

6 Främjandeåtgärder

Utredningens främsta uppdrag är att analysera och lämna förslag på vilka sätt marknaden för gröna obligationer kan främjas. Ett främjande kan innebära många saker, men i belysningen att nå en hållbar finansmarknad innebär detta bl.a. att öka antalet emittenter, liksom antalet emissioner, att bredda investerarkollektivet, att utöka marknaden och marknadsplatserna, att öka effektiviteten på marknaden och sänka transaktionskostnaderna, att säkra kvalitén på gröna projekt och att säkerställa gröna effekter av de investeringar som görs.

Risken finns vid ett ensidigt främjande av antalet emissioner att det gröna inslaget urholkas, att det går inflation i beteckningen ”grön” obligation (eng. *greenwash*). En sådan utveckling främjar inte en hållbar finansmarknad. Samtidigt som intentionen måste vara att öka antalet investeringstillfällen måste alltså det ”gröna” säkerställas. Å andra sidan visar de intervjuer som utredningen genomfört att det finns en utbredd uppfattning om att det föreligger ett merarbete, en extra kostnad, i att emittera ”grönt” och att obligationer därför emitteras traditionellt utan ytterligare överväganden.

I kapitlet redogörs först för hinder mot utvecklingen, och de utmaningar för marknaden som det pekats på i ett antal internationella rapporter. Därefter presenteras de främjandeområden och förslag på åtgärder som identifierats med särskilt fokus på den svenska obligationsmarknaden.

6.1 Transparens och hållbarhet

Gröna obligationer kräver en högre nivå av transparens för att investeraren ska kunna utvärdera och verifiera emittentens utfästelse om att anskaffat kapital ska investeras i hållbara projekt. Enligt

GBP bör det i obligationens dokumentation framgå vad anskaffat kapital ska investeras i. Investeringarna bör dessutom bidra till signifikanta förbättringar gällande klimat och miljö. Emittenten ska även utvärdera och om möjligt kvantifiera investeringarnas förväntade klimatpåverkan innan emission. Dessa kriterier är det som primärt definierar en grön obligation och skiljer dem från traditionella obligationer.

Vid emission av gröna obligationer åtar sig emittenten att investera anskaffat kapital miljö- och klimatomfattigt hållbart. Efter emission av gröna obligationer behövs det uppföljande rapportering för att säkerställa att emittenten verkligen uppfyller sina åtaganden om att investera hållbart. Praxis på marknaden är att emittenten årligen rapporterar om vad anskaffat kapital används till. Denna praxis återfinns i de frivilliga standarder vilka beskrivs mer i detalj i 5 kap.

Inför en emission av gröna obligationer identifierar emittenten de hållbara tillgångar och projekt i verksamheten som kan finansieras via de gröna obligationerna. Emittenten kan via gröna obligationer med högre krav på transparens därmed skaffa sig finansiering från investerare med ett hållbarhetsmandat. Investerare med ett hållbarhetsmandat får i sin tur möjlighet att investera i endast de hållbara tillgångarna hos emittenter de inte annars skulle kunnat investera i. Det skapar fler alternativ till att investera hållbart och bidrar till möjligheten att diversifiera portföljer med hållbara värdepapper. Att de hållbara obligationerna märks som gröna underlättar för investerare att hitta hållbara investeringsalternativ.

Just uppdelningen mellan hållbara och icke hållbara tillgångar är viktig då det ger investeraren en valmöjlighet att investera hållbart. Det är också därför vissa emittenter som anses helt hållbara i dag, s.k. *pure-play*, inte emitterar gröna obligationer. Det handlar t.ex. om tillverkare av vindkraftverk eller elbilar. Hela deras verksamhet bedöms vara hållbar och är de transparenta behöver de inte separera och tydliggöra sina hållbara tillgångar med gröna obligationer. Investerare med ett hållbarhetsmandat kan investera i de helt hållbara emittenternas obligationer i vilket fall som helst. Detta visar på vilken vikt gröna obligationer och det högre kravet på transparens har i att möjliggöra en marknadsdriven omställning till en hållbar ekonomi. Gröna obligationer ger investeraren ett val att endast investera i de hållbara tillgångarna. Om tillräckligt stora kapitalflöden riktas om mot att finansiera endast de hållbara tillgångarna på bekostnad av

de icke hållbara kommer en omställning i realekonomin att ske. Enligt utredaren borde målet vara att alla obligationer ska vara gröna. När detta är uppnått är alla tillgångar, projekt och verksamheter som finansierats via obligationer, finansierade med obligationer som är miljö- och klimatmässigt hållbara. Gröna obligationer skulle då ha uppfyllt sitt syfte.

6.2 Varför investeras i gröna obligationer?

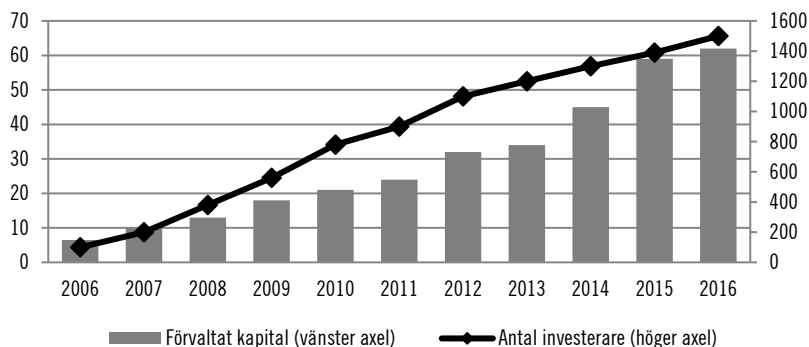
Intresset för miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar ökar

Med ökad rapportering om klimatpåverkan och utnyttjandet av jordens resurser har intresset för att investera i miljö- och klimatmässigt hållbara tillgångar ökat. Klimatriskerna blev än mer konkreta i.o.m. överenskommelsen av Parisavtalet. Enligt Parisavtalet ska nettonollutsläpp av växthusgaser uppnås under seklets andra hälft. Om inte revolutionerande ny teknik inom lagring av växthusgaser tas fram innebär det att stora delar av dagens verksamhet i ekonomin per definition inte kan existera så tidigt som om 30 år. Att ta hänsyn till klimatrisker och investera hållbart har därför blivit allt mer aktuellt. Finansmarknadernas roll i omställningen till en hållbar ekonomi lyfts bl.a. i Parisavtalet (se 7 kap. för en mer detaljerad beskrivning).

Det tilltagande intresset att investera hållbart syns bl.a. i utvecklingen av antalet kapitalförvaltare som väljer att ansluta sig till FN:s principer för ansvarsfulla investeringar (PRI). Mer än 1 500 förvaltare i över 50 länder hade anslutit sig 2016. Det sammanlagda kapitalet under förvaltning av anslutna investerare uppgick till cirka 62 000 miljarder dollar. Förvaltad kapital utgjorde då cirka 24 procent av de globala finansmarknaderna. PRI lanserades 2006 och i diagrammet nedan visar på initiativets utveckling sett till antalet anslutna kapitalförvaltare och tillgångar under förvaltning.

Figur 6.1 Utvecklingen för PRI i förvaltad kapital och antalet anslutna förvaltare

Tusen miljarder dollar



Källa: PRI.

Syftet med PRI är att hjälpa investerare med att integrera faktorer som miljö, social och styrning (ESG) i sina investeringsbeslut och ägarpraxis. Anslutna förvaltare åtar sig att tillämpa PRI:s sex icke bindande principer för ansvarsfulla investeringar, se 3 kap.

Institutionella investerare generellt har dessutom ett ansvars- tagande (eng. *fiduciary duty*) att se till sina kunders bästa. I detta ansvar ligger bl.a. att ta hänsyn till alla risker, vilket inkluderar klimatrisker. Med ökad medvetenhet om klimatförändringar och de risker det medför har konsumenterna i högre grad börjat efterfråga hållbara investeringsalternativ. I en undersökning svensks åsikter om fonder och sparande uppgav drygt vart fjärde tillfrågad att de valt en fond för att den har en hållbar inriktning.¹ Drygt hälften av de som aktivt valt en fond med hållbar inriktning uppgav att deras motiv varit att åstadkomma en positiv påverkan. Med tilltagande medvetenhet har och kommer kunderna till de institutionella investerarna efterfråga en alltmer hållbar förvaltning av kapitalet.

Gröna obligationer vars emissionslikvid uteslutande går till att finansiera miljö- och klimatomässigt hållbara projekt, i kombination med den högre nivån av transparens som tillåter marknaden att utvärdera hållbarheten, har visat sig uppfylla investerares önskemål

¹ TNS Sifo Prospera på uppdrag av Fondbolagens förening (2016), *Fondspararundersökningen 2016*.

om ett hållbart placeringsalternativ. Gröna obligationer ger därmed investerare en tydlig valmöjlighet att investera hållbart. På så sätt kan tillgångsslaget hjälpa till att tillgodose den efterfrågan på hållbara investeringar som beskrivits ovan. Det förklarar också en förklaring till varför det är så hög efterfrågan på instrumentet och att de som köper gröna obligationer tenderar att hålla dem till förfall.

6.3 Varför emitteras gröna obligationer?

Som beskrivet ovan finns det ett tilltagande intresse för att investera miljö- och klimatmässigt. Bl.a. emitterades Världsbankens första gröna obligation som ett svar på investerares efterfrågan på ett miljö- och klimatmässigt hållbart och transparent tillgångsslag, se kap. 4 för mer information. Vidare har det estimerats att det finns ett investeringsbehov till 2030 i storleksklassen 93 000 miljarder dollar för att möta efterfrågan från samhället och att ställa om till en hållbar ekonomi (se 7 kap. om investeringsbehovet). Gröna obligationer har identifierat som ett tillgångsslag som har potential i att finansiera en del av investeringsbehovet (se 3 kap.) och kan samtidigt tillgodose en del av investerarnas efterfrågan på miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar.

OECD och ytterligare tre organisationer har i en gemensam rapport identifierat hur den gröna obligationsmarknaden kan gynna omställningen till en hållbar ekonomi och skäl till varför de emitteras²:

- *Ge ytterligare en källa till miljö- och klimatmässigt hållbar finansiering:* Obligationer är ett lämpligt tillgångsslag i att täcka en del av investeringsbehovet i miljö- och klimatmässigt hållbara projekt. Det finns en efterfrågan på att införa nya lösningar för finansiering av hållbara projekt som kan attrahera institutionella investerare. Dessa investerare (pensionsfonder, försäkringsföretag, statliga förmögenhetsfonder) förvaltar globalt 100 000 miljarder dollar. Gröna obligationer kan utgöra ett utgöra ännu en finansieringskälla jämte hållbara lån och aktier.

² OECD, ICMA, CBI och GFC (2016), *Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options*.

- *Möjliggöra mer långsiktig finansiering av hållbara projekt skulle minska refinansieringsrisken:* I många länder har bankerna svårt att låna ut på längre tid. De emittenter som endast har tillgång till kortare banklån får en refinansieringsrisk när de ska finansiera hållbara långsiktiga projekt. Om banker och företag emitterade gröna obligationer på medel- till lång frist skulle refinansieringsrisken minska.
- *Förbättra emittenters anseende och tydliggöra deras miljöstrategi:* Emittering av gröna obligationer är ett effektivt sätt att utveckla och genomföra en trovärdig hållbarhetsstrategi som kan kommuniceras till investerare och allmänhet. Emittenternas förbättrande anseende kan användas i marknadsföringssyfte samt skapar incitament för en genomgående mer hållbar affärsverksamhet. En mer väldefinierad hållbarhetsstrategi kan förbättra emittenters riskhanteringsprocess gällande miljö- och klimat.
- *Kostnadsfördelar i den gröna obligationsmarknaden:* För närvarande finns det inte definitivt påvisbara kostnadsfördelar jämfört med traditionella obligationer. Orsaken är en sämre likviditet för gröna obligationer. Om marknaden för gröna obligationer kan attrahera en bredare investerarbas kan likviditeten förbättras. En likvid grön obligationsmarknad resulterar i en bättre prissättning av gröna obligationer, vilket kan främja efterfrågan. Politiska incitament som skattereduktion, räntesubventioner och kreditgarantier kan också bidra till lägre finansieringskostnader för gröna obligationer.
- *Från traditionella till gröna sektorer:* Fördelarna som nämnts ovan kan fungera som incitament för att uppmuntra emittenter i mindre miljövänliga sektorer att emittera gröna obligationer (under förutsättning att de går till gröna projekt) och minska deras miljöpåverkan genom att de investerar i gröna projekt med hjälp av gröna obligationer.
- *Ger långsiktiga ESG investerare nya investeringsmöjligheter:* Det finns en hög efterfrågan på långsiktiga och miljö- och klimatomåttligt hållbara investeringar hos pensionsfonder, försäkringsbolag, statliga förmögenhetsfonder och andra institutionella investerare. Dess letar ständigt efter nya finansiella instrument för att uppnå sina investeringsmål. Gröna obligationer kan möta

deras behov och bidra med diversifieringen av deras portföljer. Den gröna märkningen av gröna obligationer hjälper investerare att identifiera hållbara investeringsalternativ på den stora obligationsmarknaden.

6.4 Fördelar och nackdelar med gröna obligationer

Som beskrivet ovan finns det ett tilltagande intresse att investera hållbart. Det finns emellertid inte många tillgångsslag som tillåter hållbara investeringar utan omfattande analysarbete. Att de flesta aktörer som finansierar sig på kapitalmarknaderna inte heller är hundra procentigt hållbara minskar investeringsmöjligheterna ytterligare. Gröna obligationer vars emissionslikvid uteslutande går till att finansiera miljö- och klimatmässigt hållbara projekt, i kombination med den högre nivån av transparens som tillåter marknaden att utvärdera hållbarheten, har visat sig uppfylla investerares önskemål om ett hållbart placeringsalternativ. Gröna obligationer ger därmed investerare en tydlig valmöjlighet att investera hållbart. På så sätt kan tillgångsslaget hjälpa till att tillgodose den efterfrågan på hållbara investeringar som beskrivits ovan. Att även aktörer vars verksamhet ännu inte är hundra procentigt hållbar kan emittera gröna obligationer ökar utbudet och möjliggör bättre diversifiering av hållbara portföljer.

Tillgångsslaget underlättar för investerare att efterleva sina hållbarhetsmandat och att kommunicera kring sitt engagemang i hållbara värdepapper.

Vidare underlättar den gröna märkningen identifiering av tillgångsslaget och reducerar transaktionskostnaderna för att investera hållbart. En annan gynnande faktor är att gröna obligationer fungerar som traditionella obligationer rent tekniskt. Tröskeln att investera i tillgångsslaget är därmed låg och infrastruktur för emission och handel finns redan på plats. Det gör det enkelt för investerare att placera i tillgångsslaget, vilket är en fördel gentemot om det skulle vara ett helt nytt och obeprövat tillgångsslag. Som nämnts erbjuder gröna obligationer en högre nivå av transparens. Investerare får därför bättre insyn i emittentens verksamhet och kan bedöma dess risker.

Dessa egenskaper gör tillgångsslaget attraktivt och som marknaden ser ut i dag emitteras inte tillräckligt med gröna obligationer för att tillgodose efterfrågan. Det visar på det stora intresse som finns för gröna obligationer och att investera hållbart.

I en rapport från OECD och Bloomberg Philanthropies (2015) listas fördelar och nackdelar med gröna obligationer, efter intervjuer med investerare och emittenter. Det kan vara av värde att känna till synpunkterna som återfinns i internationell rapportering för att bättre förstå hur marknaden för gröna obligationer ska kunna främjas.

Tabell 6.1 Fördelar och nackdelar med gröna obligationer ur investerares perspektiv

Fördelar	Nackdelar
Vanligt förekommande synpunkter:	
Investerare kan balansera riskjusterade avkastning med miljöfördelar	Liten och ny marknad med potentiellt sämre likviditet, mindre obligationer
Uppnår ESG krav och gröna investeringsmandater	Bristen på gemensamma standarder kan skapa förvirring och skada ryktet för gröna obligationers om dess integritet ifrågasätts
Ökad transparens gällande emissionslikvidens användning skapar förutsättningar till förbättrad riskbedömning	Begränsat utrymme för rättsliga åtgärder gällande obligationernas hållbarhet
<i>Pure play</i> ³ , projektobligationer och ABS kan användas för att hedga risken i portföljer med utsläppsintensiva tillgångar	Avsaknad av standardisering kan komplicera forskning och analys
UNFCCC erkänner investeringar i gröna obligationer som klimatåtgärder för icke-statliga aktörer	
Mindre vanligt förekommande synpunkter:	
Dialogen med emittenten gällande ESG-frågor i samband med emission av gröna obligationer resulterar i information som tillåter förbättrad kreditvärdering	
Ökad transparens gällande användning emissionskapitalet och rapporteringskrav ger informativa fördelar till investerare i gröna obligationer	
Uppföljning av användning av emissionskapitalet och rapportering leder till förbättrade interna ledningsstrukturer och en positiv feedback som förbättrar kreditkvaliteten hos emittenten	

Källa: OECD och Bloomberg Philanthropies (2015), Green bonds Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition, december 2015.

³ Företag som bedöms som helt igenom hållbara.

Tabell 6.2 Fördelar och nackdelar med gröna obligationer ur emittenters perspektiv

Fördelar	Nackdelar
Vanligt förekommande synpunkter:	
Visar på och implementerar emittentens ställning till ESG-frågor	Fasta och löpande extrakostnader för administration, certifiering, rapportering, validering och övervakning
Star efterfrågan kan leda till överteckning och större emissioner	Ryktesrisk om den gröna obligationens miljö- och klimatomfattiga hållbarhet ifrågasätts
Ökad diversifiering av emittentens investeringsbas vilket kan reducera pris-svängningar vid skiftande efterfrågan	
Att fler investerare tenderar att hålla obligationerna till förfall kan leda till lägre volatilitet på sekundärmarknaden	
Förbättrar emittentens rykte, dvs. marknadsföring av gröna obligationer kan visa på emittentens åtaganden gällande miljö- och klimatomfattiga investeringar	
Ökad trovärdighet för emittentens hållbarhetsstrategi	
Finns stordriftsfördelar i.o.m. att största delen av kostnaderna går till att sätta upp ett ramverk	
Mindre vanligt förekommande synpunkter:	
Uppföljning emissionskapitalet och rapportering leder till förbättrade interna förvaltningsstrukturer, kommunikation och kunskapsutbyte mellan avdelningarna för projektplanering och finansiering hos emittenten	Finns risk för att investerare söker någon form av ersättning i det fall emittenter bryter mot sitt hållbarhetsåtagande

Källa: OECD och Bloomberg Philanthropies (2015), Green bonds Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition, december 2015

6.5 Hinder för marknaden för gröna obligationer

Ibland framförs åsikten att den gröna obligationsmarknaden behöver injektion för att växa. Faktum är att den redan växer exponentiellt. Sedan emissionen av den första gröna obligationen för snart tio år sedan har marknaden för dessa obligationer i dag ett utestående värde på närmare 300 miljarder dollar.

Detta till trots finns en rad utmaningar och problem. Utan att göra listan komplett kan utredningen peka ut en handfull områden som måste adresseras för att den gröna obligationsmarknaden ska

få en än mer viktig funktion som finansieringskälla för en omställning till en mer hållbar värld och det måste den få: tiden är knapp om Parisavtalet 2015 ska förverkligas.

6.5.1 Nischprodukt

Trots en storlek på närmare 300 miljarder dollar är den gröna obligationen fortfarande en nischprodukt. Den utgör mindre än en procent av den samlade obligationsmarknaden globalt. 300 miljarder dollar är i och för sig ett respektingivande belopp. Men ser vi till de bedömningar som gjorts vad avser finansieringsbehov för en hållbar omställning enligt klimatavtalet i Paris – 3 000 till 7 000 miljarder dollar per år de kommande 15 till 20 åren – är den gröna obligationsmarknaden en droppe i havet. Ska de gröna obligationerna ha en mer framträdande roll i denna omställning måste vi enkelt uttryck gå från den ”lilla dammen till den stora dammen”.

