska utföras ur ett generationsperspektiv med det övergripande målet att till nästa generation kunna lämna över ett samhälle där de stora miljöproblemen i Sverige är lösta, det s.k. generationsmålet.

Våren 2009 beslutade riksdagen om En sammanhållen klimat- och energipolitik¹⁰. Man antog därmed en vision om att Sverige 2050 inte har några nettoutsläpp av växthusgaser. Man fastställde även två preciseringar av miljö kvalitetsmålet Begränsad klimatpåverkan: (i) Sverige ska verka internationellt för att begränsa ökningen av medeltemperaturen till högst 2 grader och (ii) Sveriges klimatpolitik ska utformas så att den bidrar till att koncentrationen av växthusgaser i atmosfären stabiliseras på nivån högst 400 miljondelar koldioxidekvivalenter¹¹.

I syfte att effektivisera miljöarbetet och förbättra uppföljningen beslutade riksdagen våren 2010 om en ny målstruktur för miljöarbetet med ett utvecklat generationsmål¹². Den nya målstrukturen innebär att miljöarbetet ska vara strukturerat i ett generationsmål, miljö kvalitetsmål och etappmål. Utvecklingen av generationsmålet tar fasta på den globala aspekten av miljöproblemen och det tydliggörs att arbetet med att lösa de svenska miljöproblemen ska ske utan att orsaka ökade miljö- och hälsoproblem utanför Sveriges gränser.

⁹ Prop. 1997/98:145, bet. 1998/99:MJU6, rskr. 1998/99:183.

¹⁰ Prop. 2008/09:162, bet. 2008/09:MJU28, rskr. 2008/09:300.

¹¹ Ett koncentrationsmått som mäter koncentrationen av olika växthusgaser i atmosfären omräknat till den mängd koldioxid som skulle motsvara samma effekt på klimatet. IPCC menar i AR5 att en koncentration på 450 miljondelar koldioxidekvivalenter troligtvis begränsar den globala uppvärmningen till under 2 grader.

¹² Prop. 2009/10:155, bet. 2009/10:MJU25, rskr. 2009/10:377.

Miljömålsberedningen och propositionen Ett klimatpolitiskt ramverk för Sverige

År 2010 beslutade regeringen att tillsätta en parlamentarisk beredning vars uppgift var att lämna förslag om hur det fastställda generationsmålet och miljökvalitetsmålen kan nås. Beredningen tog namnet Miljömålsberedningen och presenterade den 22 juni 2016 ett klimatpolitiskt ramverk för en långsiktig klimatpolitik¹³. Regeringen tog den 9 mars 2017 beslut om att till riksdagen överlämna propositionen Ett klimatpolitiskt ramverk för Sverige som baseras på Miljömålsberedningens betänkande¹⁴. Propositionen innehåller bland annat ett förslag till klimatlag, ändrad precisering av miljökvalitetsmålet Begränsad klimatpåverkan, förslag om ett långsiktigt utsläppsmål till 2045 och etappmål till 2030 och 2040. I juni 2017 fattade Riksdagen beslut om ett klimatpolitiskt ramverk för Sverige.

Miljökvalitetsmålet Begränsad klimatpåverkan ändras med anledning av Parisavtalet 2015 till följande lydelse:

Den globala medeltemperaturökningen begränsas till långt under 2 grader Celsius över förindustriell nivå och ansträngningar görs för att hålla ökningen under 1,5 grader Celsius över förindustriell nivå. Sverige ska verka internationellt för att det globala arbetet inriktas mot detta mål.

Sverige har nu ett långsiktigt utsläppsmål till 2045 vilket innebär en tidigareläggning och precisering av den tidigare visionen om nettoutsläpp till 2050. Enligt förslaget ska Sverige senast 2045 inte ha några nettoutsläpp för att därefter uppnå negativa utsläpp (omfattar inte LULUCF). Utsläppen inom svenskt territorium ska vara minst 85 procent lägre än utsläppen 1990 och resterande del kan tillgodoräknas genom svenska klimatinvesteringar utomlands.

Förslag till etappmål till 2030 och 2040 är att utsläpp från ESR-sektorn bör minska med 63 procent eller 29 miljoner ton fram till 2030 och 75 procent eller 35 miljoner ton fram till 2040, jämfört med 1990.

Sverige har valt att använda 1990 som basår för utsläpp till skillnad mot för EU som använder 2005 som basår för utsläppsmålen i

¹³ SOU 2016:21 och SOU 2016:47.

¹⁴ Prop. 2016/17:146, bet. 2016/17:MJU24.

klimatpolitiken. Om man i jämförelsesyfte i stället utgår från utsläppen 2005 motsvarar etappmål till 2030 i stället en utsläppsminskning om 59 procent. Förslaget innebär därmed en skärpning av utsläppsminskningen om 40 procent fram till 2030 som Sverige förväntas implementera genom EU:s ansvarsfördelningsförordning.

Dessutom innehåller det klimatpolitiska ramverket ett specifikt mål om att utsläppen från inrikes transporter (utom inrikes luftfart som ingår i EU:s utsläppshandelssystem, EU ETS) ska minska med minst 70 procent senast år 2030 jämfört med 2010.

Vid skattning av nödvändig utsläppsminskning ska man ha i åtanke att Sveriges utsläpp i ESR-sektorn redan har minskat med cirka 27 procent under perioden 1990 till 2016. Beräknat på utsläppsdata för 2016 innebär etappmål till 2030 minskade utsläpp om 50 procent vilket motsvarar cirka 17 miljoner ton. På motsvarande sätt innebär det långsiktiga klimatmålet till 2045 en minskning med cirka 80 procent eller cirka 30 miljoner ton relativt utsläppsnivån för 2016.

Tabell 7.1 Tabell utsläppsminskningar som krävs i olika regioner enligt klimatåtagandena

Procentsatserna i tabellen anger nödvändiga utsläppsminskningar enligt respektive åtagande

Åtagande	Globalt	EU	Sverige
Parisavtalet, väl under 2 grader och sträva efter 1,5 grader	Nettonollutsläpp (100 %) någon gång mellan 2050–2100	NDC/bidrag på 40 % reduktion till 2030 jfr utsläppen 1990	Del av EU:s NDC
2 grader enl. IPCC	41–72 % reduktion till 2050 och 78–118 % till 2100 jfr utsläppen 2010		
1,5 grader enl. IPCC	70–95 % till 2050 jfr utsläppen 2010		
Agenda 2030	Enligt Parisavtalet	Enligt Parisavtalet	Enligt Parisavtalet
EU:s klimatpolitik		80–95 % reduktion till 2050 och 40 % till 2030 jfr utsläppen 1990	40 % reduktion i ERS-sektorn ¹⁵ och del av 43 % i EU ETS-sektorn ¹⁶ till 2030 jfr utsläppen 2005
Ett klimatpolitiskt ramverk för Sverige			63 % reduktion i ERS-sektorn till 2030 jfr utsläppen 1990 (59 % jfr utsläppsnivå 2005). Nettonollutsläpp 2045 (85 % i Sverige och 15 % från investeringar utomlands).

7.4 Investeringsbehovet

Bedömning: Det kommer krävas stora investeringar för att uppfylla åtagandena om att bekämpa klimatförändringarna. En del av investeringsbehovet skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Det finns därför en potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer i omställ-

¹⁵ ERS-sektorn stod för 63 procent av Sveriges totala utsläpp 2015.

¹⁶ EU ETS-sektorn stod för 37 procent av Sveriges totala utsläpp 2016.

ningen till en hållbar ekonomi. För att reducera kostnaderna för omställning till en klimatomässaigt hållbar ekonomi är det av vikt att investeringarna sker skyndsamt.

I detta avsnitt belyses det investeringsbehov som föreligger för att bekämpa klimatförändringarna enligt Parisavtalet 2015 och vilken potential det finns för investeringar finansierade via gröna obligationer.

7.4.1 Ökande efterfrågan på energi

FN:s Agenda 2030 innehåller förutom klimatmålet (mål 13) även ett mål om att alla ska ha tillgång till hållbar och modern energi (mål 7). Detta mål och att ställa om till en hållbar ekonomi kräver investeringar. Det är emellertid inte enbart omställning av dagens energibehov som kräver investeringar. Utmaningen ligger i att också tillgodose det växande behovet av energi och infrastruktur från jordens växande och allt rikare befolkning. Efterfrågan på energi förväntas öka med 30 procent fram till 2040 enligt IEA.¹⁷

I industriländer handlar investeringsbehovet främst om underhåll, energieffektivisering och att ersätta de äldsta och mest ineffektiva anläggningarna. I utvecklingsländer handlar det till stora delar om att bygga ny kapacitet för att tillgodose det ökande energibehovet.

Infrastruktur har lång livslängd, oftast 30 till 50 år eller längre.¹⁸ Om globala klimatmål ska uppnås är det därför viktigt att redan i dag använda hållbara lösningar när ny infrastruktur byggs. Risken är annars att låsa in ekonomin i ett ohållbart fossilberoende över flera decennier, vilket minskar sannolikheten att uppnå klimatmålen. Om åtgärder vidtas framöver för att uppnå klimatmålen kan resultatet då bli att relativt nya anläggningar tvingas att stänga i förtid. Att i förtid lägga ner infrastruktur medför kostnader och det är inte optimalt ur ett samhällsekonomiskt perspektiv.

¹⁷ IEA, World Energy Outlook 2016.

¹⁸ The Global Commission on the Economy and Climate, 2015, Seizing the Global Opportunity: Partnerships for Better Growth and a Better Climate, s. 43.

För att minimera kostnaderna är det därför viktigt att omställningen till en hållbar ekonomi kommer igång så snart som möjligt. Då ökar möjligheten att i möjligaste mån ersätta befintlig ohållbar infrastruktur med hållbart dito i dess naturliga ersättningstakt allteftersom den befintliga infrastrukturen deprecierar. Ett sådant agerande skulle minimera de samhällsekonomiska kostnaderna.

7.4.2 Tidig omställning minskar kostnaderna

Det är viktigt att omställningen kommer igång så snart som möjligt för att få en mjukare övergång över längre tid i syfte att mildra konsekvenser och reducera omställningskostnader. En långsam övergång skapar förutsättningar för resurser att omfördelas kontrollerat och det utan något större tapp i resursutnyttjandet. Sker övergången över tid bör efterfrågan av icke hållbara tillgångar och dess pris minska i ungefär samma takt som efterfrågan på hållbara tillgångar och dess pris ökar och resurser flyttas däremellan. Däremot kan en snabb övergång skapa hastig priskorrigerings av tillgångar med finansiell instabilitet som följd och negativ påverkan på realekonomin (jfr. *stranded assets*).

Ännu ett argument att agera tidigt är att det tar tid att bygga upp hållbar infrastruktur och omskola samt omallokera arbetskraften från icke hållbar verksamhet till hållbar. Försenade insatser innebär en betydligt större utmaning i att begränsa uppvärmningen enligt IPCC.¹⁹ Jämfört med om omställningen påbörjas omedelbart kan en försenad start av omställningen framemot 2030 öka kostnaderna med 44 procent under perioden 2030 till 2050 och med 37 procent under perioden 2050 till 2100.

7.4.3 Finansieringsbehovets storlek

Internationella energirådet (International Energy Agency, IEA) har estimerat att det globalt krävs investeringar i storleksordningen 53 000 miljarder dollar²⁰ (3 300 miljarder dollar per år jfr 1 700 mil-

¹⁹ IPCC, 2014: Climate Change 2014: Synthesis Report. IPCC, Geneva, Switzerland, s. 24–25.

²⁰ Växelkurs 2012 enl. IEA (2014).

jarder 2015²¹) under perioden 2014 fram till 2035 för att täcka den ökande efterfrågan på energi och samtidigt uppnå det s.k. tvågradersmålet.²² Det är 4 800 miljarder dollar utöver de 48 200 miljarder dollar som förväntas krävas i ett jämförelsescenario som inte tar full hänsyn till tvågradersmålet. Jämförelsescenariot utgår ifrån de åtgärdsplaner och antaganden för den framtida energiförsörjningen som fanns tillgängliga i början av 2014. Utsläpp enligt jämförelsescenariot förväntas leda till en global uppvärmning om 3,6 grader och man skulle därmed missa klimatmålet. Kostnaden för att investera hållbart uppgår alltså till 4 800 miljarder dollar. De extra investeringarna som krävs för att uppnå tvågradersmålet bör dock inte i sin helhet ses som en merkostnad för att bygga hållbart. Det är nettoinvesteringar och dessa kan eventuellt täckas av besparingar från energieffektivisering och den på längre sikt i regel billigare driften av hållbara energianläggningar.

IEA har inte publicerat några landspecifika uppskattningar för Sverige men för EU uppskattas investeringsbehovet till 6 500 miljarder dollar under 2014 till 2035. Som jämförelse uppgick EU:s BNP 2015 till 18 700 miljarder dollar²³ och Sveriges till 646 miljarder dollar²⁴.

The Global Commission on Economy and Climate (härefter kallad den globala kommissionen) uppskattar det totala investeringsbehovet under ett tvågradersscenario till 93 000 miljarder dollar²⁵ (6 200 miljarder dollar per år) under perioden 2015 till 2030.²⁶ Det högre beloppet (jfr IEA ovan) kommer från att den globala kommissionen har ett bredare perspektiv och tittar på investeringsbehovet i tre nyckelområden för hållbar utveckling, energi, landanvändning och städer medan IEA fokuserar på energi- och transportsektorn. Nyckelområdena kan förutom till tidigare nämnda Agenda 2030 mål 7 och 13 även kopplas till målen om rent vatten och sanitet (mål 6), hållbar industri, innovationer och infrastruktur (mål 9) och

²¹ The Global Commission on the Economy and Climate, 2015, *Seizing the Global Opportunity: Partnerships for Better Growth and a Better Climate*, s. 43.

²² IEA, *World Energy Investment Outlook*, Special Report 2014.

²³ BNP-data från EU:s officiella webbplats www.europa.eu. Från euro till dollar enl. växelkurs 2012 enl. IEA (2014) (0,78 EUR/USD).

²⁴ BNP-data från SCB. Genomsnittlig växelkurs SEK/USD 2012 enligt växelkursdata från Riksbanken (6,7754 SEK/USD).

²⁵ Växelkurs 2010.

²⁶ The Global Commission on the Economy and Climate, 2014, *Better Growth, Better Climate: The New Climate Economy Report*, s. 212.

hållbara städer och samhällen (mål 11). Exempelvis är investeringar i vattenförsörjning (vilka är godkända för att finansieras med gröna obligationer enligt GBP och CBI) inkluderade i den globala kommissionens undersökning medan de saknas i IEA:s rapport.

Den globala kommissionen uppskattar de extra investeringarna som krävs för att uppnå tvågradersmålet till 4 000 miljarder dollar. Storleken på de extra investeringarna är i stort i linje med IEA:s skattning, det skiljer 15 procent mellan estimaten²⁷. Den globala kommissionen nämner att det finns en möjlighet att det extra investeringsbehovet på sikt kan täckas av de lägre driftskostnaderna från de hållbara investeringarna. Dessutom har man i jämförelsescenariot inte räknat med kostnaderna för anpassning till klimatförändringar. Sammantaget finns det en möjlighet att investeringsbehovet faktiskt kan bli lägre under ett tvågradersscenario.

7.5 Identifiering av sektorer i Sverige med störst potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer

Bedömning: Sveriges åtaganden om att bekämpa klimatförändringar kräver investeringar i alla sektorer som orsakar utsläpp av växthusgaser. Om investeringsbehovet följer sektorns behov av utsläppsminskning är det de sektorer som orsakar störst utsläpp som också har som störst potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Sett till vilka sektorer inom vilka investeringar hittills har finansierats via gröna obligationer är det investeringar inom sektorerna transporter och energiproduktion som bedöms ha störst potential för att kunna finansieras via gröna obligationer.

För att uppnå åtaganden om att bekämpa klimatförändringarna måste utsläppen av växthusgaser reduceras. I detta avsnitt för utredningen en diskussion kring vilka sektorer som kan ha störst potential

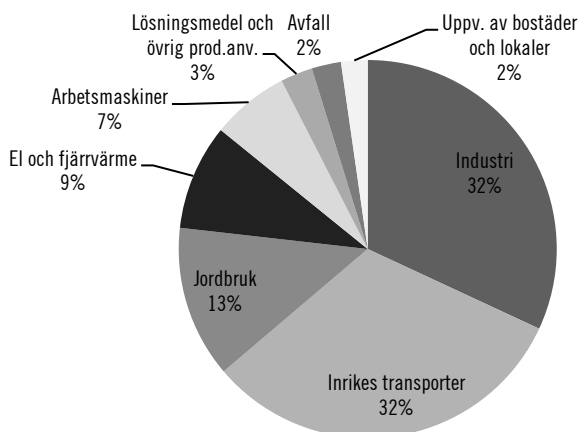
²⁷ Antar att IEA:s estimerade investeringsbehov för perioden 2014 till 2035 är jämt fördelade per år. De extra investeringarna som krävs under 15 år (vilket är investeringsperioden estimerad av den globala kommissionen) blir enligt IEA:s estimat 3 430 miljarder dollar vilket kan jämföras med 4 000 miljarder dollar estimerat av den globala kommissionen.

för investeringar som kan finansieras via gröna obligationer. Utredningen lägger ingen värdering i vilka sektorer som investeringar ska ske eller vad för projekt som ska finansieras.

För att identifiera sektorerna med störst potential behöver utsläppsdata analyseras. Utsläppen av växthusgaser i Sverige uppgick till drygt 53 miljoner ton 2016. Utsläppen kategoriseras efter sektorer och vars andel av totala utsläpp visas i diagrammet nedan.

Figur 7.3 Territoriella utsläpp av växthusgaser

Exkl. utsläpp från sektorn markanvändning, förändrad markanvändning och skogsbruk (LULUCF) samt utrikes flyg och sjöfart.



Källa: Naturvårdsverket.

Fördelningen av Sveriges utsläpp visar på vilka sektorer som står för de största utsläppen och där det finns som störst behov av utsläppsreduktion enligt de svenska åtaganden som beskrivs ovan. Som framgår är utsläpp från industri och inrikes transporter de absolut största sektorerna. Dessa står för 64 procent av Sveriges totala utsläpp av växthusgaser. Adderas utsläppen från jordbruk samt el och fjärrvärme täcks 86 procent av utsläppen in.

Investeringar inom alla dessa utsläppssektorer täcks in av kategorierna i GBP. Som exempel täcks de fyra största utsläppssektorerna in av GBP kategorierna energieffektivisering, rena transporter, miljömässigt hållbar förvaltning av levande naturresurser

och mark samt förnybar energi. Vad som anses vara en miljö- och klimatomässig investering inom dessa sektorer kan däremot ändras över tid.

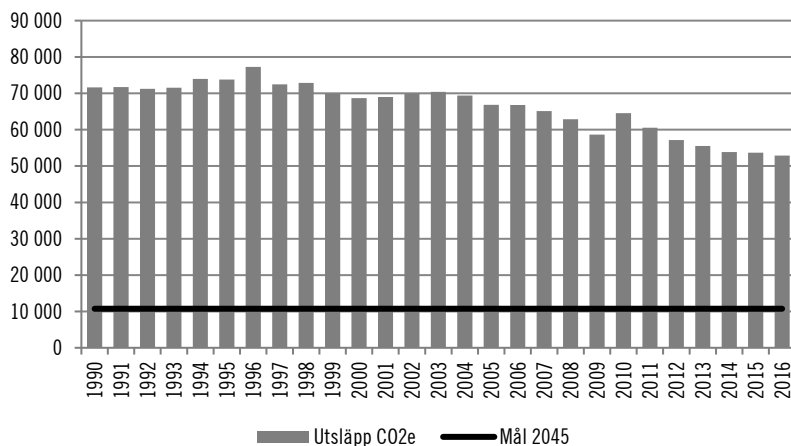
Behovet av utsläppsreduktion kan emellertid inte likställas med potential för investeringar lämpade för finansiering via gröna obligationer. Varje sektor har olika förutsättningar. Allt annat lika ger ändå fördelningen en indikation på vart de största utmaningarna ligger och vart de största förändringarna måste ske. Som beskrivet ovan föreligger det investeringsbehov relaterat till utmaningen att sänka utsläppet av växthusgaser. Om man antar att storleken av nödvändiga förändringarna kräver motsvarande storlek av investeringar är det de sektorer som orsakar störst utsläpp som också har störst potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer.

7.5.1 Närmare om specifika sektorer

Som framgår av de svenska klimatåtagandena beskrivna ovan finns det långtgående planer på utsläppsminskningar inom alla sektorer som orsakar utsläpp av växthusgaser. Arbetet med att minska utsläppen är heltäckande och investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer kan göras under vart och en av de olika utsläppssektorerna. Nedan diagram illustrerar utmaningen i att uppnå det nationella målet om nettonollutsläpp 2045 och att insatser inom alla sektorer är nödvändiga.

Figur 7.4 Utsläpp av växthusgaser i Sverige och klimatmål 2045

Totala utsläpp (exkl. LULUCF, utrikes transporter), tusen ton koldioxidekvivalenter



Not: Den heldragna linjen markerar en utsläppsreduktion på 85 procent inom svenskt territorium jämfört med utsläppen 1990, enligt klimatmålet för 2045.

Källa: Naturvårdverket.

Även om det kommer krävas investeringar och därmed finns potential för gröna obligationer inom alla sektorer diskuteras några närmare nedan.

Transportsektorn

Den sektor som ändå utmärker sig i närtid är sektorn för inrikes transporter. Drygt 100 procent av utsläppen i denna sektor orsakas av vägtransporter, dvs. person- och kommersiell trafik med fordon som förbränner fossila bränslen. Denna sektor ligger i princip på delad förstaplats om vilken sektor som orsakar störst utsläpp i Sverige. Det svenska klimatpolitiska ramverket tar också speciellt sikte på denna sektor och har belagt den med ett särskilt mål om att utsläppen ska minska med 70 procent till 2030 jämfört med utsläppen 2010.

Investeringar inom denna sektor som har finansierats via gröna obligationer inbegriper bl.a. investeringar i förbättrad kollektivtrafik. Dessa investeringar har, bortsett från utsläpp och den miljöpåverkan

som orsakas under byggnation och produktion, en mycket tydlig klimateffekt om de leder till att trafik med fordon som drivs av fossila bränslen uteblir. Utredningen bedömer därför att investeringar som syftar till att minska utsläppen i denna sektor är väl lämpade för finansiering av gröna obligationer och att behovet för investeringar framöver troligtvis kommer vara stort.

Industrisektorn

Industrin står för den största andelen av utsläpp i Sverige. Största andelen av dess utsläpp ingår i ETS. Här kommer det troligtvis krävas investeringar men det finns också ett alternativ att köpa utsläppsrätter för att fortsätta släppa ut på dagens nivå. Det är därför inte lika tydligt vilken utsläppsnivå som är möjlig t.ex. 2030 som det är för transportsektorn för vilken det finns ett konkret mål. Bedömningen av sektorns potential för hållbara projekt försvåras därmed.

Det finns få exempel på investeringar i industri som finansierats via gröna obligationer gällande just utsläppsreduktion och energieffektivisering. CBI som arbetar med att ta fram kriterier för sin certifiering av gröna obligationer har ännu inte några kriterier för investeringar i industri. En möjlig förklaring kan vara att investeringar i industrin inte alltid har lika tydlig klimateffekt som investeringar i t.ex. transportsektorn. Utsläppsreduktionen i industrisektorn upplevs vara en mer kontinuerlig effektiviseringsprocess vars förväntade långsiktiga resultat kan vara svårare att kommunicera med investerare i gröna obligationer. Om en investerings omedelbara reduktion av utsläpp är tillräckligt stor bedömer utredningen däremot det som fullt möjligt att finansiera denna via gröna obligationer.

För att få en fingervisning om vad för resultat som marknaden eventuellt förväntar sig vid energieffektivisering kan de kriterier som finns för energieffektivisering av byggnader studeras. Vid finansiering av investeringar i energieffektivisering av byggnader är nuvarande marknadspraxis att en minst 20 procents omedelbar reduktion av utsläpp eller energiförbrukning ska till för att investeringen ska kunna finansieras via gröna obligationer.

Med anledning av ovan är det därför i nuläget svårt att bedöma sektorns potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Potentialen kan emellertid tydliggöras i takt med

att ETS-systemet framöver kommer bli en mer tydligt begränsande faktor än det varit hittills.

Däremot ser utredningen en desto större potential för gröna obligationer när det kommer till investeringar i industrin för att producera komponenter som behövs för omställningen till en hållbar ekonomi. Det kan handla om produktion av komponenter till anläggningar för förnybar energi och mer hållbara transporter. Efterfrågan på dessa komponenter kommer med all sannolikhet öka vilket borgar för investeringar i den svenska industrin. Klimatnyttan av sådan tillverkning kommer emellertid synas inom andra sektorer som energiproduktion och transporter.

Energiproduktion och effektivisering

Att via gröna obligationer finansiera projekt inom förnybar energi som vind-, sol- och biokraft är i dag vanligt. Utredningen bedömer att sådana projekt är lämpliga att finansiera med gröna obligationer utifrån den kunskap som finns i dag.

Utsläppen från svensk energiproduktion är emellertid relativt låga redan i dag. Det går att spekulera i att det på kort sikt därför finns ett begränsat utrymme för investeringar inom energiproduktion. Detta inverkar emellertid inte på sådana investeringars lämplighet att finansieras via gröna obligationer. På sikt finns det stor potential till investeringar om beslut fattas om att ersätta kärnkraften i Sverige.

Även om Sverige har relativt låga utsläpp från energiproduktion Sverige är ett av de länder som förbrukar mest energi och el per capita.²⁸ Investeringar i energieffektivisering är därför högst aktuellt för Sverige och sådana investeringar finansieras redan i dag genom gröna obligationer. Oftast handlar sådana investeringar om mer hållbara byggnader som förbrukar mindre energi.

²⁸ Sverige låg på nionde plats för högst energiförbrukning i världen 2015. Källa: Word Bank, World Development Indicators: Electric power consumption (kWh per capita), <https://data.worldbank.org/indicator/EG.USE.ELEC.KH.PC>, tillgänglig 16 december 2017.

