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), räntefördvaltare 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 Sylvén (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 Kreditvärderingsinstituten 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 Sämre 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 Förslagens 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 återrapportera 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 klimatrisken. 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 regerverk 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 statsskuldsförvaltningen 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 överteckning. 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 0,0004 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 flerfalt 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 emissionsvolymer, 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 svårmätbara, 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 senast 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 klimatrisken 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 befinns 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*	3. oberoende experter för sökningar på byggnader som omfattas av deras uppdrag,
4. byggnadsägare, för sökningar på byggnader som de äger.	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 internatsammanträde). 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.UNFFFC.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 förtjäna 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, akademin, 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 alltfler 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 samhället[3]. 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 tekniskspridning 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 realiseras 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 svenskars 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 värdeförlust 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 likviditetrisk 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 klimatmässigt 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 dollar[14] 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 klimatmässig hållbarhet, rapporteringsrisk och risk för intressekonflikter gällande andrahandsutlåtanden. 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 företagets 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 kolbolagets 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 klimatmässigt 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 klimatmässiga 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 klimatmässiga hållbarheten i gröna obligationer. Just på grund av den högre transparensnivån kunde marknaden utvärdera investeringarnas miljö- och klimatmässiga hållbarhet och reagera när de bedömde denna som undermålig. Dessa obligationer har uppmärksammats 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 klimatmässigt 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 klimatmässigt 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 klimatmässigt hållbara vilket är oberoende av hållbarheten i emittentens övriga verksamhet.

Risk för bedrägeri gällande miljö- och klimatmässig 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 klimatmässiga egenskaper. Syftet är att skaffa sig en ekonomisk fördel genom att t.ex. förfalska testresultat. Ett exempel på detta är fusket som upptäcktes gällande utsläppstester av dieselbilar.[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 klimatmässigt 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 andrahandsutlåtanden 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 emittenters 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 klimatmässigt 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 klimatmässiga hållbarheten.

Rapporteringsrisk innefattar även emittenter som anser att hela deras verksamhet är miljö- och klimatmässigt 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 andrahandsutlåtanden

Emittenter anlitar i regel externa tredjepartsgranskare med kompetens inom miljö- och klimatmässig 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 andrahandsutlåtanden 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. Kreditvärderingsinstituten 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 andrahandsutlåtanden ska börja notera om emittenten avser att tillämpa validering av emissionslikvidens användning i sina utlåtanden 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 marknadens utveckling. Det har kommit in vissa uppgifter till utredningen om att en standardiserad definition skulle kunna gynna marknadens 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 andrahandsutlåtanden 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 andrahandsutlåtanden 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 andrahandsutlåtanden ska börja notera om emittenten avser att tillämpa validering av emissionslikvidens användning i sina utlåtanden 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 världsforumet (World Economic Forum) i Davos 1999. FN:s *Global Compac*t 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 Compacts* 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 Compacts* 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 klimatrapportering 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 klimatrapportering bör ingå i företagets vanliga årsbokslut och att företaget använder olika klimatscenarion och redovisar strategier för att hantera dessa. Själva klimatrapporteringen 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 interimsrapporten. 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 klimatmässigt motståndskraftig utveck-

ling"[16]. Finansmarknadernas betydelse har också uppmärksammats 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 OECD[18] 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 USA[19]. 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'Communique 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 investeringar[22], 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 vartill hänvisas[23]. 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 fondfaktablad[24]. 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 statsstöd[25].

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 EU[26], 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). Prospektdirektivets 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 värdepapperet, inbegripet eventuella rättigheter förknippade med värdepapperen, 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-direktiv[27]. 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 skönsmässiga 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] Eurpoaparlamentets och råders 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 mångfaldspolicy[29]. 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, tilllåtna 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 påverkan 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.

Kapitaltäckningsförordningen[30] (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.

Kapitaltäckningsdirektivet[31] (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 tillsynskrav 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 skulden 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 statsskuldsförvaltningens 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 inkomsttitel. 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-kriterierna[35]). 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 klimatanpassning[37], 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 ränteoptioner, 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 Stibor[1]. 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. swapräntan[2] 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 förfallodatum 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 investerares 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 riskaverison[3].

[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 x 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 jämförelseränta[4]

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 avkastningskurva[6] 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 statsskuldspolitiken, 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:

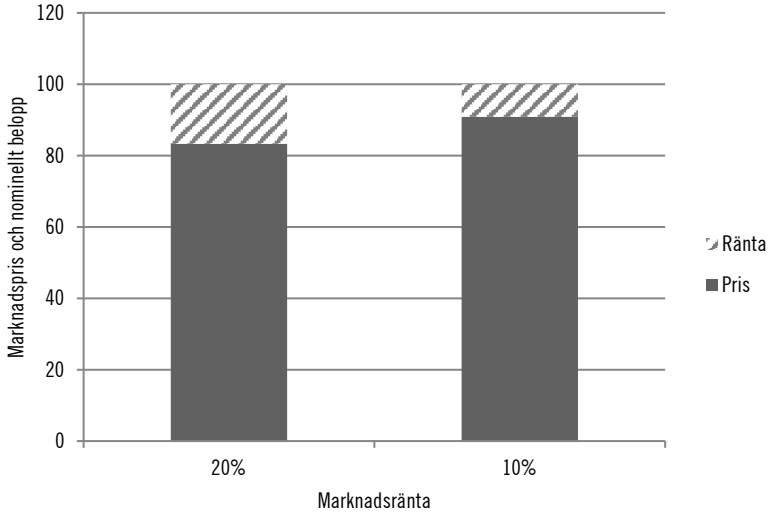
Anta att en nollkupongobligation på sekundärmarknaden har en återstående löptid på ett år och marknadspriset är 83,33 kronor. Obligationens nominella belopp är 100 kronor vilket betalas ut vid förfallodatumet om ett år. Investeraren som köper obligationen och håller den till förfall erhåller därmed en 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 exemplets 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.

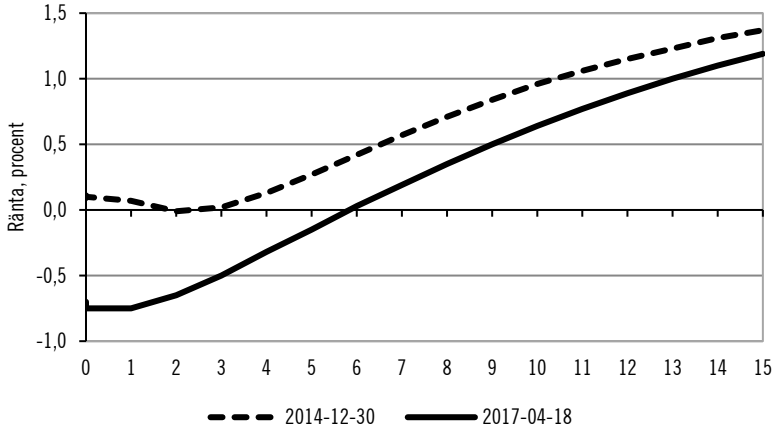
4.2.3 Avkastningskurvan

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 pirssättningen.