6.5.2 Sämre likviditet

Att vara en nischprodukt innebär också att likviditeten är mer begränsad jämfört med en vanlig obligation. För en traditionell kapitalförvaltning är likviditeten en viktig parameter. Investerare brukar kräva ett premium för att investera i illikvida tillgångar som är svårare att omsätta. Allt annat lika skulle det innebära en högre finansieringskostnad för emittenterna av gröna obligationer.

Gällande gröna obligationer är situationen något annorlunda än den som typiskt brukar karaktärisera illikvida tillgångar. Gröna obligationer är i regel enkla att sälja eftersom efterfrågan är så hög. Problemet ligger snarare i att investerare tenderar att hålla på de gröna obligationerna till förfall på grund av det begränsade utbudet. Om investeraren avyttrar gröna obligationer kan det vara svårt att få tag på nya vid ett senare tillfälle. Marknadens funktionssätt påverkas negativt när möjligheten inte finns att kontinuerligt kunna både köpa och sälja gröna obligationer. För vissa aktörer blir det svårt att verka på en sådan marknad med så begränsat utbud och omsättning.

6.5.3 Högre kostnad

Att emittera en grön obligation är i dag dyrare än att ge ut en vanlig obligation. Den gröna obligationen medför extra kostnader för framtagande av ramverk, andrahandsutlåande och återrapportering. Ur ett krasst företagsekonomiskt perspektiv kan det vara svårt att motivera en emission av en grön obligation. Allt annat lika finns det helt enkelt inga ekonomiska incitament att emittera en grön obligation. Snarare finns det p.g.a. de extra kostnaderna incitament att inte emittera en grön obligation.

P.g.a. den höga efterfrågan på gröna obligationer har emittenten i vissa fall kunnat emittera gröna obligationer med en viss rabatt i form av lägre ränta, dvs. emittenten har p.g.a. den höga efterfrågan fått ett par räntepunkter (0,02 procentenheter) lägre finansieringskostnad. För en typisk svensk emission som i snitt ligger på ett nominellt belopp om en miljard kronor skulle det handa om en årligen lägre finansieringskostnad om 200 000 kronor. Kostnaden för extern granskning återbetalas i sådant fall redan första året.⁴

Emellertid har utredningen i sitt arbete träffat endast enstaka emittenter som upplevt att det finns en rabatt på två till tre räntepunkter på marknaden. Denna bild bekräftas av Banken för internationell betalningsutjämning (BIS) som i en rapport estimerat rabatten på marknaden till 1,8 räntepunkter.⁵ Fenomenet drivs på av den höga efterfrågan på hållbara investeringar och rabatten kan försvinna om utbudet av gröna obligationer ökar eller investerarnas preferenser ändras. Det är alltså inget en emittent kan räkna med vid emission av en grön obligation.

Rabatten kan användas som ett mått på den avkastning som investerare är redo att avstå i det korta perspektivet för att investera hållbart. Att vid emissionstillfället avstå från avkastning kan tas igen om obligationen stiger i värde och säljs innan förfall. Utredningen har i sitt arbete fått indikationer på att gröna obligationer presterar bättre på sekundärmarknaden än traditionella. Utredningen har emellertid inte kommit över några data som bevisar detta. BIS har i ovan nämnda rapport inte heller kunnat påvisa

⁴ Cicero, med en marknadsandel för andrahandsutlåande i Sverige på över 80 procent, tar cirka 120 000 kronor för att granska ett ramverk för gröna obligationer. Skulle extra arbete tillkomma tar de cirka 2 000 kronor i timmen.

⁵ Ehlers, Torsten och Packer Frank (2017), *BIS Quarterly Review*, September 2017.

någon signifikant skillnad gällande utvecklingen av gröna och traditionella obligationer på sekundärmarknaden.

6.5.4 Additionalitet

En diskussion kring gröna obligationer är om de kan användas även vid refinansiering av redan genomförda hållbara investeringar, eller om de bara kan användas vid nya investeringar, s.k. additionalitet.

Den bakomliggande tanken för diskussionen är med fokus på framtiden, att de investeringar som redan är gjorda har redan finansierats och därför ska tillgängligt kapital användas för framåtblickande investeringar.

Om syftet med gröna obligationer är att knyta obligationen till en tillgång eller investeringar som är hållbar i syfte att ge investeraren en lägre klimatrisk, allt annat lika, och emittenten en lägre kapitalkostnad, borde det inte vara av betydelse om det är refinansiering eller nya investeringar. Tvärtom, om även befintliga gröna investeringar kan refinansieras kommer marknaden i volym, allt annat lika, att växa.

Ytterligare ett argument för att acceptera refinansiering vilar på de rekommendationer som EU-kommissionens HLEG lämnat där man efterlyser agerande från investerare som syftar till en tydligare redovisning av de risker som bolag har i sina tillgångar. Ingen vet dock hur denna redovisning ska se ut. Ett sätt att bidra till en sådan utveckling vore att använda gröna obligationer som ett instrument för att sortera bolagens tillgångar i gröna respektive icke gröna tillgångar. Ju högre andel hållbara tillgångar, ju lägre risk och därmed lägre kapitalkostnad. För fastighetstillgångar borde det inte vara förenat med stort merarbete att definiera vad som, enligt fastställda och transparenta definitioner, är grönt respektive icke grönt. Skulle denna tanke vinna gehör öppnar sig en marknad som inte mäts i miljarder utan billioner.

De finansiella marknadernas huvudsakliga uppgift är att identifiera, prissätta och fördela risker samt omfördela sparande till investeringar. I den finansiella världen handlar det bl.a. om att analysera och hantera risker. Den gröna obligationen har egenskaper som skiljer den från andra obligationer, däribland inklusive skillnader i risk. Exempel på sådana skillnader är:

- Eftersom gröna obligationer fortfarande är en nischprodukt är likviditeten, d.v.s. möjligheterna att sälja och köpa obligationen, sämre än för traditionella obligationer. För närvarande finns det ett latent efterfrågeöverskott, vilket också avspeglar sig i marknaden i så motto att utbudssidan ofta är begränsad. Sämre likviditet innebär att investeraren vanligtvis kräver en extra ersättning, eller enklare uttryckt, kräver en högre avkastning eftersom den s.k. likviditetsrisken, dvs. möjligheterna att sälja obligationen utan stor prispåverkan, är högre i den gröna obligationen till följd av den bristande omsättningen.
- Den traditionella gröna obligationen har inga öronmärkta tillgångar som säkerhet, då de har finansierat samma tillgångar som en icke grön obligation. Ur detta riskperspektiv föreligger alltså ingen skillnad.
- För en säkerställd grön obligation finns öronmärkta tillgångar vilket innebär att de ur ett riskperspektiv skiljer sig åt. Med säkerställd menas att innehavarna av obligationerna förutom att ha fordran på emittenten även har prioriterad rätt i en fördefinierad säkerhetsmassa, t.ex. fastigheter. Detta leder till att kreditrisken är lägre jämfört med en icke säkerställd grön obligation och att kreditrisken kan skilja sig åt mellan säkerställda obligationer beroende på kreditrisken i tillgångarna i säkerhetsmassan. Ovan finns förslaget till främjandeåtgärd med gröna fastigheter som säkerhet för en obligation och hur detta skulle kunna användas för att skapa en obligation med lägre klimatrisk allt annat lika och därmed motivera ett lägre avkastningskrav.

Det finns också ”mjuka värden” som kan tillskrivas de gröna obligationerna.

- Ofta framhålls signalvärdet, såväl emittenter och investerare vill tydliggöra viljan att bidra till att mer kapital investeras på ett mer hållbart sätt. För gröna obligationer finns regelverk som talar om vilka investeringar och tillgångar som kan klassificeras som gröna.
- Den gröna obligationen ger också möjlighet att öppna för en dialog kring hållbarhet mellan emittent och investerare. Den traditionella obligationen har inte den egenskapen eller möjlig-

heten. Det finns inget återrapporteringskrav för hur emissionsbelopp har investerats, vilket är tvingande för den gröna obligationen. Ur s.k. ”*Corporate governance*-synpunkt” kan sägas att den gröna obligationen därmed har inslag som vanligtvis bara en aktie har.

- En erfarenhet som ofta framhålls av emittenter av gröna obligationer är att de öppnar för en hållbarhetsdialog mellan olika enheter inom organisationer och företag. Det har berättats om kommuner där miljö- och finansavdelningar aldrig träffats förrän man emitterade en grön obligation. Hållbarhetsfrågorna har där efter fått en bredare och mer prioriterad roll. Detta är också att betrakta som additionalitet.
- Bara beslutet att emittera en grön obligation lyfter på marginalen hållbarhetsfrågorna. Det är också mot den bakgrunden man skall se önskan om att få den gröna obligationsmarknaden att växa.

För närvarande kan det sägas att den gröna obligationen primärt har ett signalvärde, men det finns fler aspekter av additionalitet som lyfts fram i diskussionerna. Den miljömässiga additionaliteten, att den gröna obligationen skulle ha miljönytta som annars inte skulle ha uppstått, antas finnas men är svår att leda i bevis. Den processmässiga additionaliteten, att den gröna obligationen påverkar beslutsprocesser och medvetandegör är däremot tydlig. Likaså den additionalitet som ligger i förändringar i den finansiella upplåningsstrategin: att låna hållbart. Slutligen kan sägas att en grön obligation adderar till transparens på finansmarknad och i portföljer genom kraven på bättre förköpsinformation och återrapportering.

6.6 Utmaningar

Det finns en enorm potential för att den gröna obligationsmarknaden ska kunna bli större men det finns även många utmaningar som hindrar framväxten av den gröna obligationsmarknaden. I OECD-rapporten 2016 har utmaningar som kan hindra tillväxten identifierats. Utmaningarna stämmer väl överens med den undersökning som gjorts av G20 Green Finance Study Group. I den fick

24 viktiga investerare, emittenter och finansiella intermediärer svara på frågan vad de ser som de största hindren för tillväxten av den gröna obligationsmarknaden. Resultatet från undersökningen visar på följande.⁶

- *Allmänna hinder för utvecklingen av de gröna obligationsmarknaderna:* De allmänna hindren för utvecklingen av de gröna obligationsmarknaderna anses av 55 procent av de svarande vara brist på incitament och underutveckling av kreditrating, brist på benchmark räntakurvor (eng. *yield curves*), brist på riskinstrument (risk-hedging instruments) och brist på likviditet på marknaden. Många av dessa hinder hanteras på ett synkroniserat sätt och skulle direkt kunna gynna utvecklingen av de inhemska gröna obligationsmarknaderna.
- *Bristande medvetenhet om fördelarna med gröna obligationer och befintliga internationella riktlinjer och standarder:* Bristande kunskaper om befintliga internationella standarder utgör ett avgörande hinder för vissa länder enligt 74 procent av de tillfrågade. Detta gäller även bristen på förståelse för de potentiella fördelarna med den gröna obligationsmarknaden bland beslutsfattare, myndigheter, emittenter och investerare. De flesta människor som jobbar inom finansbranschen har aldrig hört talas om gröna obligationer tidigare och det är viktigt i detta fall att marknadsaktörer kommunicerar och informerar fördelarna med gröna obligationer till allmänheten.
- *Brist på inhemska riktlinjer och definitioner:* I vissa länder måste man av olika skäl utveckla sin egen gröna obligationsmarknad. Det kan vara länder där investeringar inte är helt öppna för utländska investerare, vilket innebär att den inhemska marknaden är väldigt beroende av de inhemska investerarna. I dessa länder kan politiska incitament användas för att stödja den inhemska gröna obligationsmarknaden. Det kan krävas ytterligare definitioner och beskrivningar än vad det gör i GBP för vissa projektkategorier. För dessa länder, anser 43 procent, är de

⁶ OECD/ICMA/CBI/CFC, 2016. *Country Experiences, Barriers and Options*. (pdf).

Tillgänglig:

http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/6_Green_Bonds_Country_Experiences_Barriers_and_Options.pdf (2017-02-30)

största hindren bristen på inhemska definitioner och krav på transparens (*disclosure requirement*) för gröna obligationer.

- *Kostnader för valideringsprocesser.* Många potentiella emittenter har inga kunskaper om hur validering- och verifieringsprocesser går till. Kostnaderna för att anlita aktörer som ska göra en second opinion och tredjepartsvalidering är relativt höga. Enligt uppgiften från OECD-rapporten 2016 kan det kosta mellan 10 000 och 100 000 dollar på vissa marknader och den kostnaden kan utgöra ett hinder för små emittenter anser 41 procent. Det finns emittenter som har klagat över de höga kostnaderna för att hantera kravet på transparens (*disclosure requirement*).
- *Brist på rating, index och börsnoteringar:* Grön rating, olika index och börsnoteringar kan hjälpa investerare att identifiera gröna obligationer utifrån de internationella riktlinjerna från GBP och CBI. Dessutom kan gröna obligationsindex och börser sänka transaktionskostnader för investerare eftersom dessa plattformar identifierar gröna obligationer åt investerare och därmed sänks sökkostnader. Problemet i dag är att det finns för få kreditvärderingsinstitut, indexföretag och börser som skapar den här typen av rating, index och börsnoteringar anser 56 procent av de tillfrågade.
- *Brist på klassificerade gröna obligationer:* På vissa marknader finns det en stor efterfrågan och investeringsvilja i gröna obligationer där de flesta blir övertecknade efter emissionen. Bristen på klassificerade gröna obligationer är ett stort hinder på dessa marknader och det återspeglar i sin tur bristen på trovärdiga gröna projekt som kan finansieras eller återfinansieras genom gröna obligationer. Här uppmärksammas också behovet av en robust och främjande miljöreglering vilken är nödvändig för att gröna projekt ska kunna växa fram i en stor skala.
- *Svårt för investerare att investera på de gröna obligationsmarknaderna:* Av de tillfrågade anser 67 procent att de globala gröna investerarna har svårt att investera i de inhemska gröna obligationsmarknaderna och att problemet är att definitionen på gröna obligationer och kravet på transparens skiljer sig mellan olika marknader. Transaktionskostnaden för att omvalidera eller omverifiera en grön obligation från en marknad till en annan mark-

nad är väldigt hög. Bristen på instrument som skyddar mot olika typer av risker, till ett exempel valutarisker, är ett också hinder för gränsöverskridande gröna obligationsinvesteringar. Bristen på inhemska gröna investerare pekas ut som ett hinder av 59 procent av de tillfrågade.]

EU-kommissionen har i sin rapport *Study on the potential of green bond finance for resource-efficient investments* (2016) sammanställt de största utmaningarna för gröna obligationer från studier som gjordes av G20 Green Finance Study Group, OECD och Bloomberg, CBI och EC DG CLIMA. Utmaningarna är följande

- Brist på gröna projekt och obligationer
- Brist på aggregation av gröna projekt
- Brist på definition av gröna obligationer och ramverk
- Brist på information och kunskaper om gröna obligationsmarknader
- Brist på kunskaper om risker för gröna investeringar

Brist på gröna projekt och obligationer

Efterfrågan på gröna obligationer är väldigt stora så att de flesta emissionerna blir övertäckade. Gröna obligationer som emitteras av KfW eller EIB blir oftast övertäckad sju eller åtta gånger. Detta gäller även gröna företagsobligationer från stora företag och gröna statsobligationer, t.ex. Frankrike. Enligt EU-kommissionen är bristen på projekt som är huvudbarriären för den gröna obligationsmarknaden.

Stater, kommuner och EU har inga egna projektlister med en positiv miljö- och klimatpåverkan. Ett sådant projekt skulle kunna göra gröna investeringar synliga. EU-kommissionen vill att det ska vara offentliga aktörer som ska besluta vilka investeringar som ska prioriteras när det gäller sektorer eller projekt som ska finansieras av gröna obligationer.

Även om det råder en stor efterfrågan på gröna obligationer så är det inte säkert att efterfrågan kan upprätthållas om utbudet skulle ökas. EU-kommissionen anser att den nationella gröna

obligationsmarknaden fortfarande är för liten och därmed är det svårt att locka till sig stora institutionella investerare. Dessa investerare kräver att en grön obligation ska ha emissionsbeloppet på 200 miljoner euro för att kunna investera i enligt europeiska kommissionen.

Brist på aggregering av gröna projekt

Precis som gröna obligationer så är gröna projekt fortfarande för små för att kunna finansieras genom gröna obligationer. I många länder är antalet av de små gröna projekten stora och de fortsätter att växa. Investering i förnybar energi eller energieffektivitet skulle inte kunna ske utan aggregering av gröna projekt. Anledningen är att dessa enskilda gröna projekt är för små för att av kostnadsskäl kunna emittera en grön obligation.

EU-kommissionen bedömer att lösningen till detta problem kan lösas genom att aggregera gröna lån eller bygga upp ett kassaflöde i s.k. *asset backed securities*. Aggregering av dessa tillgångar skulle kunna locka till sig ännu fler stora investerare.

Brist på definition av gröna obligationer och ramverk

Ett av de största hindren för utvecklingen av den globala gröna obligationsmarknaden samt tillväxten av den inhemska marknaden är enligt europeiska kommissionen bristen på en gemensam definition av gröna obligationer och ramverk. I dag finns det GBP och CBS som är frivilliga ramverk för gröna obligationer. Det är viktigt att påpeka att det inte finns någon övervakningsmekanism som säkerställer gröna obligationer i dessa ramverk.

Företag, finansiella institutioner och offentliga aktörer som är intresserad av att emittera gröna obligationer kan få det svårt att avgöra om deras tillgångar är gröna. Detta kan förhindra dessa aktörer att emittera gröna obligationer på grund av risken för deras tolkning av grön kan bli ifrågasatt av t.ex. miljöorganisationer.

Brist på information och kunskaper om gröna obligationer och obligationsmarknad

En viktig faktor som förhindrar marknadstillväxten för gröna obligationer, särskilt på mindre utvecklade obligationsmarknader, är den begränsade kunskapen hos potentiella emittenter för gröna obligationer om gröna investeringar och gröna obligationer anser europeiska kommissionen.

Potentiella emittenter saknar kunskap och förståelse för vad som krävs för att emittera en grön obligation. Det är framför allt utmanande att bedöma gröna investeringar och deras respektive miljöpåverkan. I många länder är gröna investeringar och affärsmodeller fortfarande nya och därmed blir det svårt för små gröna emittenter att få bra kreditbetyg. Bra kreditbetyg krävs för att göra obligationer attraktiva för investerare, särskilt stora investerare som pensionsfonder som har strikta krav på kvaliteten på finansiella tillgångar.

Ett problem som investerare står inför är att de flesta emittenterna inte bedömer den verkliga miljöeffekten av de projekt som de finansierar. Enligt EU-kommissionen finns det ingen transparens om hur emissionskapitalet har använts och vilka tillgångar som innehas av vilka investerare. Dessutom finns det brister i kraven på rapportering.

Brist på kunskap om risker för gröna investeringar

Risker i gröna investeringar som investeras i nya teknologier är svårare att bedöma på grund av bristen på tillräckliga bevis på prestanda. Det innebär att ratingbyråer och institutionella investerare kommer att bedöma den tekniska risken som högre för nya gröna investeringar än för investeringar i etablerade sektorer. Uppgiften från EU-kommissionens rapport 2016 tyder på att klimatinvesteringar i ett elföretag med en högre andel konventionella energikällor fick högre kreditbetyg än de som hade mer förnybara energikällor.

EU-kommissionen anser att vissa investeringar i gröna projekt är mer riskfyllda än investeringar i mer konventionella varor och tjänster. Detta påstående bygger på att vissa teknologier, finansieringsinstrument och aktörer på den växande gröna obligationsmarknaden är mindre mogna eller inte har funnits länge. Samtidigt

anser EU-kommissionen att ur ett samhällsperspektiv sätt är de investeringar som finansieras av gröna obligationer riskreducerande åtgärder, eftersom de bidrar till att bekämpa klimatförändringen och minska andra miljöfarliga risker för ekonomin. I dag finns det inte några riskberäkningsmetoder som kombinerar ett ekonomiskt brett långsiktigt miljöperspektiv med individuell investeringsrisk. Därför blir investeringar i bruna sektorer som olje- och gasindustrin mindre riskfyllda ur ett kortsiktigt perspektiv än gröna investeringar.