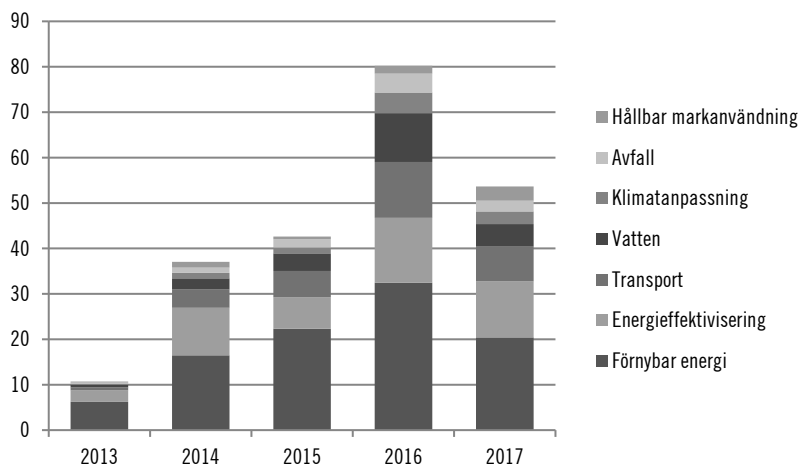
7.6 Erfarenheter och emissionslikvidens användningsområden

Bedömning: Gröna obligationer har historiskt främst investerat i sektorer som syftar till att bekämpa klimatpåverkan genom att reducera utsläppet av växthusgaser i atmosfären. De största sektorerna är förnybar energi, energieffektivisering och transporter. Om utvecklingen framöver följer den historiska är det också i dessa sektorer som utredningen bedömer att det finns som störst potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer.

Det kan vara intressant att studera inom vilka kategorier som investeringar hittills har finansierats via gröna obligationer och hur väl det stämmer överens med vilka behov som finns. Figur 7.5 visar hur den årliga emissionsvolymen globalt har investerats de senaste åren.

Figur 7.5 Emissionslikvidens användningsområde globalt

Avser emission fram till den 21 augusti 2017



Anm: År 2007 till och med 2012 är utelämnade på grund av de relativt låga emissionsvolymerna.

Källa: CBI.

Emissionslikviden har till största del investerats i förnybar energi, energieffektivisering och rena transporter. Investeringar i dessa sektorer stod för 75 procent av investeringarna under 2017 fram till den 21 augusti. Just dessa kategorier står för de största utsläppen av växthusgaser och det är dem bl.a. IEA analyserar i sina klimatrapporter. Den allmänna uppfattningen i dag är att utsläpp från dessa sektorer påverkar klimatet. Utsläppen från dessa kategorier är dessutom lätta att kvantifiera och tillgången till utsläppsdata är oftast god. Det underlättar kommunikationen till marknaden om investeringarnas förväntade resultat. Investeringar i dessa sektorer blir därmed lätta att motivera och det naturliga valet för finansiering via gröna obligationer.

*Investeringar finansierade via gröna obligationer
i förhållande till Sverige*

Som beskrivits i avsnitt 7.5 stod sektorerna industri, inrikes transporter, jordbruk samt el och fjärrvärme för 86 procent av utsläppen i Sverige. Industri²⁹, transporter och energiproduktion hamnar inom de kategorierna där det sker som mest investeringar finansierade via gröna obligationer. Sett till historisk användning av emissionslikviden finns det i Sverige stor potential för att finansiera investeringar inom just dessa sektorer via gröna obligationer.

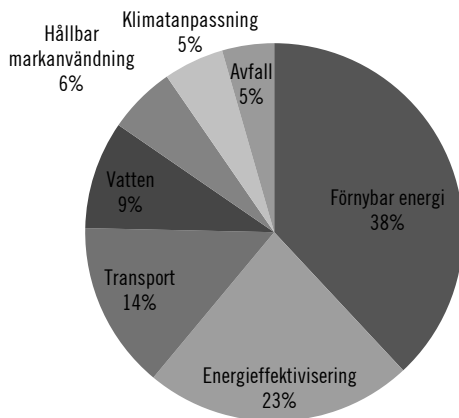
Investeringar inom hållbar markanvändning har fortfarande varit begränsade och utgör endast några procent. Det är troligtvis så att det inom denna sektor varit svårare att hitta lämpliga investeringar med en signifikant miljö- eller klimatnytta som skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Samtidigt är detta den tredje största sektorn i Sverige sett till utsläpp av växthusgaser och det finns därför ett behov av investeringar. Hur stor potential det finns för att finansiera dessa investeringar via gröna obligationer är oklart vid analys av historiska data.

²⁹ I den mån det går att identifiera investeringar i energieffektivisering med tillräckligt tydliga resultat för finansiering via gröna obligationer, se avsnitt 7.5.1.

För en tydligare bild av hur obligationsintäkterna investerats under 2017 åskådliggörs investeringar för perioden fram till den 21 augusti i figuren nedan.

Figur 7.6 Emissionslikvidens användningsområde globalt 2017*

*Avser emission till den 21 augusti 2017

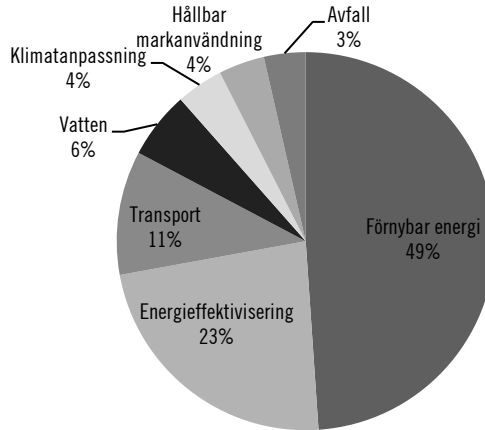


Källa: CBI

För Sveriges del som medlemsstat i EU kan det också vara intressant att studera hur emissionslikviden har fördelats där. I nedan figur åskådliggörs emissionslikvidens användning för gröna obligationer som emitterats under perioden 2013 till den 21 augusti 2017.

Figur 7.7 Emissionslikvidens användningsområde EU

Avser emission under perioden 2013 till den 21 augusti 2017



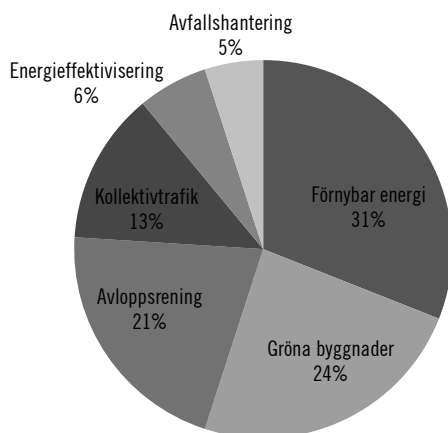
Källa: CBI

Sektorernas ordning i EU är i princip densamma som globalt. Vi ser att störst andel investeringar sker i de sektorer som syftar till att reducera utsläpp av växthusgaser. Totalt 82 procent investeras i förnybar energi, energieffektivisering och transporter. Utmärkande för EU är att en större andel investeringar än globalt har gjorts i hållbar energi. Likt fördelningen globalt har gröna obligationer endast till en mindre andel finansierat projekt inom hållbar markanvändning.

Vad varje enskild emittent investerar i beror så klart på vilken bransch de tillhör. Fastighetsbolag har i regel investerat i fastigheter med lägre energiförbrukning och energiproducenter i förnybar energi. De emittenter som har de mest diversifierade investeringarna är troligtvis stater, multilaterala banker och offentliga organ med ansvar för flera olika verksamheter. Även banker som aggregerande institut har i regel en högre grad av diversifiering. Som exempel visar Figur 7.8 nedan fördelning av NIB:s investeringar. NIB har hittills emitterat elva gröna obligationer till ett värde av 2,1 miljarder euro. Bland de stora amerikanska investmentbankerna har Morgan Stanley, Goldman Sachs, och Bank of America emitterat gröna obligationer.

Figur 7.8 Fördelning av NIB:s investeringar finansierade via gröna obligationer

Avser fördelningen av investeringar den 4 augusti 2017



Källa: NIB.

Observera att NIB:s kategori gröna byggnader i annan statistik i detta avsnitt ingår i kategorin energieffektivisering. Därmed uppgår kategorierna förnybar energi, energieffektivisering och kollektivtrafik till 74 procent vilket är i linje med den globala fördelningen. Utmärkande är att NIB investerat en betydligt högre andel i vatten- och avloppsrening än vad som gjorts globalt.

7.7 Erfarenheter

Göteborg var den första staden i världen att emittera en grön obligation. Emissionen ägde rum i mars 2013 med ett nominellt emissionsbelopp på 500 miljoner kronor. Den gröna obligationen hade en löptid på 6 år och en kupongränta på 2,9 procent. Den listades på Londonbörsen. Intresset för obligationen var stort och den hade ett bud på 1,25 miljarder kronor. De institutioner som tecknade hela emissionen var Storebrand/SPP, Andra AP-Fonden, Nordea Bostadsobligationsfond, SEB Företagsobligationsfond Flexibel, Svenska Kyrkan, och Länsförsäkringar Västerbotten. I dag har även

Norrköping, Västerås, och Örebro emitterat sina första gröna obligationer till ett värde av totalt 2,6 miljarder kronor.

Stockholms läns landsting (SL) har emitterat tre gröna obligationer med ett totalt emissionsbelopp på 2,9 miljarder kronor. Syftet med emissionen var att finansiera projekt inom hållbar kollektivtrafik, hållbara byggnader, avfalls- och vattenhantering. Med hjälp av emissionskapitalet har SL finansierat projekt som Roslagsbanans utbyggnad, ny- och ombyggnation av Södertälje sjukhus samt Nya Karolinska Sjukhuset i Solna. Stockholms stad tillsammans med Fortum emitterade två gröna obligationer maj 2015 till ett värde av 2,5 miljarder kronor där emissionskapitalet ska finansiera förnybar och återvunnen fjärrvärme, fjärrkyla, och elproduktion.

Det kommunalägda kreditmarknadsbolaget **Kommuninvest** har i skrivande stund emitterat tre gröna obligationen. Den första obligationen emitterades mars 2016 om 600 miljoner dollar, den andra gavs ut i oktober 2016 med ett emissionsbelopp på 5 miljarder kronor och den tredje på 500 miljoner dollar i maj 2017. Syftet med Kommuninvests gröna obligationer är att stödja utlåning till gröna investeringsprojekt.

Investeringsprojekten måste tillhöra någon av Kommuninvests ramverks åtta projektkategorier och uppfylla fördefinierade hållbarhetskriterier.

Figur 7.9 Kommuninvests projektkategorier



Källa: Kommuninvest.

Berättigade projektkategorier

- Förnybar energi (definieras som vindkraft, solenergi, vattenkraft, geotermisk energi och bioenergi samt biogas från avfall)
- Energieffektivisering inom huvudsakligen fossilbränslefria energisystem (definieras som fjärrvärme, -kyla, återvunnen energi, energiförvaring och smarta nät)
- Gröna byggnader och energieffektivisering
- Kollektivtrafik (definieras som tåg, tunnelbana, spårvagn, bussar och infrastruktur till stöd för kollektivtrafik)
- Avfallshantering
- Vattenhantering (definieras som vatteninfrastruktur, hantering av avloppsvatten och vattenrening)
- Anpassningsåtgärder i byggnader, infrastruktur och känsliga omgivningar
- Miljöåtgärder (definieras som naturvård, biologisk mångfald, hållbart jordbruk och förbättrade ekosystemtjänster).

De hållbarhetskriterier som alla projekt måste uppfylla är att främja övergången till ett klimattåligt samhälle med låga utsläpp, ingå i det systematiska miljöarbetet i den sökande kommunen eller landstinget/regionen, vara förenliga med Sveriges miljömål eller regionala miljömål, och ha som mål antingen en minskning eller anpassning till klimatförändringen, eller vara ett projekt som handlar om miljöhantering inom andra områden än klimatförändring.

Kommuninvest har ett eget ramverk som beskriver styrningen och verksamhet med grön utlåning och grön upplåning, med utgångspunkt från GBP:s fyra principer i huvudsak. GBP anger den övergripande riktningen och Kommuninvests ramverk utförandet på emittentnivå.

Medel som lånas upp via gröna obligationer matchas mot utlånade medel till gröna investeringsprojekt, dvs. portföljen av gröna lån. Matchningen sker på portföljbasis, där Kommuninvest åtar sig att den aggregerade volymen emitterade gröna obligationer aldrig ska överstiga beviljad grön utlåning.

Den information till investerare som blev nödvändig inför den första emissionen, utöver traditionell affär, var initialt ett omfattande arbete för att vidareutveckla investerarpresentation, utveckla grön investerarinformation på webbplatsen, samt utökat roadshowarbete under ett års tid för att informera om planerna för dedikerade gröna investerare. *Pre-marketing* inleddes våren 2015 och inkluderade även Kommuninvests traditionella investerarbas. Den då framtagna informationen uppdateras löpande. Investerarinformation inkluderar dessutom:

1. *Impact Report*. Årlig rapport som beskriver den förväntade miljö-/klimatnyttan hos de investeringar som finansieras med Gröna lån. Första rapporten publicerades i mars 2017.
2. *Assurance Report*. En årlig genomgång av externrevisorerna, som bekräftar för investerarna att de upplånade medlen använts på det sätt beskrivits, dvs. att de gröna lånen finns och att lånevolymer stämmer överens med vad som angivits i investerarkommunikationen.

Grön utlåning och grön obligationsutgivning anses ha inneburit flera fördelar i form av lägre upplåningskostnad, utökad investerarbas, positiv PR och erkännanden i olika sammanhang, bidrag till

stärkt (arbetsgivar)varumärke, och bidrag till ökad kund- och ägarnöjdhet. Upplåningsprogrammet har krävt mest resurser internt. Vissa externa kostnader tillkommer, framför allt diverse konsultkostnader och kostnader för ramverk som i sammanhanget varit relativt små. En *cost/benefit*-analys förväntas sannolikt landa i att grön upplåning är lönsamt, i alla fall för aktörer med stora upplåningsvolymmer.

Svensk Exportkredit AB emitterade en grön obligation i juni 2015 om 500 miljoner dollar med samma syfte som Kommuninvest, dvs. att stödja utlåningen till gröna projekt.

Som exempel kan också nämnas den amerikanska gröna obligationsmarknaden som mest består av delstatsobligationer – vilka utgör hälften av den marknaden – och de gynnas av skattefördelar i samband med emittringen. De största amerikanska delstatsobligationerna är emitterade i New York, Kalifornien och Massachusetts.

Gröna företagsobligationer har växt enormt de senaste tre åren från 200 miljoner 2013 till närmare 53 miljarder dollar 2016. **Vasakronan** emitterade världens första företagsobligation 2013 med SEB som emissionsinstitut. Vasakronan hade arbetat med hållbarhetsfrågor och miljöcertifiering av både byggprojekt och befintliga fastigheter sedan tidigare så själva processen att sätta upp ramverket var relativt snabbt. Att välja att emittera en grön obligation motiverades också med att det skulle skapa positiv publicitet kring bolaget och att investerarbasen skulle breddas.

Vasakronan emitterar sedan maj 2017 gröna obligationer under ett nytt ramverk som är upprättat utifrån GBP:s riktlinjer. Det tidigare ramverket upprättades i samband med den första emissionen i november 2013 innan GBP:s riktlinjer publicerats. Då marknaden för gröna obligationer utvecklats mycket sedan de första emissionerna 2013 valde Vasakronan att uppdatera ramverket under 2017. Ramverket har en second opinion från Cicero med betyget *Dark Green* vilket är det högsta betyget på Ciceros skala.

Vasakronan har emitterat totalt 9,5 miljarder kronor sedan 2013 och antalet obligationer uppgår till 18 stycken. I vissa fall har utestående belopp i dessa obligationer utökats vilket gör att det totala antalet emissioner uppgår till 33 stycken. Vissa av obligationerna har förfallit eller köpts tillbaka helt eller delvist i förtid, vilket gör att det

utestående beloppet gröna obligationer uppgick till 6,5 miljarder kronor per den 23 augusti 2017.

Vasakronan har ett obligationsprospekt i den svenska och den norska marknaden där DnB, Danske Bank, SEB, Swedbank, Handelsbanken och Nordea är emissionsinstitut. Ledarbank för prospektet är SEB vilket innebär att de är ansvariga för den årliga uppdateringen av prospektet. Själva emissionsförfarandet för en grön obligation skiljer sig inte från en traditionell obligation.

I avtalet för en grön obligation framgår det att pengarna används till de investeringar som är specificerade i bolagets ramverk för gröna obligationer. Obligationen listas även på börsens lista för gröna obligationer och får en märkning i Bloomberg där det står att det rör sig om en grön obligation. Vid emissionen krävs ingen speciell information till investerarna utöver att den är just grön. Uppföljningen till investerare om vilka projekt och fastigheter som finansierats med gröna obligationer görs årsvis i en investerarrapport som publiceras i samband med att årsredovisningen släpps.

En av erfarenheterna är att det inte är någon högre kostnad för att emittera en grön obligation än en vanlig obligation. Kostnaderna kring gröna obligationer kommer från den arbetstid som går till att upprätta ett ramverk samt en årlig investerarrapport och att sammanställa data till denna. Kostnaden för att låta Cicero, eller annat second opinion-institut granska ramverket är också relativt liten.

Det har visat sig vara många fördelar för Vasakronan med att emittera gröna obligationer. Då efterfrågan på gröna obligationer är högre än för bolagets vanliga obligationer har det vid vissa tillfällen gått att emittera gröna obligationer till en lägre ränta än vanliga obligationer. Då Vasakronan är den största aktören bland bolag på den svenska kapitalmarknaden har de ökade antalet investerare minskat företagets finansieringskostnader. De gröna obligationerna har varit ett sätt för bolaget att förmedla sitt hållbarhetsarbete vilket gett mycket positiv publicitet. Det finns även många positiva effekter internt då delar av företaget som inte arbetat tillsammans tidigare får förståelse för vilka positiva effekter miljöarbetet kan få.

Investerabasen för gröna obligationer är väldigt bred och består av bl.a. AP-fonder, räntefonder, kommuner, regioner, försäkringsbolag och pensionsförvaltare. Allt mer kapital allokteras till gröna obligationer och det startas flera fonder vilka enbart investerar i gröna obligationer. För Vasakronan har de gröna obligationerna

medfört att bolaget fått många nya investerare som inte köpt bolagets obligationer tidigare. Antalet investerare uppgår till totalt 57 investerare, varav 41 stycken är nya och inte köpt bolagets obligationer tidigare.

I takt med att samtliga fastigheter miljöcertifieras i beståndet och energianvändningen sänks kommer hela skuldportföljen på 59 miljarder kronor kunna ställas om till grön finansiering. Vasakronan har i dagslägen 83 procent av beståndet certifierat och 15 procent av skulden i gröna lån eller gröna obligationer. Utöver de gröna obligationerna har Vasakronan lån med Nordiska- och Europeiska investeringsbanken som likt de gröna obligationerna finansierar projekt med hög miljöprestanda.

Efter Vasakronans emission har allt fler svenska företag emitterat gröna obligationer, mest fastighetsbolag. Toyota emitterade en grön företagsobligation som var riktad mot transport under 2014. Den obligationen var en s.k. *asset back security* i avsikt att finansiera elektriska- och hybridfordonsprojekt.

Under 2016 emitterade Apple sin första gröna obligationer på 1,3 miljarder dollar i emissionsbelopp. Syftet med Apples emission var att finansiera utvecklingen av gröna anläggningar, produkter och logistikkedja (*supply chain*) inom den egna verksamheten.

När det gäller finansiella institutioner var SBAB och SEB bland de första svenska finansiella institutionerna att emittera gröna obligationer. **SBAB** emitterade sina två första gröna obligationer juni 2016 med ett emissionsbelopp på 1 miljarder vardera. Kupongränta på dessa två obligationer är 0,321 respektive 1,048 procent (rörlig resp. fast ränta) och de har en löptid på 5 år. **SEB** emitterade sin första gröna obligation i februari 2017 med ett initialt emissionsbelopp på 500 miljoner euro, vilket motsvarar ungefär 4,47 miljarder kronor. Det var då den största svenska gröna företagsobligationen med en löptid på fem år och kupongränta 0,3 procent. Nordea och Swedbank har också emitterat för motsvarande belopp under 2017.

Sveaskog är ett exempel på en emittent av gröna obligationer som är verksam inom skogsindustrin. Sveaskog är Sveriges största skogsägare och ägde i skrivande stund cirka 14 procent av Sveriges skogar. All skog i Sveaskogs ägo är FSC-certifierad. Därmed kan tillgångarna i skog finansieras via gröna obligationer. Sveaskog har enligt uppgift till utredningen som mål att deras obligationsfinansiering till 100 procent ska ske via gröna obligationer.

Sveaskog är dessutom på god väg att uppnå sitt mål. Sveaskog emitterade sin första gröna obligation i mars 2016. Drygt två år senare, den 4 december 2017, hade Sveaskog en utestående volym av gröna obligationer på två miljarder kronor. Gröna obligationer utgjorde därmed en andel på 25 procent av deras totala obligationsupplåning på åtta miljarder kronor.

Sveaskog som emitterande skogsföretag fyller en viktig funktion i att diversifiera marknaden för gröna obligationer. Största andelen gröna obligationer finansierar energiproduktion, energieffektivisering och hållbara transporter. Andelen gröna obligationer som finansierar hållbar markanvändning uppgår till endast några få procent. Om andel gröna obligationer som finansierar hållbar markanvändning ökar skulle möjligheterna för investerare att diversifiera sina gröna obligationsportföljer också öka. Det skulle i sin tur göra tillgångsslaget mer attraktivt och bidra till en bättre riskspridning.

Sveaskog spelar alltså en viktig roll och visar med sin målsättning och ambition att det finns potential till hållbart brukande av Sveriges skogar samt att denna verksamhet kan finansieras via gröna obligationer.

7.8 Tänkbara framtida investeringar

Utredningen har i detta kapitel argumenterat för att det är olämpligt att specificera mer detaljerat vilka typer av investeringar som lämpar sig att finansieras via gröna obligationer eftersom kunskapen och åsikterna om vad som är hållbart ändras över tid. Med det sagt kommer utredningen här ändå mycket kort lista exempel på framtida projekt som är aktuella i debatten och som i närliggande tid möjligen skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Utredningen betonar att den inte utfört någon värdering av dessa projekts miljö- och klimatmässiga hållbarhet. Det kan vara så att dessa projekt inte alls bedöms som lämpliga när de väl ska finansieras. Projektens lämplighet beror också på hur de genomförs och vilka utsläpp som orsakas under byggnation. Exempelen utgår från de erfarenheter utredningen skaffat sig under utredningstiden och baseras på vilka sektorer som orsakar de största utsläppen av växthusgaser i Sverige.

Exempel på projekt är byggandet av höghastighetsbanan Stockholm–Göteborg och Stockholm–Malmö samt tillhörande inve-

steringar i form av bl.a. höghastighetståg³⁰; upprustning av befintliga tåg och investeringar av nya konventionella tåg i närtid³¹; förbättrad järnvägsförbindelse Stockholm-Oslo³²; byggandet av nya städer i Sverige³³; och investeringar i hållbart jord- och skogsbruk³⁴.

Om dessa investeringar skulle komma att genomföras, och om de då bedöms som miljö och klimatmässigt hållbara, skulle de sett till den information vi har i dag kunna vara lämpliga att finansieras via gröna obligationer. Om så sker har de potential att täcka en stor del av den utbudsbrist som i dag finns på marknaden för gröna obligationer.

³⁰ Delrapport från Sverigeförhandlingen: Höghastighetsjärnvägens finansiering och kommersiella förutsättningar (SOU 2016:3). Investeringsbehovet för byggandet av höghastighetsbanan skattas till 230 miljarder kronor och SJ skattar investeringsbehovet i höghastighetståg till 13 miljarder kronor.

³¹ SJ redan beslutade och pågående investeringar på totalt nio miljarder kronor. Sådana investeringar finansieras redan i dag via NIB:s gröna obligationer: www.nib.int/loans/agreed_loans/449/sj_ab, tillgänglig den 16 december 2017.

³² Trafikverket (2017), Åtgärdsvalsstudie: Förbättrad tillgänglighet inom stråket Stockholm-Oslo, 30 november 2017. Investeringsbehovet skattas till mellan 48 och 58 miljarder kronor.

³³ Delredovisning av Uppdrag att samordna större samlade exploateringar med hållbart byggande (N2017/04516/PBB).

³⁴ Investeringar kommer behövas för att uppfylla den s.k. livsmedelsstrategin (prop. 2016/17:104, 2016/17:MJU23). Inom ramen för livsmedelsstrategin och den ökande svenska befolkningen ser Lantmännens Riksförbund ett investeringsbehov på mellan 60 och 70 miljarder kronor till 2030.

8 Möjlighet till statligt engagemang i gröna obligationer

Utredaren får enligt sina direktiv lägga fram ett förslag på svensk statlig emission av gröna obligationer. Förutsättningar för förslag är att en sådan emission är förenlig med budgetlagens utformning, en effektiv statsskuldsförvaltning och är kostnadsneutralt.

Det är utredningens uppfattning att den enskilt starkaste främjandeåtgärden för en grön obligationsmarknad vore ett statligt engagemang i densamma. Utredningen väljer därför att inkludera ett sådant förslag (8.2). För att bilda en bakgrund ges först en genomgång av de statliga emissioner som utförts i Polen, Frankrike och Fiji (8.1). Kapitlet avslutas med en diskussion om en alternativ utformning jämfört med att ge Riksgälden uppdraget att emittera en svensk statlig grön obligation (8.3), samt ett förslag avseende de statliga bolagens investeringsbehov (8.4).

8.1 Statliga ramverken för emission av gröna obligationer

I skrivande stund har tre stater emitterat gröna obligationer nämligen Polen, Frankrike och Fiji. Alla tre stater har upprättat ett ramverk för emission av gröna obligationer enligt GBP. Dessa ramverk har publicerats officiellt på respektive stats hemsida.^{1, 2, 3} Ramverken följer GBP:s fyra pelare och innehåller information om:

¹ The State Treasury of the Republic of Poland, represented by the Minister of Development and Finance: Green Bond Framework, den 5 december 2016, www.finance.mf.gov.pl/documents/766655/c7ef4509-80ee-41e6-8dca-084250f63b6b, tillgänglig den 13 december 2017.