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 & Nordén, 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 dagslåneräntа[12]. 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 betalningsutjämning (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 åtnjutit 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 obligationsmarknaden[21]

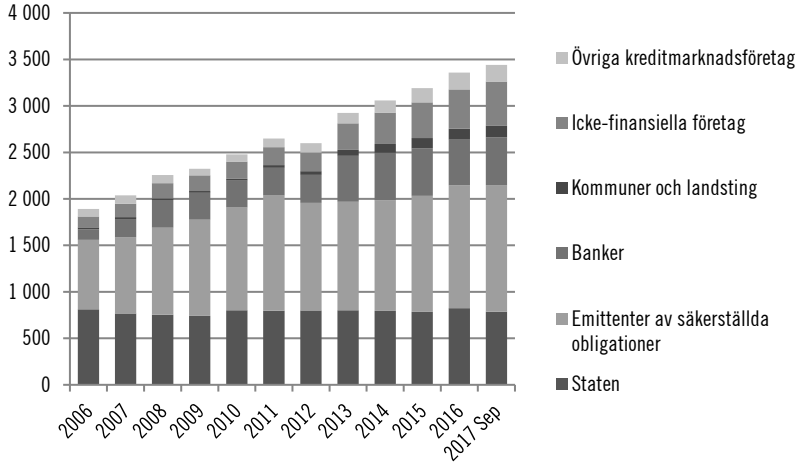
4.4.1 Emittenter

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 kreditinstituten går i konkurs. Investerare upplever därmed risken som låg i säkerställda obligationer och kräver därför lägre ränta vilket ger billigare upplåning för kreditinstituten. 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-

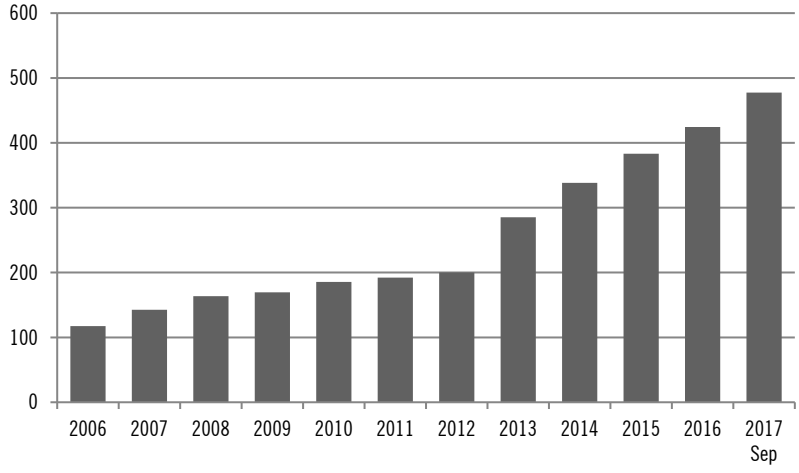
varande budgetpolitiska ramverket med ett överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande ligger fast och uppfylls.[22]

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 präglat 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.

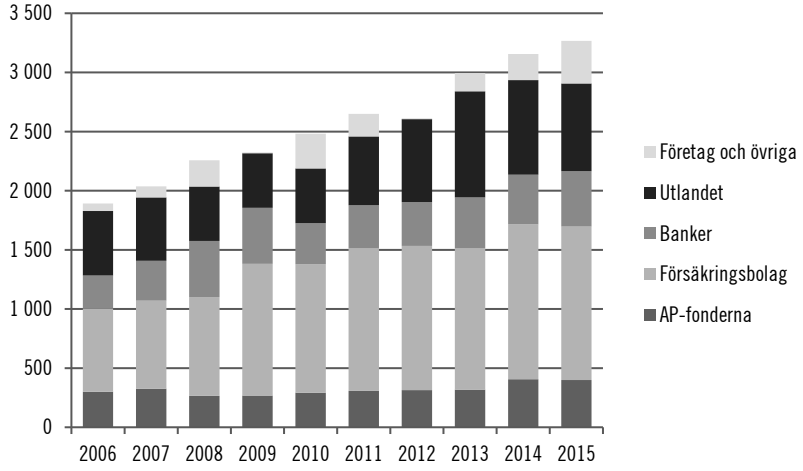
Större kommuner och landsting kan emittera egna obligationer, dock sker en stor andel av kommuner och landstings finansiering via kreditmarknadsbolaget Kommuninvest i Sverige AB (Kommuninvest). Kommuninvest är ett helägt dotterbolag till Kommuninvest ekonomisk förening, i vilket anslutna kommuner och 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 statsskuldväxlar 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 (OTC[28]-handel) för dessa värdepapper.

Den huvudsakliga förklaringen till att obligationshandel bedrivs genom OTC-handel är att köpares och säljares 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 marknadsgaranter 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 obligationer[29]

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 kreditvärderingsinstituten.

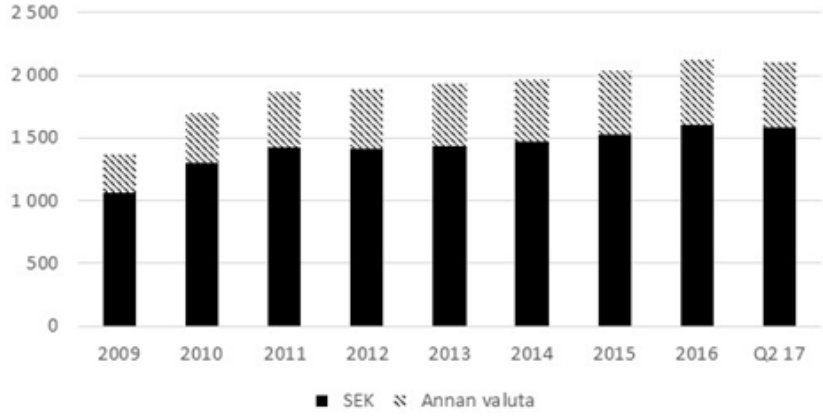
I Sverige har det alltså funnits en likvid marknad för handel i bostadsobligationer innan lagstiftningen för säkerställda obligationer fanns på plats. I dag är marknaden i princip likadan. Det är frågan om att det finns speciella prisställare som har skyldighet att ställa tvåvägspriser på de obligationer 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 banker[30] 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, Skandiabanken, Danske Bank och Sparbanken Skåne.

Figur 4.6 Utestående säkerställda obligationer

Miljarder kronor

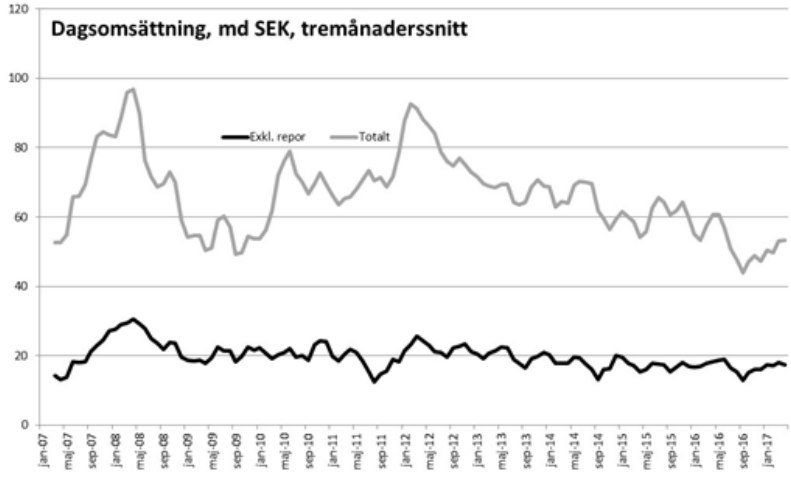


Källa: ECBC.