Det finns en osäkerhet kring riskavkastningsprofil på gröna investeringar och det skulle kunna hanteras av offentliga åtgärder. Åtgärderna kan vara att öka avkastningen genom offentliga incitamenten eller genom åtgärder för att minska riskerna i samband med ett obligationslån. En offentlig åtgärd för att främja den gröna finansmarknaden i allmänhet men också att öka avkastningen på gröna investeringar kan vara skatteincitament. Från investerarens perspektiv skapas den politiska risken av skatteincitament. Enligt EU-kommissionen är investerare medvetna om den politiska risken och det kan göra dem ovilliga till att investera i gröna obligationer.

6.7 Främjandeåtgärder

Efterfrågan på gröna obligationer antas fortsättningsvis att vara stark. Efterfrågan på gröna obligationer har på senare tid drivits av pensionsfonder, försäkringsbolag, banker och fonder. Pensionsfonder och försäkringsbolag söker sig till långsiktiga investeringar med låg risk och stabil avkastning och som ska matcha deras långsiktiga åtaganden. Gröna obligationer kan matcha detta behov.

Finansiella institutioner som Barclays, Credit Agricole, Deutsche Bank, HSBC, KfW, Actiam, Aviva, AXA och Zürich har lovat att allokera en miljard dollar eller mer respektive till gröna obligationer. Den starka efterfrågan kommer annars till största delen ifrån kapitalförvaltningsbolag. Sex av världens största kapitalförvaltningsbolag har signerat avtalet Paris Green Bond Statement och Statement of Investor Expectations for the Green Bond Market. Bolagen är BlackRock, State Street Global Advisors, PIMCO, Legal & General Management, Amundi och AXA Investment Managers. Bland de största pensionsfonderna som investerar i gröna obligationer finns California State Teachers' Retirement System, North Carolina

Retirement System, University of California, svenska allmänna pensionsfonder (AP) och South Africa's Government Employees Pension Fund. Den norska oljefonden började investera i gröna obligationer under år 2014 och har sedan 2015 allokerat 6,3 miljarder dollar i miljörelaterade investeringar.

För små investerare som vill investera i gröna obligationer finns möjligheter genom gröna obligationsfonder. De största gröna obligationsfonderna förvaltas av Storebrand (fondförmögenhet 500 miljoner euro), Foresight (200 miljoner euro), BNDES (144 miljoner dollar), Humanis (125 miljoner euro), SEB (104 miljoner euro), AXA Investment Managers (80 miljoner euro) och Mirova (63 miljoner euro).

Danske Bank har uppskattat att det kommer att emitteras gröna obligationer för 150 miljarder dollar under 2017. Snarlika estimat gör CBI, medan Moody's räknar med 207 miljarder dollar. För år 2017 förväntas också en ökad emittering av gröna statsobligationer, något som skulle öka likviditeten på marknaden.

Tillväxten går ändå inte tillräckligt fort. Med de investeringsbehov som föreligger och med de investeringshorisonter som finns på obligationsmarknaden såsom långsiktigt finansiellt instrument, måste marknaden ta stora steg i utvecklingen. Risker är annars att åtaganden enligt t.ex. Parisavtalet 2015 inte uppfylls.

6.7.1 Utredarens förslag

Mot bakgrund av ovan sammanställning av risker, hinder och utmaningar som utredningen jämte andra identifierat, har ett antal förslag på åtgärder för att främja tillväxten av den gröna obligationsmarknaden arbetats fram under utredningens gång. En sammanställning av de förslag som diskuterats i utredningen lämnas här. Först de förslag som utredningen lägger fram, följt av de förslag som utredningen förordar men där fortsatta överväganden behövs. Avsnittet avslutas med förslag som utredningen valt bort.

A. Betala för leverans (BFL)

Förslag: Naturvårdsverket får i uppdrag att administrera ett system där leverans av reducerade utsläpp ger en återbetalning av samhällsvinsten för t.ex. finansieringskostnaden för emission av en grön obligation (eng. *pay for performance*).

Sveriges utsläpp av växthusgaser skall enligt svensk lag⁷ minska med 85 procent fram till 2045 jämfört med utsläppsnivån 1990. I dag släpper Sverige ut cirka 54 miljoner ton per år.⁸ Samtidigt finns en koldioxidskatt om cirka 1 140 kronor per ton koldioxidekvivalenter.⁹ Enkelt uttryckt skulle man kunna säga att samhället har skattat kostnaden för våra årliga utsläpp till cirka 62 miljarder kronor.^{10,11} Om utsläppen upphör skulle kostnaden för samhället reduceras med motsvarande belopp, dvs. minskade utsläpp skapar en samhällsvinst relativt situationen i dag.

Subsidierna till fossilsektorn har skattats till 5 300 miljarder dollar 2015, vilket motsvarade 6,5 procent av global BNP.¹² Detta är den bedömda kostnaden globalt för att vi i dag har utsläpp av koldioxid. Med samma logik som ovan gör samhället en vinst om utsläppen minskar.

Närmare om förslaget

Med tanke på hur mycket små incitament kan styra en kapitalmarknad skulle en modell för främjande kunna vara att en marginell del av samhällsvinsten återbetalas till den som emitterar en grön obligation, givet att den leverans som utlovats infinner sig.

⁷ Se prop. 2016/17:146, Ett klimatpolitiskt ramverk för Sverige (bet. 2016/17:MJU24).

⁸ Totala utsläpp 2015 av koldioxidekvivalenter exkl. LULUCF och utrikes transporter, enligt Naturvårdsverket.

⁹ Trafikverket rekommenderar i 12 kap. Analysmetod och samhällsekonomiska kalkylvärden för transportsektorn 6.0 (ASEK) ett kalkylvärde för koldioxid på 1,14 kronor per kilo utsläpp av koldioxid, uttryckt i 2014-års prisnivå.

¹⁰ I Trafikverket 12 kap. ASEK 6.0 finns en diskussion kring kostnaderna för långsiktiga skadeverkningar av koldioxidutsläpp.

¹¹ Koldioxidskatten appliceras emellertid inte på alla sektorer och vissa sektorer har vissa undantag.

¹² Coady, D., Parry, I., Sears, L., & Shang, B. (2017), *How Large Are Global Fossil Fuel Subsidies?*

Ett exempel kan t.ex. vara ett företag som genomför en investering i syfte att permanent minska utsläppet av växthusgaser. Finansieras investeringen genom att ge ut en grön obligation och företaget i efterhand kan påvisa att utsläppen minskat borde det vara möjligt för staten att ge tillbaka en del av den samhällsvinst som detta medför. Konkret, om investeringen exempelvis minskar utsläppen med ett ton per år skulle det motsvara en samhällsvinst på 1 140 kronor per år. Av samhällsvinsten på 1 140 kronor skulle företaget få utbetalt en andel för sin insats att reducera utsläppen. Utbetalningen skulle ske först när företaget kan visa på hur mycket utsläppen reducerats.

Ett system som detta skulle leda till att intresset för att emittera gröna obligationer ökar eftersom det ger en lägre finansieringskostnad jämfört med traditionella obligationer. Med lägre finansieringskostnad för mer hållbara investeringar finns incitament för att styra om kapitalflödena så att det påverkar realekonomins utformning i en mer hållbar riktning. Den som köper den gröna obligationen kan också peka på vad effekten av investeringen varit ur ett klimatperspektiv.

Just eftersom betalningen sker enligt levererad reduktion av utsläpp skulle denna modell ge en kostnadseffektiv kapitalallokering till de investeringar som gör mest nytta för klimatet. Det är en fördel gentemot en modell med en lista eller taxonomi över investeringar som anses hållbara oberoende av vad investeringarna verkligen levererar för resultat i form av reducerade utsläpp. En taxonomi tar inte heller fullt ut hänsyn till skillnaden i effektivitet mellan olika investeringar inom samma kategori.

Vi kan exempelvis anta två möjliga investeringar varav den ena reducerar utsläppen mer än den andra. Skulle dessa två investeringar kosta lika mycket kommer kapitalet genom denna modell allokeras till den mest effektiva investeringen i form av reducerade utsläpp eftersom den kommer åtnjuta en högre återbetalning för levererad utsläppsminskning.

Diskussionen kring vad som är hållbart och vad som ska främjas blir till viss del obsolet med en modell som återbetalar efter realiserade utsläppsminskningar. Det skulle helt enkelt inte spela någon roll vad pengarna investeras i. Fokus skulle ligga enbart på realiserad nytta i form av minskade utsläpp av växthusgaser.

Krav på rapportering

För att återbetalningsmodell ska fungera måste emittenten återrapportera om realiserad utsläppsreduktion. Det är ett krav som går längre än vad GBP gör. Enligt GBP rekommenderas emittenten rapportera om vad emissionslikviden investerats i till dess att allt kapital är förbrukat. Om möjligt bör emittenten rapportera om realiserade resultat från investeringen. Det finns emellertid inga krav på rapportering i GBP.¹³

Modellen borde förslagsvis vara frivillig och de emittenter som vill delta skulle behöva återrapportera om realiserad utsläppsreduktion. Därmed ställs inga generella rapporteringskrav på emittenter på marknaden för gröna obligationer som väljer att inte delta i återbetalningsprogrammet.

Effekten av incitament på kapitalmarknaden

På kapitalmarknaden kan små incitament styra om stora kapitalflöden, det finns en hög s.k. multiplikatoreffekt. Det förklaras enklast genom ett enkelt räkneexempel. Scenariot är att staten vill sänka utsläppen av växthusgaser och planerar att i detta syfte investera 100 miljoner kronor. Staten kan investera 100 miljoner direkt i en vindkraftspark som reducerar utsläppen med t.ex. 100 ton per år. Alternativt kan staten använda pengarna till att återbetala en del av den samhällsvinst som skapas när emittenter av gröna obligationer gör investeringar som reducerar utsläppen. Att sänka aktörernas finansieringskostnad med t.ex. 10 räntepunkter (0,1 procentenheter) hade gjort stor skillnad på kapitalmarknaden. Aktören hade fått ett ekonomiskt incitament att emittera gröna obligationer i syfte att investera i mer hållbar verksamhet. Vid en reduktion av finansieringskostnaden på tio räntepunkter hade 100 miljoner kronor på kapitalmarknaden kunnat allokera 100 miljarder till mer hållbara investeringar. Skulle alla investeringar gått till vindkraftverk med egenskaper motsvarande de som nämnts ovan skulle utsläppen sänkts med 100 000 ton per år. Det ger en multiplikatoreffekt på 1 000 gånger statens investerade kapital jämfört med om pengarna investerats direkt i vindkraftverk.

¹³ För mer detaljerad information se 5 kap.

Empiriskt exempel

På marknaden för gröna obligationer har en viss rabatt på cirka två räntepunkter (0,2 procentenheter) identifierats (se avsnitt 6.5.3). Det betyder att investerare är redo att avstå från cirka två räntepunkters avkastning för att investera hållbart vilket ger motsvarande lägre finansieringskostnad för emittenter. Premiumet kommer från den höga efterfrågan på gröna obligationer och skapar ett visst ekonomiskt incitament att emittera just gröna obligationer och investera mer hållbart.

Kommuninvests gröna obligationsprogram är ett exempel på hur just en billigare finansiering via gröna obligationer skapar ekonomiska incitament att investera hållbart. Kommuninvest har vid ett par av sina emissioner av gröna obligationer åtnjutit ett grönt premium på cirka två räntepunkter. I sin tur erbjuder Kommuninvest sina medlemmar två räntepunkters rabatt för grön utlåning på löptider över 3 år. Kommuninvest har fått positiv respons från sina kunder men menar samtidigt att rabatten inte är tillräckligt stor för att ge tydliga avtryck i volymutveckling.

Rabatten är inte heller något alla emittenter har haft möjlighet att ta del av och med ett ökat utbud av gröna obligationer borde det försvinna med tiden, givet att efterfrågan är konstant eller inte ökar i samma takt som utbudet. Försvinner rabatten försvinner också det direkta ekonomiska incitamentet att emittera gröna obligationer, bortsett från fördelar på längre sikt som ökat hållbarhetsfokus vilket borde minska klimatriskerna hos emittenten och ökat värde via varumärkesbyggande. Marknaden kommer troligtvis inte kunna ge mer än två till tre räntepunkter givet att risken i gröna obligationer i regel är identisk med emittentens traditionella obligationer. Ett sådant agerande skulle troligtvis stå i konflikt med investerarens förvaltaruppdrag (eng. *fiduciary duty*).

Förslag till utformning och storlek på återbetalning

Som framgår är det utredningens förslag att BFL-modellen ska introduceras som en insats syftande till att främja marknaden för gröna obligationer. Utredningen har övervägt principerna för en sådan modell.

Återbetalningen skulle endast gälla för investeringar finansierade med gröna obligationer. Utbetalning sker en gång och så fort som emittenten kan visa på investeringarnas realiserade utsläppsreduktion av växthusgaser i form av koldioxidekvivalenter. Utbetalningstillfället behöver och bör alltså inte vara kopplat till tidpunkten för obligationens förfall. Eftersom ersättningen är kopplad till investeringen finns det ingen risk att emittenten ska kunna hämta ut t.ex. två ersättningar om investeringen refinansieras innan den är färdigställd.

Utsläppsreduktionen ska ske i de svenska utsläppen och därmed hjälpa Sverige att uppnå sina klimatåtaganden. Det spelar alltså ingen roll om emittenten är svensk eller utländsk eller om investeringen finansieras i svenska kronor eller utländsk valuta. Vidare ska det inte gå att köpa sig till en utsläppsreduktion. Det är kanske främst aktuellt gällande energieffektivisering av byggnader. En fastighetsägare ska inte kunna skaffa sig ett elkontrakt om att köpa förnybar el och på så sätt reducera sina indirekta utsläpp. Energieffektivisering likt energiproduktion ska räknas av emot utsläppen för att producera motsvarande mängd energi i elnätet eller kvantifieras på annat lämpligt sätt.

Utredningen har i sitt arbete fått uppfattningen om att en reduktion av den årliga finansieringskostnaden med åtminstone tio räntepunkter skulle ge ett tydligt avtryck i volymutvecklingen. Löptiden för gröna obligationer på den svenska marknaden är i snitt cirka fem år. Vid fem års löptid återfinns också den största volymen. Återbetalningen skulle behöva kalibreras så att investeringar som anses hållbara skulle få sin finansieringskostnad reducerad med minst tio räntepunkter under en fiktiv löptid på fem år.

Om emittenten emitterar en grön obligation med fem års löptid skulle alltså engångsutbetalningen motsvara en reducerad årlig finansieringskostnad på minst tio räntepunkter för vart och ett av de fem löptidsåren. Skulle emittenten finansiera samma investering med en obligation med tio års löptid skulle engångsersättningen motsvara en reducerad årlig finansieringskostnad på minst fem räntepunkter.

Upplägget med engångsbetalning reducerar risken att programmet påverkar emittentens beslut gällande obligationens egenskaper som löptid. Det spelar ingen roll om emittenten väljer att emittera ettåriga obligationer eller tioåriga, ersättningen är densamma.

Utredningen föreslår vidare att modellen bör användas fram till den tidpunkt då marknaden uppgår till en emitterad nominell volym om 1 000 miljarder kronor. Det är ett tiofaldigande av den volym svenska emittenter förväntas ha emitterat vid utgången av 2017. Det är naturligtvis möjligt att diskutera alternativa volymmål men utredningen har funnit att förslaget är väl avvägt. En volym om 1 000 miljarder kronor kan sättas i relation till ett antal andra volymmått som ger en vägledning om volymens betydelse. Ett sådant mål är Sveriges BNP som under 2016 uppgick till cirka 4 400 miljarder kronor. Ett annat mått är andelen emitterade säkerställda obligationer som under kv.2 2017 uppgick till cirka 2 100 miljarder kronor, varav cirka 1 600 miljarder var emitterade i svenska kronor. Utredningens förslag innebär således en volym om knappt 25 procent av Sveriges BNP och cirka 50 procent av utestående säkerställda obligationer. Det är utredningens uppfattning att den föreslagna volymen innebär att gröna obligationer skulle utgöra ett väsentligt inslag i den svenska obligationsmarknaden.

När marknaden når 1 000 miljarder kronor i utestående obligationsvolym skulle återbetalningsprogrammet avslutas. De obligationer som emitterats upp till 1 000 miljarder skulle få återbetalning när de kan visa på realiserade utsläppsminskningar. Det skapar ett incitament att snabbt påbörja arbetet med att emittera gröna obligationer. Tiden är en avgörande faktor gällande åtgärder i syfte att reducera klimatpåverkan vilket diskuteras i 7 kap.

Under programmets gång borde infrastruktur, ramverk, rapportering och rutiner för att emittera gröna obligationer byggas upp. Förhoppningen är att trösklarna för att emittera gröna obligationer sänkts när kunskap och erfarenheter kommer på plats och att emittenterna även efter programmets slut kommer fortsätta att fokusera på hållbarhet och emittera gröna obligationer. Att det blir en naturlig del hos emittenterna att integrera hållbarhetsfrågor i sin finansieringsverksamhet. Billigare finansiering borde också locka nya aktörer att emittera gröna obligationer med det ökade hållbarhetsfokus det innebär, alltså borde fler aktörer bättre integrera hållbarhetsfrågor i sin verksamhet genom att de emitterar gröna obligationer.

Utredningen föreslår att Naturvårdsverket får i uppgift att administrera ansökningar om återbetalning samt verifiera utsläppsminskningarna med tanke på de uppdrag som myndigheten redan

har i frågor om investeringsstöd såsom Klimatklivet, handel med utsläppsrätter och rapportering om koldioxidutsläpp. Eftersom en sådan uppgift innebär myndighetsutövning behöver ett bemyndigande införas jämte komplettering av myndighetens instruktion.

Kostnad

Kostnaden för programmet beräknas uppgå till cirka 3,1 miljarder kronor vid en ersättning på tio räntepunkter (0,1 procentenheter). Till detta kommer de administrativa kostnaderna för handläggande av ersättningsansökningar. Om viljan finns att ytterligare gynna marknaden med en ersättning på 15 räntepunkter hamnar kostnaden på cirka 4,7 miljarder kronor. När marknaden nått en utestående obligationsvolym på 1 000 miljarder kronor avslutas programmet.

Den totala kostnaden beror på flera faktorer som marknadens storlek vid den tidpunkt åtgärden träder i kraft, marknadens utveckling och hur emittenter kan förväntas ändra sina preferenser när ett främjandeprogram introduceras.

För att beräkna kostanden måste först ett antagande göras om marknadens storlek vid den tidpunkten återbetalningsprogrammet träder i kraft. Systemet är tänkt att främja nya gröna obligationer och inte redan befintliga. Kostnaden kommer alltså endast gälla ny-emitterade obligationer efter det att programmet lanserats. Vi antar att åtgärdsprogrammet skulle kunna vara på plats i början av år 2020. Antas marknaden för emittenter med säte i Sverige (oberoende av vilken valuta de emitterat sina obligationer) växa med den historiskt genomsnittliga årliga tillväxttakten på 92 procent¹⁴ skulle den uppgå till cirka 380 miljarder kronor vid slutet av 2019. Beräkningen av marknadens utveckling är baserad på den historiska utvecklingen av svenska emittenters emission i svenska kronor och utländsk valuta¹⁵. Denna beräkning är gjord för emittenter med säte i Sverige eftersom det är troligast att de även investerar emissionslikviden i Sverige.

¹⁴ Egen beräkning på data för emissioner fram till den 30 juni 2017, källa för data Bloomberg och SEB. Ej räknat med tillväxten 2013 till 2014 som uppgick till 700 procent och bedöms av utredningen vara ett extremvärde. För att beräkna den genomsnittliga årliga tillväxttakten har antagande gjorts om att det kommer emitteras lika mycket under andra halvåret 2017 som det gjort under det första halvåret.