1. vilka investeringar, eller i staternas fall anslag, som är godkända för att finansieras via deras gröna obligationer,
2. process för utvärdering och val av godkända investeringar,
3. hur emissionslikviden ska spåras och förvaltas, samt
4. rapportering av emissionslikvidens användning som frekvens och vilka indikatorer som ska användas.

De statliga ramverkens struktur är därmed identisk med i princip alla andra emittenter av gröna obligationers ramverk. Samtliga stater har erhållit andrahandsutlåtande på sina ramverk utförda av oberoende externa tredjepartsgranskare, privata sådana. Frankrike har fått sitt ramverk utvärderat av Vigeo Eiris⁴ och Polen samt Fiji har fått sina ramverk utvärderade av Sustainalytics^{5 6}.

Av de statliga emissionerna av gröna obligationer har Frankrikes fått mest uppmärksamhet även om Polen var först. Det beror troligtvis på att deras initiala emission uppgick till sju miljarder euro samt att Frankrike i övrigt varit drivande i arbetet att få till ett klimatavtal och att ställa om till en hållbar ekonomi. Detta avsnitt kommer främst fokusera på det franska ramverket eftersom det anses vara det mest genomarbetade samt att Frankrikes statsbudgetprocess anses ligga närmare Sveriges jämfört med Polens och Fijis.

² République Française: Framework for the Green OAT, den 10 januari 2017, www.aft.gouv.fr/documents/%7BC3BAF1F0-F068-4305-821D-B8B2BF4F9AF6%7D/publication/attachments/25562.pdf, tillgänglig den 13 december 2017.

³ The Republic of Fiji represented by the Attorney-General and Minister for Economy, Public Enterprises, Civil Service and Communications: Green Bond Framework, oktober 2017, www.rbf.gov.fj/getattachment/b19a81cf-4179-49c7-8667-579b7c7bf166/Fiji-s-Green-Bond-Framework-October-2017.pdf?lang=en-US, tillgänglig den 13 december 2017.

⁴ Vigeo Eiris andrahandsutlåtande på den franska statens ramverk, den 27 december 2016, www.aft.gouv.fr/documents/%7BC3BAF1F0-F068-4305-821D-B8B2BF4F9AF6%7D/publication/attachments/25557.PDF, tillgänglig den 13 december 2017.

⁵ Sustainalytics andrahandsutlåtande på den polska statens ramverk, den 5 december 2016, www.sustainalytics.com/sites/default/files/green_bond_opinion_poland.pdf, tillgänglig den 13 december 2017.

⁶ Sustainalytics andrahandsutlåtande på den fijianska statens ramverk, den 17 oktober 2017, www.sustainalytics.com/wp-content/uploads/2017/10/Republic-of-Fiji-Green-Bond-Opinion_final.pdf, tillgänglig den 13 december 2017.

8.1.1 Godkända investeringar för finansiering via de statliga gröna obligationerna.

Staterna täcker ett brett spektrum gällande godkända hållbara investeringar eftersom de har ett brett verksamhetsområde. Både klimatinvesteringar och miljöinvesteringar ingår. Klimatinvesteringarna består av kategorier som produktion av förnybar energi, energieffektivisering och mer hållbara transporter som kollektivtrafik. Även investeringar för att anpassa samhället till klimatförändringar ingår i Fiji och Frankrikes ramverk. Miljöinvesteringarna består av kategorier som reduktion av föroreningar, rening av förorenad mark, hållbar vattenhantering, rening av spillvatten, hållbar avfallshantering, hållbart jord- och skogsbruk inklusive beskogning och återvinning.

Stater finansierar utgifter

Investeringar i staternas fall handlar i regel om utgifter för miljö- och klimatomfattiga åtgärder samt investeringar i infrastruktur. Till skillnad från bl.a. företagssektorn är att det rör sig om utgifter vars primära syfte inte är att skapa direkt monetär avkastning utan snarare en samhällsekonomisk vinst. På längre sikt borde emellertid utgifterna i syfte att ställa om till en hållbar ekonomi betala sig bättre än att inte ta utgifterna och stanna kvar i en ohållbar ekonomi.

Utgifter typiska för stater är t.ex. olika former av skattelättnader och subventioner för t.ex. investeringar i energieffektivisering av byggnader, köp av elbilar eller beskogning. Infrastrukturinvesteringar kan vara i form av järnväg, infrastruktur som möjliggör ett generationsskifte inom transportsektorn som t.ex. byggandet av laddstolpar för elfordon, anläggningar för förnybar energiproduktion i de fall sådana är i statlig ägo, infrastruktur för anpassningar till klimatförändringar som översvämningsskydd m.m.

Individuell karaktär på de statliga ramverken

Alla tre ramverk täcker in ett brett spektrum av i stort sett samma kategorier, men ramverken har ändå sina individuella särdrag. Frankrike har ett större fokus på forskning och utveckling än de

andra två. Det handlar om forskning och utveckling av förnybara energikällor, mer energieffektiva transporter, hållbart utnyttjande av naturresurser, sätt att övervaka och reducera utsläpp av föroreningar samt system för att övervaka klimatförändringar. Som ett svar på detta tydliggjordes möjligheten att finansiera forskning och utveckling i GBP 2017 genom ett tillägg i pelare 1 om emissionslikvidens användning (den tidigare lydelsen är av utredningen fritt översatt från GBP 2016, den nya lydelsen är hämtad ur den svenska översättningen av GBP 2017 per den 12 december 2017):

Tidigare lydelse

Grundtanken med en grön obligation är att de medel som erhålls genom obligationen ska användas till miljöprojekt vilket bör beskrivas på lämpligt sätt i värdepapprets juridiska dokumentation.

Lydelse GBP 2017

Grundtanken med en grön obligation är att de medel som erhålls genom obligationen ska användas till miljöprojekt (*inklusive andra relaterade och stödjande utgifter, till exempel forskning och utveckling*), vilket bör beskrivas på lämpligt sätt i värdepapprets juridiska dokumentation.

Polen har ett tydligare fokus på hållbar förvaltning av naturresurser som hållbart jord- och skogsbruk, underhåll av nationalparker samt rening och återställning av förorenad mark.

Som en ö-stat i Stilla havet har Fiji i större utsträckning blivit utsatt för de konsekvenser klimatförändringarna hittills haft i form av extremväder. Fiji har i sitt ramverk därför ett större fokus på investeringar i åtgärder för att anpassa samhället till klimatförändringar.

Exkluderade investeringar

Frankrike och Polen har förutom sina listor på godkända investeringar dessutom specificerat investeringar som inte är tillåtna att finansieras via de gröna obligationerna.

Frankrike har en mer övergripande lista om att man har som mål att emissionslikviden inte ska gå till någon form av aktivitet som har

med kärnkraft att göra, försvarsutgifter och utgifter som i huvudsak är relaterade till fossilt bränsle.

Polen har en mer detaljerad lista vilket omfattar utgifter för förbränning av fossilt bränsle för energiframställning eller transport, järnväg dedikerad till att transportera fossilt bränsle, kärnkraft, palmolja, oljeproduktion, vapen, alkohol, spel och lotteri, vuxenunderhållning, storskaliga vattenkraftsanläggningar, infrastruktur för transmission av el där mer än 25 procent är framställt genom fossilt bränsle och att framställa energi med delvis biomassa i kolkraftverk.

Många privata emittenter har också listor eller exempel på investeringar som inte är tillåtna, oftast handlar det om investeringar som har med förbränning av fossilt bränsle att göra. Eftersom emittenter redogör för godkända investeringar tar de genom listor på exkluderade investeringar ett mer tydligt och aktivt avståndstagande mot viss verksamhet. Som vi ser i de statliga ramverken handlar exkluderingslistorna inte enbart om miljö- och klimat utan också sociala aspekter när det kommer till kategorier som t.ex. produktion av vapen och alkohol.

8.1.2 Process för utvärdering och val av investeringar

I alla de statliga ramverken har något eller några statliga organ eller departement fått till uppgiften att identifiera, utvärdera och välja de utgifter och investeringar i statsbudgeten som överensstämmer med kriterierna och listan över godkända investeringar i ramverket. Fokus i avsnittet kommer att ligga på det franska upplägget eftersom det anses vara det mest detaljerade, samt därför att Frankrikes organisation och processer är mest lik de svenska. De andra staterna har liknande upplägg men med en något annan uppsättning av statliga organ beroende på hur deras statsapparater är organiserade.

I Frankrike är det finans- och miljödepartementen som leder arbetet med att identifiera och utvärdera utgifter i statsbudgeten godkända att finansieras med de statliga gröna obligationerna. Till sin hjälp har de en arbetsgrupp bestående av dem själva, lantbruks- och forskningsdepartementen samt premiärministerns kansli. Varje departement ansvarar för att identifiera potentiella godkända investeringar inom sina utgiftsområden. Den slutgiltiga valideringen står finans- och miljödepartementen för.

Utgifterna väljs av parlamentet ur redan beslutad budget för innevarande eller föregående år, sett till vilket år emissionen sker. Alltså finansierar de franska gröna statsobligationerna utgifter som redan betalats ut året innan emission eller där beslut finns att de ska betalas det år emissionen sker.

Arbetet med att välja ut godkända projekt skapar en utgiftsram inom vilken den franska staten kan emittera gröna obligationer. Eftersom utgifterna redan har betalats föregående budgetår eller beslut fattats om att de ska betalas innevarande budgetår är det tåmligen säkert att ramen inte ändras alltför mycket under innevarande budgetår.

8.1.3 Förvaltning av emissionslikviden

Finansdepartementet har fått i uppgift att förvalta och spåra emissionslikviden och utgifterna till godkända investeringar. Som nämnts finansierar de franska gröna statsobligationer utgifter från föregående och innevarande år. I ramverket finns det kriterier för fördelning av emissionslikviden. Finansdepartementet har i uppgift att se till att:

- mer än 50 procent av emissionslikviden går till utgifter i innevarande- eller framtida års budget, och
- att full transparens mot investerarna ska råda gällande användningen av emissionslikviden.

Frankrike har tagit med möjligheten för att även finansiera framtida års utgifter. Utgifter från föregående- och innevarande års budget ska emellertid prioriteras. Skulle inte de utgifterna räcka till för att täcka emissionslikviden kan utgifter i framtida års budgetar användas. Ramverket innehåller ingen begränsning för hur långt fram i tiden som allokeringen av emissionslikviden kan skjutas. På så sätt har den franska inga åtaganden om när emissionslikviden ska allokeras och är därför inte på något sätt begränsade i sitt framtida budgetarbete.

Frankrike tillämpar en viss odefinierad buffert inom utgiftsramen för att parera osäkerhet i utfallet för utgifter under innevarande budgetår. På så sätt reduceras sannolikheten att allokering av obligationslikviden måste skjutas upp till framtida budgetår.

Variation i utgifter kan uppstå när utfallet av t.ex. subventioner mot konsumenter inte är helt säkert. Det kan t.ex. handla om att färre husägare än förväntat väljer att utnyttja någon subvention för energieffektivisering under det innevarande budgetåret. Ett sådant utfall leder till ett minskat utrymme för emission av gröna obligationer.

I slutet av budgetåret ska Agence France Trésor (AFT), motsvarande svenska Riksgäldskontoret, redovisa vilka sektorer som emissionslikviden har allokerats samt om det rör sig om utgifter gjorda föregående-, innevarande- eller framtida budgetår. Andelen av emissionslikviden som allokerats till innevarande och eventuellt framtida budgetår ska redovisas. Detta handlar om övergripande rapportering av allokeringen och inte om detaljerade indikatorer för miljö- och klimatprestanda. Det framgår inte varför denna rapportering ligger på AFT, men det har troligtvis något att göra med hur den Franska statslåne- och budgetapparaten är organiserad.

Det handlar alltså om en redovisningsövning som går ut på att redovisa godkända utgifter till ett belopp som motsvarar emissionslikviden. Därmed anses den statligt gröna obligationen vara fullt allokerad.

Rent praktiskt går emissionslikviden in i statskassan precis som likviden från vilken statsobligation som helst. För att förtydliga bokförs inte emissionslikviden på något specialkonto eller öronmärks för specifika utgifter. Det franska tillvägagångssättet skiljer sig från Polen och Fiji som båda placerar emissionslikviden på ett speciellt konto.

GBP 2017 reviderades gällande öronmärkning för att underlätta statliga emission av gröna obligationer. I princip togs kravet på öronmärkning bort. Detta gjordes genom ett tillägg i den tredje pelaren om förvaltning av emissionslikviden (den tidigare lydelsen är av utredningen fritt översatt från GBP 2016, den nya lydelsen är hämtad ur den svenska översättningen av GBP 2017 per den 12 december 2017):

Tidigare lydelse

Nettoemissionslikviden som erhålls genom gröna obligationer ska krediteras ett underkonto, flyttas till en delporfölj eller på

Lydelse GBP 2017

Nettoemissionslikviden som erhålls genom gröna obligationer, *eller motsvarande belopp*, ska krediteras ett underkonto, flyttas

annat lämpligt sätt bokföras. till en delportfölj eller på annat
lämpligt sätt bokföras.

8.1.4 Rapportering

Frankrike emitterade sin första gröna obligation 2017 och har därför i skrivande stund inte utfört någon rapportering. I ramverket framgår det att franska statens rapporteringen ska omfatta tre områden:

Allokering

Allokeringen av emissionslikvid som verifierats av extern revisionsfirma. Det handlar om till vilken typ av tillgångar, sektor, utgifter etc. som emissionslikviden allokaterats. Rapporteringen sker årligen fram tills dess att emissionslikviden allokaterats. Denna rapportering ska skötas av AFT. Rapporteringen är i linje med rekommendation i GBP.

Statsbudgetens utfall

Aktuella indikatorer för utfallet av arbetet för omställning till en hållbar ekonomi. Detta handlar om generella indikatorer om statsbudgetens direkta utfall. Den franska staten redovisar denna information på en dedikerad hemsida.⁷ Rapporteringen handlar alltså inte enbart om gröna obligationer utan om resultatet av alla insatser för en mer hållbar ekonomi som den franska staten valt att koppla till rapporteringen om sina gröna obligationer. Exempel på indikatorer är index för luftkvalitet och antalet hushåll som utnyttjat skatteincitament för att energieffektivisera sina bostäder.

⁷ www.performance-publique.budget.gouv.fr

Ex-post rapportering om de gröna obligationernas miljö- och klimatprestanda

Att rapportera ex-post om obligationens miljö- och klimatprestanda är i linje med rekommendation i GBP. Emellertid går Frankrike ett steg längre genom att tillsätta ett råd med oberoende experter för att utvärdera den franska emissionen och dess nytta. De två andra staterna som emitterat sköter rapporteringen ex-post internt.

Rapporteringen ska handla bl.a. om hur mycket utsläppen av växthusgaser har minskat, hur stora land- och vattenytor som skyddats för att främja biodiversitet, förbättrad luftkvalitet, etc. Rapporteringen ska ske under obligationens löptid och frekvensen anpassas beroende på sektor.

Gällande åtgärder för att minska klimatpåverkan ska reduktion av utsläpp av växthusgaser användas som indikator. Indikatorer för övriga sektorer som hållbart utnyttjande av naturresurser, biodiversitet, klimatanpassning, minskandet av föroreningar och återvinning ska utvecklas och anges inte i ramverket. Denna rapportering ska ledas eller övervakas av det s.k. Green Bond Evaluation Council (härmed kallat rådet).

Enligt ramverket ska rådet bestå av sex till åtta oberoende experter inom hållbar finans som sitter med en mandatperiod på tre år. I skrivande stund består rådet av sju experter och två observatörer. Rådets ordförande är Manuel Pulgar-Vidal, tidigare miljöminister i Peru samt president för FN:s klimatkonferens COP 20 och nuvarande chef för WWF Global Climate and Energy Practice. Bland de sju experterna återfinns två representanter från Sverige: Mats Andersson, tidigare VD för fjärde AP-fonden, och Thomas Sterner, professor i miljöekonomi vid Göteborgs universitet.⁸ Den första rapporten förväntas publiceras under 2018.

⁸ Övriga experter är Nathalie Girouard, Head of the Environmental Performance and Information Division of the Environment Directorate at the OECD; Ma Jun, Director of the Center for Finance and Development and Special Adviser to the Governor of the People's Bank of China; Karin Kemper, Senior Director for the Environment and Natural Resources Global Practice at the World Bank; Eric Usher, Head of the Secretariat of the United Nations Environment Program Finance Initiative.

Observatörer är Sean Kidney, co-founder and CEO of the Climate Bond Initiative; Nicolas Pfaff, Senior Director and Secretary to the Green Bond Principles, ICMA (International Capital Market Association).

8.1.5 Närmare om marknaden för gröna statsobligationer

Statlig emissionsvolym utgjorde elva procent av totalt global emitterad volym 2017 fram till den 31 juli. Fiji hade då ännu inte emitterat sin obligation på 100 miljoner Fijidollar vilket i skrivande stund motsvarade cirka 400 miljoner kronor. Inräknat är inte heller Frankrikes tredje emission på 1 miljard euro i december 2017. Marknaden för gröna obligationer kom till 2007 men det var först i slutet av 2016 som den första gröna statsobligationen emitterades. Staterna är därmed den sektorn som senast gick in på marknaden för gröna obligationer. Med stora emissioner från den franska staten under 2017 har deras andel växt snabbt. Nedan beskrivs Polen och Frankrikes emissioner närmare ur ett mer marknadsorienterat perspektiv.

Polen

Den första gröna statsobligationen emitterades av Polen i december 2016. Polen emitterade världens första gröna statsobligation den 12 december 2016. Obligationslikviden låg på 750 miljoner euro med en löptid på fem år. Den listades på Luxembourg Green Exchange (LGX).

Ramverket har granskats av Sustainalytics som har publicerat sitt andrahandsutlåtande på sin hemsida. Sustainalytics anser att investeringar enligt ramverket bidrar till Polen och EU:s mål om att reducera utsläppen av växthusgaser. Vidare anser de att ramverket är ett steg på vägen i att uppnå Agenda 2030 mål 7. Hållbar energi för alla, mål 13. Bekämpa klimatförändringen och mål 15. Ekosystem och biologisk mångfald. De anser även att ramverket är i linje med GBP samt att det är transparent, robust och legitimt.

Investerare med uttalat miljömässig hållbarhetsfokus köpte 61 procent av emissionen. Kapitalförvaltare var den största gruppen av aktörer och köpte 49 procent, följde gjorde banker på 22 procent, försäkringsbolag på 16 procent och centralbanker samt offentliga institutioner på sammanlagt 12 procent.⁹

⁹ Modern Investor (2016), *Poland issues world's first sovereign green bonds*, 13 december 2016. moderninvestor.com/news/poland-issues-world-s-first-sovereign-green-bonds/a978643 tillgänglig den 5 september 2017.

Geografiskt kom 27 procent av köparna från Tyskland och Österrike, 17 procent från Beneluxländerna, 15 procent från de nordiska länderna, 13 procent från Frankrike, 12 procent från Storbritannien och Irland, 8 procent från Polen och 4 procent från USA.

Polens emission har väckt viss diskussion gällande bl.a. *green-washing*.¹⁰ Polen värnar om sin kolindustri och har vid flera tillfällen motarbetat klimatarbetet i EU.^{11 12 13} Att större delen av Polens energiförsörjning är kolbaserad och kan vara en förklaring till deras handlande. Energi från kol stod för 84 procent av energiproduktionen i landet 2014.¹⁴ Att ställa om en så stor andel av energiproduktionen innebär höga kostnader jämfört med andra EU länder som inte är lika beroende av energiproduktion med fossila bränslen. Kolindustrin har också kommit att ses som en symbol för arbetarrörelsen i Polen vilket troligtvis påverkar det politiska sentimentet i landet.

Trots Polens tidigare agerande kommer investerat kapital i deras gröna obligation att hjälpa till i omställningen till en hållbar ekonomi vilket investerarna tog fasta på. Efterfrågan på obligationen var hög och den ursprungliga obligationsvolymen på 500 miljoner euro övertecknades tre gånger. Polen kunde därför höja emissionsvolymen till 750 miljoner euro.¹⁵

Polens gröna obligation kan indikera en ändring av deras inställning till klimatarbetet. Efter att ha blivit det första landet att emitterade en grön statsobligation kan det politiskt ta emot att samtidigt motarbeta klimatarbetet i samma omfattning som tidigare. Polen har nu en image att tänka på. Det kan tänkas att deras emission av en

¹⁰ Financial Times (2017), *Sellers of green bond face a buyer's test of their credentials*, 25 maj 2017.

¹¹ Euractiv (2011), *Poland's EU commissioner in surprise climate denial move*, 23 juni 2015. www.euractiv.com/section/public-affairs/news/poland-s-eu-commissioner-in-surprise-climate-denial-move/ tillgänglig den 5 september 2017.

¹² Financial Times (2014), *Poland on course for battle on new EU climate change targets*, 1 oktober 2014. www.ft.com/content/4ec9373c-495e-11e4-8d68-00144feab7de tillgänglig den 28 december 2017.

¹³ Climate Home (2016), *Poland to back UN climate deal – if it can burn more coal*, 6 september. www.climatechangenews.com/2016/09/06/poland-to-back-un-climate-deal-if-it-can-burn-more-coal/ tillgänglig den 5 september 2017.

¹⁴ ISPI 2015, *Polish coal: enfant terrible of the EU climate policy*, 29 december 2015. www.ispionline.it/it/energy-watch/polish-coal-enfant-terrible-eu-climate-policy-14384 tillgänglig den 5 september 2017.

¹⁵ Modern Investor 2016, *Poland issues world's first sovereign green bonds*, 13 december 2016. <http://moderninvestor.com/news/poland-issues-world-s-first-sovereign-green-bonds/a978643> tillgänglig den 5 september 2017.

grön statsobligation gör att det uppstår mer intern diskussion kring klimatfrågorna i framtiden.

Frankrike

Näst efter Polen emitterade Frankrike en grön statsobligation den 24 januari 2017. Obligationslikviden uppgick till 7 miljarder euro med en löptid på 22 år. Vid emissionstillfället var det den dittills största gröna obligation som emitterats samt den med längst löptid, enligt franska statens finansförvaltare Agence France Trésor. Prissättningen av obligationen är i linje med den franska statens traditionella obligationer och kupongräntan ligger på 1,75 procent. Franska statens avsikt är att det statliga gröna obligationsprogrammet ska vara en del av deras ordinarie statsräntekurvan. Planen är att gröna obligationer ska ligga i löptidsspannet 15 till 25 år. Obligationen är listad på Euronext Paris.

Trots att Polen var först fick den franska emissionen ett betydligt större genomslag på grund av sin storlek och långa löptid. Frankrike har dessutom varit mer drivande i omställningen till en hållbar ekonomi. Tillsammans skapade dessa faktorer ett mer gynnsamt mottagande av Frankrikes emission jämfört med Polens.

Frankrike har tagit fram ett ramverk enligt vilket anskaffat kapital ska investeras. Ramverket finns publicerat på Agence France Trésors hemsida.

Ramverket har granskats av Vigeo Eiris och deras andrahandsutlåtande finns publicerat på Agence France Trésors hemsida. Vigeo Eiris anser att franska statens ramverk är i linje med GBP. Vidare anser de att de sex investeringsområdena i ramverket är i linje med Agenda 2030 mål 7. Hållbar energi för alla, mål 9. Hållbar industri, innovationer och infrastruktur, mål 11. Hållbara städer och samhällen, mål 12. Hållbar konsumtion och produktion, mål 13. Bekämpa klimatförändringen, mål 14. Hav och marina resurser och mål 15. Ekosystem och biologisk mångfald.

Sammanfattningsvis bedömer Vigeo Eiris att hela emissionen uppnår en rimlig garanti av hållbarhet. Det är den högsta nivån av tre möjliga i deras övergripande bedömningsskala¹⁶ vilket även innefattar

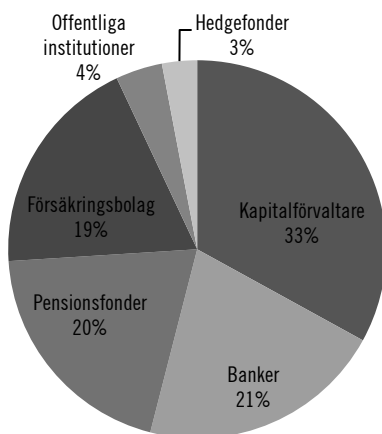
¹⁶ Vigeo-Eiris skala: *Level of Assurance: Reasonable, Moderate, Weak.*

en bedömning av Frankrike som emittent. Ramverkets hållbarhet bedöms vara robust, vilket är den näst starkaste bedömningsgraden i Vigeo Eiris bedömningsskala för miljö- och klimatmässig prestationsförmåga¹⁷.

Likt den polska blev även den franska obligationen övertecknad, mer än tre gånger. Emellertid övertecknas också de traditionella obligationerna i ungefär lika hög grad. Utmärkande var att emissionen lockade nya investerare och att den franska staten fick en bredare investerarbas för sin gröna obligation än vad de har för sina traditionella obligationer. Totalt uppgick orderboken till över 23 miljarder euro. Investerarnas typ och geografiska fördelning redovisas nedan i Figur 8.1 och Figur 8.2:

Figur 8.1 Fördelning typ av investerare i Frankrikes gröna obligation

Avser den initiala emissionen på 7 miljarder euro

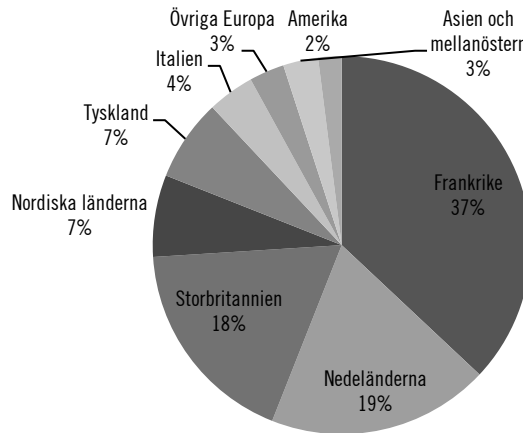


Källa: Societe Generale informationsblad: *Republic of France (Aa2/AA/AA/AAA) Inaugural Green OAT – EUR 7bn 1.75% June 2039 – 24th January 2017*.

¹⁷ Vigeo-Eiris skala: *Level of Performance: Advanced, Robust, Limited, Weak*.