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

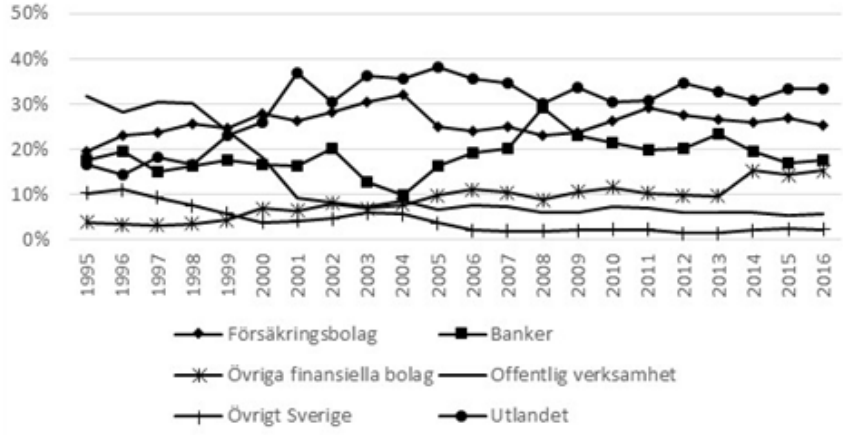


Källa: Riksbanken.

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

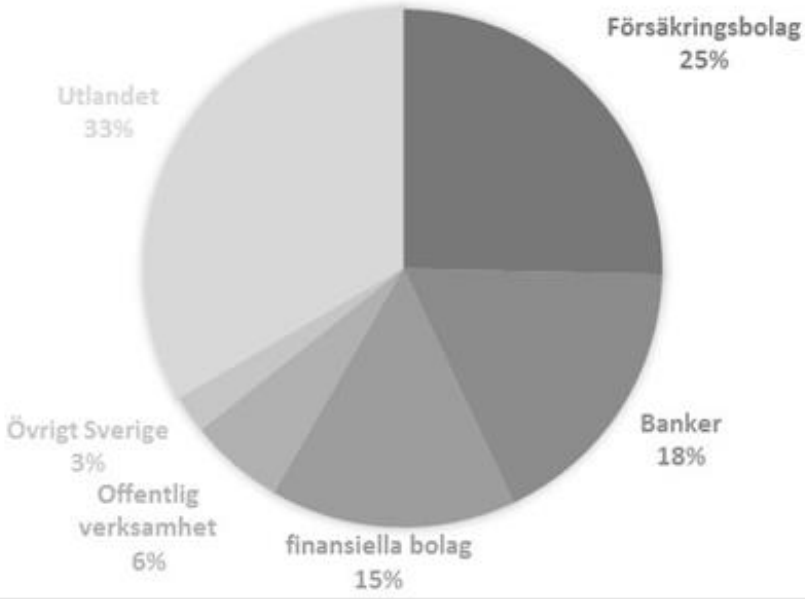


Källa: SCB.

Det som brukar sägas om den här utvecklingen är att det skedde ett skift kring millennieskiftet då det svenska offentliga pensionssystemet 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



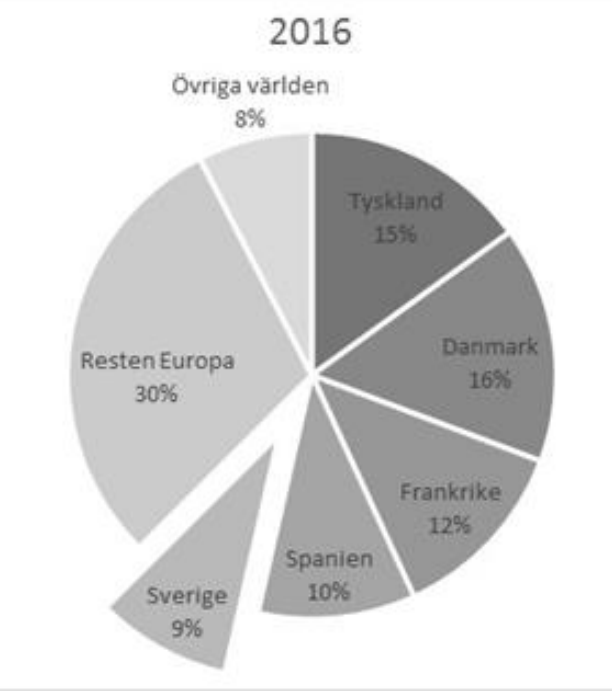
Källa: SCB.

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 klimatmässig 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 emissionsvolymer 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 marknadens 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 2017[32] och stod för mindre än 0,6 procent av årlig emissionsvolym 2016[33].

[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 klimatmässiga 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 prissättningsmekanism 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 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.

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 tvågradersscenario 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.

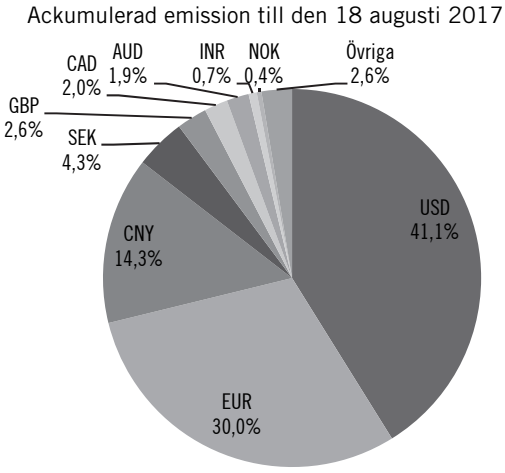
4.7 Svenska marknaden för gröna obligationer[36]

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.

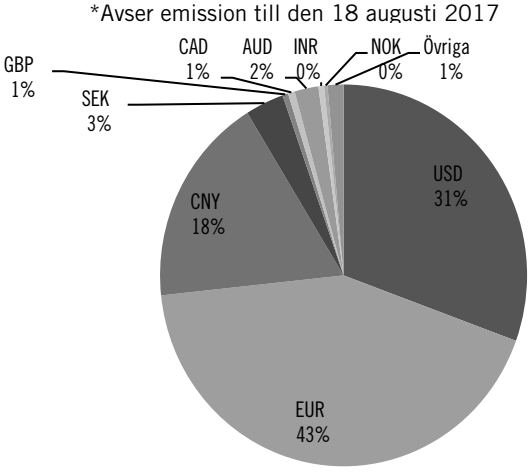
[36] Statistiken i avsnittet avser marknaden för gröna obligationer utgivna i svenska kronor av svenska och utländska emittenter. Svenska emittenters emission i utländsk valuta beskrivs i 4.7.5.

Figur 4.11 Ackumulerad emission i olika valutor



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

Figur 4.12 Ackumulerad emission 2017* i olika valutor



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.

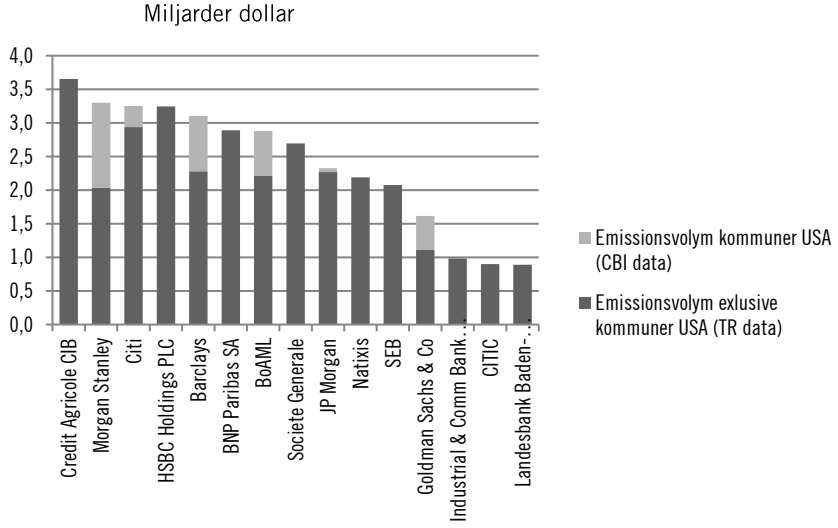
Världsbankens gröna obligation finansierades i svenska kronor och uppgick till 3,35 miljarder kronor. Därmed blev marknaden för gröna obligationer i svenska kronor den näst första i världen, efter marknaden i euro. Efter emissionen kom SEB att bli det globalt ledande emissionsinstitutet av gröna obligationer 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 elfteplats, 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 merdetaljerad 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 investeringsbanken[40] (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 biogasanläggning 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 program[42] 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 LEED[43] Platinum eller BREEAM-SE[44] 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.