¹⁵ Svenska emittenters emission i utländsk valuta har gjorts om till svenska kronor med den växelkurs för resp. valuta som gällde vid datumet för emission. Växelkurserna hämtades från Riksbanken.

Beräkningarna har gjorts på data fram till den 30 juni 2017. För att beräkna den genomsnittliga årliga tillväxttakten har antagande gjorts om att det kommer emitteras lika mycket under andra halvåret 2017 som det gjort under det första halvåret.

Antagande måste även göras gällande vilken komposition av investeringar som de gröna obligationerna förväntas finansiera. Alltså hur stor andel av emitterade gröna obligationer efter programmets lansering kan antas finansiera utsläppsreducerande investeringar. I EU har 83 procent av emissionslikviden investerats i åtgärder som direkt kan förknippas med reducerade utsläpp av växthusgaser. Det handlar om investeringar i förnybar energi, energieffektivisering och mer hållbara transportlösningar.¹⁶ Förutom dessa tre uppenbara kategorier kan även investeringar i hållbar landanvändning och avfallshantering leda till reducerade utsläpp av växthusgaser. Inkluderas även dessa två kategorier är andelen investeringar i växthusgasreducerande investeringar uppe i 90 procent. Sverige är en del av EU och vi kan därför anta att Sverige har en liknande komposition.

Vidare kan de incitament som skapas av återbetalningsprogrammet leda till att en större andel investeringar görs just i investeringar som reducerar utsläpp. Med dessa antaganden hamnar utsläppsreducerande investeringar närmare en andel på 100 procent. För att få marginal antar vi därmed att 100 procent av alla investeringar finansierade via gröna obligationer efter programmets lansering är sådana som reducerar utsläppen av växthusgaser.

Sammanfattningsvis har vi en marknad på 380 miljarder kronor när programmet lanseras och vi antar att alla obligationer som emitteras därefter har rätt till full återbetalning på tio räntepunkter (0,1 procentenheter) per år under fem år. Vi får då fram att gröna obligationer för 620 miljarder kronor kommer emitteras under programmet. Antag att programmet inte löper mer än i tre år eller att alla obligationer emitterades under programmets första år. Den totala kostnaden skulle då uppgå till total 3,1 miljarder kronor. Om det finns en vilja till att ytterligare främja marknaden och ersättningen utökas till t.ex. 15 räntepunkter, skulle kostnaden uppgå till 4,7 miljarder kronor.

Om gjorda antaganden inte uppfylls kan kostnaden bli högre. Ju längre tid det tar innan marknaden når 1 000 miljarder desto dyrare

¹⁶ Källa CBI.

kan programmet potentiellt bli. Baserat på den historiska tillväxttakten borde programmet emellertid nått sitt mål inom fem år. Hur tillväxttakten verkligen blir i framtiden är omöjligt att veta.

Ett problem med denna ersättningsstruktur måste belysas. Denna struktur kan bli oändligt dyr i det fall marknaden aldrig når upp till 1 000 miljarder kronor. Som beskrivet bestäms utestående volym av årlig emission, tillväxttakt i årlig emission och löptid. Dessa variabler kan bli sådana att marknaden stabiliseras på en utestående obligationsvolym på under 1 000 miljarder. Då skulle nya obligationer endast ersätta förfall vilket betyder att programmet skulle behöva betala ersättning för alla framtid.

Risk för att ett sådant scenario realiserats bör beaktas, men är samtidigt mycket enkel att eliminera. Det går helt enkelt att begränsa programmet till att gälla under förslagsvis 10 år med option om förlängning om det i framtiden bedöms som önskvärt.

Utmaningar

a) Realiserad utsläppsreduktion som ett moment av osäkerhet

Återbetalningar utifrån levererad nytta introducerar ett osäkerhetsmoment för emittenten. Det kan vara svårt att veta exakta utsläppsminskningar innan investeringarna är gjorda. Det blir då svårt att planera finansieringen utifrån återbetalningsprogrammet. Det gäller främst nya och innovativa lösningar som inte tidigare prövats fullt ut. Återbetalningsprogrammet kan därför fungera sämre när det gäller främjandet av nya lösningar samtidigt som det finns ett behov av sådana för att ställa om till en hållbar ekonomi. Emellertid finansieras i regel inte nya och innovativa lösningar på obligationsmarknaden, speciellt inte om det handlar om lösningar från nya och mindre aktörer. Det är mestadels större företag och större investeringar som finansieras via obligationsmarknaden.

b) Begränsad omfattning enligt aktuellt förslag

En återbetalningsmodell som denna kommer endast gynna den andel av gröna obligationer som har en påverkan på utsläpp av växthusgaser och klimat. En grön obligation med syfte att t.ex. främja biologisk mångfald skulle inte omfattas. Emellertid har en majoritet av de gröna obligationerna som emitteras ett fokus på klimat,

82 procent av emissionen i EU. Klimatfokuserade investeringar handlar främst om investeringar i energiproduktion, energieffektivisering och transporter.

Valet att fokusera på klimatet baseras på att det är enkelt att mäta, det finns ett värde på utsläppen i.o.m. koldioxidskatten och att Sverige har konkreta åtaganden gällande klimatet att uppfylla. Om ett system likt detta upprättas för klimatinvesteringar är det inte svårt att utöka det för att täcka även andra områden. Det kan göras efter hand som lämpliga indikatorer för att mäta investeringarnas nytta och värde tas fram.

c) Utmaning i att få fram jämförelsemått och att få modellen att fungera i Sverige

För att modellen ska fungera måste i många fall ett jämförelsemått tas fram. Det vill säga något att mäta utsläppsreduktionen mot. Exempelvis kan genomsnittligt utsläpp per producerad kWh (tusen wattimmar) i elnätet användas som jämförelsemått vid byggandet av en vindkraftspark. Den totala utsläppsreduktionen blir då genomsnittligt utsläpp per kWh multiplicerat med antalet producerade kWh från vindkraftsparken. Utan ett jämförelsemått går det inte att redovisa någon utsläppsreduktion om inte samma aktör direkt ersätter en befintlig anläggning driven av fossilt bränsle med t.ex. en vindkraftspark.

Arbete med att ta fram jämförelsemått kan läggas på emittenten och förslagsvis verifieras av dess revisionsfirma. Eftersom återbetalningen sker efter realiserad utsläppsreduktion kommer det finnas ett ekonomiskt incitament för emittenten att överskatta utsläppen för jämförelsemåttet.

Även gällande klimatinvesteringar finns det en utmaning i att få modellen att fungera just i Sverige, främst gällande energiproduktion och energieffektivisering. Orsaken till detta är att utsläppen från el och fjärrvärme står för endast nio procent av Sveriges totala utsläpp.¹⁷ Elproduktionen från vatten-, kärn- och vindkraft stod tillsammans för 90 procent av elproduktionen i Sverige 2016.¹⁸ Utsläppen från dessa produktionskällor är begränsade. Det finns därför

¹⁷ Enligt data från Naturvårdsverket för utsläpp 2015.

¹⁸ Källa Energimyndigheten, SCB.

inget stort utrymme till förbättring och jämförelsemåttan i detta avseende blir relativt låga. Investeringar i förnybar energi och energieffektivisering i Sverige kommer enligt denna modell visa på låga klimatvinster och få en låg återbetalning därefter.

Det går att argumentera för att exporten av ren energi från förnybara källor i Sverige ersätter mindre miljövänlig produktion utomlands. Om Sverige genom energieffektivisering sänker sin energiförbrukning kan dessutom mer energi exporteras. Exporten av el uppgick till 17 procent av total produktion 2016. Sverige importerar samtidigt el och nettoexporten landade på åtta procent. Nettoexporten fluktuerar och har nästan halverats jämfört med 2015 då den uppgick till 14 procent av total produktion. Vid export skulle utsläppen i utländska nät kunna användas som jämförelsetal, men det finns en risk att systemet blir invecklat och svåröverskådligt i sådant fall. Det är dessutom en relativt liten andel som exporteras i dag och det är tveksamt om det kommer få betydande inverkan på jämförelsemåttan och återbetalningsmodellens incitament för investeringar i hållbar energi och energieffektivisering.

En annan aspekt är att ökad produktionen av hållbar energi och sänkt förbrukningen genom energieffektivisering skulle kunna hjälpa till att fasa ut kärnkraften. Eftersom kärnkraften inte genererar några större utsläpp av just växthusgaser skulle det behövas andra lämpliga indikatorer.

d) Direkt koppling till klimatmål saknas

I sin allra enklaste form kan ett system som detta bli kontroversiellt. Det skulle t.ex. kunna främja investeringar i effektivisering av befintliga anläggningar drivna av fossilt bränsle. En sådan investering skulle kunna reducera utsläppen i högre utsträckning än att investera samma belopp i t.ex. en anläggning för förnybar energi. Därmed skulle investeringar i anläggningar drivna av fossilt bränsle kunna få en högre återbetalning än investeringar i förnybar energi. I ett kortare perspektiv kan investeringar i effektivisering av anläggningar drivna av fossilt bränsle reducera utsläppen mer än investeringar i mer hållbara vindkraftverk. I ett längre perspektiv ökar investeringar i anläggningar drivna av fossilt bränsle deras livslängd och skjuter skiftet till mer hållbara lösningar länge fram i tiden. Som exempel anses t.ex. ett vindkraftverk vara hållbart i dag medan en

anläggning driven av fossilt bränsle inte anses vara hållbar hur effektiv den än må vara.

Eftersom investeringar i fossilt bränsle inte är hållbart på lång sikt är den generella ståndpunkten i västvärlden att de inte borde finansieras via gröna obligationer. Den västerländska hållningen har visat sig bl.a. i diskussionen kring att regelverket i Kina godkänner investeringar i energieffektivisering av befintliga kolkraftverk, s.k. rent kol. Ett västerländskt exempel är att stora delar av marknaden tog avstånd när Repsol emitterade en grön obligation för att effektivisera sina anläggningar för fossilt bränsle. Följden blev att Repsols gröna obligation blev utesluten ur de stora indexen för gröna obligationer (se närmare 5 kap.). Att utesluta investeringar i sektorer som inte anses hållbara är lätt. Det är helt enkelt att utesluta investeringar i fossilt bränsle i kraven för att delta i återbetalningsprogrammet. Emellertid återstår frågan om vad som är hållbart och inte hållbart gällande investeringar i effektivisering av anläggningar drivna av fossilt bränsle.

Problem är att investeringar med detta system kommer gå till mer hållbara investeringar, men det finns inget som säger att investeringarna är hållbara t.ex. sett ur ett tvågradersscenario. Systemet kommer minska utsläppen men det är inte säkert att utsläppen minskar i den grad som behövs för att Sverige ska kunna uppfylla sina åtaganden enligt Parisavtalet 2015.

e) Utebliven intäkt och kostnad för staten

I detta stycke har utsläppsreduktionen redovisats som en samhälls-ekonomisk vinst som emittenten av gröna obligationer borde få ta del av. Det finns emellertid en del komplikationer med detta tanke-sätt som behöver belysas.

Först en kort bakgrund till externaliteter gällande utsläpp och koldioxidskatten. Nyttan av en utsläppsreduktion är en positiv externalitet som bör främjas. En positiv externalitet är en sådan som främjar samhället men som inte direkt främjar emittenten. Om vi bortser från koldioxidskatten finns det därför inget incitament för emittenten att reducera sina utsläpp. Utsläpp brukar vanligtvis definieras som en negativ externalitet som emittenten inte tar hänsyn till eftersom den inte behöver stå för samhällskostnaderna utsläppen orsakar. I klassisk mikroekonomilära kan externaliteter

som utsläpp aningen hanteras genom att samhällskostnaden internaliseras hos utsläpparen. Utsläpparen får därmed incitament att reducera sina utsläpp till en samhällsoptimal nivå. Koldioxidskatt är ett exempel på en sådan lösning. Alternativet är att samhället ersätter utsläpparen och betalar denna att reducera sina utsläpp till en samhällsoptimal nivå. Systemet med återbetalning tar fasta på det senare alternativet eftersom målet inte bara är att sänka utsläppen, målet är att även bygga upp en marknad för gröna obligationer som när den väl är på plats förhoppningsvis har moment att fortsatt reducera utsläppen.

Konkret är koldioxidskatten en skatteintäkt för staten. Att reducera utsläppen skapar samhällsekonomisk vinst men innebär samtidigt utebliven intäkt i statsfinanserna. Ett återbetalningssystem blir en dubbel kostnad för staten då skatteintäkten försvinner samtidigt som emittenten ska ha betalt. Om koldioxidskatten antas motsvara samhällets kostnad för utsläpp ska emellertid en reduktion av utsläpp inte räknas som en utebliven intäkt. Har kostnaden reducerats genom reducerat utsläpp ska skatteintäkten minska med motsvarande belopp utan att det påverkar finanserna på längre sikt. Det går därför att argumentera för att den uteblivna skatteintäkten inte ska redovisas som en kostnad eller utebliven intäkt. Kvar är beloppet för återbetalning vilken skulle bli en konkret kostnad för staten. Med den multiplikatoreffekt som finns i ett återbetalningssystem likt detta skulle emellertid kostnaden för återbetalning vara mycket välinvesterade pengar sett till den miljö- och klimatmässiga nyttan.

B. Säkerställda obligationer

Förslag: Tillväxt av gröna säkerställda obligationer ska främjas genom att en utökad direktåtkomst till energideklarationsregistret införs.

Bedömning: Direktåtkomst möjliggör klassificering av de bostadslån som finansieras via säkerställda obligationer. Att definiera vad som anses vara en miljö- och klimatmässigt hållbar byggnad anser utredningen för närvarande ska överlåtas till marknadens aktörer.

Ett motsvarande resonemang som för finansiering av kommersiella fastigheter skulle kunna föras kring bostadsfinansiering. Den svenska marknaden för säkerställda obligationer uppgick till 2 100 miljarder kronor i utestående volym under andra kvartalet 2017.¹⁹ Den är större än marknaden för statsobligationer och utgör till följd av det numera bl.a. benchmark i ränteskillnadsersättningarna men eventuellt också för livbolagens diskonteringar.

Det är också en marknad där investerarna i slutändan är exponerade mot risken i de underliggande tillgångarna, dvs. bostadslånen. Risken i obligationerna påverkas därför av vilka tillgångar som utgör säkerhetsmassan. Det lägger grunden för särbehandling av de säkerställda obligationer som har hållbara underliggande tillgångar.

Tanken är att det kommer tas politiska beslut för att uppfylla klimatmålen enligt Parisavtalet 2015. Riksdagen har dessutom fattat beslut om att Sverige inte ska ha några nettoutsläpp år 2045 (85 procent utsläppsreduktion inom svenskt territorium och resterande 15 procent få tillgodoräknas genom investeringar utomlands). Troligtvis kommer regeringen att vilja få ner energiförbrukningen i bostäder vilket kan göras genom t.ex. högre energiskatter och/eller subventioner för energieffektivisering, kanske energiskatter som i sin tur finansierar subventioner. Hur åtgärderna kommer se ut går ej att svara på i dag.

Eventuella politiska beslut innebär att bostäderna med låg energiförbrukning inte kommer få samma kostnadsökningar som de med hög energiförbrukning. Lägre kostnader borde innebära lägre risk för kreditförluster. Med lägre risk kommer investerare i säkerställda gröna obligationer inte kräva lika hög avkastning, allt annat lika. Det leder till en lägre finansieringskostnad för bankerna genom de gröna säkerställda obligationerna. De kan då erbjuda billigare gröna bolån finansierade genom gröna säkerställda obligationer med lägre risk. Billigare bolån för hållbara bostäder skapar incitament att bygga just sådana och att investera i energieffektivisering i befintliga bostäder så att de blir hållbara. Emellertid är kreditförluster gällande bolån i Sverige nära noll. Det finns gott om data kring förluster och kreditrisker men det saknas historiska förluster i

¹⁹ Se kap. 4 för en mer detaljerad beskrivning av marknaden för säkerställda obligationer och dess betydelse.

bostadslån orsakade av klimatrisker. På grund av avsaknad av förluster blir ovan ett hypotetiskt resonemang.

En lägre finansieringskostnad kan även uppstå av att investerare vill investera hållbart. Det ger större efterfrågan på gröna säkerställda obligationer, priset pressas, resultatet blir billigare finansiering vilket borde ge billigare bolån för hållbara bostäder. Som en konsekvens skulle produktion av bostäder och fastigheter gå mot något mer hållbart.

Med tanke på fastigheters livslängd är det viktigt att de byggs hållbart redan i dag för att inte bygga in hög energiförbrukning och därmed slippa kostnader för energieffektivisering längre fram. Utsläpp under byggnation bör också beaktas. Uppskattningar visar att nära hälften av klimatpåverkan sker under produktionen av en fastighet, något som inte alltid fullt ut uppmärksammas i dagens certifieringssystem för gröna fastigheter.

Förslag till gröna säkerställda obligationer

I detta avsnitt kommer ett förslag till utformning av gröna säkerställda obligationer diskuteras samt vilka möjligheter och hinder som föreligger. För en mer detaljerad beskrivning av säkerställda obligationer funktionssätt och marknad se 4 kap.

En grön säkerställd obligation skulle vara en sådan vars säkerheter i tillgångsmassan ansågs som hållbara. Tillgångarna i säkerhetsmassan för svenska säkerställda obligationer utgörs till huvud del av krediter som lämnats mot inteckning i fast egendom som är avsedd för bostadsändamål eller mot pant i bostadsrätt, dvs. bostadslån. En grön säkerställd obligation skulle vara en sådan där bostäderna vars lån ligger som säkerhet till de säkerställda obligationerna har en energiförbrukning under en nivå som anses vara hållbar.

Hållbar byggnad enligt GBP

Enligt GBP är en grön obligation en sådan vars obligationslikvid finansierar bl.a. miljömässigt hållbara byggnader:

Gröna byggnader (eng. *green buildings*) som uppfyller kraven i regionalt, nationellt eller internationellt erkända standarder eller certifieringar.

GBP ställer inga mer detaljerade krav än så utan överlåter åt marknaden att avgöra vad som är hållbart.

Hållbar byggnad enligt CBS

CBI har tagit fram kriterier för vad som anses vara miljömässigt hållbara byggnader. Kriterierna ingår i CBI:s taxonomi över hållbara investeringar som är kopplad till CBS (*Climate Bonds Standard*). Kriterierna bygger inte på absoluta tal för vilken utsläppsnivå som anses vara hållbar utan tar i stället fasta på andelen byggnader med lägst utsläpp. Kriteriet för att en byggnad ska anses miljömässigt hållbar är att den tillhör de 15 procent av byggnaderna med lägst utsläpp. CBI tar även fasta på att utsläppskraven för andelen mest effektiva byggnader måste sjunka över tid. Detta för att följa de utsläppsbanor som leder till att den globala uppvärmningen begränsas till väl under två grader. Enligt CBI innebär det att byggnaderna ska följa en linjär funktion från dagens utsläppsnivå av växthusgaser till nollutsläpp 2050.

För att återkoppla till diskussionen om risk kopplat till hållbarhet som fördes tidigare i detta avsnitt, för byggnader som har högre utsläpp kommer det bli en relativt större utmaning i att få ner dessa till nollutsläpp. Troligtvis kommer det innebära högre kostnader i form av åtgärder för energieffektivisering alternativt högre kostnader för utsläppen i form av t.ex. koldioxidskatter. Högre kostnader innebär lägre avkastning till ägarna alternativt sämre konkurrensfördel om de höjer hyrorna för att kompensera de högre kostnaderna. Risken för fallissemang kommer troligtvis också vara högre.

För att veta att fastigheten tillhör de 15 procent mest effektiva behövs det data över utsläppen i fastighetsbeståndet. Alternativt kan lokala byggregler eller erkända miljöcertifieringssystem användas som proxy om inte data för utsläpp saknas. Som exempel nämns miljöcertifiering enligt LEED Gold/Platinum eller motsvarande under andra miljöcertifieringssystem som BREEAM och Green Star.