Figur 8.2 **Geografisk fördelning av investerare i Frankrikes gröna statsobligation**

Avser den initiala emissionen på 7 miljarder euro



Källa: Societe Generale informationsblad: Republic of France (Aa2/AA/AA/AAA) Inaugural Green OAT – EUR 7bn 1.75% June 2039 – 24th January 2017.

Frankrike har tidigare meddelat att de planerar emittera gröna obligationer för 20 miljarder euro över den närmsta treårsperioden med start 2017.¹⁸ Redan i juni 2017 utökades den befintliga obligationen och ytterligare 1,6 miljarder euro anskaffades. I december emitterades ytterligare 1 miljard euro. Totalt uppgår därmed emitterat belopp till 9,6 miljarder euro och Frankrike är på god väg att uppfylla sitt mål.

8.2 En statligt emitterad grön obligation i Sverige

Förslag: Svenska staten ska som en främjandeåtgärd för marknaden för gröna obligationer ta fram ett ramverk och emittera gröna statsobligationer.

¹⁸ Bloomberg 2017, *France Seeks 20 Billion Euros for Green Projects in Bond Market*, 11 januari. www.bloomberg.com/news/articles/2017-01-11/france-seeks-20-billion-euros-for-green-projects-in-bond-market tillgänglig den 5 september 2017.

Bedömning: Att emittera statliga gröna obligationer är i stora delar möjligt och förenligt med gällande regler, men det finns vissa hinder med avseende på statens lånebehov, likviditeten för svenska statsobligationer och att en emission kommer innebära en mindre extra kostnad, allt annat lika. Bedömningen är att det kommer behövas ett politiskt beslut för att komma över dessa hinder.

Statlig emission skulle vara gynnsamt för att (i) skicka ut en viktig signal om hållbarhetsfrågans allvar, (ii) statlig närvaro hade gett marknaden ökad legitimitet, (iii) ha utgjort en referens för emission av gröna obligationer, (iv) göra gröna obligationer mer konventionellt och sänka tröskeln för andra emittenter att gå in på marknaden, (v) skapa räntebenchmark i svenska kronor på marknaden för gröna obligationer, (vi) möjliggöra ett mer integrerat arbete kring klimatmålen inom regeringskansliet, samt för att (vii) ge en möjlighet för investerare att flytta kapital från traditionella värdepapper till gröna.

Av utredningens direktiv framgår att, om förslag lämnas om en statligt emitterad grön obligation, ska ett sådant förslag ska vara förenligt med budgetlagens utformning, en effektiv statsskuldshövaldning samt vara kostnadsneutralt. Utredningens bedömning är att så borde vara möjligt till största del. Nedan redovisas motivering bakom en statlig grön obligation samt exempel på hur en sådan skulle kunna utformas för att vara förenlig med budgetlagens utformning.

8.2.1 Motivering och förutsättningar för en svensk grön statsobligation

Utredningen har i sitt arbete behandlat frågan om en statlig emitterad grön obligation. I det sammanhanget konstaterar utredningen att ett stort antal av de intressenter som utredningen varit i kontakt med hävdar att ett främjande av marknaden väsentligen skulle underlättas av om svenska staten emitterade gröna obligationer. Skälet till detta är att marknaden är – och riskerar att förbli – liten med mindre än att stater engagerar sig som emittent.

Enligt utredningens uppfattning överstiger, för närvarande, efterfrågan på gröna obligationer vida utbudet och en förutsättning för att marknaden hållbart och varaktigt ska kunna etableras är enligt utredningens bedömning att ett antal nya och varaktiga emittenter deltar i marknaden. En förutsättning för att marknaden ska kunna etableras är således enligt utredningens uppfattning ett stort utbud och ett långsiktigt åtagande från emittenterna. Svenska staten skulle enligt utredningens uppfattning vara en viktig katalysator i marknadsutvecklingen.

En grön statsobligation har förutom att skapa bättre förutsättningar genom att bidra med utbud också andra egenskaper som skulle främja marknaden. Om staten emitterar en grön obligation sänds en tydlig signal ut att staten tror på tillgångsslaget vilket stärker marknads legitimitet. Osäkerheten skulle minska och det skulle göra tillgångsslaget mer konventionellt. På så sätt skulle tröskeln till marknaden sänkas och de emittenter som i dag övervägt men tvekar skulle med högre sannolikhet ta steget att emittera med alla positiva effekter det för med sig, se 6 kap.

Med en statligt grön obligation skapas en förbild och praxis om hur en grön obligation kan struktureras och rapporteras. Staten kan på så sätt påverka och driva på marknaden i sådan riktning man önskar att utvecklingen ska ske.

Vidare skulle en statligt grön obligation tillföra marknaden för gröna obligationer en riskfri referensränta och benchmark i svenska kronor mot vilken andra gröna obligationer skulle kunna prissättas. Sådan benchmark existerar redan i marknaden för euro och bedöms av utredningen utgöra en viktig funktion. En benchmark hade gynnat sekundärmarknadens funktionssätt vilket i sin tur hade gynnat primärmarknaden och bidragit till ökad emission.

Som alla andra emittenter hade staten också fått ett mer integrerat arbete kring hållbarhetsfrågorna. En emission av gröna obligationer innebär i regel ett ökat och mer integrerat samarbete hos emittenten kring miljö- och klimatomfattiga hållbarhetsfrågor.

Begränsningar i budgetlagen

Utredningen har dock under arbetet kunnat konstatera att det föreligger ett antal hinder i lagstiftningen som försvårar statens engagemang. Enligt budgetlagen (2011:203) är det inte möjligt att specialdestinera intäkter, vare sig intäkter eller upplåning, till särskilda ändamål. Budgetlagens bestämmelser syftar till att statens utgifter ska finansieras av skatteintäkter och upplåning endast ska användas för att hantera temporära likviditetsbehov, dvs skillnaden mellan in- och utbetalningar. Motivet för bestämmelserna är att riksdagen årligen ska kunna pröva statens inkomster och utgifter i ett sammanhang.

Sverige har ett litet lånebehov

Utredningen konstaterar att den svenska staten, till skillnad från ett antal andra europeiska länder, har ett litet eller negativt lånebehov (positivt budgetsaldo) och så har varit fallet under relativt lång tid. Till följd av att den svenska statsbudgeten i stort sett är i balans utgör den svenska upplåningen i princip bara refinansiering av emissioner som förfaller. Till följd av positivt budgetsaldo refinansieras inte ens alla förfall. Riksgälden, som svarar för svenska statens upplåning, emitterar därför mindre volymer i alla instrument.

Invändningar mot att emittera gröna statsobligationer

En invändning som framförts under utredningens arbete har varit att en statligt emitterad grön obligation skulle riskera att tränga undan statens nuvarande upplåning, såväl i svenska kronor som i utländsk valuta och att detta skulle ske i en situation där likviditeten i marknaden för statsobligationer över tid har försämrats. Ytterligare en invändning är att Riksgälden inte – inom nuvarande mandat och budgetlag – kan emittera gröna obligationer så länge dessa avser finansiering av specifika projekt, s.k. öronmärkning. Dessa argument analyseras närmare i följande avsnitt.

Inspiration från den franska modellen

Utredningen konstaterar att de tre staterna Frankrike, Polen och Fiji under 2016 och 2017 emitterat gröna statsobligationer. Den franska obligationen uppgår i skrivande stund till cirka 95 miljarder kronor.¹⁹ Notera att den franska statsskulden är betydligt större än den svenska vilket ger ett större absolut låneutrymme. Utredningen konstaterar efter konsultation med franska finansdepartementet, att de franska budgetreglerna i allt väsentligt överensstämmer med de svenska.

Mot bakgrund av ovanstående uppkommer frågan om det, med hänsyn tagen till budgetlagens restriktioner, är möjligt att emittera en svensk grön statlig obligation? Utredningens bedömer att detta är möjligt, exempelvis genom att följa den modell Frankrike valde i början av 2017.

För att kunna emittera i enlighet med de franska budgetlagarna lät regeringen budgeten fastställas av parlamentet. Därefter identifierades projekt och investeringar inom den antagna budget som uppfyllde kriterierna för godkända projekt i den franska statens ramverk för gröna obligationer. Den franska statens skuldförvaltning kunde därefter emittera motsvarande summa gröna obligationer. Det betyder att statsbudgetens utgifter finansieras på sedvanligt sätt men att de utgifter som klassificerats som gröna har möjliggjort att en ny typ av skuldinstrument har kunnat användas även om dessa utgifter i sig inte renderat något lånebehov. I praktiken går det inte att säga vilka utgifter som leder till ett lånebehov eller ej då lånebehovet uppstår när summan av statens inbetalningar är större än summan av utbetalningarna.

Den franska staten har som mål att deras gröna obligation ska ha samma karaktär som en vanlig icke grön obligation gällande handel, pris och likviditet. Den franska staten behöll därför en buffert i det utrymme man identifierat som möjligt att finansiera med gröna obligationer. Syftet är att fylla på emissionen om de ser att så behövs för att säkerställa handel, pris och likviditet.

Den externa merkostnad som emissionen av den franska gröna obligationen medförde uppgick till cirka 300 000 kronor, vilket kan

¹⁹ Franska statens initiala emission låg på 7 miljarder euro. Därefter har emissionen utökats med ytterligare 2,6 miljarder euro och uppgick i skrivande stund till 9,6 miljarder euro.

jämföras med en emission som i skrivande stund uppgick till cirka 95 000 000 000 kronor med en löptid på 22 år. Denna extra kostnad kan ses som en investering i att öppna en ny finansieringskälla och bredda investerarbasen. Det visade sig nämligen att efterfrågan på den franska gröna obligationen positivt avvek påtagligt från den traditionella bilden gällande antalet intresserade investerare.

Möjligheterna för Sverige i att emittera en grön statsobligation

Med tanke på det stora intresset för gröna obligationer och Sveriges mycket tydliga profil som ett föregångsland vad gäller hållbarhet kan det inte uteslutas att Sverige för närvarande skulle kunna emittera en grön statsobligation med villkor som är bättre än de för en traditionell obligation. Med andra ord skulle upplåningen eventuellt kunna bli billigare för staten och uppfylla kraven om bästa möjliga finansiering. Det är utredningens uppfattning att de merkostnader som uppkommer för verifiering etc. är försumbara med hänsyn till emissionernas storlek. Därutöver anser utredningen att om obligationen emitteras med samma villkor som en traditionell obligation skulle den marginella extra kostnad som det eventuellt skulle medföra, kunna betraktas som en investering i en breddad finansieringskälla. För i likhet med Frankrike antas efterfrågan se delvis annorlunda ut.

En svensk statlig grön obligation skulle också kunna bli en förebild för hur en grön obligation ska struktureras och rapporteras.

Slutligen skulle en statlig grön obligation kunna användas som ett redskap för att kommunicera de åtaganden som Sverige har enligt t.ex. Parisavtalet 2015 genom att synliggöra de åtgärder som vidtas via statsbudgeten.

Potentiella problem

Riksgäldens begränsade upplåningsbehov och bristande likviditet i svenska statsobligationer kan upplevas som ett bekymmer. Å andra sidan omsätter Riksgälden årligen obligationer till ett värde av cirka 40 miljarder kronor. Även om en grön obligation kan ges identiska egenskaper som en icke grön obligation, kan likviditeten påverkas eftersom det delvis är en annan kategori av investerare som köper

gröna obligationer. Dessa investerare har visat sig att i större utsträckning hålla obligationerna till förfall. En orsak till detta kan vara det begränsade utbudet av gröna obligationer samt att marknaden befinner sig i en speciell situation där centralbanker köper stora mängder värdepapper.

Obligationerna för 40 miljarder kronor emitteras inte vid ett tillfälle. Riksgälden delar upp totalt lånebehov och sprider ut emissionerna i sina befintliga obligationer över året. Syftet är att vara aktiv på primärmarknaden och underhålla befintliga obligationer så att priser kontinuerligt ställs på de svenska statsobligationerna.

Att ta en större summa av det årliga upplåningsbeloppet för att initialt emittera en större grön obligation skulle lämna mindre resurser kvar för underhåll av övriga obligationer.

Att emittera en grön statlig obligation eller inte är enligt utredningens uppfattning i slutändan en politisk fråga. Möjligheterna finns där, vilket emissionen i Frankrike i början av året har visat.

8.2.2 Förslag till hur statlig emission av gröna obligationer skulle kunna utformas

I detta avsnitt lägger utredningen fram förslag på hur en statlig emission skulle kunna utformas med inspiration av det franska ramverket som beskrevs inledande i detta kapitel. Hur stor andel av den svenska statsskulden som skulle kunna finansieras av gröna obligationer låter utredningen vara osagt. En sådan uppskattning kräver en djupare analys än vad som är möjligt inom ramen för denna utredning. Den svenska statsskulden är relativt låg vilket allt annat lika borde borga för att en relativt stor andel av den skulle kunna finansieras via gröna obligationer.

8.2.3 Klimatpolitiska rådet som ansvarig för framtagandet av statens ramverk för gröna obligationer

Statlig emission av gröna obligationer bör utföras i linje med den globala standarden GBP. Utredningen sammanfattande bedömning är att GBP fungerar bra för att standardisera marknaden för gröna obligationer och gröna obligationer bör emitteras enligt dess prin-

ciper. Det är därför viktigt att en svensk statlig emission i funktion som referens för övriga marknaden följer rådande marknadsstandard.

Enligt GBP ska ett ramverk tas fram vilket beskriver emittentens process för emission av gröna obligationer, se 5 kap. Vidare rekommenderar GBP emittenten att använda sig av extern granskning för att styrka att deras gröna obligationer uppfyller de viktigaste kriterierna i principerna. Utredningens föreslår att ålägga det Klimatpolitiska rådet uppgiften att leda arbetet med att ta fram den svenska statens ramverk för emission av gröna obligationer. Rådet har inrättats för att genomlys och kvalitetssäkra regeringens klimatpolitik och det uppdraget ger rådet en unik position att säkerställa ramverket gentemot budgetpropositionerna. Rådets ordförande har tidigare varit generaldirektör för Finansinspektionen, vilket borgar för kompetens om finansmarknader och finansiella instrument. Det skulle stå rådet fritt att i detta arbete etablera kontakt med lämpliga instanser (förslagsvis finansdepartementet och miljödepartementet) och tillsammans med dem strukturera ramverket.

Det franska ramverket skulle kunna utgöra en inspirationskälla till hur ett ramverk kan utformas. Det franska ramverket följer de fyra pelarna i GBP och är ett dokument på åtta sidor.²⁰

8.2.4 Riksrevisionen som oberoende granskare av statens ramverk

GBP rekommenderar emittenten att använda sig av extern granskning för att styrka att deras gröna obligationer uppfyller de viktigaste kriterierna i principerna.

De tre stater som i skrivande stund har emitterat gröna obligationer (Fiji, Frankrike och Polen) har alla anlitat en privat extern leverantör av andrahandsutlåtanden för att granska deras ramverk. Frankrike anlidade Vigeo Eiris och Fiji samt Polen anlidade Sustainalytics.

Att låta en privat aktör agera kontrollinstans för staten genom att granska och utvärdera statens ramverk kan te sig något märkligt och skulle av vissa kunna bedömas som olämpligt. Det är emellertid den för närvarande rådande praxisen på marknaden för gröna stats-

²⁰ Se kap. 5 för detaljerad beskrivning av de fyra pelarna i GBP.

obligationer, och det finns en viss trovärdighetsrisk i att inte följa marknadspraxis. Det går därför att argumentera för att svenska statens ramverket bör granskas av en oberoende tredjepart.

Ett möjligt alternativ skulle kunna vara att ge Riksrevisionen i uppdrag att granska ramverket. Riksrevisionen är en självständig myndighet under riksdagen och oberoende i förhållande till staten. Emellertid är sambandet med riksdagen ändå tydligt. Genom lagar bestämmer riksdagen om granskningsverksamhetens omfattning och inriktning. Riksdagen beslutar också årligen om de medel som behövs för Riksrevisionen verksamhet och prövar då resurstilldelningen i förhållande till de resultat som presenteras. Det är också riksdagen som utser myndighetens ledning – de tre riksrevisorerna.

Frankrike upplevde i sitt arbete att vissa investerare från tredje-land inte var helt övertygade om ett upplägg som gick ut på att deras motsvarighet till Riksrevisionen skulle granska statens ramverk. De beslutade därför att ge uppdraget till en extern privat aktör.

Med hänvisning till svensk myndighetstradition föredrar dock utredningen att uppdraget lämnas till Riksrevisionen i stället för en privat aktör. Vid framtagandet av ett ramverk bör kommunikation ske med marknaden så att de uppfattar ett sådant upplägg som trovärdigt.

8.2.5 Finansiering av redan beslutade utgifter för miljö- och klimatsatsningar

Utredningens förslag är att det Klimatpolitiska rådet får i uppgift välja ut lämpliga utgifter för finansiering via gröna obligationer. Likt för framtagandet av ett ramverk bör det stå Klimatrådet fritt att engagera de instanser de anser som nödvändigt för att utföra detta arbete. Det krävs emellertid ett visst förfarande för att detta ska vara förenligt med budgetlagen.

I likhet med det franska upplägget skulle staten inför en emission behöva utföra en inventering av miljö- och klimatomfattande hållbara utgiftsposter i föregående års budget och i en av riksdagen redan beslutad budget för året för emission. Dessa utgifter har gjorts föregående år och ska göras innevarande år oberoende av finansieringsform och är ej kopplade till någon specifik inkomst, utan har finansierats och ska finansieras via statens samlade inkomster.

En inventering skulle fastställa det utrymme som skulle finnas tillgängligt för emission av gröna obligationer. En viss marginal eller

buffert bör tillämpas för att ta höjd för oväntade fluktuationer i utgifter och eventuella ändringsbudgetar. Det franska ramverket tillåter att upp till 50 procent av emissionslikviden kan allokeras till föregående års budget, alltså till utgifter som redan är betalade och för vilka det inte finns någon osäkerhet i utfall. Denna andel har accepterats av marknaden och liknande skulle även kunna användas vid svensk emission.

Utredningen förslag är att Sverige först och främst finansierar innevarande års budget och med begränsning föregående års budget och om likvid blir över framtida budgetar. Finansieringarna bör ur ett additionalitetsperspektiv vara så aktuella som möjligt. Att allokeringen skjuts på framtiden bör undvikas för att ej skapa diskussion kring vad pengarna används till tills de allokeras.

Skulle oväntade händelser ske så att varken utgifterna för innevarande eller föregående år skulle räcka till för att täcka emissionslikviden, får allokering av resterande emissionslikvid helt enkelt räknas av mot utgifter året därpå eller budgetår längre fram i tiden. Det franska ramverket tillåter den franska staten att skjuta på allokeringen på obestämd framtid ifall utgifter i föregående och innevarande års budget inte skulle räcka till för att täcka emissionslikviden. Det har marknaden accepterat och det svenska ramverket skulle kunna innehålla samma sorts skrivning.

I GBP finns det ingen tidsgräns för när emissionslikviden måste användas. Det finns endast en rekommendation om att rapportering om emissionslikvidens allokering bör ske årligen till dess att hela emissionslikviden är allokerad. Allokering av emissionslikviden bör emellertid inte dra ut på tiden. Kravet i CBS om att emissionslikviden ska ha allokerats inom två år kan utgöra en referens för ungefär hur långt marknaden tålamod kan sträcka sig. Målet är emellertid att obligationsbeloppet ska täckas med de utgifter som gjorts året innan och görs samma år som obligationen emitteras.

Utredningen bedömer det som osannolikt att det skulle ske sådana händelser att en redan beslutad budget skulle ändras i sådan omfattning att emissionslikviden inte skulle kunna allokeras till utgifter i föregående års budget, innevarande års budget eller utgifter året därpå. Skulle sådana omfattande händelser inträffa har troligtvis marknaden förståelse för att allokeringen tar längre tid än förväntat. Lämnas ramverket öppet gällande framtida allokering likt det franska

har investerarna gjort ett val baserat på denna information och vet då att möjligheten finns att allokering kan skjutas på obestämd framtid.

När väl allokering av emissionslikviden skett är den gröna statsobligationen fullt finansierad. Nu kommer frågan till återfinansiering. Eftersom gröna statsobligationer finansierar utgifter är det inte lämpligt de refinansieras mot det utgiftsunderlag de emitterades mot vid första emissionstillfället. Utgifterna är betalade och det finns inga tillgångar kvar att refinansiera. Det betyder att den potentiella volymen av gröna statsobligationer styrs av utrymmet för hållbara utgifter i budgeten i kombination med obligationernas löptid. Om utgifterna är konstanta och löptiden ökar så ökar även utestående volym eftersom att utgifterna finansieras över längre tid.

8.2.6 Emission under befintligt lånebehov

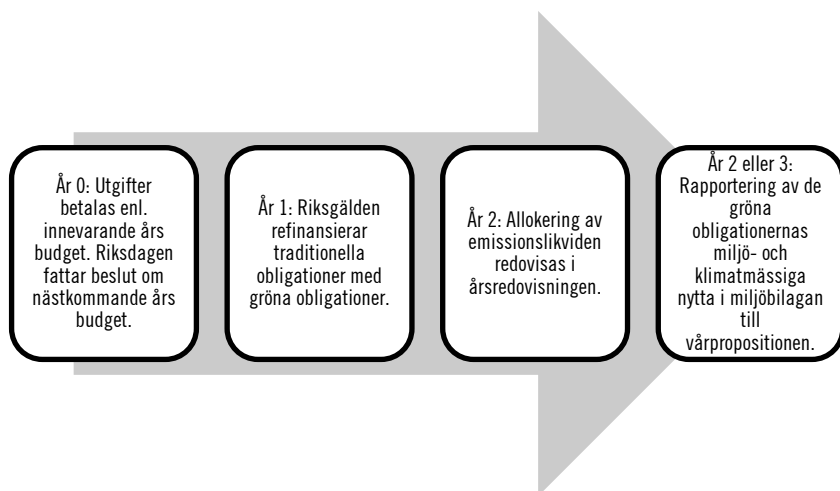
Regeln om ett överskottsmål för offentliga sektorns finansiella sparande på en tredjedels procent över konjunkturcykeln ska se till att svenska staten långsiktigt får en lägre statsskuld.

Trots att svenska staten inte ökar sin upplåning måste Riksgälden regelbundet refinansiera förfallande lån. Vid refinansiering skulle Riksgälden kunna benämna de nya obligationerna som gröna upp till det belopp som fastställts vid inventering av föregående års statsbudget och den beslutade statsbudgeten för innevarande år. De gröna obligationerna skulle kunna ha samma pris, samma egenskaper som de traditionella obligationer som förföll. Obligationen skulle ingå i Riksgäldens befintliga utestående stock av statsobligationer. För vidare diskussion se avsnitt 8.2.10.

8.2.7 Rapportering

Utredningens förslag är att det Klimatpolitiska rådet leder arbetet med rapportering av emissionslikvidens användning ex-post. För att få en bättre överblick över tidsförloppet för emissionsförfarandet och enklare kunna följa med i förslaget kring rapportering se Figur 8.3 nedan.

Figur 8.3 Tidsförlopp för emissionsprocessen



Enligt GBP bör emittenten sammanställa och upprätthålla lättillgänglig aktuell information om hur emissionslikviden används och uppdatera informationen årligen tills full allokering har skett och därefter vid behov i samband med viktiga händelser.

Förslagsvis sker rapportering om emissionslikvidens allokering i samband med årsredovisningen för emissionsåret. Det skulle innebära en redovisningsövning i att räkna ihop de faktiska utgifterna och stämma av dessa mot emissionslikviden från den gröna obligationen. Denna rapportering ska enligt GBP innefatta en lista över de projekt till vilka likviden från de gröna obligationerna har fördelats samt en kort beskrivning av projekten, de belopp som allokerats och deras förväntade nytta. I och med att utgifterna som obligationen finansierat, redan har betalats ut under det förra- och föregående år är rapportering om allokering därmed fullföljd. För ökad transparens kan den nu redan upprättade informationen om allokering utan ansträngning tas med i följande årsredovisningar tills dess att den gröna obligationen förfaller.

Verifiering av emissionslikvidens användning uppmuntras i GBP. Riksrevisionen granskar återkommande regeringens redovisning i Årsredovisning för staten. Det skulle därför vara lämpligt om de som oberoende myndighet specifikt skulle kunna verifiera redovisningen om allokering av emissionslikviden.

Vidare uppmuntrar GBP emittenter med möjlighet att redogöra för uppnådda miljö- och klimatomfattiga nytta (eng. *impact reporting*) att inkludera dessa i sin regelbundna rapportering. Rapportering om de gröna obligationernas miljö- och klimatomfattiga nytta kan förslagsvis ske i miljöbilaga som vartannat år ska bifogas till den ekonomiska vårpropositionen. Bilagan visar regeringens arbete för att nå Sveriges miljömål och lämpar sig väl för rapportering av obligationens nytta. Rapporteringen om de gröna obligationernas nytta bör ske till dess att obligationerna förfaller.

8.2.8 Kravet på öronmärkning har tagits bort från GBP

Budgetlagen tillåter inte att vissa inkomster öronmärks till vissa utgifter. I juni 2017 reviderades GBP för att bl.a. underlätta statlig emission av gröna obligationer. Ändringen ligger i att kravet om öronmärkning av emissionslikviden togs bort, se avsnitt 8.1.3. Enligt den nya skrivningen behöver det inte vara exakt pengarna från obligationen som allokteras. Det räcker med att redovisa ett belopp för miljö- och klimatomfattigt hållbara utgifter/investeringar som motsvarar den gröna obligationens emissionsbelopp. Därmed är kravet om öronmärkning av emissionslikviden borttaget och utgör i den meningen inte något hinder för statlig emission av gröna obligationer i linje med GBP.

Vidare bör emittenten redovisa vad för kategori av projekt och tillgångar pengarna kan investeras i, enligt GBP. Emittenten behöver emellertid inte i förväg redovisa exakt vilka individuella investeringar som ska göras. I stället kan emittenten, som i detta fall är staten, emittera en obligation och i rapporteringen ex-post redovisa vad pengarna har använts till. Alltså finns det inga krav i GBP om att i förväg binda upp staten för vissa specifika utgifter. Eftersom staten kommer finansiera redan betalda och redan beslutade utgifter är det emellertid möjligt att i förväg kommunicera en andel av de individuella projekt som obligationen är tänkt att finansiera.

8.2.9 Kostnader

Den samlade kostnaden för emission av en grön statsobligation är svårbedömd, speciellt gällande de interna kostnaderna. Utredningen har haft dialog med franska staten och ett större antal emittenter men ingen har kunnat specificera någon siffra på sina interna kostnader.