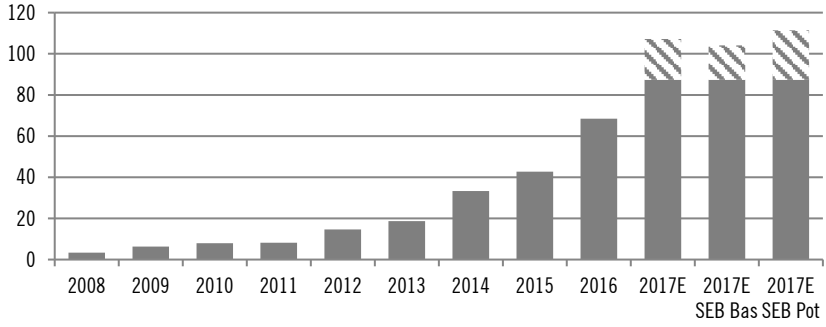
Vasakronan utestående gröna obligationer för ett belopp på 6,2 miljarder kronor. De gröna obligationerna utgör cirka 10 procent av Vasakronans totala låneportfölj.

4.7.2 Svenska marknadens utveckling

Marknaden för gröna obligationer emitterade i svenska kronor uppgick till 87 miljarder kronor i utestående nominell[45] 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]

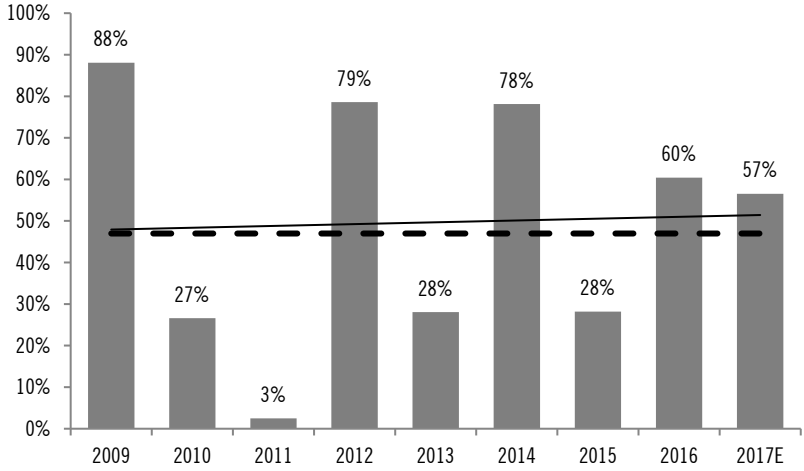
Källa: Bloomberg och SEB.

[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 synts 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 estimera 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.

SEB[52] har estimerat utvecklingen för den globala marknaden 2017. Under antagandet att den svenska marknaden utvecklas i linje med den globala går dessa estimat 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 marknadens 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 förväntningsscenarion 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 marknadens 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 marknadens 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.

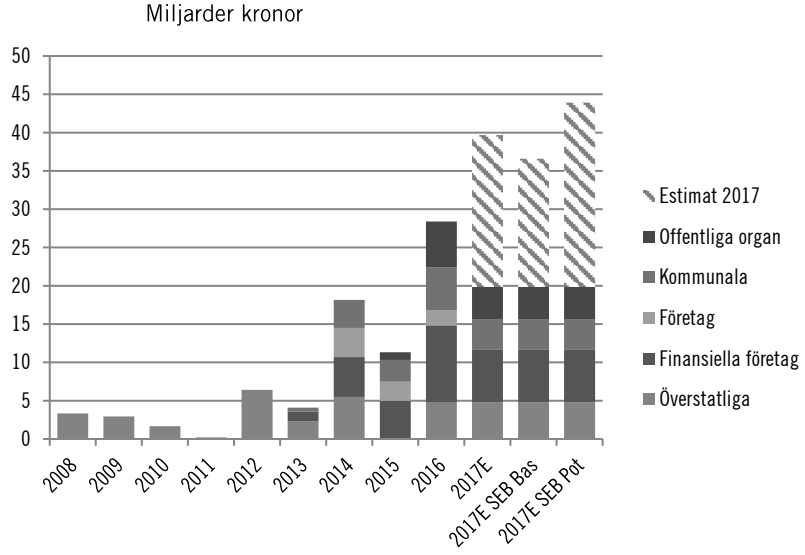
4.7.3 Årlig emissionsvolym i svenska kronor

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



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*.

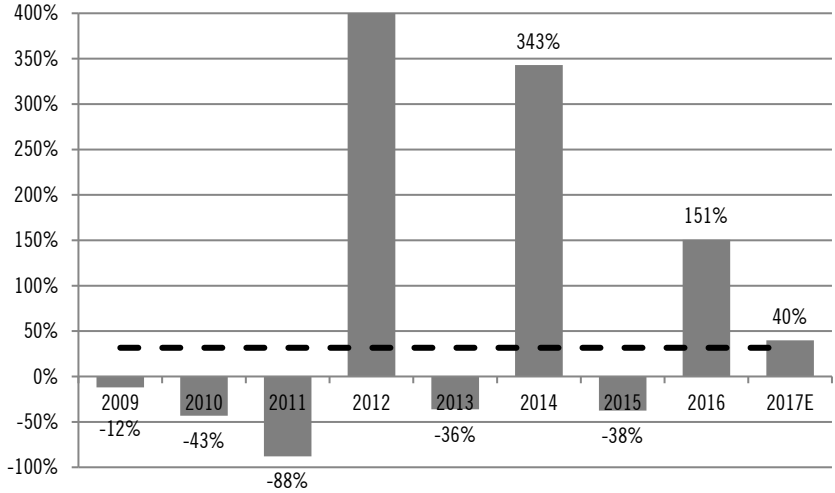
Anm: I sektorn offentliga organ, från eng. *government agencies*, ingår Kommuninvest samt två utländska banker med statliga kopplingar.

Anm: De streckade områdena är egen bearbetning av estimat om förväntad emission andra 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 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 helåret 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 trend[55]. 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.