För bostadshus finns det eventuellt inget certifieringssystem eller utsläppsdata för individuella fastigheter. Enligt CBI:s kriterier går det att använda lokala byggregler eller olika typer av energi-

märkningssystem som proxy, dvs. använda energiförbrukning i stället för utsläppsnivå för att identifiera de 15 procent mest hållbara byggnaderna. Logiken för detta ligger i att energiförbrukning och utsläpp troligtvis är starkt korrelerade.²⁰ Emellertid har utredningen fått uppgift om att det är problematiskt att få godkänt att använda energiförbrukning som en proxy av CBI. De vill helst ha utsläppsdata vilket kräver mer jobb och ibland kan vara svårt att få fram. Det är också problem att få godkänt lokala certifierings-system som t.ex. Miljöbyggnad som finns i Sverige. Anledningen är att certifiering väger in en mängd variabler varav energiförbrukning är en. Det blir därmed svårt att avgöra om just energiförbrukningen överensstämmer med internationellt erkända miljöcertifierings-system som LEED och BREEAM. I kontexten gröna obligationer borde miljöcertifieringssystemen arbeta mot en tydligare direktjämförelse gällande energiförbrukning eller utsläpp i syfte att öka jämförbarheten mellan olika system.

I CBS finns även kriterier för investering i åtgärder för energieffektivisering. Kriterierna är att åtgärderna ska resultera i en reduktion av utsläppen på 30 till 50 procent beroende på obligationens löptid. För en reduktion på 30 procent får obligationens löptid uppgå till fem år. För en reduktion på 50 procent får obligationens löptid uppgå till 30 år. Krav på reduktion för löptider mellan 5 och 30 år ges av en linjär funktion. Orsaken till löptidsbegränsningen är helt enkelt att det inte ska vara möjligt att låsa in en högre nivå av energiförbrukning över längre tid. För att uppnå klimatomålen måste energiförbrukningen sjunka över tid enligt utsläppsbanor som leder till att den globala uppvärmningen begränsas till väl under två grader. För att uppnå sänkningen över tid är det ej hållbart att i dag låsa in en finansiering i 30 år för en tillgång som anses hållbar i dag men inte kommer anses vara hållbar om 15 år.

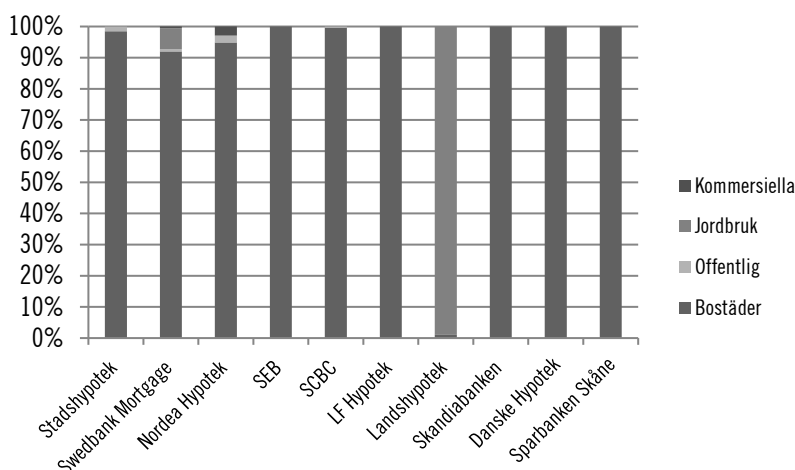
²⁰ I Sverige går det att köpa el från specifika elproducenter och oberoende av förbrukningsnivå går det med kontrakt på förnybar el att hävda att byggnaden har nollutsläpp. Emellertid skulle högre förbrukning kräva att kapaciteten för förnybar energi behöver byggas ut vilket kräver resurser och är mindre hållbart än att hålla nere energiförbrukningen hur hållbar den än må vara. Möjlighet till att kontraktera bort utsläpp bortser vi från i detta avsnitt eftersom sådan hänsyn inte tas när det gäller krav på energieffektivitet i svenska byggregler.

Typ av byggnader

Lagen (SFS 2003:1223) om säkerställda obligationer begränsar möjligheten att finansiera fastigheter för kommersiella ändamål med säkerställda obligationer. Hypotekskrediter som lämnats mot in-teckning i fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt som är avsedd för kontors- eller affärsändamål får nämligen utgöra högst 10 procent av säkerhetsmassan. Begränsning är nationell och återfinns inte i EU-regelverket. I Sverige finansieras därför främst bostäder och till viss del egendom avsedd för jordbruksändamål med säkerställda obligationer, se Figur 6.2. Fokus i detta avsnitt kommer därför ligga på just bostäder.

Figur 6.2 Säkerhetsmassa säkerställda obligationer

Avser utestående obligationer vid utgång av kv. 3 2017



Källa: SEB.

Minimikrav för energianvändning i Boverkets byggregler

I Boverkets byggregler (BBR – BFS 2011:6) finns det minimikrav för nya byggnaders energianvändning uttryckt i primärenergital.²¹ Dessa är 90 kWh/m² för småhus, 85 kWh/ m² för flerbostadshus

²¹ För mer detaljerad beskrivning av beräkningen av byggnader energianvändning se kap. 9 Boverkets byggregler (BFS 2011:6).

och 80 kWh/ m² för lokaler²². Dessa gränser täcker emellertid in mer än 15 procent av det totala beståndet och kan inte direkt användas för att uppfylla kriterierna enligt CBS. Som tidigare diskuterats har det dessutom varit problem att av CBI få godkänt energiförbrukning som proxy för utsläpp. Marknadsaktörer som inte emitterar enligt CBS, dvs. alla svenska emittenter i skrivande stund, anser inte heller att gränserna i BFS är hållbara vilket vi återkommer till längre ned. Nu är det inte så Boverket framhåller gränserna i BFS som hållbara utan det är övre gränser för nya byggnader. Gränserna avser att följa den tekniska utvecklingen och beaktar vad som är kostnadsoptimalt. Boverket har för avsikt att skärpa kraven ytterligare 2021.

Hållbarhetskriterier för byggnader i CBS

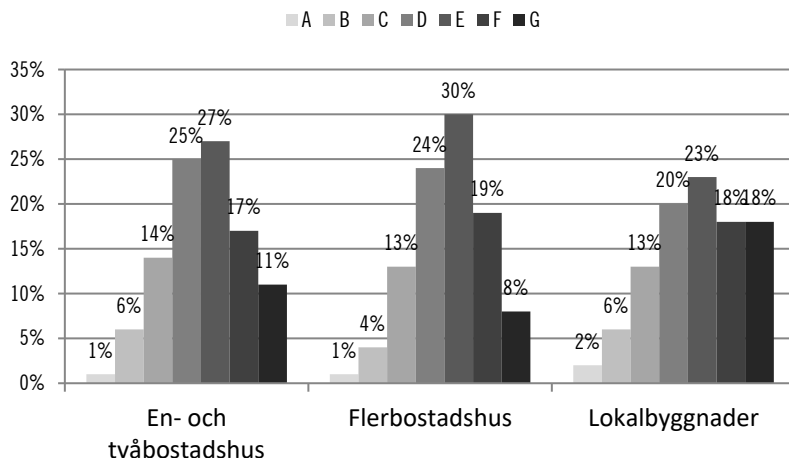
Om vi trots diskussionen energiförbrukning kontra utsläpp utgår från kriterierna för hållbara bostäder i CBS, skulle de 15 procent mest energieffektiva bostäderna behöva identifieras. När de blivit identifierade skulle de vara godkända för att finansieras med gröna obligationer. Boverkets energideklarationsregister skulle kunna användas för identifikation av de hållbara bostäderna. Energideklarationsregistret innehåller byggnadsspecifika data gällande bl.a. den uppvärmda arean i huset, kallad och energianvändning för uppvärmning, komfortkyla, tappvarmvatten och byggnadens fastighetsel. Därmed går det att räkna fram byggnadens energiprestanda. Energi-prestanda är ett mått på hur mycket energi som går åt till uppvärmning, komfortkyla, tappvarmvatten och för byggnadens fastighetsel. All energi som används för detta under ett helt år läggs ihop och divideras med husets uppvärmda yta. Man får då antalet kilowatt-timmar (kWh) som förbrukas per kvadratmeter (m²). Energi-prestandan uttrycks i enheten kWh/m² och år. För att underlätta jämförelser mellan olika byggnader finns sedan den 1 januari 2014 dessutom ett system med klassning av energiprestandan. Klassningen är utformad som en skala från A till G där A har lägst energiförbrukning per kvadratmeter. Med energiklassning skulle

²² Byggnader som inte är bostäder som t.ex. butikslokaler, shoppingcentrum, kontor och industrilokaler.

det enkelt gå att plocka ut de klasser som sammanlagt utgör maximalt 15 procent av det totala bostadsbeståndet.

Figur 6.3 Fördelning energiklasser

Fördelning energiklasser per den 31 december 2016



Källa: Boverket.

Som Figur 6.3 visar skulle de byggnader som faller inom klass A och B utgöra sju till åtta procent av beståndet och därmed kunna finansieras med gröna obligationer enligt CBS. Inkluderas energiklass C skulle andelen uppgå till 18 till 21 procent och falla utanför ramen på 15 procent enligt CBS. En grön säkerställd obligation skulle enligt CBS därmed utgöras av krediter med säkerhet i bostäder som har energiklass A eller B. Förutsättningen är att minimikravet i BBR eller definitionerna av energiklasserna skärps över tid för att hållbara byggnader över tid ska utgöra maximalt 15 procent av det totala byggnadsbeståndet samt att hållbara byggnader 2050 ska definieras som sådana med nollutsläpp.

Hur energieffektiva är då byggnader med energiklass A eller B? Nedan redovisas kriterierna för hur energiklasserna fördelas utifrån kravet på nybyggnation, dvs. 100 procent innebär en byggnad med energiförbrukning exakt enligt minimikravet i BBR:

Tabell 6.3 Kriterier energiklasser

EP = energiprestanda

A = EP är ≤ 50 procent av kravet för en ny byggnad.
B = EP är $> 50 - \leq 75$ procent av kravet för en ny byggnad.
C = EP är $> 75 - \leq 100$ procent kravet för en ny byggnad.
D = EP är $> 100 - \leq 135$ procent av kravet för en ny byggnad.
E = EP är $> 135 - \leq 180$ procent av kravet för en ny byggnad.
F = EP är $> 180 - \leq 235$ procent av kravet för en ny byggnad.
G = EP är > 235 procent av kravet för en ny byggnad.

Källa: Boverket.

Som framgår av tabellen ovan ligger minimikravet i BBR för nya byggnader mellan energiklass C och D och täcker därmed in mer än 15 procent av beståndet. Därför går det inte att använda dagens minimikrav i BBR som kriterium för hållbara byggnader enligt CBS.

Dessutom bör en tillräckligt stor andel av byggnadsbeståndet energiklassificeras för att säkerställa att andelen byggnader som tillhör en viss energiklass verkligen återspeglar samma andel i det totala beståndet. Det kan alltså vara problematiskt att energiklassa t.ex. en procent av det totala antalet byggnader och påstå att den andelens energiklassfördelning återspeglar det totala byggnadsbeståndets energiklassfördelning.

Det finns emellertid inget kriterium för storlek eller vilka statistiska egenskaper²³ som krävs för att urvalet ska anses kunna representera det totala beståndet. Till kriterierna för CBS finns det exempel på godkända proxys för utsläpp. Ett exempel är det nederländska energiklassificeringssystemet som liknar Sveriges. Enligt CBI är det nederländska systemet en godtagbar proxy. Emellertid påpekar CBI att endast 31 procent av det totala beståndet är energiklassificerat och att statistiken för urvalet därför inte kan anses representera hela beståndet. Trots denna anmärkning har CBI godkänt det nederländska systemet.

I Sverige hade 19 procent av en- och tvåbostadshusen energideklarerat i slutet av 2016. En ännu mindre andel om sex procent hade energiklassats. Motsvarande siffra för flerbostadshus är 64 resp. 3 procent och för lokaler 90 resp. 12 procent. Energiklassningen

²³ T.ex. att statistik skulle vara statistiskt säkerställda på en femprocentig signifikansnivå.

utförs av Boverket och kommer med tiden komma ikapp andelen energideklarerade byggnader.

En energideklARATION ska utföras (i) innan försäljning, (ii) vid uthyrning och (iii) för större byggnader som ofta besöks av allmänheten. Ökning av andelen bostäder med energideklARATION bestäms därmed av rörligheten på bostadsmarknaden. Dessa regler är även orsaken till att 90 procent av alla lokaler har energideklarerats medan endast 19 procent av en- och tvåbostadshusen gjort det. Nya byggnader ska också energideklarerars senast två från det att de har tagits i bruk.

Gällande säkerställda obligationer är siffrorna för en- och tvåbostadshus samt flerbostadshus de intressanta. För dessa kategorier låg andelen energiklassade byggnader på sex resp. tre procent vilket kan anses som lågt. Denna andel har potential att relativt snabbt öka till andelen som energideklarerat vilket ligger på 19 resp. 64 procent. Andelen på 64 procent för flerbostadshusen bör av marknaden anses vara godkänd som proxy eftersom CBI godkänt en andel på 31 procent på den nederländska marknaden. En andel på 19 procent är inte lika självklar men som tidigare nämnts finns inga kriterier för godkänd andel klassade byggnader.

Hållbarhetskriterier för byggnader på marknaden enligt GBP

Resonemanget är hittills uppbyggt kring definitionen av hållbara byggnader i CBS. I skrivande stund har emellertid ingen svensk emittent fått sina obligationer certifierade av CBI. Det är därför intressant att studera vilka kriterier marknaden har satt upp för hållbara bostäder med utgångspunkt i det mer vaga kriteriet i GBP. Det är främst banker som finansierar bostäder och det är därför lämpligt att studera kriterierna i deras ramverk. De banker som tagit fram ramverk för gröna obligationer är Nordea, SBAB, SEB och Swedbank.²⁴ Kriterierna innehåller ett antal certifieringssystem och märkningar som anses definiera vad en hållbar byggnad är. Exempel på sådana kriterier är LEED, BREAA, Miljöbyggnad, Svanen och Passivhus. Förutom dessa märkningar finns också kriterier baserade på tillåten energiförbrukning enligt nationella bygg-

²⁴ Per den 14 november 2017.

regler. SBAB och Swedbank hänvisar i sina ramverk till energiklassningssystemet och godkända byggnader ska ha energimärkning A eller B. Nordea och SEB har som krav att byggnaden ska ha en energiförbrukning som är minst 25 procent bättre än kraven i tillämpbar reglering, i Sveriges fall BBR. Ett sådant krav innebär i praktiken att godkända byggnader enligt Nordea och SEBs ramverk ska ha energiklass A eller B, eftersom byggnader i dessa energiklasser har en energiförbrukning som är minst 25 procent lägre än minimikravet för en ny byggnad, se Tabell 6.3.

Kriterierna i bankernas ramverk överensstämmer alltså med kriterierna i CBS gällande andelen byggnader som anses vara hållbara utifrån deras energiförbrukning, dvs. både enligt kriterierna i CBS och enligt bankernas ramverk är det byggnader med energiklass A och B som anses vara hållbara.

Hur hållbara bedöms då dessa kriterier vara? Cicero har utfört andrahandsutlåntag för två bankers ramverk, SBAB och SEB. Ciceros betyg för kriterierna för hållbara byggnader i dessa ramverk är medium grönt, dvs. Cicero klassar godkända byggnader enligt ramverken som finansiering av projekt som strävar mot 2050 års klimatmål. Det kan antas vara i linje med CBS som har som krav att hållbara byggnader tillhör de 15 procent som har som lägst utsläpp och att utsläppen ska sjunka över tid för att nå nollutsläpp 2050.

Sammanfattningsvis finns det på marknaden kriterier för hållbara byggnader som skulle kunna användas för säkerställda gröna obligationer. I Sverige finns det också ett energiklassningssystem som kan användas för att identifiera de hållbara byggnaderna. Den relativt låga andelen byggnader som energideklarerat kan utgöra ett hinder för marknads potential. Emellertid är sannolikheten högre att det är äldre ej hållbara byggnader som inte energideklarerat. Dessa byggnader är ändå inte aktuella för att finansieras med säkerställda gröna obligationer och därför spelar det mindre roll om dessa för tillfället är klassificerade eller inte. Dessutom måste kraven för vilka byggnader som anses hållbara skärpas över tid för att uppfylla kraven på hållbarhet. Det logiska skulle vara att göra detta genom att minimikraven i BBR som ligger till grund för energiklasserna skärps över tid. Alternativt skulle definitionen av de olika energiklasserna kunna justeras, men att ändra dessa skapar ett mer komplicerat system och det skulle inte vara hållbart att behålla dagens minimikrav i BBR. Trots eventuellt problem med lågt antal klassifi-

cerade byggnader anser svenska emittenter och leverantörer av andrahandsutlåtanden att energiklassningssystemet är tillräckligt bra för att använda som kriterium för att emittera gröna obligationer.

Begränsad tillgång till energideklarationsregistret

Bestämmelser om direktåtkomst till energideklarationsregistret finns i förordningen (2006:1592) om energideklaration för byggnader. I förordningen föreligger det hinder för att ta fram ett system för att emittenter av säkerställda obligationer på ett enkelt sätt skulle kunna identifiera hållbara byggnader. Enligt förordningens 17 § är det bara ett begränsat antal aktörer som i enskilda fall får tilldelas direktåtkomst till energideklarationsregistret:

17 § Boverket får i det enskilda fallet medge direktåtkomst till energideklarationsregistret för 1. den eller de kommunala nämnder som fullgör kommunens uppgifter inom plan- och byggväsendet, om det sker för det ändamål som anges i 18 § 4 lagen (2006:985) om energideklaration för byggnader, 2. Statens energimyndighet, 3. oberoende experter för sökningar på byggnader som omfattas av deras uppdrag, och 4. Byggnadsägare, för sökningar på byggnader som de äger.

Begränsningen i förordningen gör att emittenter av säkerställda obligationer i dag inte kan utveckla system för att på ett automatiserat och enkelt sätt identifiera hållbara byggnader. Automatisering är nyckeln till gröna säkerställda obligationer eftersom det handlar om ett så stort antal bolån. Manuell hantering blir helt enkelt för resurskrävande.

Begränsningen ligger också till hinder för den särskilda granskaren av säkerställda obligationer att verifiera att byggnaderna som ligger till säkerhet för gröna säkerställda obligationer verkligen uppfyller kraven om hållbar energiförbrukning.

För identifiering och utvärdering av byggnaders hållbarhet behöver emittenter ha tillgång till data för (i) fastighetsbeteckning för att kunna matcha dessa mot bolån i säkerhetsmassan till säkerställda obligationer, (ii) energiförbrukningsmått som primärenergitalet i kWh/m² på fastighetsnivå för att kunna ta fram benchmark, identifiera, ranka och ta fram gränser för vad som anses vara en hållbar byggnad och (iii) energiklass på fastighetsnivå för att even-

tuellt underlätta gränsdragning och förenkla kommunikation om hållbarhetsmått till marknaden.

Utredningen föreslår därför att kretsen av de med direkt-åtkomst till registret ska utökas med dem som behöver access till uppgifterna enligt ovan för att få emissionen av grön obligation godkänd som grön, jämte de som får granskningsuppdrag enligt lagen om utgivning av säkerställda obligationer för att dessa ska kunna fullgöra sitt uppdrag enligt lagen.

Marknadens omedelbara potential

Andelen hållbara byggnader i Sverige uppgår till cirka sju procent under antagandet att energiklassfördelningen för klassade byggnader motsvarar fördelningen hos det totala beståndet. I dag definierar marknaden en hållbar byggnad som en med 25 procents lägre energiförbrukning än minimikravet för nya byggnader i BBR, dvs. energiklass A och B.