De interna kostnaderna skulle ligga i arbetstid för att ta fram ett ramverk som beskriver de processer och rutiner som tillämpas för att välja ut godkända miljö- och klimatmässigt hållbara utgifter. När ramverket är på plats skulle de löpande kostnaderna ligga i (i) inventering av miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar i budgetpropositionen, (ii) rapportering i årsredovisningen om emissionslikvidens allokering och (iii) vartannat år rapportera om obligationernas miljö- och klimatmässiga nytta. Observera att när väl emissionslikviden är allokerad behövs det inte tas fram någon ny rapportering till årsredovisningen. För ökad transparens kan emellertid framtagna rapportering kopieras till nästkommande budgetproposition under obligationens löptid.

Det föreslagna uppdraget till Riksrevisionen kräver ett engångsanslag för att utvärdera det statliga ramverket. Vid antagande att marknaden för extern granskning av ramverk är perfekt konkurrensutsatt borde denna kostnad vara identisk med kostnaden för att anlita en oberoende tredjepart, se nedan. Löpande skulle de behöva anslag för att validera emissionslikvidens allokering i årsredovisningen.

Om bedömningen är att det statliga ramverket ska granskas av en oberoende tredjepart uppskattas kostnaden för ett andrahandsutlåtande till mellan 120 000 och 400 000 kronor beroende på leverantör och omfattning. Utvärdering av det franska ramverket kostade cirka 30 000 euro. Detta är en engångskostnad för utvärdering av ramverket under vilket ett oändligt antal obligationer kan emitteras.

En statlig emission av gröna obligationer skulle innebära merkostnader jämfört med att emittera en traditionell obligation. Som en investering i att främja marknaden för gröna obligationer bedöms dessa extrakostnader som små, speciellt på längre sikt. Även om det inte är att räkna med skulle en grön obligation dessutom kunna innebära en något lägre finansieringskostnad för staten. En viss rabatt i form av lägre ränta på i snitt 1,8 räntepunkter (0,18 procentenheter) har identifierats på marknaden av

BIS, se 4 kap. Existensen av en viss rabatt i form av lägre ränta har också verifierats av emittenter som utredningen haft kontakt med. Emellertid har inte CBI och IFC i en gemensam rapport kunnat dra samma slutsats. Om den svenska staten skulle lyckas tillgodogöra sig en viss rabatt skulle det troligtvis betala för alla extrakostnader samtidigt som marknaden gynnades av ett större utbud av gröna obligationer.

8.2.10 Möjlig hantering för att minska likviditetsproblemet

Som tidigare beskrivits skulle emission av en statligt grön obligation ta resurser från att underhålla statens traditionella obligationer. Det är i skrivande stund problematiskt att upprätthålla likviditeten i de redan befintliga obligationerna. Om det då tillkommer ett tillgångsslag skulle likviditeten bli än mer ansträngd. Dessutom har investerare i gröna obligationer hittills visat en tendens till att hålla obligationerna till förfall vilket inte är gynnsamt för likviditeten.

Lösningen, om utrymme finns för att emittera en grön obligation i klimatanslagen i statsbudgeten, skulle kunna vara att helt ersätta en viss statlig obligation med en grön. Det finns i dag tre benchmarkobligationer som handlas i den elektroniska interbankhandeln av Riksgäldens återförsäljare. Obligationerna har två, fem respektive tio års löptid. Huvuddelen av Riksgäldens emissioner görs i den tioåriga benchmarkobligationen.

Den 10-åriga benchmarkobligationen skulle helt kunna ersättas med en grön sådan. Staten skulle alltså ha samma antal obligationer, samma utestående obligationsvolym och samma löptidsstruktur som tidigare. Vid ett sådant upplägg skulle det inte tillkomma någon ny obligation vid en ny löptid som tog resurser från de befintliga obligationerna. Inte heller skulle det bli så att den gröna obligationen skulle konkurrera med en traditionell med identisk eller närliggande löptid.

Som tidigare beskrivits finns det begränsade möjligheter att emittera en större grön statlig obligation. Det finns ett årligt upplåningsbehov på cirka 40 miljarder kronor vilket emitteras genom ett auktionsförfarande vid 20 tillfällen jämt fördelat under året i syfte att

underhålla befintliga obligationer.²¹ Alltså, när en ny 10-årig benchmarkobligation emitteras uppgår denna endast till ett par miljarder som sedan kontinuerligt fylls på.

Eftersom det handlar om en benchmarkobligation har Riksgälden emellertid ambition att snabbt bygga upp volymen. Det går till så att Riksgälden första dagen emitterar ordinarie auktionsvolym (f.n. 2 miljarder kronor) följt av fyra dagars byte där de byter in den gamla tioåringen och eventuellt någon till obligation med närliggande löptid. Målet är att vid introduktionen snabbt få ut totalt 20 miljarder kronor. Därefter auktioneras Riksgälden 2 miljarder kronor per tillfälle, framför allt i tio-års men även i två och fem år samt ibland i andra obligationer om marknaden efterfrågar det.

Detta upplägg skiljer sig från de stater som har emitterat gröna statsobligationer och som på ett bräde emitterat för ett större belopp. De stater som tidigare har emitterat har dessutom gjort så genom syndikalisering²² med tillhörande marknadsföring. Försäljning via syndikalisering är dyrare än dagens auktionsförfarande, enligt Riksgälden.

En emission enligt det auktionsförfarande som för närvarande är aktuellt i Sverige hade kunnat upplevas som något blekt rent storleksmässigt och skulle eventuellt inte ge samma signalvärde som en marknadsförd större emission. Om svenska staten skulle kunna tänkas acceptera en emission av en till att börja med ganska liten grön statsobligation hade marknaden troligtvis haft förståelse för Sveriges nuvarande skuldsituation och begränsade lånebehov. Vad som anses vara en liten emission kan diskuteras. Som beskrivits inledningsvis har Fiji framgångsrikt emitterat en grön obligation som uppgick till 400 miljoner kronor. Det ska ses i kontexten att Fiji är en betydligt mindre ekonomi än Sverige, men visar ändå på att obligationens absoluta belopp inledningsvis inte behöver spela så stor roll. Möjligheten finns också att i framtiden emittera en grön statsobligation om svenska staten skulle få ett ökat lånebehov.

Kvarstår gör problemet att en större andel investerare i gröna obligationer tenderar att hålla obligationen till förfall. Detta är troligtvis en konsekvens av det begränsade utbudet av gröna obligationer. Det innebär sämre likviditet och ett högre likviditetspremium. Om

²¹ Se 4 kap. för mer detaljerad beskrivning av obligationsmarknadens funktionssätt.

²² Ett flertal banker får i uppdrag att marknadsföra och sälja obligationen.

utbudet ökar borde sannolikt investerarna börja handla mer med tillgångsslaget. Detta sker som sagt inte förrän utbudet ökar och här har staten en möjlighet till att hjälpa marknaden genom att emittera stora volymer av statliga gröna obligationer. Om volymen inte blir tillräckligt stor för att få igång handeln skulle likviditeten kunna bli lidande. Vart denna gräns går är omöjligt att säga.

Om staten ökar utbudet av gröna obligationer finns det också risk för undanträngningseffekt. I dag får vissa emittenter en rabatt när de emitterar gröna obligationer p.g.a. att efterfrågan överstiger utbudet.²³ Om staten emitterar gröna obligationer kan de fylla en del av utbudsgapet och det blir möjligtvis inte lika gynnsamt för andra emittenter att emittera. En motverkande effekt är att likviditeten troligtvis ökar med ett ökat utbud och då sjunker likviditetspremien. Utredningen bedömer att undanträngningseffekten är begränsad. Rabatten är inget en emittent kan räkna med i dag och det är inte troligt att emittenter skulle sluta emittera för att den skulle försvinna.

Flera investerare har till utredningen rapporterat att likviditeten i gröna obligationer är lika bra eller högre än i traditionella obligationer sett till hur enkelt det är att avyttra dem på marknaden. Emellertid är det för statsobligationer som används i en mängd andra transaktioner inte endast likviditeten sett till avyttring som räknas, det är viktigt att det finns en viss omsättning och möjlighet att enkelt både köpa och sälja tillgångsslaget.

Samtidigt visar tidigare erfarenheter att fler investerare brukar vilja investera i gröna obligationer. Fler investerare borde allt annat lika innebära en bättre likviditet vid ansträngda situationer eftersom det finns potentiellt fler säljare och köpare av obligationen. Fler investerare borde öka sannolikheten för bättre likviditet och ett lägre likviditetspremium.

8.2.11 Överstatligt kontrollorgan

Utredningen har ovan diskuterat kring frågor som rör kontroll och validering av staters gröna obligationer. Ett förslag att överväga är att ett överstatligt organ som IMF ges en funktion som kontrollorgan.

²³ Se 4 kap. om prissättning av gröna obligationer.

Som diskuterats ter det sig något märkligt att privata aktörer ska agera kontrollinstans för staten. Emellertid är praxis för närvarande att privata aktörer granskar och utvärderar de statliga ramverken för emission av gröna obligationer.

Ett förslag till att undvika denna situation vore att ge Riksrevisionen i uppdrag att utvärdera och ta fram andrahandsutlåtande för statens ramverk. Att statens egen kontrollmyndighet skulle sköta granskningen kan emellertid uppfattas som olämpligt av aktörer från t.ex. tredje land som inte är insatta i det svenska regelverket. Dessutom skulle ett förfarande med att en stats egna kontrollorgan kontrollerar statens ramverk kunna upplevas som mindre trovärdigt för stater som inte har samma rigorösa regelverk och krav på oberoende som Sverige.

En lösning skulle möjligtvis kunna vara att låta ett överstatligt organ likt IMF granska och utvärdera staters ramverk för emission av gröna obligationer. Frågan om oberoende granskning skulle lösas och alla stater skulle utvärderas på ett likvärdigt och jämförbart sätt.

IMF har redan erfarenhet av att utvärdera och granska stater i andra sammanhang. IMF har därmed de rutiner och kompetens som skulle krävas för att även ta på sig rollen att utföra oberoende granskning av staters ramverk för emission av gröna obligationer. Möjligtvis skulle de behöva komplettera sin kompetens just på miljö- och klimatområdet.

Förutom att granska staters ramverk inför emission skulle IMF möjligtvis även kunna verifiera staters program för emission av gröna obligationer ex-post.

Denna möjlighet är emellertid något som måste analyseras vidare.

8.3 Statligt engagemang i gröna projekt – alternativa utformningar

Utredningen har ovan behandlat förutsättningarna och villkoren för att staten genom Riksgäldskontoret ska kunna emittera gröna obligationer. Utredningen har vidare diskuterat möjligheterna till alternativa utformningar på hur staten kan engagera sig i gröna projekt. Vidare har utredningen haft i uppdrag att inventera och belysa ett antal projektkategorier som skulle vara lämpliga att finansiera med hjälp av gröna obligationer, vilket diskuterats i 7 kap.

Utredningen har därför analyserat ett antal frågeställningar rörande hur sådana angelägna investeringar skulle kunna utformas för att underrätta såväl genomförandet som användningen av gröna obligationer.

8.3.1 OPS-utredningen

Kommittén om finansiering av offentliga infrastrukturinvesteringar via skatter, avgifter och privat kapital (SOU 2017:13, ”OPS-utredningen”) har tidigare analyserat frågan om alternativa finansieringsformer. Kommitténs arbete var dock avgränsat till den statliga transportinfrastrukturen såsom statliga vägar och järnvägar. Även om kommittén konstaterar att s.k. OPS-upplägg med statlig slutfinansiering inte är en fungerande metod för att undslippa att de offentliga finanserna belastas så innehåller kommitténs betänkande vissa förslag, även om kommittén konstaterar att oaktat eventuella skillnader i finansieringskostnad och effektivitetsvinster, vanlig anslagsfinansiering är att föredra. Ett s.k. OPS-program i Sverige ska därför kunna motiveras med en ökad samhällsekonomisk effektivitet i investeringsverksamheten.

8.3.2 Angelägna investeringar – nya finansieringsformer

Utbyggnaden av den samhälleliga infrastrukturen har historiskt ansetts vara en uppgift för det allmänna. Oavsett om detta har gällt frågor som transportinfrastruktur som vägar, järnvägar, hamnar och flygplatser eller om det gällt områden som kraftförsörjning eller andra infrastrukturella investeringar.

Under en rad av år har dock en diskussion förevarit såväl nationellt som internationellt rörande det allmännas förmåga att kunna finansiera inte bara önskvärda och ibland nödvändiga projekt utan också de resurser som avsätts för drift, underhåll och reinvesteringar. Diskussionen är således inte en nationell företeelse. De samhälleliga behoven av investeringar i olika typer av projekt överstiger vida de tillgängliga medlen såväl nationellt som internationellt och har så gjort under lång tid. Mot den bakgrunden har – i varierande grad mellan olika länder – en marknad kommit att uppstå där alternativa former för utveckling, ägande och finansiering av infrastruktur-

projekt. I Sverige har modellen i statlig regi endast kommit att användas i relativt begränsad omfattning såsom bl.a. vid byggandet och driften av den fasta förbindelsen över Öresunds samt för den s.k. Arlandabanan. Dessa båda projekt skiljer sig dock åt i några väsentliga avseenden bl.a. vad gäller statens insatser och utformningen av dessa, liksom hur huvudmannskapet är utformat.

I det följande redovisas inledningsvis några begrepp som har kommit att bli vanligt förekommande i diskussionen om alternativa finansieringsformer. Därefter diskuteras två principiella former för hur staten skulle kunna utforma ett program för offentliga investeringar med hjälp av direkt eller indirekta emissioner av t.ex. gröna obligationer för investeringar som bedöms som angelägna.

8.3.3 Vissa begrepp

I diskussionen om alternativa finansieringsformer förekommer vanligtvis ett antal begrepp såsom BOT, BTO, BOOT, OPS, PPP, PFI etc. I grunden är i vart fall de tre första begreppen snarare att betrakta som alternativa ägande- och avtalsformer snarare än principiella skillnader.

BOT (engelskans *Build, Own & Transfer*) innebär att en aktör (fristående från det allmänna) designar, projekterar, bygger en anläggning som när den är färdigställd överlämnar densamma till det allmänna enligt överenskomna villkor.

BOOT (engelskans *Build, Own, Operate & Transfer*) innebär, förutom att en aktör designar, projekterar och bygger en anläggning även att en aktör (som inte nödvändigtvis är densamma som svarat för anläggningen) även driver verksamheten på anläggningen under en avtalad tidsperiod enligt koncessionsliknande principer. De intäkter som anläggningen genererar under avtalsperioden tillfaller vanligtvis operatören och dessa används för att betala räntor och amorteringar, underhålls- och reinvesteringar samt i förekommande fall ägarens avkastning. Vid periodens utgång övergår anläggningen till det allmänna, endera vederlagsfritt eller till en i förväg bestämd ersättning. Skillnaden mellan BOT och BOOT är således vid vilken tidpunkt anläggningen överlämnas.

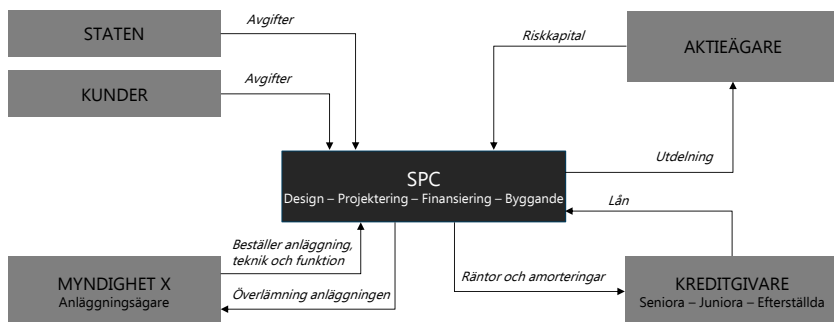
Medan BOT, BTO och BOOT således snarast är att betrakta som olika typer av kontraktuella förhållanden avser begreppen OPS, PPP

och PFI snarare förekomsten av offentlig – privat samverkan syftande till att åstadkomma angelägna samhällsinvesteringar (svenskans Offentlig-Privat Samverkan samt eng. *Public Private Partnership* samt *Private Finance Initiative*). Samtliga begreppen tenderar dock att användas relativt synonymt.

8.3.4 Projektutformning

I Figur 8.4 redovisas hur ett privat finansierat projekt principiellt är utformat då syftet är att finansiera det helt eller delvis med privat kapital. Det ska noteras att projektfinansiering av det slag det här är fråga om innehåller ett antal komplicerade juridiska, tekniska och ekonomiska frågor, varför beskrivningen med nödvändighet blir övergripande och principiell.

Figur 8.4 BOT och BTO struktur



Not: Bilden visar ett BOT alt BTO-projekt. Ett särskilt bolag ("SPC") får i uppdrag – vanligtvis genom en konkurrensutsatt upphandling – av t.ex. ett offentligt organ att designa, projektera, bygga och driva en viss anläggning. Efter färdigställandet, alternativt efter avtalstidens utgång, överlämnas anläggningen till det offentliga organet, endera vederlagsfritt eller till ett i förväg bestämt pris och i en överenskommen standard.

Källa: Danske Bank.

Modellen bygger på att ett – från det allmänna och från kreditgivarna – fristående bolag etableras, i figuren kallat SPC (eng. *Special Purpose Company*). Detta bolag skapas enbart i syfte att utgöra ett s.k. instrumentbolag för att designa, projektera, finansiera och bygga den aktuella anläggningen. Anläggningens standard och tekniska utformning etc. är noggrant angiven och allt som oftast dessutom bestämd i

lag och författning, SPC finansierar verksamheten med en kombination av eget och främmande kapital. Hur stor andel eget kapital bolaget behöver är en funktion av bl.a. kreditgivarnas bedömning av projektets risker samt dess framtida intjäningsförmåga. Kreditgivarna gör en riskbedömning av projektet som också påverkar det pris (räntan) dessa kräver för att tillhandahålla krediterna. Oftast består krediterna av olika typer av s.k. seniora, juniora och efterställda krediter som inom sig har olika s.k. säkerhetslägen²⁴. I praktiken förändras riskprofilen i projektet i takt med att det utvecklas och refinansieringar är inte ovanligt.

Tillgången i SPC är endera anläggningen (BOOT) eller, för det fall äganderätten till anläggningen övergår redan vid färdigställandet (BTO), den avtalade rätten att ta ut de avgifter som anläggningen genererar. I vissa fall är intjäningsförmågan i projektet av sådan omfattning att projektet i sin helhet kan finansiera räntor, amorteringar och aktieägarnas avkastningskrav. Vanligtvis är detta dock inte fallet och olika varianter av offentligt deltagande kan vara nödvändigt för att göra projektet finansieringsbart i kreditmarknaden. Således kan det offentliga lämna löpande ersättningar under projektets livslängd i form av avgifter etc. Det kan också förekomma att behovet av krediter överstiger kreditgivarnas vilja att tillhandahålla dessa, varför det allmänna endera får svara för delar av investeringskostnaden eller tillhandahålla krediter för att över huvud taget göra projektet kreditvärdigt.

8.3.5 Holdingbolag – ett sätt att effektivisera finansieringen och reducera risker

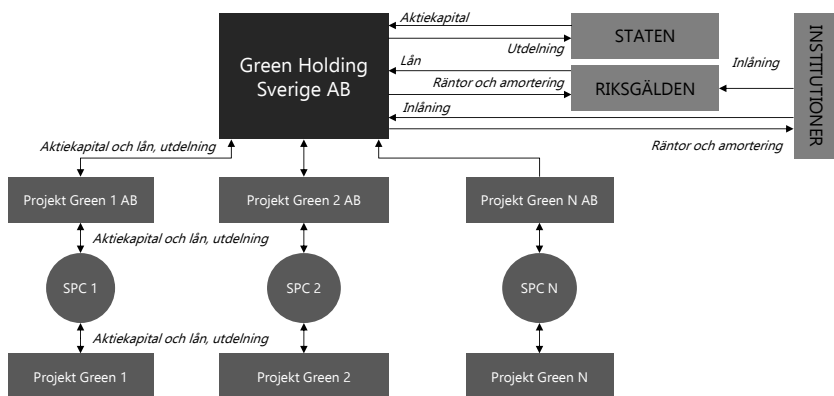
Varje projekt av den typ som här diskuteras är unikt. Även om det har kommit att etableras en viss marknadspraxis rörande avtalsutformning etc. så innebär varje enskilt projekt unika riskbedömningar i form av tekniska risker, regulatoriska risker, marknadsrisker m.m. Detta medför att transaktionskostnaderna i allmänhet är höga. Även OPS-utredningen har identifierat detta som en fråga som bör lösas genom bl.a. ökade institutionella resurser och erforderlig

²⁴ Vid insolvens tillgodoses först och främst de seniora krediternas fordran på SPC och de har därför lägst kreditrisk. Därefter tillgodoses de juniora krediternas fordran och sist de efterställda.

kompetens och att sådana resurser kan användas inom andra områden än transportinfrastruktur där OPS-modellen är eller kan vara aktuell. Utredningen har därför behandlat hur en sådan samordning skulle kunna utformas.

I en situation där staten skulle vilja utnyttja den modell för finansiering som här diskuterats är det därför naturligt att överväga om inte statens ska samordna sina åtaganden i en sammanhållande juridisk enhet, ett särskilt finansieringsbolag. Hur en sådan verksamhet principiellt skulle kunna organiseras redovisas i följande figur.

Figur 8.5 Statligt finansieringsbolag



Not: De underliggande projekten genomförs enligt BOT, BT0 eller BOOT-konceptet ovan. I detta alternativ kan de kreditgivare som inte vill eller kan delta i de underliggande projekten ändå delta genom att teckna obligationer i det överordnade bolaget.

Källa: Danske Bank.

Modellen innebär att staten bildar ett, för ändamålet, särskilt bolag. Bolagets uppgift är att i sin tur finansiera en uppsättning projekt, endera förutbestämda eller projekt som uppfyller vissa egenskaper. Bolagets uppgift är att i kreditmarknaden ta upp lån genom att emittera obligationer för vidareutlåning till ett eller flera underliggande projekt. För den händelse staten skulle vilja ha ett ägande i de underliggande projekten skulle detta också kunna ske genom bolaget att holdingbolaget tecknar ägarandelar i projektbolagen. I modellen vidareutlånar bolaget medlen till de underliggande projekten. Över tid kommer således bolaget att ha en portfölj av krediter till ett antal

underliggande projekt som i sin tur innebär en diversifiering såväl i tid som mellan projekttyper etc.

Ovan beskrivna former för projektfinansiering har generell tillämpning för olika typer av projektfinansiering med olika ändamål. Det särskilda finansieringsbolaget kan t.ex. ha till ändamål att erbjuda finansiering till olika typer av projekt, även med speciella karakteristika som t.ex. olika gröna projekt, som avses finansieras i obligationsmarknaden. Genom att staten, efter Riksdagens godkännande, bildar bolaget förfogar staten över bolagets verksamhet. Då bolaget får förmodas ges ett särskilt samhällsuppdrag, nämligen att emittera gröna obligationer för vidareutlåning till gröna projekt ska detta framgå av bolagets bolagsordning och då i dess ändamålsparagraf. Regeringen styr över bolaget och nominerar dess styrelse och kan också utfärda särskilda ägaranvisningar på årsstämma eller extra bolagsstämma, vilka bolagets styrelse har att följa.

8.3.6 Avslutande kommentarer

OPS-utredningen konstaterar, som tidigare nämnts, att OPS-upplägg med statlig slutfinansiering inte är en lämplig metod för att undslippa att de offentliga finanserna belastas, men att modellen innebär att statliga utgifter under utgiftstaket dock skjuts på framtiden. OPS-utredningen anger vidare att OPS-upplägg blir mindre transparenta sett ur ett budgetprocessperspektiv och att sedvanlig anslagsfinansiering därmed är att föredra. Utöver detta menar OPS-utredningen att då svenska staten för närvarande har högsta möjliga kreditvärdighet så är statens finansieringskostnad lika med den riskfria räntan. Utredningen vill mot OPS-utredningens konstaterande dock göra vissa kommentarer.

Det är korrekt att ingen kan låna billigare än svenska staten. Dock innebär en statlig finansiering att staten också bär all risk, även i projekt där ett kommersiellt riskavlyft skulle vara möjligt. I den statliga upplåningen är motpartsriskerna svenska staten, alldeles oavsett vad statens användningsområde för medlen är. Genom att härleda finansieringen till ett eller flera specifika projekt skulle förvisso finansieringskostnaden med all sannolikhet öka, men detta skulle också motiveras av att statens skiftade risk till andra aktörer, vilket i sig är en effektiv hantering om så är möjligt.

Vidare anser utredningen att OPS-utredningen inte har beaktat de restriktioner för den statliga upplåningen som budgetlagens bestämmelser innebär, nämligen att statens budget ska finansieras med skatter och att upplåning enbart ska ske för att hantera tillfälliga obalanser i likviditeten. Det är ett grundläggande problem att staten inte lånar till investeringar med nyttor som uppträder i framtiden men med OPS-utredningens principiella förhållningssätt innebär slutsatsen att över tid endast projekt som kan finansieras av skatteintäkter ska kunna genomföras. För att större investeringar ska kunna göras innebär detta att andra, angelägna politikområden måste ställas tillbaka.

Utredningen menar att detta inte kan vara en rimlig hållning om och när alternativa projekt- och finansieringsformer kan medverka till att samhällsekonomiskt lönsamma projekt med egen intjäningsförmåga kan utgöra alternativa genomförandeformer, även om de faktiska finansieringskostnaderna för de enskilda projekten är högre. Detta är en naturlig följd av att den statliga upplåningen inte är tillgänglig för de angelägna projekt som behöver genomföras.

Som utredningen pekat på i 7 kap. är det av vikt att investeringar i omställning till en miljö- och klimatmässigt hållbar ekonomi görs skyndsamt. Motiveringen till att agera skyndsamt ligger i att det ska finnas en rimlig chans att uppfylla åtagandet gentemot Parisavtalet 2015 om att uppnå nettonollutsläpp under detta sekels andra hälft. Dessutom medför en sen och hastig omställning högre samhälls-ekonomiska kostnader, se 7 kap. Med enbart skatteintäkter och anslagsfinansiering finns det risk för att investeringar viktiga för en omställning blir färdigställda mycket sent vilket kan äventyra möjligheten att uppfylla åtaganden och resultera i högre samhälls-ekonomiska kostnader.