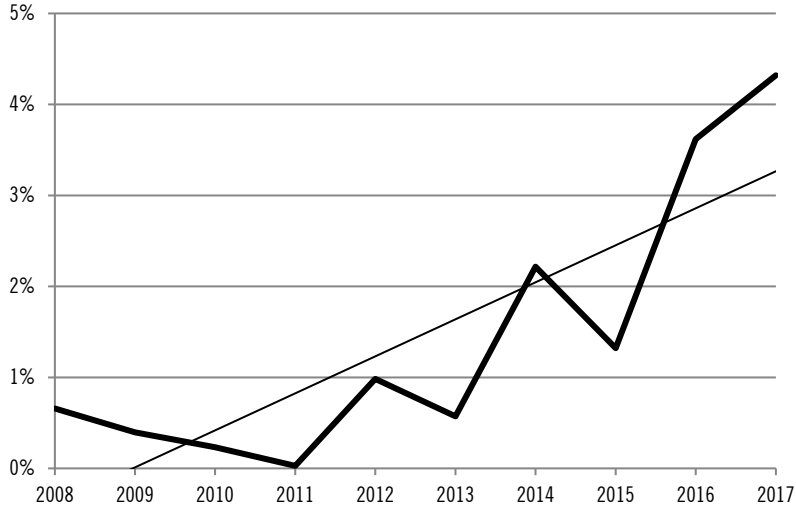
[55] Används en linjär trend blir den negativ pga. extremvärdet 2012. Analyseras en period efter 2012 blir den fortfarande negativ p.g.a. den relativt höga tillväxten 2014 och 2016. En trend på för hela perioden får dessutom ett R2 värde på låga 0,0069. En linjär trend från 2013 får ett R2 på låga 0,0016. 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 determinationskoeffecient (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.

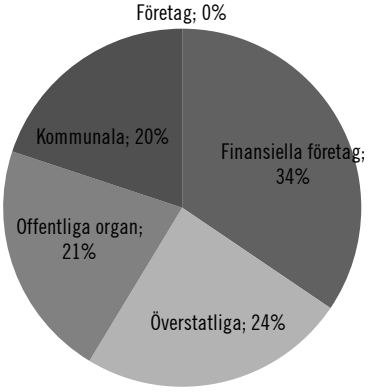
4.7.4 Emittenter på marknaden i svenska kronor

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 tillgångsslag.[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.

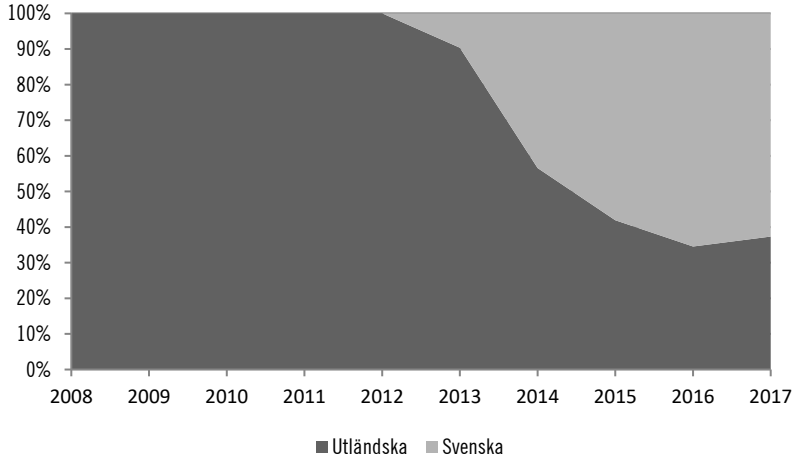
I sektorn finansiella företag (eng. *financials*) ingår alla fastighetsförvaltningsföretag som emitterat gröna obligationer. Dessa utgör 83 procent av denna sektor. Resterande andel utgörs av SBAB och Volvofinans.

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.

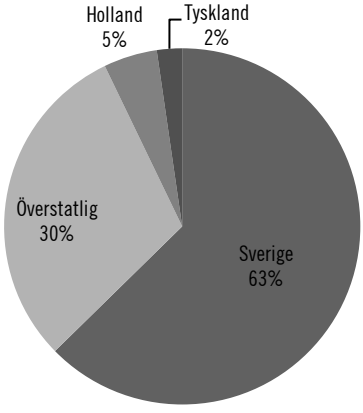
Utländskas andel ser ut att plana ut 2017. Det kan dock bero på att mätpunkten endast omfattar emitterad volym första halvåret. Stora enskilda emissioner kan då påverka resultatet i större omfattning än om man ser till helåret. De utländska aktörerna består främst av

multilaterala banker[58], 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 Holland[59] respektive Tyskland[60] 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



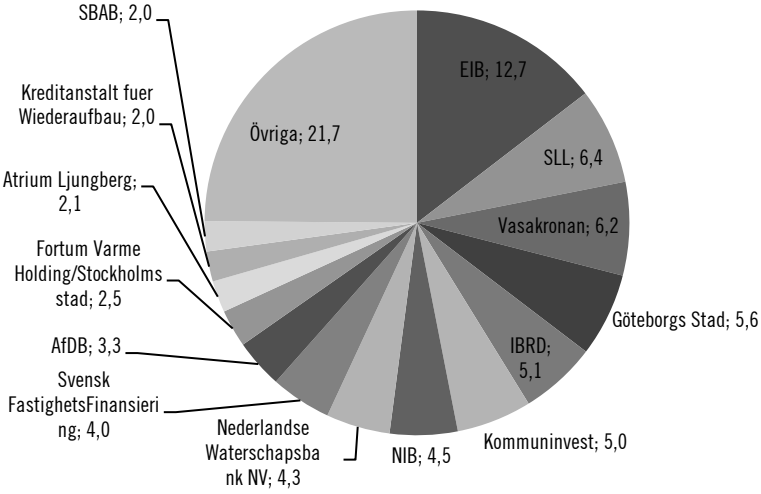
Källa: Egen bearbetning av data från Bloomberg och SEB.

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

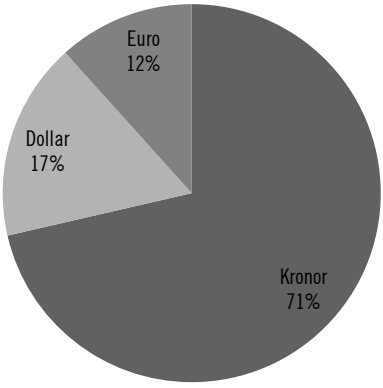
Anm: [1] Växelkurs från Riksbanken per den 25 augusti 2017: USD/SEK = 8,0647 EUR/SEK = 9,5107
Källa: Bloomberg och SEB.

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 placeringstillgångar på 2 130 miljarder kronor kan jämföras med samtliga försäkringsföretags placeringstillgångar som vid samma tidpunkt uppgick till 3 215 miljarder kronor[61]. 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.

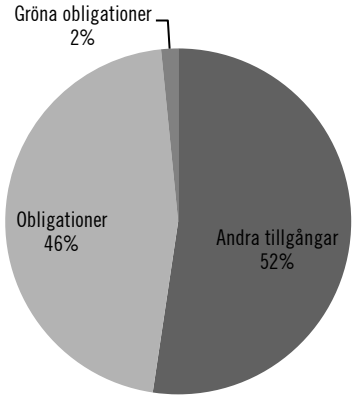
Totalt hade försäkringsföretagen som svarade att de placerat i gröna obligationer ett innehav av sådana till ett värde av drygt 34 miljarder kronor, vilket utgjorde en andel på 3,3 procent av deras obligationsportföljer. Spridningen i andel mellan företagen bedöms av utredning som ganska stor och låg 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

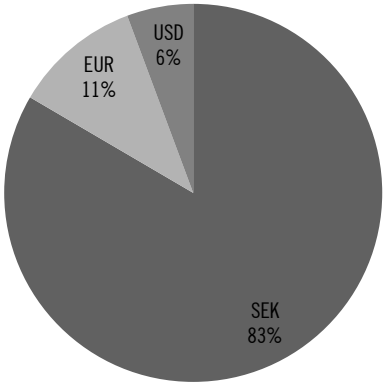
Avser tillgångar hos de företag som placerat i gröna tillgångar per den 30 juni 2017



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 emittent 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 marknadens 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 marknadens 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 uppmärksammats 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.