Marknaden för säkerställda obligationer uppgick till 2 100 miljarder kronor andra kvartalet 2017. Under antagandet att de säkerställda obligationerna endast finansierar hus och bostadsrätter samt att upplånat belopp är jämnt fördelat över byggnadsbeståndet skulle marknadens omedelbara potential uppgå till 147 miljarder kronor. På grund av de ekonomiska incitamenten, dvs. att den hypotetiskt lägre risken i säkerställda gröna obligationer skulle ge billigare finansiering till hållbara byggnader som diskuterades i början av detta stycke, finns det en betydligt större potential över tid när fler bygger hållbart eller energieffektiviserar för att uppnå hållbarhetskriterierna.

C. Stödprogram

Förslag: Stöd- och incitamentsprogram ska skapas för att främja både emissioner av och investeringar i gröna obligationer.

Bedömning: Programmen bör innehålla modeller för kostnadsersättning, kunskaps- och kompetensstöd och forskningsincitament.

Syftet med ett stödprogram är att öka utbudet av gröna obligationer. Bristande utbud har identifierats som huvudproblemet på marknaden. Med ökat utbud borde marknaden fungera bättre med högre omsättning och bättre likviditet. För att öka utbudet bör åtgärder riktas mot de faktorer som hindrar emittenter från att emittera gröna obligationer. Flera emittenter upplever den extra kostnaden som det innebär att emittera gröna obligationer som ett hinder. Det är främst kostnaden för externa granskningstjänster som anses vara för höga. Externa granskningstjänster på den svenska marknaden utgörs hittills av att emittenten har anlitat en leverantör av externa granskningstjänster att ta fram ett andrahandsutlåtande på emittentens ramverk.²⁵

De emittenter som inte emitterar gröna obligationer menar att de lika väl kan finansiera sig med traditionella obligationer och är därmed ovilliga till att ta de extra kostnaderna som förknippas med emission av gröna obligationer. Den interna kostnaden för att ta fram ett ramverk samt rapportering ex-post nämns inte lika ofta som ett hinder.

Emittenter beaktar därmed inte de positiva externaliteter som emission av gröna obligationer för med sig och emitterar inte sådana. Externaliteterna har beskrivits löpande i betänkandet men består t.ex. av att ge investerare en möjlighet att investera hållbart. Med en möjlighet att investera hållbart kan också kapitalallokeringen ändras så att det i framtiden blir relativt billigt att finansiera hållbara investeringar och relativt dyrt att finansiera icke-hållbara investeringar. Utan en möjlighet till att investera hållbart kommer det aldrig skapas någon möjlighet för marknaden att omfördela kapitalet till hållbara ändamål.

Närmare beskrivning av stödprogrammet

En möjlighet till att främja marknaden för gröna obligationer skulle vara att staten initierar ett stödprogram genom vilket emittenter av gröna obligationer kan få hjälp med de extra kostnaderna. Likt åtgärdsförslag om BFL kan förslagsvis Naturvårdsverket få i uppdrag att administrera och betala ersättningar. Stödet borde förslags-

²⁵ Se 5 kap. för mer information kring granskningstjänster.

vis riktas mot kostnaderna för externa granskningstjänster som andrahandsutlåanden eftersom de har lyfts som det främsta hindret för att emittera gröna obligationer. Kostnader för andrahandsutlåande är dessutom lätta att identifiera eftersom det är en betalning mellan två oberoende parter, till skillnad mot de andra kostnaderna förknippade med emission av gröna obligationer vilka uppstår internt hos emittenten (t.ex. framtagande av ramverk och processer för identifiering av hållbara tillgångar).

Ett stödprogram skulle sänka tröskeln för att emittera gröna obligationer. Fler emittenter skulle därmed få rutiner på plats och ta fram ramverk för emission av gröna obligationer. Det skulle ge emittenter möjligheten att tillskansa sig nödvändig kunskap och erfarenhet. Ramverk, rutiner, kunskaper och erfarenheter kan ses som infrastruktur nödvändig för att emittera gröna obligationer. Denna infrastruktur skulle finnas kvar på marknaden även efter att stödprogrammet avslutats och därmed fortsatt gynna marknaden.

Kostnader på den svenska marknaden

På den svenska marknaden har alla gröna obligationer i skrivande stund emitterats enligt ett ramverk utvärderat genom ett andrahandsutlåande. Vid förfarandet med extern granskning i form av andrahandsutlåanden är den interna kostnaden för framtagande av ramverk en engångskostnad. Även kostnaden för extern granskning av ett ramverk är en engångskostnad. Vissa av de tidigaste emittenter på marknaden för gröna obligationer har emellertid valt att uppdatera sina ramverk på senare tid. Det kan vara så att det blir nödvändigt att uppdatera ramverken i takt med att marknaden utvecklas. I de fall ramverken uppdaterats har de varit aktiva i cirka fyra år.

När väl ramverket är på plats och har granskats kan emittenten emittera ett oändligt antal gröna obligationer inom ramen för sitt ramverk utan extra kostnad för extern granskning. Teoretiskt handlar det därmed om engångskostnader.

Emission av gröna obligationer medför även löpande extra-kostnader jämfört med emission av traditionella obligationer. Den extra kostnaden består av att följa de rutiner som etablerats i ramverket gällande urval av hållbara tillgångar och projekt, förvaltning av emissionslikviden och rapportering ex-post om obligations-

likvidens användning. Det finns några som anført ett problem för tillväxt i kostnader för rapportering och validering ex-post. De löpande extrakostnaderna har dock inte generellt lyfts som ett lika stort problem som kostnaderna för extern granskning ex-ante och därför borde emission av gröna obligationer kunna fortsätta även efter att stödprogrammet avslutats.

Olika typer av externa granskningstjänster

Det finns andra typer av extern granskning än andrahandsutlåanden, t.ex. verifiering, certifiering och betyg (eng. *rating*). Dessa metoder bör inte uteslutas ur ett stödprogram med risk för att hindra utvecklingen av bättre metoder för extern granskning. Dessa metoder kan ha andra avgiftsstrukturer än förfarandet med andrahandsutlåanden. Som strukturerna ser ut i dag innebär dessa andra metoder en återkommande granskningskostnad per emitterad obligation, till skillnad mot för en engångskostnad gällande förfarandet med andrahandsutlåanden. Det är därmed inte lika självklart att emission under dessa granskningsmetoder skulle fortsätta i samma omfattning när stödprogrammet avslutas. Stödprogrammet kommer emellertid hjälpa till att bygga upp rutiner, kunskap och erfarenhet som borgar för fortsatt emission även om kostnaderna för extern granskning tillkommer efter programmet avslutats.

Uppbyggnad av kringtjänster

Ett stödprogram skulle gynna uppbyggnad av kringtjänster för emission av gröna obligationer. Med fler aktörer och bättre rutiner kan priserna på kringtjänster som externa granskningstjänster sjunka över tid. Under ett stödprogram kan infrastruktur för marknaden som marknadsplatser, konsulttjänster osv. byggas upp vilket borde underlätta emission även efter det att stödprogrammet avslutats.

Med ett stödprogram skulle aktörer som emissionsinstitut och leverantörer av de tjänster som omfattas av stödet kunna få ett incitament till en mer uppsökande verksamhet. Om kostnaden för extern granskning försvinner för emittenten skulle det bli betydligt enklare att övertyga emittenter om att emittera gröna obligationer.

Emissionsinstitut skulle tjäna på det genom sina ordinarie avgifter för att arrangera emissioner och leverantörerna av gransknings-tjänster skulle enklare kunna ta betalt för sina granskningstjänster.

Utformning

Stödet bör löpa under tillräckligt lång tid så att nödvändiga rutiner kommer på plats och marknaden utvecklas så pass att den därefter håller igång sig självt.

Singapores centralbank tillika tillsynsmyndighet (Monetary Authority of Singapore – MAS) har lanserat ett liknande stödprogram den 1 juni 2017. Genom programmet ersätts kostnaden för extern granskning upp till 100 000 Singapore dollar vilket motsvarade drygt 630 000 vid den 1 juni 2017. Syftet är att minska friktionskostnaderna för emission av gröna obligationer.

Deras program är tänkt att löpa under tre år. Varför de valt just tre år framgår inte men det är ändå en period att utgå ifrån. MAS tror i alla fall att tre år ska räcka för att kick-starta marknaden. MAS har krav på oberoende granskning enligt internationella standarder (GBP och CBS). Det finns ingen begränsning för antalet obligationer som samma emittent kan få ersättning för under programmet. Obligationen kan vara finansierad i valfri valuta. Den måste emellertid emitteras och listas på en marknadsplats i Singapore och uppgå till minst 200 miljoner Singapore dollar, vilket motsvarar 1,25 miljarder kronor.

Medellöptiden på marknaden för gröna obligationer i Sverige är fem år. Det är också på fem år som den största volymen emitteras. Löptidsstrukturen är troligtvis snarlik den på marknaden för traditionella obligationer. För att täcka in alla de som refinansierar sig vart femte år borde stödprogrammet också löpa just fem år. Fem år är emellertid en relativt lång tid för ett tidigare oprövat stödprogram. Ett alternativ skulle vara att lansera det på tre år för att skapa viss framförhållning med option att förlänga det till fem år om det faller väl ut och inga större problem identifieras.

Hur höga kostnader ska ersättas?

Detta är en mycket viktig fråga. Med ett stödprogram kan incitament skapas för leverantörerna av granskningstjänster att ta ut så höga avgifter som möjligt. När det inte är emittenten som betalar försvinner incitamentet hos beställaren att jämföra och förhandla om priser. Priskonkurrensen hos leverantörer av externa granskningstjänster kommer helt enkelt att försvinna. Konkurrens är en faktor som driver utvecklingen på marknaden. Att införa åtgärder som reducerar konkurrensen kommer därmed till viss del hämma utvecklingen.

Att inte ha något tak för ersättningen av kostnaden för extern granskning skulle skapa incitament för mycket höga avgifter och stödprogrammet skulle troligtvis inte bli samhällsekonomiskt optimalt. Det finns emellertid sätt att begränsa snedvridningen på marknaden.

Utredningen föreslår att stödprogrammet ersätter en viss andel av kostnaden för externa granskningstjänster. Vid en sådan utformning skulle emittenten ha kvar incitamentet att jämföra priser och förhandla, om än i något lägre omfattning än om emittenten hade fått stå för hela kostnaden. Konkurrensen skulle därmed bestå men vara något lägre eftersom absolutbeloppen och troligtvis därmed priskänsligheten skulle varit lägre.

Nackdelen med denna utformning är att emittenten fortfarande kommer träffas av kostnader för extern granskning, vilket har identifierats som ett av de främsta hindren för att emittera gröna obligationer. Detta hinder skulle emellertid minska desto större andel som stödprogrammet skulle täcka. Hittas en bra balans kan programmet gynna emission av gröna obligationer och samtidigt beakta marknadskrafterna. Utredningen föreslår att andelen ändå bör vara rejält tilltagen för att skapa ett avtryck på marknaden, minst 50 procent av kostnaden bör täckas. I och med att viss konkurrens kvarstår borde även kostnaderna för stödprogrammet hållas nere. Med modellen att en viss andel ersätts bevaras även diversifieringen av externa granskningstjänster, dvs. de som erbjuder mer avancerad analys till ett högre pris har fortfarande incitament att göra så om kunden är villig att betala extra. För att förtydliga bör emittenten endast vara berättigad till ersättning för en typ av gransknings-tjänst. Får emittenten ersättning för kostnaden av ett andrahands-

utlåtande ska den inte få ersättning även för ett eventuellt betyg (eng. *rating*) av de obligationer som emitteras under ramverket.

Alternativ ersättningsmodell

Det finns en alternativ ersättningsmodell vilken utredningen av olika anledningar bedömer vara mindre lämplig. Det är inrättandet av ett tak för hur stor ersättning en emittent kan få för kostnaden för extern granskning, dvs. ett maxbelopp för externa gransknings-tjänster som ersätts av stödprogrammet. En sådan utformning hade begränsat kostnaderna för att driva programmet. Samtidigt skulle en sådan modell också introducera en del problem.

Beroende på hur högt ersättningstaket sätts skulle alla leverantörer som i dag tar en avgift under taket fått incitament att höja sina avgifter till taknivån. Konkurrensen för leverantörerna under taket skulle därmed sättas ur spel och kostnaderna för programmet skulle bli onödigt stora. De leverantörer vars avgifter ligger över taket skulle missgynnas mot de vars avgifter ligger under taket. De leverantörer med avgifter över taket skulle eventuellt få incitament att vattna ur sina tjänster för att kunna ta ut en avgift i nivå med stödet och konkurrera på lika villkor med de leverantörer som tar ut en avgift under taket. Ett tak under vissa leverantörers avgift skulle därmed kunna skapa ett s.k. *race to the bottom*.

Sätts taket över alla leverantörers avgifter kommer konkurrensen helt sättas ur spel och incitament skapas för att ta ut höga avgifter i linje med taket. Sätts taket under de lägsta avgifterna på marknaden gynnas de billigare leverantörerna proportionellt mer än de dyrare. Sammanfattningsvis skulle ett ersättningstak begränsa kostnaderna för stödprogrammet men samtidigt sätta marknadskrafterna ur spel, beroende på utformning. Om ett tak ändå bedöms vara lämpligt att implementera bör fokus ligga på att begränsa kostnaderna för emittenterna. Att leverantörerna får incitament att höja sina avgifter skulle då bli kostnaden för att främja marknaden i detta avseende.

Som jämförelse ersätter Singapore kostnader för externa granskningstjänster upp till cirka 630 000 kronor, vilket får anses som ett generöst belopp. Kostnaden för externa granskningstjänster brukar ligga i spannet 120 000 till 400 000 kronor. Singapore verkar där-

med satt sitt tak så att det täcker alla leverantörers avgifter. Singapore är därmed redo att betala när leverantörerna får incitament att höja sina avgifter och har bedömt att det är nödvändig kostnad för att främja marknaden.

Krav på obligationers egenskaper?

Nästa fråga handlar om det ska ligga några krav på obligationerna med avseende på emissionsvolym och löptid. Detta för att det inte ska uppstå incitament att på något sätt missbruka stödprogrammet. Stödprogrammet skulle annars kunna utnyttjas genom att emittera ett stort antal obligationer med mindre obligationsbelopp eller kort löptid. Används ett granskningsförfarande som skapar ett avgiftsuttag för varje emission skulle inblandade aktörer kunna hämta ut större belopp ur programmet.

Det skulle främst vara leverantörerna av externa gransknings-tjänster som skulle ha incitament att få till ett sådant förfarande. Leverantörerna av externa granskningstjänster är i regel inte involverade i själva emissionsförfarandet. Det innebär att även emissionsinstituten skulle behöva involveras vilket minskar risken för missbruk. Dessutom skulle emittenten också behöva involveras. Emittenten har inget ekonomiskt incitament att emittera på ett sådant sätt, snarare tvärtom på grund av de avgifter de måste betala till emissionsinstitut vid emission. Emittent och emissionsinstitut är även måna om sitt rykte och relation till investerarna som kanske inte hade gillat ständiga emissioner i stället för obligationer med längre löptid. Det minskar risken ytterligare. Emittenten skulle behöva få någon form av ersättning från de andra inblandade parterna för att gå med på upplägget. Troligtvis skulle det inte skapas så betydande belopp att emittenten skulle anse det som lönsamt att ändra sin finansieringsstrategi. Marknaden och emittentens finansierare hade troligtvis uppfattat ett sådant beteende som oansvarigt.

De lägsta emissionsbeloppen för gröna obligationer har legat på 100 miljoner kronor och medelvärdet på 850 miljoner kronor.²⁶ Att sätta ett golv för emissionsstorlek för att förhindra någon form av

²⁶ För obligationer emitterade i svenska kronor och utländsk valuta av emittenter med säte i Sverige fram till den 30 juni 2017.

missbruk av systemet riskerar att stänga ute mindre emittenter. Det försämrar också marknadsdynamiken. Emittenterna som emitterat obligationer på 100 miljoner kronor har ju gjort detta för att det funnits rationella skäl bakom. Att inte inkludera dessa i stödprogrammet skulle skapa trösklar för emissioner som det finns behov av att utföra.

Sett till löptiden är den som lägst två år för gröna obligationer på den svenska marknaden. Bland de tvååriga obligationerna återfinns både relativt små på 100 miljoner kronor och relativt stora på 1,1 miljarder kronor. Samma argument som för emissionsbelopp gäller även för löptiderna. Emittenterna har haft rationella skäl till att finansiera sig med relativt korta löptider. Att inte beakta detta i ett stödprogram skapar incitament för att avvika från normalt förfarande på marknaden.

Att under stödprogrammet inte införa begränsningar för obligationers egenskaper introducerar en viss risk för missbruk. Som beskrivet måste dock alla parter i emission av gröna obligationer involveras. Emittenten har dessutom inte något ekonomiskt incitament att missbruka systemet, snarare tvärtom. Införs begränsningar hämmas marknadsdynamiken och risken finns att stänga ute vissa emittenter, speciellt små, om man ser till begränsningar i emissionsvolym. Utredningen bedömer att de negativa konsekvenserna med att införa en begränsning för obligationers egenskaper väger tyngre än risken för att systemet ska utnyttjas. Utredningen förslag är därmed att inga begränsningar av obligationers egenskaper införs i stödprogrammet.

Kostnad avseende ersättning för extern granskning

Den beräknade kostnaden för ett stödprogram skiljer mycket beroende på antaget scenario och typ av granskningstjänst. Hur marknaden utvecklas framöver är osäkert och den historiska utvecklingen baseras på beräkningar för bara ett fåtal år. Kostnaderna är beräknade för emittenter med säte i Sverige oberoende av vilken valuta de emitterar i.

Ett scenario är att marknaden fortsätter och att emittenter får sina ramverk granskade genom andrahandsutlåtanden. I genomsnitt har det historiskt tillkommit sju emittenter per år. Utgår man från

den historiska utvecklingen med sju nya emittenter per år och det faktum att det inte finns ingen tydlig tilltagande eller avtagande trend i detta antal, och att kostnaden för ett andrahandsutlåtande uppgår till 300 000 kronor²⁷, skulle kostnaden för stödprogrammet uppgå till mellan en och två miljoner kronor per år beroende på om 50 eller 90 procent av kostnaderna skulle ersättas. Om antalet emittenter fördubblas till 14 stycken skulle kostnaden uppgå till mellan två och fyra miljoner kronor per år beroende på om 50 eller 90 procent av kostnaderna ersätts.

Ett annat scenario är att förfarandet med att emittenten får sitt ramverk utvärderat via ett andrahandsutlåtande överges. I stället väljer emittenterna att få sina gröna obligationer certifierade av någon organisation eller betygsatta av t.ex. ett kreditvärderingsinstitut. I ett sådant scenario blir det en utvärderingskostnad per emitterad obligation. Vi antar att en certifiering eller betygsättning av en obligation kostar 250 000 kronor.²⁸ Historiskt har den genomsnittliga tillväxttakten i antalet gröna obligationer som emitteras av emittenter med säte i Sverige uppgått till 24 procent.²⁹ Till att börja med räknar vi på att tillväxttakten är identisk med den historiska. Kostnaderna kommer till en början vara lägre och öka efterhand eftersom vi antar en positiv tillväxttakt i antalet emissioner. Vid antagande att ett sådant program skulle kunna lanseras vid början av 2019 och löpa i tre år landar kostnaden för hela treårsperioden på mellan 30 och 53 miljoner kronor beroende på om 50 eller 90 procent av kostnaderna ersätts. Om programmet löper i fem år landar kostnaden för hela femårsperioden på mellan 61 och 112 miljoner kronor beroende på om 50 eller 90 procent ersätts.

Om antagandet görs att tillväxttakten skulle fördubblas fr.o.m. 2019 och uppgå till 48 procent, landar kostnaden för hela treårsperioden totalt på mellan 34 och 63 miljoner kronor beroende på om 50 eller 90 procent av kostnaderna ersätts. För hela femårs-

²⁷ Kostnaden har i regel legat mellan 120 000 kronor och 410 000 kronor. Observera att kostnaden kan skilja mycket mellan olika emissioner och beroende på vem som utför utvärderingen.