8.4 De statliga bolagen som en katalysator för marknadens främjande

Förslag: Initiativ till en översyn av de statliga bolagens finansieringsverksamhet ska tas och därigenom pröva om hela eller delar av den finansiering som bolagens investeringsverksamhet ger upphov till skulle kunna försörjas med gröna obligationer.

Utredningen har ovan redovisat sina överväganden och förslag vad gäller förutsättningarna för att, inom och utanför den statliga emissionsverksamheten, emittera gröna obligationer för olika angelägna ändamål.

Utöver de förslag som redovisas i avsnitten 8.2 och 8.3 så är det enligt utredningens uppfattning angeläget att även belysa övriga insatser som staten kan göra för att främja och stimulera framväxten av en marknad för gröna obligationer. Det är i det sammanhanget naturligt att diskutera de statliga bolagen.

Staten är landets största bolagsägare. Totalt är staten helägare i 48 hel- eller delägda bolag, varav två – SAS och Telia Company – är börsnoterade. Vid utgången av 2016 uppgick det uppskattade värdet av statens bolagsportfölj till 510 miljarder kronor. Nettoomsättningen (exkl. intressebolag) uppgick till 321 miljarder kronor och bolagen lämnade en utdelning på 13,6 miljarder kronor. Antalet anställda uppgick till 137 000.

Bolagsportföljen förvaltas av regeringen. Grunden för regeringens förvaltning återfinns i 9 kap 8 § regeringsformen, vari anges att regeringen – med vissa undantag – förvaltar och förfogar över statens tillgångar. Viss reglering av förvaltningen finns även i budgetlagen (2011:203) vari anges att regeringen inte utan riksdagens bemyndigande får förvärva aktier eller andelar i ett företag eller på annat sätt öka statens röst- eller ägarandel i ett företag. Inte heller får regeringen skjuta till kapital till ett företag. Enligt samma lag får regeringen inte heller utan riksdagens bemyndigande genom försäljning eller på annat sätt minska statens ägarandel i ett företag där staten har hälften eller mer än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar.

Staten har för sin bolagsförvaltning sedan lång tid utfärdat generella anvisningar i form av en ägarpolicy ("Statens ägarpolicy och riktlinjer för bolag med statligt ägande 2017" är den senaste och nu gällande policyn). I ägarpolicyn redogörs för uppdrag och mål, tillämpliga ramverk och inställningen i viktiga principfrågor avseende styrningen av bolag med statligt ägande. Att förvalta statens bolag är ett ansvarsfullt uppdrag som ska utföras på ett aktivt och professionellt sätt med värdeskapande som ett övergripande mål. Det innebär att bolagen ska agera långsiktigt, effektivt och lönsamt samt ges möjlighet att utvecklas. Det övergripande målet är att bolagen ska

skapa värde och i förekommande fall se till att de särskilt beslutade samhällsuppdragen utförs väl. Svenska staten var i internationellt perspektiv tidig med att introducera hållbart företagande som en väsentlig del i ägarpolitiken. Enligt ägarpolicyn ska bolag med statligt ägande agera föredömligt inom området hållbart företagande och i övrigt agera på ett sådant sätt att de åtnjuter offentligt förtroende.

Regeringens ambitionsnivå för hållbart företagande i bolag med statligt ägande är hög. Hållbart företagande, som styrs med etablerade verktyg, är en viktig och integrerad del i ägarstyrningen. Ägarstyrningen syftar till att bolag med statligt ägande ska agera föredömligt genom att:

- arbeta strategiskt med hållbart företagande, vilket bl.a. innebär att styrelserna fastställer strategiska mål för hållbarhetsarbetet och strategier för att nå dessa,
- löpande följa upp de strategiska hållbarhetsmålen och måluppföljningen,
- agera öppet mot sina intressenter genom att hållbarhetsrapportera samt att föra en öppen och konstruktiv dialog med sina viktigaste intressenter. I regeringens riktlinjer för extern rapportering åläggs bolagen att i samband med årsredovisningen publicera en genom oberoende granskning och bestyrkande kvalitetssäkrad hållbarhetsredovisning enligt *Global Reporting Initiative* (GRI),
- samarbeta med andra bolag med statligt ägande, det privata näringslivet, ideella organisationer samt andra intressenter för att effektivisera arbetet liksom att uppnå ännu bättre resultat,
- efterleva internationella riktlinjer kring miljöhänsyn, mänskliga rättigheter, arbetsvillkor, antikorruption och affärsetik: de tio principerna i FN:s *Global Compact*, FN:s vägledande principer för företag och mänskliga rättigheter samt OECD:s riktlinjer för multinationella företag.

För att följa upp och analysera bolagens arbete med hållbart företagande har en hållbarhetsanalys utvecklats av förvaltningsorganisationen. Resultatet av analysen används i den aktiva förvaltningen, dvs. i ägardialogen och i processerna för styrelsenominering, ekonomiska mål och uppdragsmål. Analysen ger underlag för en gemensam och förutsebar utgångspunkt i dialogen mellan ägaren och

bolaget vilket skapar förutsättningar för en långsiktig och konsekvent styrning av bolagen.

Vägledande för bolagens arbete inom hållbart företagande ska alltså vara de internationella riktlinjer som styr området, såsom FN:s *Global Compact*, FN:s vägledande principer för företag och mänskliga rättigheter samt OECD:s riktlinjer för multinationella företag. Utöver detta anges i policyn att bolag med statligt ägande inom ramen för sin verksamhet även ska analysera de globala hållbarhetsmålen som anges i Agenda 2030 för att identifiera de mål som bolaget genom sin verksamhet kan påverka och bidra till. I policyn anges vidare särskilt att vad gäller miljö- och klimatpåverkan, bolagen genom en hållbar och giftfri resursanvändning ska verka för en minskad klimat- och miljöpåverkan så att det av riksdagen beslutade generationsmålet och de beslutade miljökvalitetsmålen samt Parisavtalet 2015 uppnås.

Av riktlinjerna för extern rapportering i bolag med statligt ägande framgår vidare att bolagen ska avge s.k. hållbarhetsredovisning enligt GRI:s riktlinjer eller enligt annat internationellt ramverk för hållbarhetsredovisning. Denna redovisning ska kvalitetssäkras genom en oberoende granskning och vara bestyrkt av bolagets revisorer.

Statens styrning av de statliga bolagen sker på samma sätt som andra ägare styr de bolag de äger inom ramen för aktiebolagslagen (2005:551), de begränsningar som utgörs av riksdagens beslut om s.k. samhällsuppdrag samt Svensk kod för bolagsstyrning, vilken regeringen förbundit bolagen att tillämpa. Staten uppträder på bolagsstämmor, nominerar och entledigar styrelser samt utfärdar i förekommande fall ägaranvisningar. Staten har därmed möjlighet att via styrelsenomineringar och ägaranvisningar påverka bolagens beteenden i viss riktning.

Det skulle i det här sammanhanget föra för långt att i detalj diskutera vilka bolag i den statliga portföljen som skulle kunna vara emittenter av gröna obligationer. Enligt vad utredningen har inhämtat under arbetet har dock SBAB²⁵, Specialfastigheter²⁶ och Sveaskog²⁷ emitterat sådana obligationer. Utredningen konstaterar dock att ett antal av bolagen med statligt ägande är verksamma inom

²⁵ Utestående obligationsvolym på 3,75 miljarder kronor den 14 november 2017.

²⁶ Utestående obligationsvolym på 1,25 miljarder kronor den 21 november 2017.

²⁷ Utestående obligationsvolym på två miljarder kronor den 14 november 2017.

kraftförsörjning och energiproduktion, fastigheter, transport och logistik m.m. och att dessa bolag också har stora realkapitalinvesteringar. Enligt utredningens uppfattning bör regeringen ta initiativ till en översyn av dessa bolags finansieringsverksamhet och därigenom pröva om hela eller delar av den finansiering som dessa bolags investeringsverksamhet ger upphov till skulle kunna försörjas med gröna obligationer.

9 Ikraftträdande

Förslag: Författningsförslaget ska träda i kraft så snart som möjligt.

Bedömning: Det finns inte behov av någon övergångsbestämmelse.

Det förslag till författningsändring som lämnas innebär en komplettering till redan gällande reglering över de som har direkt tillgång till registret över energideklarationer (se avsnitt 6.7.1.B). Tillägget är inte så omfattande eller betydande att en lång anpassningsperiod är nödvändig.

Utredningen har bedömt att det inte heller finns behov av någon övergångsbestämmelse för det författningsförslag som lämnas.

10 Förslagets konsekvenser

Enligt kommittédirektiven ska utredningen överväga förslagets konsekvenser under arbetets gång. Utredningen har i enlighet därmed valt att inkludera överväganden om konsekvenserna löpande i betänkandet. Här ges en sammanfattande bild.

10.1 Allmänt

Utredningen har som sitt främsta uppdrag haft att föreslå åtgärder för att främja den gröna obligationsmarknaden. Olika former av främjande kan tänkas så som diskuterats i betänkandet, men en huvudsaklig betydelse ligger i att öka tillväxten av både emittenter, emissioner och investerarbas. Ett övergripande syfte med främjandeåtgärderna ska enligt utredningens direktiv vara att nå en hållbar finansmarknad. En sådan marknad kan enkelt uttryckt förväntas om antalet gröna emissioner ökar.

De främjandeförslag som utredningen tagit fram innebär en knuff i rätt riktning tills marknaden för gröna obligationer har vuxit till egen bärkraft. De stödprogram som föreslagits kan därvid ses över, revideras och sannolikt tas bort. Problem kan ändå uppstå under uppbyggnadsfasen med särskilt minskad likviditet om olika tillgångslag konkurrerar. Det skulle ske om det inte finns tillräckligt med hållbara tillgångar och projekt för att helt ersätta traditionella obligationer. Det är därmed vitalt för att nå en utbyggd marknad för gröna obligationer, och i förlängningen en hållbar finansmarknad, att kunskap, stöd och incitament snabbt når ut på fältet i syfte att öka utbudet av gröna obligationer.

10.2 Samhällsekonomiska konsekvenser

Konsekvenser för aktörer på finansmarknaden

Möjligheten att emittera gröna obligationer står öppen för envar som önskar emittera en obligation, men som utredningen visat finns data som tyder på att ett antal emittenter som skulle kunna emittera grönt avstår av kostnadsskäl, kunskapsbrist eller dålig förankring bland investerargrupper. De som emitterat grönt vittnar t.ex. om att investerarbasen ändrats vid en grön emission jämfört med en traditionell. Utredningen har föreslagit ett flertal åtgärder för att något reducera nackdelar och risker med att emittera grönt. Det gäller särskilt ekonomiska incitament, andra typer av bidrag, kunskapsstöd, information, utbildning och forskningsinsatser.

Ett ensidigt främjande av ett tillgångsslag skulle kunna ske på bekostnad av något annat tillgångsslag. Här skulle det främst gälla att den gröna obligationsmarknaden främjas på bekostnad av den traditionella obligationsmarknaden.

All form av främjande riskerar att skapa snedvridningar i konkurrensen om det inte är så att det föreligger ett marknadsmisslyckande som främjandet avser att åtgärda. När det gäller den gröna obligationsmarknaden visar uppgifter till utredningen att det är möjligt att argumentera för att det föreligger ett utbudsproblem – ett marknadsmisslyckande – som innebär sämre likviditet och att den gröna obligationen fortlever som en nischad produkt bland finansiella aktörer med dålig kunskap om tillgångsslaget. Med anledning av detta tvekar emittenter för att emittera gröna obligationer, och samtidigt som endast ett fåtal emitterar gröna obligationer kommer utbudsproblemet aldrig avhjälpas, alltså en form av moment 22.

Marknadsmisslyckandet skulle ligga i att emittenter tenderar att inte vilja vara de första som tar kostnaden för att bygga upp marknaden. Ett främjande reducerar denna kostnad och bör vara på plats tills marknaden nått en storlek där problemen gällande likviditet, nischad produkt, transparens, kunskap, etc. är överkomliga. Utredningen bedömer problemen som överkomliga vid en marknadsstorlek om cirka 1 000 miljarder kronor, att jämföra med den uppskattade storleken på den svenska gröna obligationsmarknaden runt 90 miljarder kronor i dag, vilket utgör ett par procent av den totala storleken på hela den svenska obligationsmarknaden.

I de perspektiven kan eventuella olägenheter med ett främjande sväljas av finansmarknaden. Det måste också ses som positivt att tillgången på olika tillgångsslag ökar, att medvetenhet och kunskap om hållbarhet ökar på finansmarknaden och att projekt som inte bidrar till en hållbar utveckling och genomförande av FN:s Agenda 2030 kan sorteras bort.

Ytterst innebär ett främjande av en grön obligationsmarknad att kapitalströmmarna ändrar riktning mot hållbarhet. En förutsättning här är att utvecklingen inte går för snabbt, annars kan en risk för s.k. strandade tillgångar (eng. *stranded assets*) uppstå, dvs. att vissa tillgångar riskerar bli värdelösa för att marknaden växlar över oväntat och för fort. Exempel på strukturomvandlingar utgör nedläggningen av varvsindustrin och omdaningen av tekoindustrin med flytt av produktionen till andra länder. Inget av utredningens förslag innebär sådana drastiska förändringar, utan insatserna förväntas i stället bredda antalet tillgångsslag på marknaden och öka medvetenheten om vilka effekter investeringen kommer att få.

Konsekvenser för investerarna

De förslag utredningen lämnat i syfte att stärka den gröna obligationsmarknadens konkurrenskraft ger indirekt gynnsamma effekter även för investerarna. Ökad konkurrens och fler alternativ skapar en ökad valmöjlighet till en diversifierad portfölj och i sammanhanget möjlighet till riskreducering eftersom den underliggande investeringen är genomlyst vid lanseringen som grön och sedan följs upp vad gäller återverkningarna, att investeringen får den gröna effekt som utlovats, att kunna avgöra om man får det man investerat i.

En nackdel för investerarna skulle kunna vara den nivå på kunskap som erfordras för att kunna avgöra om investeringen har möjlighet att leverera den hållbarhet som utlovats. Här har marknaden genom självreglering tagit fram riktlinjer om s.k. andrahandsutlåtanden (eng. *second party opinion*) som hjälper investerarna att selektera bland alternativen.

En olägenhet skulle kunna vara att gröna obligationer främst setts som ett tillgångsslag förbehållet institutionella investerare, men genom skapandet av gröna obligationsfonder möjliggör marknaden för en ytterligare breddad investerarbas med icke-professionella

aktörer. Konsumenter är i typfallet alltid i underläge på finansmarknaderna genom sin informations- och kunskapsbrist. Utredningen har här föreslagit ett stödprogram för professionella investerare för att avverka sådana brister när det handlar om gröna obligationer, vilket också kan bli tillämpligt för icke-professionella investerare.

10.3 Konsekvenser för staten och myndigheter

Utredningens förslag om en statlig emission av en grön obligation skulle tillföra likviditet på marknaden och stärka Sveriges goda rykte inom miljö- och klimatfrågor.

Förslagen om att de statliga verken och bolagen ska åläggas att genomlysa balansräkningar och se över finansieringen av verksamheten får den goda effekten att verksamheterna kan delas upp i en grön del och en icke-grön på samma sätt som för privata verksamheter. Det ligger naturligtvis i linje med de åtaganden som den svenska staten gjort t.ex. genom att tillträda Parisavtalet 2015 och ansluta sig till FN:s Agenda 2030. Genomlysningen kommer att kräva resurser i form av mantimmar och även kompetens. Några säkra slutsatser kan inte dras om kostnadseffekter o dyl., eftersom förslagen kommer att slå olika beroende på hur välskött verksamheten är ur hållbarhetsperspektiv.

Naturvårdsverket föreslås få i uppdrag att administrera en del av stödprogrammen, särskilt s.k. *pay for performance*. I takt med att kunskapen sprids om sådana stöd- och incitamentsprogram kan antalet ansökningar förväntas öka. Något som ställer krav på myndighetens kompetens och resurser för handläggning. Naturvårdsverket besitter redan betydande kompetens i miljö- och klimatfrågor och kan förväntas klara uppdraget utan större ansatser. Mantimmar för handläggning bör dock påräknas. Ansökan kan avgiftsbeläggas för att finansiera myndighetens prövning.

Den möjlighet till överklagande av Naturvårdsverkets beslut om stöd ska utgå eller inte kan förväntas medföra att ärenden initieras vid allmänna förvaltningsdomstolar. Eftersom antalet emissioner i dagsläget uppgår till ett trettioital om året förväntas inte ärendetillströmningen vara särskilt påtaglig. Det bör dock noteras att kompetens och kunskap kommer att erfordras hos domstolarna för att

rätt bedöma rätten till bidrag och dess storlek. De modeller för informationsstöd och kunskapsuppbyggande som föreslagits för att stödja marknaden kan lika väl nyttjas av domstolar och myndigheter för att öka sin interna kompetens.

Finansinspektionen berörs på sikt om förslagen om justerade kapitaltäckningskrav och uttag av resolutionsavgift, m.m. genomförs. Inspektionen har uppdraget i dag att garantera efterlevnaden av EU-regelverk och svenska lagar på området. Myndigheten är härvid en expertmyndighet likväl som tillsynsmyndighet. De eventuella uppgifterna förväntas därmed inte leda till något särskilt merarbete eftersom arbete redan utförs med tillämpning av samma regelverk. Stora delar av verksamheten vid myndigheten är avgiftsfinansierad och omfattar även här föreslagna uppgifter. Kompletterande föreskrifter kommer dock att krävas för att reglera beräkningsgrunder o dyl.

Finansinspektionen föreslås också få ansvar för att branschöverenskommelse mellan utförandeplatser om krav för hållbarhetslistning tas fram och att strukturmodell för öronmärkta tillgångar arbetas fram. Huvuddelen av arbetet förväntas utföras av parterna, dock under överinseende av myndigheten. Ett visst merarbete kan förväntas för myndigheten, men kompetensen och erfarenheten finns redan vid Finansinspektionen varför uppdragen inte kan ses särskilt betungande.

Arbetet med att ta fram kunskapsstöd och andra informationsåtgärder kommer att kräva resurser hos myndigheterna och kan förväntas leda till behov av ytterligare anslag som en engångsinsats. Det rör sig inte om ett fortlöpande arbete. Dessutom föreligger en hel del underlag redan genom marknadens självreglering. Förslagen väntas därför inte vara särskilt betungande för verksamheterna.

För kostnadsberäkning gällande statens utgifter i samband med utbetalningar enligt föreslagna stödprogram se stycke 6.7.1 åtgärdsförslag A och C.

Det Klimatpolitiska rådet är en nämndmyndighet och föreslås av utredningen att få en roll vid emission av en grön statsobligation. Rådet startar sin verksamhet den 1 januari 2018 med uppdraget, enkelt uttryckt, att säkerställa att regeringens klimatpolitik ligger i linje med Sveriges klimatåtaganden, särskilt Parisavtalet 2015. Den funktionen medför att rådet blir väl skickat att ansvara för genomlysningen av statsbudgeten för att identifiera de investeringar som är lämpliga att finansiera med gröna stats-

obligationer. Ordföranden för rådet har varit generaldirektör för Finansinspektionen varför hög kompetens på området kommer att finnas på plats från början. Uppgiften kommer ändå på sikt medföra ett visst merarbete för rådet men kostnaden blir beroende av ambitionsnivån i emissionsprogrammet och kan inte uppskattas i dag. Den redovisning av kostnader för anlitande av privata aktörer vid andrahandsutlåanden som visats av utredningen bör kunna användas som riktmärke för anslag.

Utredningen föreslår vidare att Riksrevisionen får i uppdrag att granska ett statligt grönt emissionsprogram och ansvara för återrapporeringen. Det innebär en ny uppgift för myndigheten men det är inte en okänd arbetsuppgift på marknaden. Det finns privata aktörer som utför sådana uppdrag i dag. De kostnader som redovisats i betänkandet för de olika momenten vid en emission kan överföras till ett behov av anslag för myndigheten.

10.4 Övriga konsekvenser

Förslagen har inte någon inverkan på den kommunala självstyrelsen. När det gäller övriga samhällsfrågor som anges i 15 § kommittéförelörden, och som inte berörts ovan, gör utredningen bedömningen att förslagen inte har sådan betydelse att särskilda överväganden behöver redovisas.

11 Författningskommentar

11.1 Förordning om ändring i förordningen om energideklaration för byggnader (2005:1592)

17 §

Boverket får i det enskilda fallet medge direktåtkomst till energideklarationsregistret för

1. en eller de kommunala nämnder som fullgör kommunens uppgifter inom plan- och byggväsendet, om det sker för det ändamål som anges i 18 § 4 lagen (2006:985) om energi-deklaration för byggnader,

2. Statens energimyndighet,

3. oberoende experter för sökningar på byggnader som omfattas av deras uppdrag,

4. byggnadsägare, för sökningar på byggnader som de äger, och

5. *de som behöver uppgifterna för att få sina ramverk godkända för att kunna emittera obligationer med säkerhet i gröna fastigheter och för granskarna av sådana obligationer med uppdrag enligt lagen (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer.*

En ny punkt 5 införs. Mindre redaktionella ändringar införs i punkterna 3 och 4: ett ”och” flyttas från punkten 3 till 4.

Punkten avser att bredda möjligheterna till direktåtkomst till energideklarationsregistret i samband med emission av obligationer med säkerhet i gröna fastigheter och vid granskningen av desamma enligt 3 kap. lagen (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer. Det finns kriterier för hållbara byggnader på marknaden som skulle kunna användas för den här avsedda typen av gröna obligationer. I Sverige finns det ett energiklassningssystem som skulle kunna användas för att identifiera de hållbara byggnaderna. En utökad direktåtkomst till registret medför att emissioner av

säkerställda gröna obligationer kan genomföras genom att hållbara byggnader kan identifieras. En utökad direktåtkomst möjliggör också för emittenter av säkerställda obligationer att utveckla system för att på ett automatiserat och enkelt sätt identifiera hållbara byggnader. Manuell hantering av den stora mängd bolån det gäller är resurskrävande och onödigt fördyrande för emissionen. Den direkta tillgången till registret förbehålls de emittenter som behöver access för att få sin emission godkänd enligt principerna för gröna obligationer.

Den utökade åtkomsten möjliggör också för den särskilda granskaren av registren över säkerställda obligationer att verifiera att byggnaderna som ligger till säkerhet för gröna säkerställda obligationer verkligen uppfyller kraven om hållbar energiförbrukning, vilket möjliggör för denne att uppfylla sitt uppdrag enligt 3 kap. lagen om utgivning av säkerställda obligationer.

Särskilda yttranden

Särskilt yttrande av Karl Bergstrand

Mitt särskilda yttrande motiveras av följande invändningar mot utredarens förslag om en statlig emission av gröna obligationer:

- Utredningen kan inte påvisa hur förslaget om en statlig emission av gröna obligationer ska ge positiva effekter för den gröna omställningen i samhället, dvs. leda till fler gröna projekt.
- Förslaget riskerar att orsaka en undanträngningseffekt med negativa konsekvenser på dagens marknad för finansiering av gröna projekt.
- Utredningens resonemang om alternativa finansieringslösningar behöver förtydligas.

Inledning

Utredningen Gröna obligationer ska analysera och lämna förslag på hur marknaden för gröna obligationer kan utvecklas. Direktivet ger inte något specifikt uppdrag att utreda en statlig emission av gröna obligationer. Däremot ska ett eventuellt förslag från utredaren om en statlig emission vara förenligt med budgetlagens bestämmelser, en effektiv statsskuldsförvaltning samt vara kostnadsneutralt. Det är en viktig begränsning. Budgetlagen är en del av det finanspolitiska ramverket som fungerar som stöd för regeringen och riksdagen att bedriva en välavvägd finanspolitik som säkerställer långsiktigt hållbara offentliga finanser. De grundläggande principerna och reglerna för omfattningen av och innehållet i statens budget samt hur den beslutas har successivt vuxit fram under lång tid inspirerade av lärdomar från bland annat 90-tals krisen. Riksdagens

beslut om de övergripande finanspolitiska målen, överskottsmålet och nivåerna på utgiftstaket, ger förutsättningarna för besluten om statens budget. Givet dessa begränsningar prioriterar riksdagen vid ett tillfälle om året mellan samtliga statliga åtaganden och har möjligheten att genomföra omprioriteringar i budgetpolitiken. Då kan allokeringen av de statliga utgifterna och eventuella förändringar av skattesystemet beakta alla relevanta faktorer, varav det gröna perspektivet är en, som tillsammans bidrar till ett samhällsekonomiskt effektivt användande av offentliga medel. För att säkerställa en effektiv allokering bör inte statliga medel öronmärkas till specifika åtgärder, eftersom de då undantas från den årliga budgetprövningen. Det följer av bestämmelserna i budgetlagen (2011:203) om budgetens fullständighet och bruttoredovisning och det gäller både inkomster och upplånade medel.

En statlig grön obligation bidrar inte till grön omställning i samhället

De grundläggande normerna för gröna obligationer, med en tydlig koppling mellan upplånade medel och dess användning, är svåra att förena med principerna för den statliga budgetprocessen. Denna principiella motsättning kan vara en bidragande orsak till att det hittills finns få exempel på att stater emitterat gröna obligationer. Frankrike är sannolikt det enda exemplet i världen som kan ses som jämförbart med en eventuell svensk grön emittering. I det franska fallet blir konsekvensen av motsättningen mellan principer tydlig. För att undvika öronmärkning finansierar den franska gröna obligationen bara historiska och pågående utgifter som parlamentet redan beslutat. I efterhand har den franska regeringen klassificerat relevanta delar av den beslutade budgeten som gröna och möjliga att avräkna mot emissionsbeloppet för den gröna obligationen. Det innebär att effekten av en statlig grön obligation är begränsad till en omklassificering av befintliga utgifter och projekt som staten redan bedriver eller planerar och som hade påbörjats även utan denna finansieringskälla. Därmed bidrar en statlig grön obligation inte till en snabbare eller mer omfattande omställning av samhället i grön riktning.