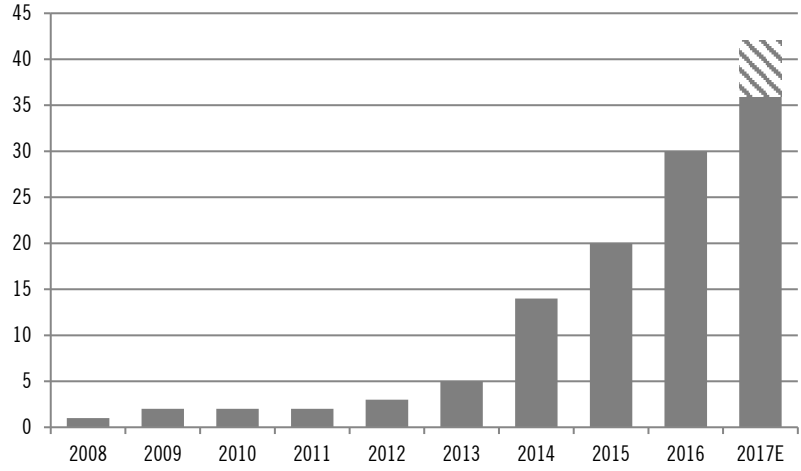
4.7.7 Svenska marknadens framtida utveckling

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 dubbleras 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.

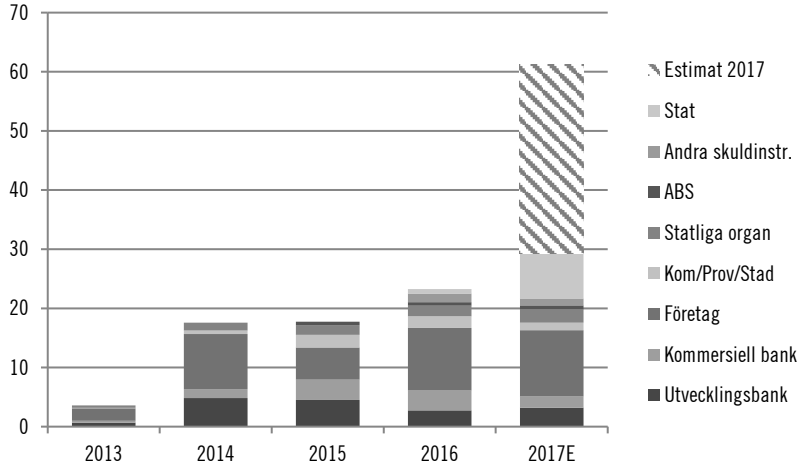
4.8 EU marknaden

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



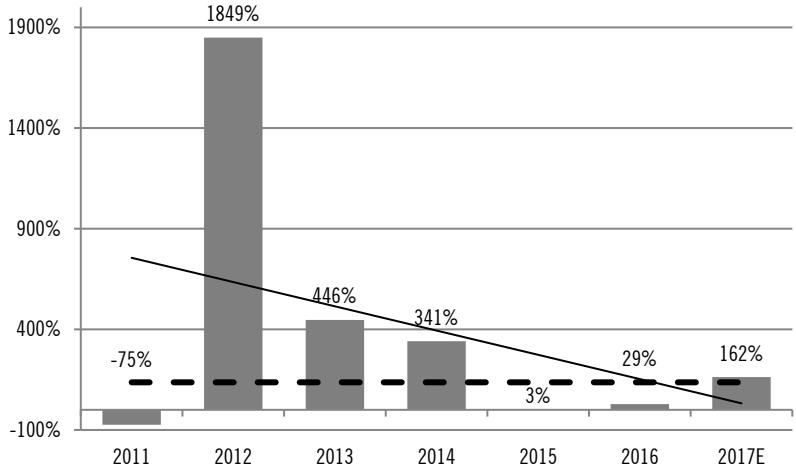
Not: Det streckade området under 2017E är estimerat utifrån CBI:s förväntningar om att det för helåret 2017 kommer emitteras gröna obligationer för totalt 130 miljarder dollar globalt. Här har den förväntade procentuella utvecklingen globalt tillämpats på enbart EU-marknaden under antagandet att Europamarknaden 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 regioner[63] 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 helåret 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 mätpunkter 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 emissionsvolymer 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 determinationskoeffecient (R2) 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 R2 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.

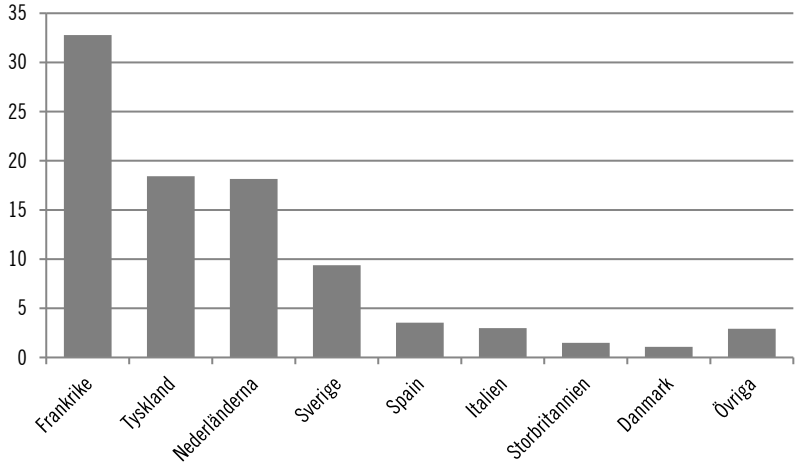
[64] Baserat på CBI:s prognos om att det globalt kommer emitteras gröna obligationer för 130 miljarder dollar för helåret 2017. Under antagandet att marknaden i Europa under 2017 kommer utvecklas i linje med den globala marknaden.
[65] R2 på 0,15 innebär att tillväxttaktens trend över hela mätperioden 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 ryktesrisken[69] 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 befolkningsmängd 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 befolkningsmängd.[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 befolkningsmängd: 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

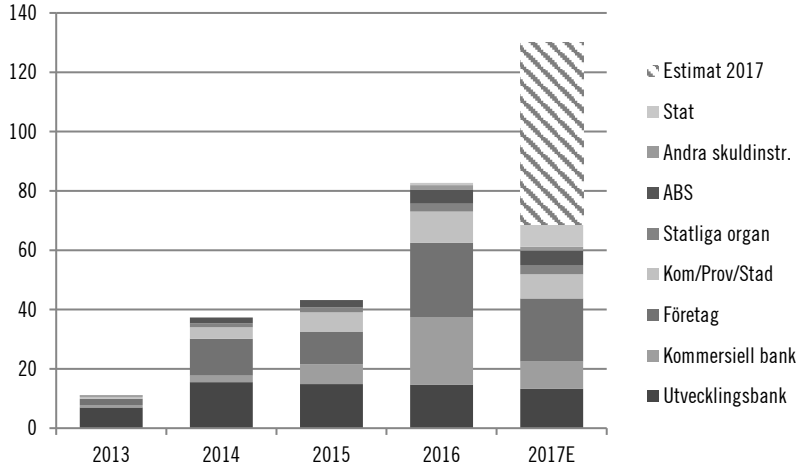
Bedömning: Den globala marknaden för gröna obligationer bedöms ha haft god tillväxt på senare år. Den utgör fortfarande väl under en procent av det samlade värdet av alla utestående obligationer och det är därför viktigt att tillväxten blir fortsatt hög för att marknaden för gröna obligationer ska göra 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