²⁸ Baserat på uppgift från ett kreditvärderingsinstitut om deras avgifter samt att den ligger inom ramen om vad CBI har uppgett att det kostar att få certifierat en obligation.

²⁹ Räknat på emission fram till den 30 juni 2017. Ej räknat med tillväxten mellan 2013 och 2014 eftersom den bedöms vara ett extremvärde med en tillväxt på 425 procent. Den genomsnittliga tillväxttakten beräknas därmed på utvecklingen över tre år vilket gör den osäker. Antagande har också gjorts om att det kommer emitteras lika många obligationer under andra halvåret 2017 som det gjorde under första.

perioden landar kostnaden på mellan 73 och 133 miljoner kronor beroende på om 50 eller 90 procent av kostnaderna ersätts.

Som synes finns ett stort möjligt spann gällande kostnaderna för ett stödprogram, men ovan estimat kan ändå fungera som en slags fingervisning om vilka kostnader som kan förväntas.

Till kostnaderna ovan kommer också kostnaden för Naturvårdsverket att administrativt hantera ansökningar för ersättning. Det administrativa momentet för emittenten måste dock vara mycket enkelt för att ej motverka stödprogrammets syfte som just är att sänka kostnaderna för emission av gröna obligationer.

Andra moment i ett stödprogram

En central del i ett ramverk för ett grönt obligationsprogram är återrapporteringen om att de förväntade gröna nyttorna med investeringen uppnåtts, s.k. effektbedömningar (eng. *impact reporting*). Som tidigare redovisats utgör denna rapportering en börda för emittenten i jämförelse med en traditionell obligation och därmed en kostnad som kan vara mycket kännbar för särskilt små emittenter. Utredningen har också inhämtat att kunskap ibland saknas för att utföra och/eller kvalitetssäkra effektbedömningar. Ett naturligt stöd som följer med ett krav på effektbedömningar är att ge ekonomiska förutsättningar för konsult hjälp, kunskapsstöd och verktyg för bedömningarna. Den typen av stöd följer motsvarande överväganden som ovan. Det är viktigt att kunskapsstödet innehåller en rekommendation att följa GBP i syfte att uppnå harmonisering på marknaden. Ett tydligt steg på vägen mot ett stödprogram är det verktyg för rapportering som tagits fram av bl.a. Kommuninvest vilket kan tjäna som modell.³⁰

Det bör också införas ett mer allmänt stöd till information och utbildningsinsatser om gröna obligationer. Av de utvärderingsrapporter som hittills kommit är det tydligt att det råder informations- och kunskapsbrist om den gröna investeringsmarknaden, både bland emittenter och investerare. Det får negativa effekter i ett läge där uppbyggnad av kompetens är både nödvändig och brådskande. Både

³⁰ Nordic Public Sector Issuers, *Position Paper on Green Bonds Impact Reporting*, October 2017. Rapporten publicerades under klimatmötet COP23 i Bonn.

potentiella emittenter och investerare, liksom revisorer som tänkbara validerare, är målgrupper. Finansinspektionens framgång med utbildningsprogrammet *Gilla din ekonomi* för konsumenter kan tjäna som exempel. Det är möjligt att Stockholm Sustainable Finance Centre som nyligen etablerats i Stockholm kan bidra i uppgiften.

Ytterligare ett led i kedjan är att ge incitament till forskning på excellent nivå i syfte att främja framväxten av en sund och mogen marknad på vetenskaplig grund. Forskningsråden har här en roll att fylla och kan rikta anslag mot utvalda delar av obligationsmarknaden i linje med det uppdrag som Vinnova redan har. Anslaget för finansmarknadsforskning torde kunna utvecklas. En given uppgift är att genom forskningsprojekt studera effekterna av utredningens förslag och vid behov utarbeta förslag för att stärka dessa i marknadsfrämjande riktning.

D. Europeiska långsiktiga investeringsfonder – Eltif

Förslag: En aktiebolagsrättslig fondreglering ska etableras i Sverige enligt förslag som tidigare lagts fram av 2014 års Fondutredning.

Bedömning: Genom att främja tillväxten av Eltif kan tillväxten av gröna obligationer främjas.

År 2015 antog Europaparlamentet och rådet en särskild förordning för vissa typer av alternativa investeringsfonder (Eltif), förordning (EU) 2015/760 om europeiska långsiktiga investeringsfonder, med tillämpning den 9 december 2015. I Sverige genomfördes vissa förändringar i lag om alternativa investeringsfonder med ikraftträdande den 1 februari 2017. Syftet med Eltif är att ”anskaffa och kanalisera kapital till europeiska långsiktiga investeringar i realekonom, i linje med unionens mål om en smart och hållbar tillväxt för alla”.

Tanken bakom Eltif-förordningen är att stimulera investeringar i alternativa investeringar, dvs. till skillnad från överlåtbara värdepapper som UCITS-fonder investerar i. En Eltif kan erbjuda långsiktig finansiering till t.ex. infrastrukturprojekt, fastigheter, samt noterade och onoterade små och medelstora företag som emitterar eget kapital eller skuldinstrument. För att kunna hantera dessa

illikvida tillgångar är en Eltif som huvudregel stängd, dvs. det går inte att lösa in fondandelarna under fondens livstid. Däremot kan de eventuellt handlas på en sekundärmarknad.

Eltif får erbjudas även icke-professionella investerare som på så sätt kan erbjudas att ta del av den likviditetspremie som kan förväntas i de illikvida investeringarna.

För att stimulera tillväxten av Eltifs så har fonderna fått särskilda fördelar i andra regelverk. Störst betydelse har lägre kapitalkrav i Solvens II som reglerar kapitalbufferten i försäkringsföretag. Investeringar i Eltif har genom en särskild bestämmelse förts till samma grupp av tillgångar, typ 1-aktier, som omfattar aktier i företag som noteras på reglerade marknader inom EES eller OECD eller MTF och som har sitt säte eller huvudkontor i en EU-medlemsstat. Denna grupp anses utgöra en lägre risk än andra aktier och kräver därmed lägre kapitaltäckning.

Investeringar genom Eltif är dessutom prioriterade vid finansiering via Europeiska investeringsbanken (EIB).

Med den förmånliga ställning som Eltif har och tillgängligheten för alla investerare skulle Eltif kunna vara en viktig kanal för investeringar i gröna obligationer.

Regelverket kring Eltif har bara funnits knappt ett år och det finns få tecken på att det skulle vara en framgångsrik reglering ur ett svenskt perspektiv. Det finns än så länge inga svenska Eltif. Enligt Fondbolagens förening beror det svalt intresset framför allt på att den svenska fondlagstiftningen inte är användbar. I Eltif-förordningen finns ingen reglering av den rättsliga formen för en Eltif-fond utan det förutsätts att sådan finns att tillgå i medlemsstaterna. Till följd av de specifika reglerna kring bl.a. inlösen och livsängd för Eltif-fonder är den vanliga svenska aktiebolagsformen mindre lämpad. Övriga fondtyper i Sverige etableras på en kontraktsrättslig grund som inte fungerar för en Eltif. Det betyder, enligt branschen, att det inte går att starta Eltif i Sverige.

Förutom den rättsliga formen behöver det även fastställas hur fonden ska behandlas i skatterettsligt hänseende, såväl vad gäller inkomstskatt som mervärdesskatt. Om det råder oklarheter kring beskattningen kommer investerarna att undvika risken för dubbelbeskattning genom att välja investeringar i andra tillgångar än Eltif.

Om förslagen från 2014 års Fondutredning³¹ genomförs vad gäller associationsrättsliga fonder i Sverige, och görs tillämpliga för Eltif, finns det goda skäl att anta att tillväxten av Eltif skulle främjas och med det öka investerarbasen för gröna obligationer. En åtgärd som därmed också skulle främja den gröna obligationsmarknaden. Det finns en osäkerhet kring efterfrågan på Eltif men genom att skapa förutsättningarna för verksamheten skulle Sverige etablera möjligheten och formatet kan användas för många olika lösningar däribland gröna obligationer.

En associationsrättslig fondlagstiftning skulle positivt påverka förutsättningarna för att driva fondverksamhet i Sverige och dessutom skapa möjligheter att även exportera fondförvaltningstjänster. Förslaget om associationsrättsliga fonder är redan utrett och det finns ett stort intresse generellt för associationsrättsliga fonder bland svenska fondbolag.

E. Gröna obligationer med miljö- och klimatomfattigt hållbara tillgångar som säkerhet

Förslag: Emittenter ska uppmuntras att emittera obligationer med säkerhet i hållbara tillgångar genom att en struktur för öronmärkning av tillgångar för den gröna obligationen tas fram av Finansinspektionen.

Bedömning: Genom att öronmärka hållbara tillgångar till en grön obligation förstärks möjligheten att driva hållbara investeringar ur ett rent ekonomiskt perspektiv.

I 3 kap. beskrivs de egenskaper som en grön obligation har ur olika perspektiv, bl.a. klimatrisk. Som nämnts finns det hittills sällan någon tillgång som är öronmärkt som säkerhet för en grön obligation. Med andra ord finns det ingen anledning att som investerare kräva högre eller lägre avkastning, klimatriskerna är densamma eftersom den med majoriteten av gröna obligationer avser emittenten och inte emissionslikvidens användningsområde.

³¹ Se, SOU 2016:45, En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad, slutbetänkande av 2014 års Fondutredning.

En intressant tanke vore därför att hitta hållbara tillgångar som kan öronmärkas för den gröna obligationen, allt i syfte att åstadkomma en obligation där investerare allt annat lika kan uppleva en lägre klimatrisk och därmed kräver en lägre avkastning. Principen liknar den för de nuvarande säkerställda obligationer som används för att finansiera främst bostadslån. Kan detta uppnås skulle gröna investeringar kunna framstå som mer attraktiva. Låt oss se på kommersiella fastigheter som ett exempel.

Det finns i dag ett flertal definitioner på vad som kan anses vara en grön kommersiell fastighet. Många hyresgäster kräver i dag att endast gröna fastigheter är aktuella vid en flytt. Detta har i sin tur medfört att vakansgraden i gröna fastigheter över tiden är lägre och att det till och med kan vara möjligt att på marginalen ta ut en högre hyra. Den gröna fastigheten är därmed en bättre säkerhet för kreditgivaren än en icke grön fastighet eftersom kreditrisken är lägre, allt annat lika. Ju bättre riskprofil, desto lägre blir avkastningskravet.

Ett fastighetsbolag som samlar sina gröna fastigheter som säkerhet för en grön obligation skulle med samma logik få en lägre upplåningskostnad. Allt annat lika, blir det ekonomiska utfallet bättre. En lägre finansieringskostnad skapar incitament för att bygga gröna fastigheter och energieffektivisera befintliga fastigheter. Med tanke på hur stor den kommersiella fastighetsmarknaden är i Sverige är detta potentiellt en mångmiljardmarknad för gröna obligationer. Obligationsfinansieringen (alla typer av obligationer) för svenska fastighetsbolag uppgick till cirka 230 miljarder kronor den 4 juli 2017.³²

Naturligtvis är detta inget som passar för enstaka fastigheter. Risken skulle bli för knuten till ett specifikt objekt. Däremot är tillämpningen bättre för större bestånd. Med en beskriven struktur skulle det dessutom finnas möjligheter i att poola flera tillgångar och på så sätt komma upp i emissionsvolym och eventuellt göra investeringen mer attraktiv för institutionella investerare.

Obligationer med säkerhet i hållbara tillgångar är inte vanliga på den svenska finansmarknaden, dock finns det i alla fall en emittent. Företaget i fråga är Svensk FastighetsFinansiering AB. Det är ett finansbolag som på den svenska kapitalmarknaden emitterar obligationer säkerställda med pantbrev i fastigheter. Utredningen vill vara tydlig med att den inte lägger någon värdering i vare sig

³² Källa: Bloomberg, SEB. Växelkurs USD/SEK 8,5061 från Riksbanken för den 4 juli 2017.

företaget eller strukturen på dess obligationer. Emittenten nämns endast för att ge ett exempel på att en struktur liknande den som beskrivs i detta avsnitt är möjlig.

SFF ägs till lika delar av de noterade fastighetsbolagen Catena AB, Diös Fastigheter AB, Fabège AB, Platzer Fastigheter Holding AB och Wihlborgs Fastigheter AB.

Sedan hösten 2015 har SFF ett ramverk för emission av gröna obligationer och emitterar gröna obligationer under bolagets ordinarie obligationsprogram. Den 30 juni 2016 hade SFF utestående gröna obligationer till ett nominellt värde av fyra miljarder kronor. Obligationerna har noterats på Nasdaq Stockholm Sustainable Bond List.

Utredningen föreslår att strukturen lyfts fram som ett gott exempel och tas vidare i större skala för att skapa volym på den gröna obligationsmarknaden. Finansinspektionen, som redan i dag har uppgifter enligt lagen om utgivning av säkerställda obligationer, är bäst lämpad för uppdraget.

F. Sekundärmarknad med tydliga regler om vad som bedöms vara miljö- och klimatomfattigt hållbart

Förslag: Finansinspektionen ges i uppdrag att säkerställa att marknadsplatsernas självreglering med kvalitetssäkring av gröna obligationer utvecklas vid äventyr att lagreglering blir nödvändig.

Bedömning: Marknadsplatserna bör uppmanas att driva utvecklingen genom att ställa krav på de listade gröna obligationernas miljö- och klimatomfattiga hållbarhet. Kraven bör harmoniseras mellan marknadsplatserna.

Ett av flera tillkortakommanden med gröna obligationer sägs vara brist på tydliga regler för vad som är en grön obligation. Det är självklart viktigt att investerare, stor som liten, vet att det kapital den gröna obligationen genererat används på därför avsett sätt.

Här spelar marknadsplatserna en viktig roll redan i dag och bör uppmuntras att göra så även framöver. Som beskrivet i 4 kap. handlas de flesta obligationer OTC, dvs. på en s.k. utförandeplats i stället för på marknadsplatserna. Emellertid har de institutionella

investerarna i regel krav på sig att endast handla i noterade och listade värdepapper. Det leder till att de flesta obligationer listats på en marknadsplats även om de ej handlas där.

Om marknadsplatserna i sina regler för notering ställer tydliga krav på vad som får listas som en grön obligation och om dessa krav följs upp, minskar det osäkerheten och underlättar förutsättningarna för en effektiv självreglering. Marknadsplatsernas krav kan därmed reducera risken för *greenwashing* och skapa ett ökat förtroende för marknaden.

Som marknadsplats finns dessutom sanktionsmöjligheter om någon emittent inte lever upp till de regler som finns för listning av tillgångsslaget. De har därmed verktygen att fungera som en effektiv tillsynsinstans på marknaden för gröna obligationer.

Historiskt har det också visat sig att självreglering är att föredra när spelregler för en marknadsplats utvecklas. Förändringar sker snabbt inom området miljö- och klimatomfattig hållbarhet, vilket ställer stora krav på följsamhet och anpassningsförmåga. Något som en självreglering brukar vara bäst lämpad att klara.

Som beskrivet i 5 kap. finns det redan i dag en rad marknadsplatser som har dedikerade listor för gröna obligationer med tillhörande krav, bl.a. Nasdaq Stockholm. I stort följer marknadsplatsernas krav de rekommendationer som finns i GBP. Emellertid finns det vissa skillnader mellan marknadsplatser. Ett arbete med att harmonisera olika informationskrav gällande hållbarhet generellt pågår i Sustainable Stock Exchanges Initiative (SSE) och förhoppningen är att kraven för gröna obligationer i framtiden tydliggörs och blir mer enhetliga. Arbetet bör uppmuntras och drivas på.

Utredningen anser att det arbete som gjorts av marknadsplatserna är mycket viktigt och att de fungerar väl med att kvalitetssäkra marknaden för gröna obligationer. Utredningen ser marknadsplatserna som en viktig komponent i självregleringen av marknaden för gröna obligationer och föreslår att Finansinspektionen ges i uppdrag att säkerställa att arbetet fortskrider vid äventyr att självregleringen fallerar och lagreglering blir nödvändig för att kvalitetssäkra gröna obligationer. Finansinspektionen har långvarig erfarenhet av att arbeta med branschöverenskommelser och är väl placerad även i denna fråga. Däremot kan huvuddelen av själva arbetet förväntas utföras av branschorgan som Svenska Fondhandlareföreningen.

6.7.2 Förslag för vidare utredning

I avsnittet redogörs för de förslag som diskuterats i utredningen men bedömningen varit att ytterligare överväganden behövs innan ett tydligt förslag kan läggas fram, alternativt att ett arbete pågår inom EU vilket minskar behovet av svenska regler.

A. Reducerat krav på kapitaltäckning och resolutionsreserv

Bedömning: Under förutsättning att den finansiella stabiliteten inte påverkas negativt borde innehav av gröna obligationer reducera krav på kapitaltäckning därför att gröna investeringar har en lägre klimatrisk allt annat lika. Likalydande resonemang och modell borde kunna appliceras på avgifter till resolutionsreserven.

Gynna efterfrågan på gröna obligationer

En förutsättning för att gröna obligationer på sikt ska få en mer framträdande roll som finansieringskälla för en hållbar omställning av samhället är sannolikt att det finns en tydlig koppling mellan den gröna obligationen och den kreditrisk som finns i det projekt eller tillgång som finansieras med obligationen. Under förutsättning att åtgärder vidtas för att uppfylla svenska åtaganden om att bekämpa klimatförändringarna borde en hållbar investering ha en lägre klimatrisk allt annat lika. Om det vore möjligt att knyta den gröna obligationen till tillgångar som är mer hållbara borde det avspegla sig prissättning, dvs. lägre klimatrisk (allt annat lika) ger lägre avkastningskrav och därmed lägre kapitalkostnad för emittenten. Ur detta perspektiv vore det önskvärt om de myndigheter som har att bedöma kreditrisk i det finansiella systemet – bl.a. Finansinspektionen – lät en lägre klimatrisk avspegla sig i ett lägre kapitaltäckningskrav.

Givet att gröna obligationer säkerhetsmässigt är knutna till tillgångar som har en lägre klimatrisk allt annat lika vore det naturligt att kapitaltäcknings- och solvenskraven för banker och försäkringsbolag för dessa obligationer är lägre. Med fokus på banker blir resonemanget följande.

Bankerna och deras roll som finansiär är sannolikt en av nycklarna till att skapa en bred grön obligationsmarknad. Bankers och andra monetära finansinstituts utlåning till icke-finansiella företag och offentliga sektorn uppgick till 2 420 miljarder kronor i september 2017. Just gällande kapitalkrav för banker har Sverige valt att införa hårdare krav än den miniminivå som gäller enligt EU-reglerna.

Bankerna har krav om att hålla en viss mängd kapital för sina tillgångar. Beroende på risken i tillgångarna behöver bankerna hålla mer eller mindre kapital. Kapitältäckningskraven regleras i tillsynsförordningen (575/2013/EU) och kapitältäckningsdirektivet (2013/36/EU) så som kort beskrivits i 3 kap. I tillsynsförordningen finns det alltså ett minimikrav på att banker ska hålla kapital motsvarande 8 procent av riskviktade tillgångar, s.k. pelare 1 krav. I syfte att minska sannolikheten för banker att bryta mot minimikravet måste de hålla ytterligare 2,5 procent kapital i en kapitalkonserveringsbuffert. Utöver dessa två grundläggande element har medlemsstater genom kapitältäckningsdirektivet möjlighet att införa ytterligare krav för att täcka sådana risker som inte täcks av pelare 1. Kapitalkrav utöver pelare 1 kallas för pelare 2 och består i Sverige bl.a. av riskviktsgolv på 25 procent för bostadslån och systemriskpåslag på 2 procent. Utöver dessa krav har Sverige också utökade buffertkrav vilka omfattar en systemriskbuffert på 3 procent och en kontradiskrisk kapitalbuffert.