Däremot finns det tydliga risker med en statlig emission

Efterfrågan på gröna obligationer har ökat kraftigt de senaste åren. Utredningen motiverar i första hand förslaget om en statlig grön obligation med att det ökar utbudet av gröna obligationer, vilket skulle kunna tillgodose behovet hos fondbolag som vill påvisa att de investerar miljövänligt. Men samhällets miljönytta skapas av gröna projekt, att fler miljövänliga projekt startas eller att fler befintliga projekt blir mer miljövänliga, inte av huruvida en obligation eller annan finansieringsform klassas som grön eller ej. Utredningen ger emellertid inget välgrundat svar på hur en statlig grön obligation, direkt eller indirekt, ska kunna bidra till att öka antalet gröna projekt.

Skillnaden mellan efterfrågan och utbud bör vara en stark drivkraft för att överkomma de administrativa hinder som en grön obligation medför och över tid bidra till att öka antalet gröna projekt. Som framgår i betänkandet har den starka efterfrågan redan fört med sig en mycket snabb ökning i Sverige av utbudet av gröna obligationer. Det gäller både antal emittenter och emitterade belopp. Utredningen visar att sedan första emitteringen i Sverige 2008 har den utestående volymen av gröna obligationer vuxit med i genomsnitt 47% per år, dvs. mer än en fördubbling vart annat år. Den årliga emissionsvolymen av gröna obligationer, som andel av totalt emitterad obligationsvolym, har vuxit till 5 procent under samma period. Antalet emittenter ökade långsamt de första åren, men har under åren 2014–2017 vuxit från 5 till ca 40.

En statlig emittering riskerar att skapa undanträngningseffekter som ökar finansieringskostnaden för icke-statliga gröna projekt och därmed att minska intresset för gröna obligationer hos privata utgivare. Det ökade utbudet av gröna obligationer som skulle följa av en statlig emission kan minska den gröna premie som i vissa fall leder till en lägre finansieringskostnad för gröna projekt. Om de potentiella vinsterna av att kunna finansiera gröna projekt billigare än andra projekt minskar blir det mindre attraktivt än i dag att starta projekt som kan finansieras med gröna obligationer. Projekt som skulle kunna ha en positiv påverkan på miljön riskerar därför att inte påbörjas. Den sammantagna effekten på den privata marknaden för gröna obligationer är oklar.

Ytterligare en risk med en statlig emittering är att företag som strävar efter en grön profil kan välja att köpa statliga gröna obligationer i stället för att ställa om verksamheten, s.k. *green washing*.

Utredningen kan inte påvisa att statliga gröna obligationer leder till faktisk miljönytta. Som beskrivits ovan riskerar en statlig utgivning av gröna obligationer i stället att leda till minskad miljöförbättring. Samtidigt ökar kostnaderna för staten att genomföra de miljöprojekt som ändå planerats, eftersom de administrativa kostnaderna för att validera dessa för obligationsmarknaden tillkommer.

För att främja den gröna omställningen genom gröna obligationer bör andra förslag från utredaren i stället lyftas fram. Förslag som minskar kostnaderna för att emittera gröna obligationer, t.ex. ett *pay-for-performance* program där utgivaren i efterhand kompenseras för minskade koldioxidutsläpp eller ett stödprogram för att finansiera kostnader för extern granskning, är tänkbara alternativ.

Vidare föreslår utredaren nya uppgifter för Klimatpolitiska rådet. Rådets uppgift i dag är att utvärdera hur regeringens samlade politik är förenlig med de klimatmål som riksdagen och regeringen har beslutat. Det skulle därför vara direkt olämpligt att Klimatpolitiska rådet har en operativ roll som utförare av regeringens politik genom att ta fram ett ramverk för statliga gröna obligationer. Uppgiften att utvärdera regeringens politik förutsätter en oberoende ställning.

Alternativa finansieringslösningar och de offentliga finanserna

När det gäller finansiering av stora projekt (företrädesvis infrastruktur) och effekten på de offentliga finanserna hänvisar kommittén för gröna obligationer till betänkandet Finansiering av infrastruktur med privat kapital? (SOU2017:13) som visar att projekt med statlig slutfinansiering medför att de offentliga finanserna, och därmed uppföljningen av överskottsmålet, påverkas med motsvarande de årliga faktiska utgifterna för projektets färdigställande (d.v.s. byggekostnaderna). De senaste två decennierna har Eurostat successivt utvecklat principer och riktlinjer för hur projekt med inslag av privat kapital ska behandlas statistiskt, vilket generellt sett inneburit att tillämpningen på detta område skärpts. Det har därför

efterhand blivit allt ovanligare att en sådan tillgång, enligt Eurostats definition, klassificeras utanför den offentliga sektorn.

Trots detta diskuterar utredningen för gröna obligationer alternativa finansieringslösningar till traditionell anslagsfinansiering, t.ex. att särskilda bolagslösningar erbjuder möjligheten att ”lyfta ut” projektet ur statsbudgeten. Motivet till alternativ finansiering är enligt utredningen det allmännas bristande förmåga att finansiera stora investeringar och att det tar för lång tid att färdigställa dessa om investeringsutgifterna ska underkastas överskottsmålet och prioriteras gentemot statsbudgetens andra angelägna utgifter.

Mot den bakgrunden anser jag det särskilt motiverat att framhålla att avgränsningen av offentlig sektor i nationalräkenskaperna skiljer sig mot den i statsbudgeten. Nationalräkenskapernas klassificering av en tillgång till privat eller offentlig sektor avgörs av flera faktorer där risköverföring och inslag av brukaravgifter är särskilt viktiga. För att en tillgång ska räknas till privat sektor krävs att en stor del av det ekonomiska risktagandet är överfört till en privat aktör i kombination med att investeringskostnader och driftskostnader under investeringens ekonomiska livslängd finansieras med brukaravgifter i en trovärdig, genomförbar affärsplan. Det gäller även om ett projekt hanteras i ett särskilt bolag utanför statsbudgeten.

I fallet med höghastighetsbanan är det i huvudsak offentliga medel som finansierar bygget. Sverigeförhandlingen har beräknat att banavgifter och andra kreativa finansieringskällor kopplade till fastigheter skulle kunna motsvara 5 till 10 procent av investeringskostnaden. Därmed påverkar formen för finansiering (anslag, lån i Riksgäldskontoret eller särskild bolagslösning utanför statens budget) inte möjligheterna att uppnå överskottsmålet, eftersom nationalräkenskaperna belastas med de faktiska utgifterna under de år investeringen genomförs. Anslagsfinansiering och lånefinansiering har med andra ord exakt samma effekt på de offentliga finanserna. Det betyder att om regeringen och riksdagen vill se en snabbare utbyggnadstakt av höghastighetsbanan än vad som i dag är planerat, behöver det vägas mot statsbudgetens övriga utgifter och inkomster.

Särskilt yttrande av Marie Norström, Riksgälden

Sammanfattning

Det är svårt att motivera gröna statsobligationer i termer av kostnad eller risk. Det skulle kräva att regeringen får ett särskilt mandat från riksdagen att låna på villkor som inte följer budgetlagens huvudregel. Tvärtom medför grön upplåning, oavsett på vilket sätt det sker, en ökad kostnad åtminstone på sikt. Kostnader diskuteras i övrigt i avsnitt 2.

För att undvika att öronmärka finansieringen, föreslår utredningen att upplåningen sker inom ramen för Riksgäldens ordinarie upplåning. Finansieringen skulle alltså vara helt fristående från gröna projekt. Det innebär att inga nya gröna investeringar åstadkoms genom att emittera gröna statsobligationer.

En förutsättning för att utveckla marknaden för gröna obligationer på ett gynnsamt sätt är ett stort utbud och ett långsiktigt åtagande från låntagaren. Det är helt i linje med hur Riksgälden ser sin roll i marknaden för nominella statsobligationer i kronor. Staten bör vara referens för andra aktörer på den inhemska svenska marknaden, det vill säga i kronor. Att kunna erbjuda likviditet och djup i statspapper till en bred investerarbas är ett sätt att på sikt sänka statens upplåningskostnader.

Statens låga nettolånebehov begränsar redan i dag Riksgäldens möjligheter att bidra med likviditet i traditionella statsobligationer (slutnot 1). Därtill kommer den bristsituation som bland annat uppkommit genom Riksbankens köp av statsobligationer. Det finns för närvarande därför inget utrymme att introducera ytterligare ett skuldslag såsom gröna obligationer.

Bakgrund

Gröna obligationer som statligt låneinstrument

Av utredningens direktiv framgår att, om förslag lämnas om en statligt emitterad grön obligation, ska ett sådant förslag vara förenligt med budgetlagens utformning, en effektiv statsskuldsförvaltning samt vara kostnadsneutral. Utredningens bedömning är att så borde vara möjligt. Jag delar inte den slutsatsen. Utredningen visar

inte hur den har kommit fram till att emission av gröna statsobligationer långsiktigt skulle minimera kostnaden för statsskulden med beaktan av risk.

Utredningen föreslår att staten genom Riksgälden inom ramen för statsskultsförvaltningen bör använda gröna obligationer för finansiering av statliga utgifter. I denna promemoria redovisas ett antal principiella och praktiska aspekter på den frågan.

Promemorian behandlar i avsnitt 1 budgetlagens regler om statsskultsförvaltningen. Avsnitt 2 behandlar utredningens förslag och Riksgäldens möjliga roll om regeringen och riksdagen väljer att ge ut gröna statliga obligationer.

1. Gröna obligationer och målet för statsskultsförvaltningen

I 5 kap. 5 § budgetlagen anges att statsskulden ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Budgetlagen är således tydlig: kostnad och risk är de enda kriterier som gör sig gällande vid beslut om statsskultsförvaltningens inriktning. Gröna obligationer går således inte att motivera inom ramen för den ordinarie statsskultsförvaltningen om de är dyrare än reguljär upplåning.

Gröna obligationer bedöms inte ge staten lägre upplåningskostnader eller mindre risker än konventionell upplåning, se avsnitt 2. Det skulle antingen bli fråga om små volymer som inte ger någon signaleffekt eller större volymer som skulle tränga ut ordinarie upplåning i statsobligationer som redan i dag är en bristvara. Obligationerna skulle ha sämre likviditet, vilket höjer låneräntan för staten.

Det är svårt att se att det finns utrymme att introducera gröna obligationer genom att endast ändra regeringens riktlinjer för statsskultsförvaltningen. Genom att åtgärden inte kan motiveras i termer av kostnad eller risk skulle utgivning av gröna obligationer kräva att regeringen får ett särskilt mandat från riksdagen att låna på villkor som inte följer budgetlagens huvudregel.

2. Riksgäldens roll vid emissioner av gröna obligationer

2.1 Bakgrund

Marknaden för statsobligationer utgör kärnan i svensk räntemarknad. Riksgälden har ett långsiktigt åtagande i svenska statspapper, varav statsobligationer utgör det viktigaste instrumentet och prioriteras allra högst när upplåningen planeras. Vid variationer av statens nettolånebehov har andra instrument såsom statsskuldväxlar och obligationer i utländsk valuta i första hand använts för att öka respektive minska upplåningen, allt för att bibehålla en stabil utestående stock av statsobligationer. Med kontinuerliga överskott i statens kassa, har all upplåning under senare år reducerats. Auktionsvolymerna i statsobligationer har gradvis dragits ner från fyra till två miljarder kronor. Enligt Riksgäldens senaste prognos för 2018 och 2019 ligger den totala årliga upplåningen på 40 miljarder kronor. Det är mer än en halvering jämfört med i början av 2016. Då låg den totala volymen för statsobligationer på 88 miljarder kronor för delat på drygt 20 auktionstillfällen à fyra miljarder kronor.

Riksgälden har sju återförsäljare statsobligationer. Bankerna har via avtal skyldigheter både i primär- och sekundärmarknaden. Riksgälden betalar provision som till största delen är rörlig, baserad på återförsäljarens marknadsandelar i auktionerna och mot kund.

Utredningen menar att skälet till att staten ska emittera gröna obligationer är att främja marknaden för gröna obligationer, att Sverige ska profilera sig som föregångsland vad gäller hållbarhet, att vara en förebild för hur en grön obligation struktureras och rapporteras samt tjäna som ett sätt att kommunicera Sveriges åtaganden enligt t.ex. Parisavtalet.

För att erhålla största möjlighet uppmärksamhet och signaleffekt krävs därför en stor emissionsvolym och ett långsiktigt åtagande att emittera gröna obligationer. Som framgått ovan är det svårt att se hur det är möjligt utan att tränga undan övrig upplåning. Auktionsformatet passar dåligt eftersom volymerna är små. Efterfrågan av en grön statligobligation anses ligga på 5–10 mdkr och löptiden på 5–10 år. För bästa möjliga exekvering skulle syndikerings, se avsnitt 2, användas. Med nuvarande prognos innebär det att endast 30–35 mdkr återstår att fördelas på traditionella obligationer.

Det bör noteras att Riksgälden inte utan vidare kan ta på sig ansvaret för att arrangera upplåning med gröna obligationer. Åtagandet från statens sida att använda medlen på angivet sätt måste göras av Regeringskansliet och/eller den myndighet som ansvarar för det aktuella projektet. Riksgälden kan som tillhandahållare av kontot inte granska hur medlen används. Ansvaret för detta torde behöva läggas på Riksrevisionen, som i så fall måste komplettera sin löpande granskning. Även här finns således en merkostnad

När det gäller själva upplåningen har processen större likheter med försäljning av aktier i ett statligt bolag än den ordinarie upplåning Riksgälden svarar för. Det krävs till exempel direkta kontakter mellan de myndigheter som ansvarar för projektet och de banker som anlitas för att sälja obligationerna och därmed tar visst ansvar för att uppställda villkor för grön användning uppfylls. Detsamma gäller kontakter med de oberoende granskare som måste anlitas.

Ges Riksgälden ett mer omfattande ansvar kommer det att krävas uppbyggnad av nya funktioner som Riksgälden för närvarande inte har. Riksgälden har dock inte funnit anledning att analysera hur stora kostnader som detta kan tänkas medföra. För att motivera detta krävs att Riksgälden får ett formellt uppdrag från regeringens sida att analysera förutsättningarna för att ge ut gröna obligationer.

2.2 Kostnader

Banker som är engagerade i marknaden för gröna obligationer har indikerat att intresset att köpa gröna statsobligationer i kronor är så stort att obligationerna skulle prissättas på samma nivå som för traditionella. Efterfrågan kommer framför allt från svenska investerare men även från europeiska köpare. Om så är fallet uppstår ingen kostnad vid själva upplåningstillfället. Är handeln i andrahandsmarknaden begränsad, kan transaktionskostnaden bli hög.

Några fördelar från risksynpunkt i förhållande till reguljär upplåning finns heller inte. På marginalen skulle en ökad splittring av statens upplåning på fler instrument snarast öka riskerna genom att marknaderna för de reguljära lånen blir mindre likvida (slutnot 2).

Det är inte heller lämpligt att sälja den här typen av obligationer via ett standardiserat auktionsförfarande utan det krävs hjälp av flera intermediärer/ledarbanker. Upplåningsformen kallas syndike-

ring och innebär att emittenten uppdrar åt ett flertal banker att mot ersättning marknadsföra och gemensamt sälja obligationen vid ett tillfälle. Provisionerna för en syndikering som är standardiserade (slutnot 3) är betydligt högre än vad Riksgälden betalar i provisioner till sina återförsäljare i statsobligationer. Marknadsföring bland annat genom investerarmöten, så kallade roadshows, utanför Sverige är nödvändiga för att få största möjliga uppmärksamhet och intresse för den nya produkten. Sammantaget höjer det kostnaderna jämfört med traditionella obligationer. Till detta kommer kostnaderna för ersättning till oberoende granskare. Gröna obligationer i kronor skulle därför vara entydigt dyrare.

Gröna obligationer i till exempel dollar skulle skilja sig i mindre grad från Riksgäldens vanliga dollarobligationer eftersom syndikering är försäljningssättet. Även likviditeten skulle påminna om den i statens traditionella obligationer i utländsk valuta. Likväl skulle lånen bli mindre och locka en snävare krets av investerare än traditionella statsobligationer, vilket talar för att lånevillkoren inte skulle bli mer gynnsamma. Breddning av investerarbasen skulle inte uppnås i samma utsträckning i dessa valutor eftersom "gröna" svenska investerare inte är lika intresserade av utländsk valuta. Kostnaderna tillkommer för oberoende granskning av miljöeffekterna.

2.3 Försäljningssätt av gröna statsobligationer

Det framgår inte helt tydligt vad utredningen vill uppnå med de olika förslagen. Här följer några aspekter på obligationers olika egenskaper och skillnader i försäljningssätt och vad det skulle innebära för gröna statsobligationer i kronor.

Ordinarie auktioner enligt modellen för traditionella obligationer

Fördelar

Långsiktighet skulle uppnås. Riksgälden emitterar återkommande i de tre benchmarklöptiderna två, fem och tio år. Samma obligation fylls således på kontinuerligt. Återförsäljarna har skyldighet ställa tvåvägspriser mot kund, handla i den elektroniska interbankhandeln och i övrigt uppfylla alla krav i återförsäljaravtalet. Obli-

gationen ska vara leveransbar i statsterminen enligt de villkor Nasdaq ställer. Ingen extra provisionskostnad skulle uppstå.

Nackdelar

Flexibilitet saknas. För att få bästa möjliga villkor i primär- och sekundärmarknaden, bör marknadsförutsättningarna utnyttjas. Det innebär att låntagaren väljer tidpunkt, löptid och storlek där efterfrågan bedöms vara störst.

Riksgälden är bunden till de enligt låneplanen förutbestämda auktionstillfällena och löptiderna. Ingen hänsyn tas till rådande marknadsläge. Riksgälden har ingen möjlighet att anpassa priset efter efterfrågan. Riksgäldens sju återförsäljare är givna intermediärer. Dessa banker är inte nödvändigtvis de bäst skickade att sälja gröna obligationer. Auktionsvolymen är för liten. Kraven på återförsäljarna i andrahandsmarknaden är helt orimliga för en grön obligation. Signaleffekten skulle vara begränsad. Små auktioner utspridda över året skulle inte få någon större uppmärksamhet. De gröna obligationerna skulle tränga ut de traditionella vilket på sikt kostar.

Syndikering

Fördelar

Största möjliga fokus och uppmärksamhet skulle uppnås. Marknadsföringen av obligationen är ett effektivt sätt att kommunicera Sveriges miljöåtagande. Metoden ger flexibilitet i val av banker, tidsplanering, prissättning och allokering. Stor volym kan emitteras vid ett tillfälle. Med syndikatets hjälp kan emissionstillfället mycket noga planeras och förberedas. Låntagaren får i förväg indikationer om efterfrågad volym och övriga villkor. Erbjuden volym är inte given utan kan anpassas efter intresset från investerare. Räntan på obligationen i primärmarknaden skulle kunna vara lägre än för en traditionell obligation med samma egenskaper.

Nackdelar

Kostnaden är högre än för traditionella obligationer, se avsnitt 2.2. Ledarbankerna har inget formellt prisställningsåtagande. Ett enda emissionstillfälle skulle inte ge någon långsiktighet och därför inte heller någon större betydelse.

Avslutningsvis kan det noteras att gröna obligationer inte heller är motiverade ur ett miljöperspektiv eftersom miljöeffekterna av ett projekt bestäms av projektets egenskaper och är oberoende av finansieringsformen.

Slutnoter

1. Med traditionella obligationer respektive statsobligationer menas i texten nominella statsobligationer i kronor.
2. Se Statsskuldspolitiska utredningen (SOU 2014:8) för ingående resonemang kring vikten av likvida marknader för statspapper. Riksbankens beslut att i penningpolitiskt syfte köpa statspapper har gjort likviditetsfrågan än mer relevant.
3. Standardiserade provisioner enligt EIB:s EARNs program: 2 år 0,075; 3 år 0,100 %; 5 år 0,125 %; 7 år 0,150 %; 10 år 0,175 %; 15 år 0,200 %.

Kommittédirektiv 2016:109

Gröna obligationer

Beslut vid regeringssammanträde den 14 december 2016.

Sammanfattning

I syfte att främja utvecklingen av en hållbar finansmarknad får en särskild utredare i uppdrag att analysera och lämna förslag på hur marknaden för gröna obligationer kan utvecklas. En grön obligation är en obligation där intäkterna investeras i projekt som är miljövänliga, t.ex. i projekt som bidrar till åtgärder för klimatet. Utredaren ska ta fram exempel på projekttyper som skulle kunna finansieras med gröna obligationer. Granskning av en oberoende part är central för att öka förtroendet för gröna obligationer och därför ska utredaren även analysera och lämna förslag på processer och rutiner för tredjepartsvalidering. Slutligen ska utredaren analysera och lämna förslag på vilken information som investerare behöver för att fatta välgrundade investeringsbeslut när det gäller investeringar i gröna obligationer.

Utredaren ska lämna de författningsförslag som bedöms nödvändiga. Uppdraget ska redovisas senast den 15 december 2017.

Bakgrund

Finansiering av åtgärder för miljö och klimat

Det finns ett politiskt åtagande att förverkliga de klimatrelaterade investeringar som krävs för att uppfylla de långsiktiga målen i det s.k. Parisavtalet, som antogs vid de internationella klimatförhandlingarna COP 21 i Paris 2015, och de mål som antagits globalt

genom FN:s Agenda 2030 och Addis Abeba Action Agenda om utvecklingsfinansiering. Ett centralt mål i Parisavtalet är att investeringar ska göras förenliga med en utveckling i riktning mot låga utsläpp av växthusgaser och motståndskraft mot klimatförändringar.

Insikten växer på finansmarknaden om att hållbarhetsaspekter generellt och miljökonsekvenser specifikt behöver vägas in för att investeringar ska vara långsiktigt lönsamma. Det speglas bl.a. i ett ökat intresse för hållbara investeringar hos institutionella och privata investerare. I hållbarhet inkluderas ofta miljöaspekter, sociala aspekter och frågor kring bolagsstyrning, vilket ofta förkortas ESG (av det engelska uttrycket *environment, social and governance*).

Det finns ett behov av att underlätta kanaliseringen av kapital till miljöprojekt och till finansiering av åtgärder för klimatet. Ett sätt är att främja framväxten av en marknad för gröna obligationer. Finansieringsformen är ett av flera instrument som kan användas för finansiering av miljö- och klimatrelaterade investeringar.

Genom gröna obligationer får investerare information om investeringar som är miljövänliga och erbjuder en möjlighet att investera i just dessa. För att främja en hållbar finansmarknad generellt är det positivt att genomlysningen ökar av bl.a. miljö- och klimatrisker i investeringar. De företag som finansierar sig genom gröna obligationer har också möjlighet att bredda sin investerarbas.

Inom ett flertal internationella forum pågår utvecklingsarbete när det gäller en hållbar finansmarknad och finansiering för klimatet. Utan att ge en komplett bild kan några initiativ nämnas. Inom G20 finns två arbetsgrupper: the Green Finance Study Group och Climate Finance Study Group. Den förstnämnda gruppen har i uppdrag att se över möjligheterna att främja utvecklingen av en grön finansmarknad i allmänhet och lämnade en rapport vid G20-mötet i september 2016. Även inom FN:s miljöprogram UNEP pågår ett arbete. En slutsats av detta arbete är att nya finansieringsinstrument behövs inom ett brett område, inklusive klimat, naturkapital och föreningar, för att genomföra Agenda 2030. Inom ramen för ett initiativ av de nordiska statsministrarna, kallat Grön tillväxt på nordiskt sätt, presenterades rapporten Green Financing – the Nordic Way i september 2016.

Inom ramen för regeringens framtidsarbete Uppdrag: Framtid har analysgruppen Grön omställning och konkurrenskraft haft i uppdrag att ta fram förslag på åtgärder för att främja den omställ-

ning av samhället som är nödvändig för att klara tvågradersmålet. Gruppen redovisade sitt uppdrag i april 2016. I rapporten "Omställning till hållbarhet och konkurrenskraft, Sveriges väg mot ett fossilfritt och resurseffektivt välfärdssamhälle" lämnas flera förslag. Särskilt två av dem är angelägna att föra vidare i detta sammanhang: att kartlägga investeringsbehov och möjliga finansieringslösningar med fokus på transparens och kostnadseffektivitet samt ökad attraktivitet hos hållbarhetsdrivna investeringar, och att främja utvecklingen av marknaden för gröna obligationer.

Inom ramen för Nationella regionalfondsprogrammet för perioden 2014–2020 har det beslutats om en grön investeringsfond. Syftet är att stärka utbudet av riskkapital för finansiering med fokus på affärsverksamhet inom klimat- och energiteknik. Almi Invest har fått i uppdrag att förvalta fonden.

Gröna obligationer

En obligation är ett räntebärande värdepapper (löpande skuldförbindelse) som har en löptid på minst ett år och vars nominella belopp betalas tillbaka när löptiden har gått ut. Under tiden får innehavaren oftast utbetalningar i form av räntor. Att ge ut (emittera) obligationer är ett sätt för bl.a. stater, kommuner och företag att finansiera sin verksamhet. Att en obligation benämns "grön" syftar enbart på hur de medel som lånats upp genom att ge ut obligationen ska användas. Utgivaren (emittenten) tar också på sig ett ansvar att återrapportera till långivarna.

Det finns ingen allmänt accepterad definition av vad som är en "grön" obligation. The Green Bond Principles, som tagits fram av International Capital Markets Association (ICMA) har dock fått stort genomslag i praktiken. Det är övergripande principer om att gröna obligationer ska finansiera miljömässigt hållbara aktiviteter. Principerna täcker fyra områden: användande av intäkter, process för att granska och välja ut projekt, spårbarhet av intäkter och årlig rapportering.

Det finns också andra mer detaljerade standarder. Exempelvis har Climate Bond Initiative (CBI) branschspecifika kriterier för vad som kvalificerar tillgångar och projekt för finansiering med gröna obligationer. På den internationella marknaden finns ett antal

oberoende organisationer som certifierar gröna obligationer enligt Green Bond Principles eller andra förekommande standarder. The International Finance Corporation (IFC) i Världsbanksgruppen har på detta område blivit tongivande i arbetet med ekonomier i utvecklingsländer. Samarbetet inom IFC sker bl.a. med 26 större ekonomier genom Sustainable Banking Network.

Det finns en risk att investerare, banker eller emittenter engagerar sig i enstaka miljöprojekt och investeringar i syfte att få en grön stämpel och därmed undvika externa påtryckningar om miljöeffekten av övrig verksamhet. Denna problematik kallas för green washing.