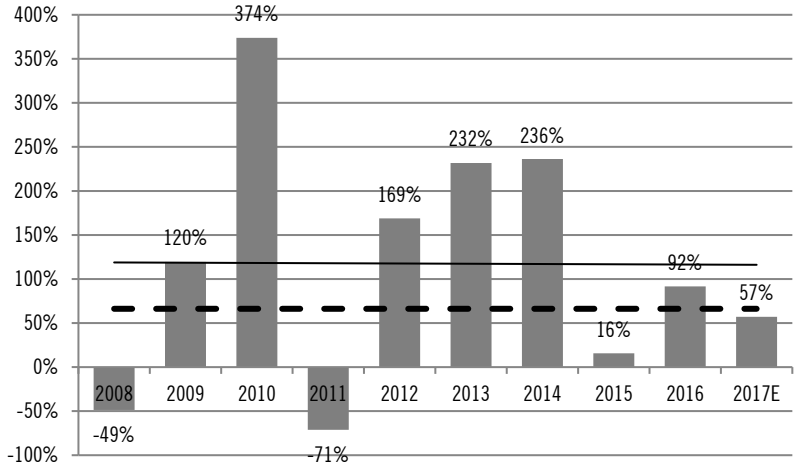
Not: Perioden 2007 till 2012 är utelämnad eftersom det emitterades så lite i förhållande till senare år att de inte skulle synas i diagrammet.
Not: Det streckade området under 2017E är estimerat utifrån CBI:s förväntningar om att det för helåret 2017 kommer emitteras gröna obligationer för totalt 130 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 hållbarhetskriterier[74] 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 heläret 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.

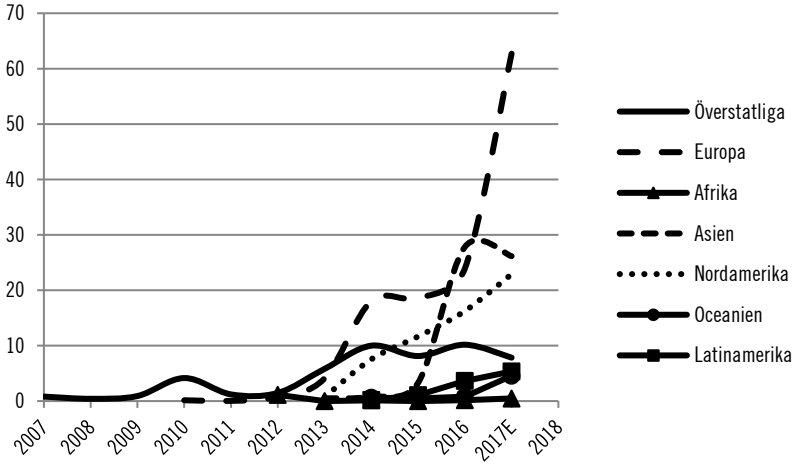
Detta visar på hur liten marknaden för gröna obligationer är trots en hittills god tillväxt.

[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



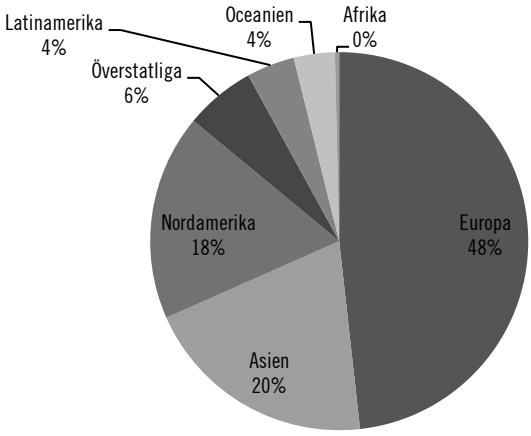
Anm: Utfallet för år 2017 är estimerat utifrån CBI:s förväntningar om att det kommer emitteras gröna obligationer för 130 miljarder dollar. För att nå förväntad emission behövs en ökning på drygt 110 procent av totat emitterat belopp per den 31 juli 2017. Denna procentsats har sedan applicerats på faktisk 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*

*Emitterat belopp fram till den 31 juli



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 emittent 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 störts 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 Univercity 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.

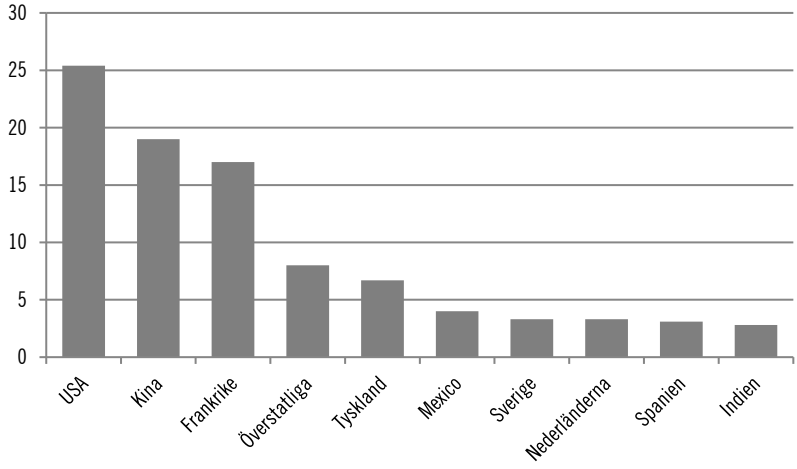
Kina har inte infört några ekonomiska incitament till att emittera gröna obligationer. I stället prioriteras gröna obligationer när det kommer till den administrativa processen för myndighetsgodkännande. Det går alltså betydligt snabbare och smidigare att få godkänt emission av gröna obligationer kontra 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 emitter 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.

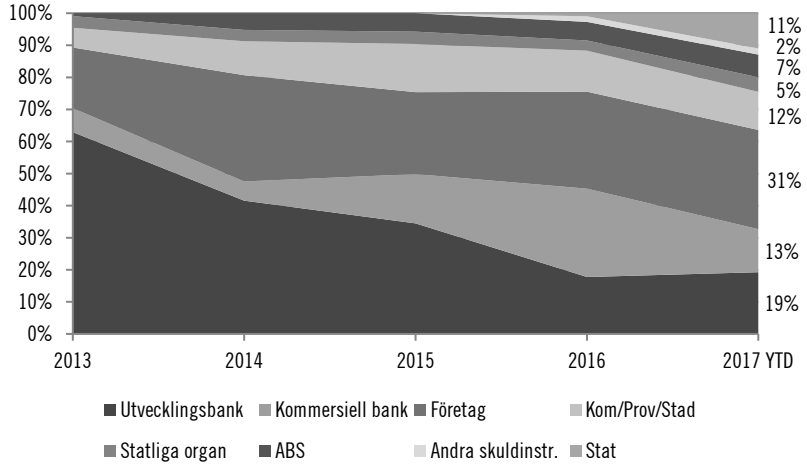
[85] SEB (2017), *The Green Bond*, oktober 2017.