Marknaden för gröna obligationer

Marknaden för gröna obligationer har utvecklats snabbt sedan de första emissionerna gjordes 2006 och 2007 med en markant ökning 2014 när ICMA introducerade sina principer för gröna obligationer. Enligt uppgifter från Climate Bond Initiative (CBI) uppgick emissionerna av gröna obligationer till 42 miljarder US-dollar under 2015 och t.o.m. oktober i år har gröna obligationer för motsvarande 62 miljarder dollar emitterats. Sammanlagt sedan starten t.o.m. det första kvartalet 2016 uppgår det emitterade beloppet till 118 miljarder dollar. Det handlar dock fortfarande om blygsamma volymer i förhållande till den totala obligationsmarknaden. Enligt Green Finance Study Group utgör gröna obligationer i dag mindre än en procent av den totala obligationsmarknaden. CBI har gjort uppskattningar som visar att gröna obligationer utgör en mindre andel av den totala finansieringen via obligationer Europeiska investeringsbanken (EIB) är enligt CBI:s data den hittills största emittenten med en total volym på 17 miljarder dollar t.o.m. juli 2016 och var den enskilt största emittenten under 2014 och 2015. Företag, kommuner och banker utgör en växande andel och sedan 2014 emitterar de sammantaget en större volym än de internationella finansiella institutionerna tillsammans. Den genomsnittliga löptiden har sedan 2007 varierat mellan fem år och drygt sju år. Av de emitterade gröna obligationerna t.o.m. juli 2016 är 80 procent denominerade i dollar eller euro.

Svenska aktörer engagerade sig tidigt på marknaden och bland emittenterna finns företag inom t.ex. fastighets- och energisektorn, kommuner, landsting och statliga bolag. Svenska försäkringsföretag och pensionsfonder var bland de första att investera i gröna obligationer.

Den franska regeringen har offentliggjort planer på att emittera statliga gröna obligationer under 2017. Syftet är att finansiera projekt som ingår i statens program för långsiktiga investeringar. Frankrike kan därmed bli den första stat som emitterar gröna obligationer.

Uppdraget

Marknaden för gröna obligationer fortsätter att expandera i snabb takt och intresset från investerare har vuxit kraftigt under senare år. Det genomförs en mängd offentliga, gröna projekt i regi av stat, landsting och kommuner samt statliga och kommunala bolag. Många av dessa projekt skulle kunna finansieras genom gröna obligationer. Mot denna bakgrund bör en analys göras av de sätt på vilka marknaden för gröna obligationer kan främjas. Marknaden för gröna obligationer är fortfarande ung och det bör ingå att analysera och överväga ökad harmonisering och specifikt utvecklad standardisering av metodval.

Analysen bör vara inriktad på den svenska marknaden för gröna obligationer. Eftersom marknaden är global bör samtidigt internationella förhållanden och standarder tas i beaktande. En utgångspunkt bör vara att åtgärder för att främja den svenska marknaden också ska aktörer har varit drivande i att utveckla marknaden globalt och dessa erfarenheter bör också beaktas.

En grundläggande förutsättning för att emittera gröna obligationer är att det finns lämpliga gröna projekt. En angränsande frågeställning är därför vilka projekt som skulle kunna vara aktuella att finansiera med gröna obligationer samt hur processen skulle kunna se ut för att utvärdera sådana projekt. Det behövs därmed en analys och inventering av vilka möjliga projekttyper inom miljö- och klimatområdet som skulle kunna finansieras genom gröna obligationer. Vidare behövs en analys av behovet av en struktur för att identifiera lämpliga projekt, med beaktande av att risken för s.k. green washing bör undvikas.

Granskning av en oberoende part är central för att öka förtroendet för gröna obligationer och för att säkerställa att avkastningen ligger i linje med investerarens önskemål. Det finns ett behov av processer och rutiner för granskning av en oberoende part (s.k. tredje-partsvalidering) av gröna obligationer. På marknaden finns i dag olika lösningar och företag och organisationer som genomför tredje-partsvalidering. Marknaden bör mot den bakgrunden analyseras och behov av en struktur med processer och rutiner som kan fylla den uppgiften bör övervägas.

Tillgång till god information, transparens och verifierbarhet bidrar till att investerare ska kunna fatta välgrundade investeringsbeslut, vilket i förlängningen även medför billigare upplåning för emittenter. Med beaktande av särdragen hos gröna obligationer bör utredaren analysera behovet av information för investerare.

En utvecklad marknad för gröna obligationer syftar till att kanalisera medel till finansiering av åtgärder för klimatet till miljömässig hållbarhet och därmed bidra till en hållbar finansmarknad. Analysen bör i första hand riktas mot gröna obligationer och närliggande finansieringslösningar, t.ex. gröna värdepapperiseringar.

Under förutsättning att uppdraget kan redovisas i tid bör utredaren i den del det bedöms nödvändigt även behandla generella aspekter för att skapa en hållbar finansmarknad, t.ex. sociala aspekter. Såväl offentliga som privata projekt och finansieringslösningar ska inkluderas.

I syfte att främja utvecklingen av en hållbar finansmarknad får utredaren i uppdrag att

- analysera och lämna förslag på vilka sätt marknaden för gröna obligationer kan främjas,
- analysera, och ta fram exempel på, vilka projekttyper som skulle kunna finansieras med gröna obligationer,
- analysera och lämna förslag på en struktur med processer och kriterier som identifierar gröna projekt, med hänsyn tagen till risken för s.k. green washing,
- analysera och lämna förslag på processer och rutiner för tredje-partsvalidering av gröna obligationer, och
- analysera och lämna förslag på vilken information som investerare behöver för att fatta välgrundade investeringsbeslut.

Utredaren ska lämna de författningsförslag som bedöms nödvändiga. Om utredaren lämnar förslag om en statlig emission av gröna obligationer, ska ett sådant förslag vara förenligt med budgetlagens utformning, en effektiv statsskuldsförvaltning samt vara kostnadsneutralt. Uppdraget omfattar inte skattefrågor.

Konsekvensbeskrivningar

En redovisning och motivering ska lämnas av vilka förslag som har övervägts, men avfärdats. Om utredarens förslag påverkar kostnaderna eller intäkterna för staten, kommuner, landsting, företag eller andra enskilda, ska en beräkning av dessa konsekvenser redovisas. Om förslagen innebär samhällsekonomiska konsekvenser i övrigt, ska dessa redovisas. Om förslagen innebär kostnadsökningar eller intäktsminskningar för staten, kommuner eller landsting, ska utredaren föreslå en heltäckande finansiering. Arbetet med konsekvensanalysen ska löpa parallellt med det övriga arbetet.

Samråd och redovisning av uppdraget

Genomförandet av uppdraget ska ske i dialog med 2030-delegationen (Fi 2016:01).

Utredaren ska hålla sig informerad om och beakta relevant arbete som pågår inom Regeringskansliet, i de övriga nordiska länderna, inom EU och även marknadsutvecklingen globalt.

Under genomförandet av uppdraget ska utredaren samråda med och inhämta upplysningar från Riksgäldskontoret och andra myndigheter och organisationer som kan vara berörda av de olika saksfrågorna.

Uppdraget ska redovisas senast den 15 december 2017.

(Finansdepartementet)

Statens offentliga utredningar 2017

Kronologisk förteckning

1. För Sveriges landsbygder
– en sammanhållen politik för
arbete, hållbar tillväxt och välfärd. N.
2. Kraftsamling för framtidens energi. M.
3. Karens för statsråd och statssekreterare.
Fi.
4. För en god och jämlik hälsa.
En utveckling av det
folkhälsopolitiska ramverket. S.
5. Svensk social trygghet i en
globaliserad värld. Del 1 och 2. S.
6. Se barnet! Ju.
7. Straffprocessens ramar och
domstolens beslutsunderlag
i brottmål – en bättre hantering av
stora mål. Ju.
8. Kunskapsläget på kärnavfallsområdet 2017.
Kärnavfallet – en fråga i ständig
förändring. M.
9. Det handlar om oss.
– unga som varken arbetar eller studerar. U.
10. Ny ordning för att främja god sed
och hantera oredlighet i forskning. U.
11. Vägs katt. Volym 1 och 2. Fi.
12. Att ta emot människor på flykt.
Sverige hösten 2015. Ju.
13. Finansiering av infrastruktur med
privat kapital? Fi.
14. Migrationsärenden
vid utlandsmyndigheterna. Ju.
15. Kvalitet och säkerhet
på apoteksmarknaden. S.
16. Sverige i Afghanistan 2002–2014. UD.
17. Om oskuldspresumtionen och rätten att
närvara vid rättegången. Genomförande
av EU:s oskuldspresumtionsdirektiv. Ju.
18. En nationell strategi för validering. U.
19. Uppdrag: Samverkan. Steg på vägen
mot fördjupad lokal samverkan
för unga arbetslösa. A.
20. Tillträde för nybörjare – ett öppnare
och enklare system för tillträde till
högskoleutbildning. U.
21. Läs mig! Nationell kvalitetsplan för
vård och omsorg om äldre personer.
Del 1 och 2. S.
22. Från värdekedja till värdecykel – så får
Sverige en mer cirkulär ekonomi. M.
23. digitalforvaltning.nu. Fi.
24. Ett arbetsliv i förändring – hur
påverkas ansvaret för arbetsmiljön? A.
25. Samlad kunskap – stärkt
handläggning. S.
26. Delningsekonomi. På användarnas
villkor. Fi.
27. Vissa frågor inom fastighets- och
stämpelskatteområdet. Fi.
28. Ett nationellt centrum för kunskap
om och utvärdering av arbetsmiljö. A.
29. Brottsoffert. Ju.
30. En omreglerad spelmarknad.
Del 1 och 2. Fi.
31. Stärkt konsumentskydd
på bostadsrättsmarknaden. Ju.
32. Substitution i Centrum
– stärkt konkurrenskraft med
kemikaliesmarta lösningar. M.
33. Stärkt ställning för hyresgäster. Ju.
34. Ekologisk kompensation – Åtgärder
för att motverka nettoförluster av
biologisk mångfald och ekosystem-
tjänster, samtidigt som behovet av
markexploatering tillgodoses. M.
35. Samling för skolan. Nationell strategi
för kunskap och likvärdighet. U.
36. Informationssäkerhet för samhälls-
viktiga och digitala tjänster. Ju.
37. Kvalificerad välfärdsbrottslighet
– förebygga, förhindra, upptäcka och
beivra. Ju.

38. Kvalitet i välfärden – bättre upphandling och uppföljning. Fi.
39. Ny dataskyddslag. Kompletterande bestämmelser till EU:s dataskyddsförordning. Ju.
40. För dig och för alla. S.
41. Meddelarskyddslagen – fler verksamheter med stärkt meddelarskydd. Ju.
42. Vem har ansvaret? M.
43. På lika villkor! Delaktighet, jämlikhet och effektivitet i hjälpmedelsförsörjningen. S.
44. Entreprenad, fjärrundervisning och distansundervisning. U.
45. Ny lag om företagshemligheter. Ju.
46. Stärkt ordning och säkerhet i domstol. Ju.
47. Nästa steg på vägen mot en mer jämlik hälsa. Förslag för ett långsiktigt arbete för en god och jämlik hälsa. S.
48. Kunskapsbaserad och jämlik vård. Försättningar för en lärande hälso- och sjukvård. S.
49. EU:s dataskyddsförordning och utbildningsområdet. U.
50. Personuppgiftsbehandling för forskningsändamål. U.
51. Utbildning, undervisning och ledning – reformvård till stöd för en bättre skola. U.
52. Så stärker vi den personliga integriteten. Ju.
53. God och nära vård. En gemensam färdplan och målbild. S.
54. Fler nyanlända elever ska uppnå behörighet till gymnasiet. U.
55. En ny kamerabevakningslag. Ju.
56. Jakten på den perfekta ersättningsmodellen. Vad händer med medarbetarnas handlingsutrymme? Fi.
57. Lag om flygpassageraruppgifter i brottsbekämpningen. Ju.
58. Amerikansk inresekontroll vid utresa från Sverige – så kan avtalen genomföras. Ju.
59. Reglering av alkoglass m.fl. produkter. S.
60. Nästa steg? Förslag för en stärkt minoritetspolitik. Ku.
61. Villkorlig frigivning – förstärkta åtgärder mot återfall i brott. Ju.
62. Kärnavfallsrådets yttrande över SKB:s Fud-program 2016. M.
63. Miljötillsyn och sanktioner – en tillsyn präglad av ansvar, respekt och enkelhet. M.
64. Detaljplanekravet. N.
65. Hyran vid nyproduktion – en utvärdering och utveckling av modellen med presumtionshyra. Ju.
66. Dataskydd inom Socialdepartementets verksamhetsområde – en anpassning till EU:s dataskyddsförordning. S.
67. Våldsbejakande extremism. En forskarantologi. Ku.
68. Barnets rättigheter i ett straffrättsligt förfarande m.m. Genomförande av EU:s barnrättsdirektiv och två andra straffprocessuella frågor. Ju.
69. Marknadskontrollmyndigheter – befogenheter och sanktionsmöjligheter. UD.
70. Förstärkt skydd för uppgifter av betydelse för ett internationellt samarbete för fred och säkerhet som Sverige deltar i. Ju.
71. Bostäder på statens mark – en möjlighet? N.
72. Genomförande av vissa straffrättsliga åtaganden för att förhindra och bekämpa terrorism. Ju.
73. En gemensam bild av bostadsbyggnadsbehovet. N.
74. Brottsdatalag – kompletterande lagstiftning. Ju.
75. Datalagring – brottsbekämpning och integritet. Ju.
76. Enhetliga priser på receptbelagda läkemedel. S.
77. En generell rätt till kommunal avtalssamverkan. Fi.
78. En sammanhållen budgetprocess. Ju.
79. Finansiering av public service – för ökad stabilitet, legitimitet och stärkt oberoende. Ku.

80. Stärkt integritet i Rättsmedicinalverkets verksamhet. Ju.
81. Rättslig översyn av skogsvårdslagstiftningen. N.
82. Vägledning för framtidens arbetsmarknad. A.
83. Brännheta skatter! Bör avfallsförbränning och utsläpp av kväveoxider från energiproduktion beskattas? Fi.
84. Uppehållstillstånd på grund av praktiska verkställighetshinder och preskription. Ju.
85. Rekrytering av framtidens domare. Ju.
86. Hyresmarknad utan svarthandel och otillåten andrahandsuthyrning. Ju.
87. Finansiering, subvention och prisättning av läkemedel – en balansakt. S.
88. Nästa steg? Del 2. Förslag för en stärkt minoritetspolitik. Ku.
89. Hemlig dataavläsning – ett viktigt verktyg i kampen mot allvarlig brottslighet. Ju.
90. Makars, registrerade partners och sambors förmögenhetsförhållanden i internationella situationer. Ju.
91. Nationella minoritetsspråk i skolan – förbättrade förutsättningar till undervisning och revitalisering. U.
92. Transpersoner i Sverige. Förslag för stärkt ställning och bättre levnadsvillkor. Ku.
93. Klarlagd identitet. Om utlänningars rätt att vistas i Sverige, inre utlänningskontroller och missbruk av identitetshandlingar. Ju.
94. Beräkning av skattetillägg – en översyn av reglerna. Fi.
95. Ett land att besöka. En samlad politik för hållbar turism och växande besöksnäring. N.
96. Utvidgat hinder mot erkännande av utländska barnäktenskap. Ju.
97. Totalförsvarsdatalog – Rekryteringsmyndighetens personuppgiftsbehandling. Fö.
98. Tidiga förhör – nya bevisregler i brottmål. Ju.
99. Effektivare energianvändning. N.
100. Beslag och husrannsakan – ett regelverk för dagens behov. Ju.
101. Jämställt föräldraskap och goda uppväxtvillkor för barn – en ny modell för föräldraförsäkringen. S.
102. Skatt på kadmium i vissa produkter och kemiska växtskyddsmedel. Fi.
103. Lagliga vägar för att söka asyl i EU. Ju.
104. Etikprövning – en översyn av reglerna om forskning och hälso- och sjukvård. U.
105. Kapacitetstilldelningen på höghastighetsjärnvägen. N.
106. Nystart för byggstandardiseringen genom stärkt samverkan. N.
107. Slutrapport från Sverigeförhandlingen. Infrastruktur och bostäder – ett gemensamt samhällsbygge. N.
108. Lån och garantier för fler bostäder. N.
109. Servicekontor i ny regim. Fi.
110. Värna demokratin mot våldsbejakande extremism. Hinder och möjligheter. Ku.
111. För barnets bästa? Utredningen om tvångsåtgärder mot barn i psykiatrisk tvångsvård. S.
112. Ett fönster av möjligheter. – stärkt barnrättsperspektiv för barn i skyddat boende. S.
113. Alkoholreklam i sociala medier m.m. S.
114. reboot – omstart för den digitala förvaltningen. Fi.
115. Att främja gröna obligationer. Fi.

Statens offentliga utredningar 2017

Systematisk förteckning

Arbetsmarknadsdepartementet

- Uppdrag: Samverkan. Steg på vägen mot fördjupad lokal samverkan för unga arbetslösa. [19]
- Ett arbetsliv i förändring – hur påverkas ansvaret för arbetsmiljön? [24]
- Ett nationellt centrum för kunskap om och utvärdering av arbetsmiljö. [28]
- Vägledning för framtidens arbetsmarknad. [82]

Finansdepartementet

- Karens för statsråd och statssekreterare. [3]
- Vägs katt. Volym 1 och 2. [11]
- Finansiering av infrastruktur med privat kapital? [13]
- digitalförvaltning.nu. [23]
- Delningsekonomi. På användarnas villkor. [26]
- Vissa frågor inom fastighets- och stämpel-skatteområdet. [27]
- En omreglerad spelmarknad. Del 1 och 2. [30]
- Kvalitet i välfärden – bättre upphandling och uppföljning. [38]
- Jakten på den perfekta ersättningsmodellen. Vad händer med medarbetarnas handlingsutrymme? [56]
- En generell rätt till kommunal avtalssamverkan. [77]
- En sammanhållen budgetprocess. [78]
- Brännheta skatter! Bör avfallsförbränning och utsläpp av kväveoxider från energiproduktion beskattas? [83]
- Beräkning av skattetillägg – en översyn av reglerna. [94]
- Skatt på kadmium vissa produkter och kemiska växtskyddsmedel. [102]
- Servicekontor i ny regim. [109]

- reboot – omstart för den digitala förvaltningen. [114]
- Att främja gröna obligationer. [115]

Försvarsdepartementet

- Totalförsvarsdata lag
– Rekryteringsmyndighetens person-uppgiftsbehandling. [97]

Justitiedepartementet

- Se barnet! [6]
- Straffprocessens ramar och domstolens beslutsunderlag i brottmål
– en bättre hantering av stora mål. [7]
- Att ta emot människor på flykt.
Sverige hösten 2015. [12]
- Migrationsärenden
vid utlandsmyndigheterna. [14]
- Om oskuldspresumtionen och rätten att närvara vid rättegången. Genomförande av EU:s oskuldspresumtionsdirektiv. [17]
- Brottsdata lag. [29]
- Stärkt konsumentskydd
på bostadsrättsmarknaden. [31]
- Stärkt ställning för hyresgäster. [33]
- Informationssäkerhet för samhällsviktiga och digitala tjänster. [36]
- Kvalificerad välfärdsbrottslighet
– förebygga, förhindra, upptäcka och beivra. [37]
- Ny dataskyddslag. Kompletterande bestämmelser till EU:s dataskyddsförordning. [39]
- Meddelarskyddslagen – fler verktyg med stärkt meddelarskydd. [41]
- Ny lag om företagshemligheter. [45]
- Stärkt ordning och säkerhet i domstol. [46]
- Så stärker vi den personliga integriteten. [52]
- En ny kamerabevakningslag. [55]

Lag om flygpassageraruppgifter i brottsbekämpningen. [57]

Amerikansk inresekontroll vid utresa från Sverige – så kan avtalen genomföras. [58]

Villkorlig frigivning – förstärkta åtgärder mot återfall i brott. [61]

Hyran vid nyproduktion
– en utvärdering och utveckling av modellen med presumtionshyra. [65]

Barnets rättigheter i ett straffrättsligt förfarande m.m. Genomförande av EU:s barnrättsdirektiv och två andra straffprocessuella frågor. [68]

Förstärkt skydd för uppgifter av betydelse för ett internationellt samarbete för fred och säkerhet som Sverige deltar i. [70]

Genomförande av vissa straffrättsliga åtaganden för att förhindra och bekämpa terrorism. [72]

Brottsdatalag – kompletterande lagstiftning. [74]

Datalagring – brottsbekämpning och integritet. [75]

Stärkt integritet i Rättsmedicinalverkets verksamhet. [80]

Uppehållstillstånd på grund av praktiska verkställighetshinder och preskription. [84]

Rekrytering av framtidens domare. [85]

Hyresmarknad utan svarthandel och otillåten andrahandsuthyrning. [86]

Hemlig dataavläsning
– ett viktigt verktyg i kampen mot allvarlig brottslighet. [89]

Makars, registrerade partners och sambors förmögenhetsförhållanden i internationella situationer. [90]

Klarlagd identitet.
Om utlänningars rätt att vistas i Sverige, inre utlänningskontroller och missbruk av identitetshandlingar. [93]

Utvidgat hinder mot erkännande av utländska barnäktenskap. [96]

Tidiga förhör – nya bevisregler i brottmål. [98]

Beslag och husrannsakan
– ett regelverk för dagens behov. [100]

Lagliga vägar för att söka asyl i EU. [103]

Kulturdepartementet

Nästa steg? Förslag för en stärkt minoritetspolitik. [60]

Våldsbejakande extremism.
En forskarantologi. [67]

Finansiering av public service – för ökad stabilitet, legitimitet och stärkt oberoende. [79]

Nästa steg? Del 2. Förslag för en stärkt minoritetspolitik. [88]

Transpersoner i Sverige.
Förslag för stärkt ställning och bättre levnadsvillkor. [92]

Värna demokratin mot våldsbejakande extremism. Hinder och möjligheter. [110]

Miljö- och energidepartementet

Kraftsamling för framtidens energi. [2]

Kunskapsläget på kärnavfallsområdet 2017.
Kärnavfallet – en fråga i ständig förändring. [8]

Från värdekedja till värdecykel – så får Sverige en mer cirkulär ekonomi. [22]

Substitution i Centrum
– stärkt konkurrenskraft med kemikaliesmarta lösningar. [32]

Ekologisk kompensation – Åtgärder för att motverka nettoförluster av biologisk mångfald och ekosystemtjänster, samtidigt som behovet av markexploatering tillgodoses. [34]

Vem har ansvaret? [42]

Kärnavfallsrådets yttrande över SKB:s Fud-program 2016. [62]

Miljötillsyn och sanktioner
– en tillsyn präglad av ansvar, respekt och enkelhet. [63]

Näringsdepartementet

För Sveriges landsbygder
– en sammanhållen politik för arbete, hållbar tillväxt och välfärd. [1]

Detaljplanekravet. [64]

Bostäder på statens mark
– en möjlighet? [71]

En gemensam bild av bostadsbyggnads-
behovet. [73]

Rättslig översyn
av skogsvårdslagstiftningen. [81]

Ett land att besöka.
En samlad politik för hållbar turism
och växande besöksnäring. [95]

Effektivare energianvändning. [99]

Kapacitetstilldelningen
på höghastighetsjärnvägen. [105]

Nystart för byggstandardiseringen genom
stärkt samverkan. [106]

Slutrapport från Sverigeförhandlingen.
Infrastruktur och bostäder –
ett gemensamt samhällsbygge. [107]

Lån och garantier för fler bostäder. [108]

Socialdepartementet

För en god och jämlik hälsa.
En utveckling av det
folkhälsopolitiska ramverket. [4]

Svensk social trygghet i en globaliserad
värld. Del 1 och 2. [5]

Kvalitet och säkerhet
på apoteksmarknaden. [15]

Läs mig! Nationell kvalitetsplan
för vård och omsorg om äldre personer.
Del 1 och 2. [21]

Samlad kunskap – stärkt handläggning. [25]

För dig och för alla. [40]

På lika villkor! Delaktighet, jämlikhet och
effektivitet i hjälpmedelsförsörjningen.
[43]

Nästa steg på vägen mot en mer jämlik hälsa.
Förslag för ett långsiktigt arbete för en
god och jämlik hälsa. [47]

Kunskapsbaserad och jämlik vård.
Förutsättningar för en lärande hälso-
och sjukvård. [48]

God och nära vård. En gemensam färdplan
och målbild. [53]

Reglering av alkoglass m.fl. produkter. [59]

Dataskydd inom Socialdepartementets
verksamhetsområde – en anpassning
till EU:s dataskyddsförordning. [66]

Enhetliga priser på receptbelagda
läkemedel. [76]

Finansiering, subvention och prissättning
av läkemedel – en balansakt. [87]

Jämställt föräldraskap och
goda uppväxtvillkor för barn
– en ny modell för föräldraförsäk-
ringen. [101]

För barnets bästa? Utredningen
om tvångsåtgärder mot barn
i psykiatrisk tvångsvård. [111]

Ett fönster av möjligheter.
– stärkt barnrättsperspektiv
för barn i skyddat boende. [112]

Alkoholreklam i sociala medier m.m. [113]

Utbildningsdepartementet

Det handlar om oss.
– unga som varken arbetar eller studerar. [9]

Ny ordning för att främja god sed
och hantera oredlighet i forskning. [10]

En nationell strategi för validering [18]

Tillträde för nybörjare – ett öppnare och
enkla system för tillträde till hög-
skoleutbildning. [20]

Samling för skolan.
Nationell strategi för kunskap och
likvärdighet. [35]

Entreprenad, fjärrundervisning
och distansundervisning. [44]

EU:s dataskyddsförordning och
utbildningsområdet. [49]

Personuppgiftsbehandling
för forskningsändamål. [50]

Utbildning, undervisning och ledning
– reformvård till stöd för en bättre
skola. [51]

Fler nyanlända elever ska uppnå behörighet
till gymnasiet. [54]

Nationella minoritetsspråk i skolan
– förbättrade förutsättningar till
undervisning och revitalisering. [91]

Etikprövning – en översyn av reglerna om
forskning och hälso- och sjukvård.
[104]

Utrikesdepartementet

Sverige i Afghanistan 2002–2014. [16]

Marknadskontrollmyndigheter
– befogenheter och
sanktionsmöjligheter. [69]