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 Slutanmärkning

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 andrahandsutlåtanden, 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. Ansvaret för hållbart företagande är företagens, men utvecklingen är ett samspel mellan företag, intressenter samt sam-

hällsaktörer. Regeringen och myndigheter kan ha en uppmuntrande, 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. Civilsamhällesorganisationer kan identifiera problem och arbeta konstruktivt med företag, både hemma och i utlandet, för att försöka hitta gemensamma lösningar. Konsumenter och investerare är viktiga aktörer för att inrikta och belöna företagens 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 trepartsdeklarationer och OECD:s riktlinjer för multinationella företag. OECD:s riktlinjer är gemensamma rekommendationer från regeringar till multinationella företag på hur affärsverksamheter bedrivs ansvarsfullt. Närmare 50 regeringar har anslutit sig till riktlinjerna sedan de framförhandlades 1976. De innehåller icke-bindande principer, men de länder som har anslutit sig gör en bindande utfästelse om att tillämpa riktlinjerna och uppmuntra multinationella företag att följa dem i sin verksamhet. Riktlinjerna är uppdelade i tio kapitel och omfattar bl.a. mänskliga rättigheter, arbets- och anställningsförhållanden, miljö, korruption, konsumentintressen, 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 beslutsfattandet 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 hållbarhetsrapportering hos företag. GRI är i dag ett av de vanligaste ramverken för hållbarhetsrapportering, som även används som underlag 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 kostnadseffektivt 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 företagens ansvar för den egna verksamhetens påverkan på samhället, och lyfte bl.a. fram företagens 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 klimatmässig 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 banker[1] 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 språk[2], 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. *greenwashing*, 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 uppmärksammats 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 marknadens 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 marknadens 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 marknadens 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 Akademins 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 China[4] 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 förvaltat 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 projekten 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 uppmuntrar 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 anlitandet 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 miljöutvärderingar. 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 kreditvärderingsinstuten 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 benämnes 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. andrahandsutlåtanden.

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 förvaltat kapital. CBSAB ansvarar för en referensgrupp om klimatforskning, tekniska arbetsgrupper för utveckling av CBS och industriarbetsgrupper. Dessa gruppers 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 ledamötena 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 öronmärkning[10] 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, Schuldshein-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 andrahandsutlåtanden som rekommenderas av GBP finns det fortfarande ett moment kvar för investeraren om att analysera utlåtandet samt utvärdera leverantörens kvalifikationer. Att det finns ett andrahandsutlåtande 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 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 Analytics[12] och International Institute for Applied Systems Analysis (IIASA)[13]. Till sin hjälp att implementera ramverket har CBI haft Climate Wedge[14] 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 akademin, 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 remisssvaren 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 estimera 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 estimera 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 uppsåtlig 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.

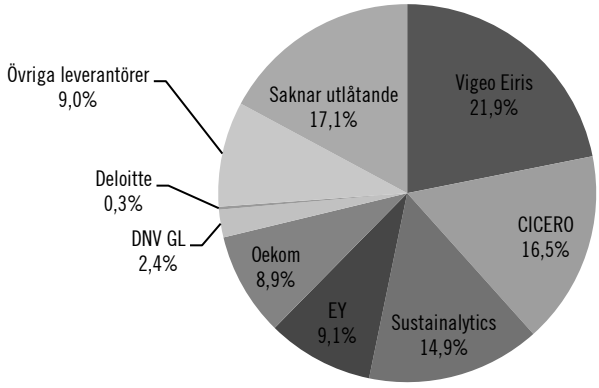
Beskrivningen ovan gäller den enklaste formen av andrahandsutlåtande som täcker in det som efterfrågas i GBP. Utöver detta kan andrahandsutlåtande innehålla varierande grad av hållbarhetsanalys och även analys utifrån andra målsättningar. Ett exempel är analys av tilltänkta investeringars koppling till 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.

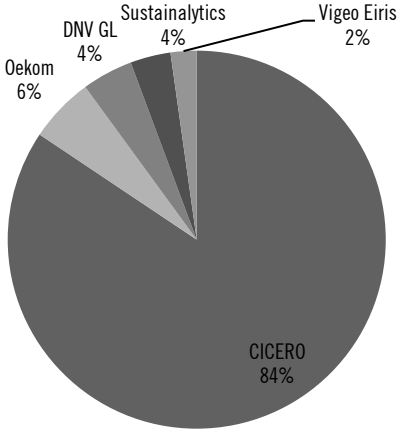
Andrahandsutlåtande saknades för 17 procent av totalt emitterad volym till den 21 augusti 2017. Det är en förbättring sen 2016 då det saknades utlåtanden för 24 procent av emitterad volym. Vigeo Eiris är den med nuvarande störst marknadsandel sett till emitterad volym. Troligtvis på grund av att de anlitades 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 taxanomi 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 taxonomin. 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 andrahandsutlåtanden 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 andrahandsutlåtanden

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 andrahandsutlåtanden 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 andrahandsutlåtandet 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 andrahandsutlåtanden 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 värdens 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 *greenwashing* 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. Risken ligger då i att marknadens uppfattning 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. Risken 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 andrahandsutlåtanden 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 andrahandsutlåtanden 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 uppmärksammats 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 klimatmässigt 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 kommittee för miljöledning (TC 207). Arbetet befinner sig ännu i ett mycket tidigt skede. Det första internationella arbetsgruppsmötet 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 kompabilitet 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 trögrörlig 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 kontraproduktivt 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 klimatmässiga 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 klimatmässigt 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 effektiv 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 kartlagt[26] 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 investerar 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 Marknadsplatser[27]

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

[27]Utredningen 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 handelsplattfom (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 OTC[28]. 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 kvalité 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 Sustainalytics[30]. 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 andrahandsutlåtanden. Se kap. 5 för mer detaljerad information om Sustainalytics roll på marknaden för andrahandsutlåtanden.

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 emittent 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 tredjepartsgranskning[31], 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 GBP[33] 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 Sustainability[34] 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 klimatmässigt hållbar. Att samarbeta globalt gällande hållbarhet ökar dessutom jämförbarheten och främjar gränsöverskridande handel.

5.8 Kreditvärderingsinstituten

Bedömning: Ökad konkurrens är önskvärt då marknaden i dag domineras av några få aktörer. Utredningen bedömer att kreditvärderingsinstituten 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 andrahandsutlåtanden. 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 andrahandsutlåtanden men det finns skillnader, speciellt gällande utvärdering av hållbarhet. Förutom skillnader i metod betygsätter kreditvärderingsinstituten individuella obligationer till skillnad mot för leverantörer av andrahandsutlåtanden 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 andrahandsutlåtanden också tagit fasta på. Exempelvis har Cicero, som är den största leverantören av andrahandsutlåtanden på den svenska marknaden, en betygsskala: Ciceros Shades of Green (se avsnitt 5.3.2). Leverantörerna av andrahandsutlåtanden 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 andrahandsutlåtanden. 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 andrahandsutlåtanden 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 andrahandsutlåtanden. 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 andrahandsutlåtanden 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 realiseras.

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 andrahandsutlåtanden. 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 andrahandsutlåtanden. 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 marknadens 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 överenstämmelse 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 klartgjort 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 klimatmässigt 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 uppmärksammats 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 överenstämmelse 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 byggts 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 överenstämmelse 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 rapport[41] 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 åtgärdsförslagen.

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 Kina[43], EIB:s lista över investeringar godkända att finansieras med deras gröna obligationer[44], EIB:s lista över investeringar godkända för deras s.k. Climate Action-lån[45], och utvecklingsbankernas gemensamma principer för hållbara investeringar[46].

---

[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 miljökategorier 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 hållbarhetslån[47] 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:

- Fortsatta 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 klimatmässiga hållbarhetskriterierna. Kriterierna är i linje med GBP[49] 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 klimatmässiga 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 tredjepart för utvärdering eller certifiering så ska den informationen tillhandahållas.

Dessa krav är i linje med GBP. Att anlita en oberoende tredjepart 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 sekretesskäl 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 år 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 överlåter 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 premiepensionssystemet 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 återrapportering fyller de informationsbehov som en investerare kan ha. Återrapportering 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.