Sammanfattningsvis hade de fyra svenska storbankerna totala kapitalkrav på mellan 21 till 28 procent andra kvartalet 2017. Av de totala kapitalkraven bestod cirka 35 procent av pelare 1 krav, cirka 35 procent av pelare 2 krav och cirka 30 procent av kombinerat kapitalbuffertkrav. Det finns därmed ett utrymme i Sverige att nationellt justera kapitalkraven och ändå efterleva EU:s minimiregler (pelare 1).

Noterbart är att kommissionen den 23 november 2016 presenterade ett lagförslag innehållande revideringar av kapitältäckningsregelverket. Kommissionens förslag kan komma att begränsa Sveriges möjligheter att sätta högre kapitalkrav i förhållande till minimikraven. Förslaget förhandlas på EU-nivå i skrivande stund och det är oklart hur den slutgiltiga överenskommelsen kommer se ut. En begränsad möjlighet för Sverige att sätta högre kapitalkrav begränsar också möjligheten att justera dessa för gröna obligationer.

Orsaken till att kapitalkraven går att använda som ekonomiskt incitament är att det är relativt dyrt att finansiera tillgångar med kapital. Det finns därmed ett ekonomiskt incitament att hålla tillgångar med lägre kapitalkrav. Ett reducerat kapitalkrav för gröna obligationer skulle ge banker ett ekonomiskt incitament att hålla sådana i stället för traditionella obligationer. Observera att ett sänkt kapitalkrav enligt ovan beskrivning skulle ge bankerna ekonomiskt incitament att investera i gröna obligationer men inte att emittera desamma.

Gynna investeringar i miljö- och klimatomfattigt hållbara tillgångar finansierade via gröna obligationer

Bestämmelser om sänkt kapitalkrav i syfte att främja vissa investeringar återfinns redan i dagens kapitaltäckningsregelverk. Kapitalkravet för exponeringar mot små och medelstora företag (SMEs) som uppgår till max 1,5 miljoner euro reduceras med 23,81 procent, enligt tillsynsförordningen artikel 501. Syftet med rabatten är att främja investeringar i SMEs och gynna tillväxten i ekonomin. Kommissionen föreslår att undantaget för SMEs ska utökas i förslaget om revidering av kapitaltäckningsregelverket. Förslaget går ut på att ta bort den övre gränsen på 1,5 miljoner euro. Exponeringar upp till 1,5 miljoner euro föreslås behålla befintlig reduktion av kapitalkravet på 23,81 procent. Kapitalkravet för den del av exponeringar som överstiger 1,5 miljoner euro föreslås reduceras med 15 procent.

I ovan nämnda förslag till revidering av kapitaltäckningsregelverket föreslår kommissionen också att kapitalkraven för exponeringar mot infrastruktur som uppfyller vissa krav ska reduceras med 25 procent, enligt artikel 501a i förslaget om revidering av tillsynsförordningen (se fotnot 6). Syftet är att främja investeringar i infrastruktur vilket i sin tur kan främja den ekonomiska tillväxten. I skäl 53 och 54 till förslaget nämns bl.a. att förslaget kan främja investeringar i förnybar energi och energieffektivisering. Enligt förslaget ska kommissionen utvärdera kapitalkravsreduktionen efter tre år. Kommissionen ska då bl.a. utvärdera investeringarna i förhållande till EU:s mål om att ställa om till en hållbar ekonomi. I själva lagtexten saknas emellertid kriterier eller referenser till hållbara investeringar.

Kapitalkraven skulle kunna användas till att ge banker ekonomiskt incitament att även emittera gröna obligationer. Förslaget ligger utanför den traditionella ramen för kapitaltäckningsramverket och kan behöva ytterligare överväganden. Upplägget handlar om att banken emitterar en grön obligation som finansierar vissa hållbara tillgångar. Följer banken standarder och praxis kommer den att upprätta en lista över de tillgångar som finansieras av den gröna obligationen. Reduceras kapitalkraven för de tillgångar som finansieras av den gröna obligationen kommer det skapa ett ekonomiskt initiativ för banken att (i) ha en större andel hållbara tillgångar och (ii) finansiera dessa med gröna obligationer. Kapitalkravet skulle sänkas om bedömningen görs att tillgångarna har en lägre klimatrisk allt annat lika. Det finns en risk för att upplägget blir för komplicerat. Tillgångar ska matchas mot tillgångar finansierade via den gröna obligationen och det ska rapporteras till tillsynsmyndigheten. En främjandeåtgärd som denna skulle skapa ett incitament att få så mycket tillgångar som möjligt finansierade via gröna obligationer. Det skapar en risk för att emittenten skulle försöka finansiera även mindre hållbara tillgångar med gröna obligationer.

Problematik kring klimatrisker i kapitaltäckningsregelverket

Invändningen mot lägre kapitalkrav för hållbara tillgångar brukar vara att det inte är belagt eller på annat sätt går att bevisa att det är lägre kreditrisk. Ett problem är att det saknas stöd i empiri om att miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar kan antas innebära lägre risk. Eftersom de förluster som är kopplade till klimatrisker inte följs upp på ett konsekvent sätt finns det brister i data för dessa riskers specifika effekt. Klimatrisker i den mån de i dag orsakar förluster ingår därför i historiska data över kreditförluster generellt och därför beaktas de inte separat i de kvantitativa modeller som ligger till grund för kapitalkraven.

Det huvudsakliga problemet är därmed inte kapitaltäckningsregelverket utan att det saknas gemensam bedömningsgrund för hur klimat- och miljörelaterade risker ska identifieras, kvantifieras och beaktas i ordinarie riskramverk. Ett sådant arbete borde främst ske på EU-nivå i syfte att få enhetlig tillämpning och lika villkor

för alla aktörer. Sverige kan också själv utveckla bedömningsgrund för klimatrisker och ta höjd för dem i pelare 2-kraven.

Vad vi har att utgå ifrån är Parisavtalet 2015 som Sverige har ratificerat samt det klimatpolitiska ramverk som riksdagen fattat beslut om. Syftet med dessa åtaganden är att minska riskerna i samband med klimatförändringar. För att uppfylla dessa åtaganden kommer det krävas omfattande förändringar i den svenska ekonomin under de närmaste 20 till 30 åren. När åtgärder vidtas för att uppfylla åtagandena kommer troligtvis vissa tillgångar och verksamheter som inte är hållbara att tappa sitt värde eller fallera. Därmed borde klimatriskerna vara lägre i de tillgångar som redan i dag är hållbara jämfört med de tillgångar som inte är hållbara. Klimatriskerna skulle inte vara lägre på grund av klimatförändring, utan på grund av de åtgärder som vidtas för att undvika klimatförändring. Denna lägre klimatrisk borde allt annat lika följas av lägre kapitalkrav. Just eftersom klimatriskerna ännu inte realiserats blir det emellertid ett hypotetiskt resonemang och ingen vet i dag exakt hur ekonomin kommer utvecklas i framtiden. Miljöbalkens försiktighetsprincip ger dock underlag för resonemanget.

Är det lägre kreditrisk i hållbara projekt och tillgångar?

Det finns flera aspekter att täcka kring den hypotetiska skillnaden i klimatrisk mellan hållbara och icke hållbara tillgångar. En frågeställning är om det verkligen är lägre kreditrisk i hållbara tillgångar. Samtidigt som klimatriskerna, som är förknippade med åtgärder för att begränsa klimatpåverkan, är lägre kan kreditrisken vara högre. Hållbara tillgångar och lösningar bygger många gånger på ny och till viss del oprövad teknik som kanske lanseras av relativt nya aktörer. Det finns inte samma data för vilka nya hållbara lösningar som kommer vara ekonomiskt gångbara över tid som det finns för mer traditionella verksamheter. Omställningen innebär troligtvis också att vi får se nya oprövade och kanske till en början svårbedömda affärsmodeller. Nya affärsmodeller inom t.ex. delningsekonomin har varit omdebatterade när de har utmanat mer traditionell verksamhet och befintliga regelverk. Det kommer ta tid innan det visar sig vilka som är gångbara och vilka som inte är det. Ingen vet till fullo hur olika risker och kreditförlusterna kommer se

ut vid omställningen till en hållbar ekonomi. Därför går det att argumentera för att osäkerheten är större kring kreditriskerna i hållbara investeringar än vad den är för investeringar i dagens traditionella verksamheter. Eventuellt kan det vara så att kreditrisken för typiska miljö- och klimatmässiga investeringar kan vara högre innan omställningen är klar och marknaden konsoliderats.

Högre kapitalkrav för icke hållbara tillgångar?

En annan aspekt är att skillnaden i klimatrisk mellan hållbara tillgångar och icke hållbara tillgångar är relativ. Med utgångspunkt i att de kapitalkrav vi har i dag speglar de risker vi ser i dagens ekonomi. Dessutom antar vi att kapitalkraven inte korrekt speglar klimatrisker. Det skulle betyda att klimatriskerna i hållbara tillgångar inte borde vara lägre i framtiden än de är i dag. Snarare borde klimatriskerna i hållbara tillgångar vara konstant eftersom de inte skulle påverkas av omställningen allt annat lika. Däremot borde klimatriskerna i hållbara tillgångar vara lägre relativt klimatriskerna i icke hållbara tillgångar. Klimatriskerna i icke hållbara tillgångar borde vara högre om det inte tas korrekt hänsyn till klimatrisker i dagens kapitalkrav. Enligt detta resonemang borde kapitalkraven höjas för icke hållbara tillgångar snarare än att sänkas för hållbara. Redan i dag används förväntade skuggpriser på växthusgasutsläpp för att analysera potentiella klimatrisker och lönsamhet för investeringar. Under ett sådant resonemang kommer allt annat lika klimatriskerna bedömas som högre hos en aktör med relativt högt utsläpp av växthusgaser. Emellertid handlar det fortfarande om förväntade skuggpriser och klimatriskerna realiserar inte förrän åtgärder vidtas för att höja priset på utsläpp av växthusgaser.

Med dagens konstruktion att kapitaltäckningskraven bygger på historisk empiri kommer de inte ta hänsyn till klimatriskerna innan dessa realiserar. Vid den tidpunkten kan det vara för sent att stoppa klimatförändringarna.

Ingen skillnad i klimatrisk mellan gröna och traditionella obligationer från samma emittent

För närvarande finns det emellertid sällan eller aldrig någon koppling mellan den gröna obligationen och specifika tillgångar. Säkerhets- och klimatriskmässigt är det därför som oftast ingen skillnad mellan en grön respektive traditionell obligation. Det blir därför svårt att argumentera för sänkta kapitalkrav för gröna obligationer. Vill man främja ett finansiellt instrument kan emellertid ganska små incitament på finansmarknaden leda till betydande omallokering av kapital. Det möjliggör ett främjande av gröna obligationer om man väljer att bortse från klimatriskaspekten.

Konsekvensen av en generell sänkning av kapitalkraven hade blivit en mer riskfylld banksektor. Sveriges generella position har hittills varit att bestämmelser för hantering av risk inte ska utnyttjas för att främja vissa tillgångsslag eller investeringar. Ett främjande genom sänkta kapitalkrav skulle öka bankers efterfrågan på gröna obligationer. Det skulle i sin tur kunna sänka finansieringskostnaden och öka incitamenten att emittera gröna obligationer. En ökande andel finansiering genom gröna obligationer skulle över tid minska klimatriskerna hos de emittenter vars gröna obligationer bankerna håller, dvs. genom att främja gröna obligationer ökar incitamenten hos emittenten att bedriva hållbar verksamhet vilket minskar dess klimatrisk vid omställningen till en hållbar ekonomi allt annat lika. Därmed minskar också bankens klimatrisk om den håller gröna obligationer från mer hållbara motparter än traditionella obligationer från mindre hållbara motparter.

EU-kommissionen har nyligt aviserat en avsikt att se över kapitaltäckningskrav, och dylikt, och utarbeta förslag. Utredningen bedömer att diskussionen bäst förs på EU-nivå och att kommissionens initiativ bör inväntas för vidare beredning.

Utan att närmare analysera frågan borde ett motsvarande resonemang kunna appliceras på avgiften till resolutionsreserven. Som noterats i 3 kap. tillämpar Sverige s.k. *gold-plating*, ett utrymme som skulle kunna disponeras för att främja den gröna obligationsmarknaden. Samma frågeställningar som ovan gällande möjligheten att definiera och mäta klimatrisk är aktuellt gällande resolutionsreserven.

B. Sänkt riskviktsgolv för bolån till miljö- och klimatomåttligt hållbara bostäder

Bedömning: Tillväxt av gröna säkerställda obligationer skulle kunna främjas genom att ett sänkt riskviktsgolv införs för bolån till hållbara bostäder som finansierats via gröna säkerställda obligationer.

Det är möjligt att främja marknaden för gröna obligationer och investeringar i hållbara bostäder genom justering av riskviktsgolvet för bolån. Sverige tillämpar för närvarande ett riskviktsgolv på 25 procent för bolån. Det innebär att oberoende av den historiskt uppmätta kreditrisken i bolånen tillämpas en riskvikt på 25 procent. Samtidigt är kreditförlusterna i de svenska bostadsinstituten låneportföljer nära noll procent och var så även under finanskrisen 2008 och den svenska finanskrisen i början på 1990-talet (kreditförlusterna uppgick till drygt 0,8 procent 1993).

Högre kapitalkrav innebär dyrare finansiering för det berörda tillgångsslaget. Ett sätt att främja byggandet av hållbara bostäder skulle vara att sänka riskviktsgolvet för just sådana vilket genom lägre finansieringskostnad torde resultera i lägre ränta för bolåntagaren. Ett sänkt riskviktsgolv skulle endast gälla hållbara bostäder finansierade via gröna säkerställda obligationer.

Riskviktsgolvet går utöver EU-regelverket och är ett kapitalkrav som Sverige kan justera nationellt. Utredningen bedömer ändå att aviserade diskussioner på EU-nivå om kapitalkrav etc, medför att något förslag inte bör läggas fram för närvarande.

C. Pooling

Bedömning: Erfarenheter på marknaden bör utvärderas med syfte att ta fram en basmodell för pooling jämte kunskapsstöd för ramverk och upplägg inför emissioner av gröna obligationer i det formatet.

Pooling innebär att flera små emittenters kapitalbehov läggs ihop inom ramen för en emission. De medel som lånas upp genom investeringen i den gröna obligationen fördelas sedan sinsemellan efter

behovet. Redovisningen sker samlat. Upplägget är jämförbart med modeller som grupp försäkring och medlemslån där företrädare svarar för gruppens villkor och även i flertalet fall sköter administrationen gentemot försäkringsföretag och kreditgivare.

Det finns erfarenheter på den svenska marknaden, särskilt genom Kommuninvests verksamhet. Kommuninvests affärsupplägg kan tjäna som inspiration även utomlands. Bolaget fick pris av FN under de internationella klimatförhandlingarna i Bonn 2017 (COP 23) för sin modell. På senare tid har svenska storbanker lanserat gröna obligationer genom att poola ihop sina kredittagare. Verksamheten i SEB har redan nämnts. Nordea och Swedbank har tillkommit under det senaste året.

Fördelen med pooling är framför allt att det samlade upplägget gör att kostnaderna för emission hålls nere för var och en som deltar inom ramverket. Varje låntagare får annars bära högre transaktionskostnader jämfört med en traditionell obligation. Med pooling avser andrahandsutlåntagandet det samlade upplägget. Motsvarande gäller för valideringskostnaderna vilka också fördelas på var och en som deltar inom ramverket. En annan klar fördel är att det ger målgruppen små och medelstora företag (SME´s), som annars har svårt att hitta finansiering, en möjlighet till det som i vart fall inte är dyrare. SME´s står för det största kapitalbehovet utanför storstadsområdena.

Ytterligare en positiv effekt med pooling är att det reducerar risk för *greenwashing*, dvs. risken att klassificering urholkas av kostnadsskäl. Det bör även nämnas att pooling för att emittera en grön obligation också har den fördelen att det ökar den gröna utlåningen. Det ger t.ex. banker som poolar sina små låntagare en möjlighet att få transparens i portföljer och lånestocker och kunna dela upp klientelet i grönt/icke-grönt, vilket ökar medvetenheten om traditionella risker och riskreducering genom att aktivt öka den gröna delen.

Med tanke på de positiva erfarenheter som vunnits med konceptet anser utredningen det uppenbart att det finns en potential att marknaden för gröna obligationer skulle främjas genom en större spridning av pooling som en möjlighet till finansiering. En vidare kontext utöver etablerade företag kan också tänkas med t.ex. start-ups och finansiering som utvecklingsbidrag till ny grön teknik. En utvärdering kan visa på ytterligare möjligheter.

Aktuella främjandeåtgärder är i första hand informations-spridning, transparens och utbyte av erfarenheter samt olika former av kunskapsstöd. Alla som deltar i en emission behöver ökad kunskap. Det gäller emittenter och investerare, såväl som den företrädare (intresseförening, bolag, bank, etc) som håller ihop ramverket. Ett enkelt sätt för att få spridning är att arbeta fram en modell för pooling med kunskapsstöd för vidareutveckling och utbyte av erfarenheter. FI:s prisbelönta program *Gilla din ekonomi* kan tjäna som exempel för kunskapsstödet. Det är möjligt att det arbetet gör att det vore mest effektivt att FI också får svara för uppgiften att som kunskapsbank arbeta fram en modell för pooling och det kunskapsstöd som behövs i övrigt för att främja konceptet och därmed den gröna obligationsmarknaden.

En utvärdering av erfarenheterna bör ske i syfte att arbeta fram en modell för emission av gröna obligationer genom pooling. Efter en sådan utvärdering kan modellförslag tas fram för vidare beredning.

D. Utökad hållbarhetsrapportering och CO2-genomlysning

Bedömning: Regleringen om hållbarhetsrapportering borde omfatta fler verksamheter, och kompletteras med en särskild informationsplikt om verksamhetens växthusgasutsläpp, därför att en informationsplikt om verksamhetens växthusgasutsläpp ökar medvetenheten och därmed insikten om att kunna emittera grönt, vilket i förlängningen främjar den gröna obligationsmarknaden.

Under år 2018 träder den nya regleringen om hållbarhetsredovisning i 6 kap. ÅRL i effekt (se ovan 3 kap). Hållbarhetsrapporten ska innehålla de hållbarhetupplysningar som behövs för förståelsen av företagets utveckling, ställning och resultat och konsekvenserna av verksamheten, däribland upplysningar i frågor som rör miljö, sociala förhållanden, personal, respekt för mänskliga rättigheter och motverkande av korruption.

Rapporten ska ange företagets affärsmodell; den policy som företaget tillämpar i frågorna, inklusive de granskningsförfaranden som har genomförts; resultatet av policyn; de väsentliga risker som

rör frågorna och är kopplade till företagets verksamhet inklusive, när det är relevant, företagets affärsförbindelser; produkter eller tjänster som sannolikt får negativa konsekvenser; hur företaget hanterar riskerna; och centrala resultatindikatorer som är relevanta för verksamheten (ÅRL 10 kap. 12 §). Om företaget inte tillämpar någon policy i en eller flera av frågorna, ska skälen för detta tydligt anges.

Lagen anger inte vilken metodik som ska användas av företagen och de har flera modeller att välja på, t.ex. *Global Reporting Initiative*, *Global Compact*, ISO26000, *Integrated Reporting* och FN:s *Guiding Principles Reporting Framework*.

En främjandeåtgärd vore att ytterligare öka antalet verksamheter som ska omfattas av rapporteringskravet utöver den s.k. *goldplating* som Sverige redan infört. De företag som omfattas i dag är de som uppfyller mer än ett av villkoren att medelantalet anställda i företaget under vart och ett av de två senaste räkenskapsåren har uppgått till mer än 250; företagets redovisade balansomsättning för vart och ett av de två senaste räkenskapsåren har uppgått till mer än 175 miljoner kronor; företagets redovisade nettoomsättning för vart och ett av de två senaste räkenskapsåren har uppgått till mer än 350 miljoner kronor.

De redan gällande kraven borde dessutom kompletteras med ett krav som i den franska lagen om energiomställning från 2015. Genom den lagen åläggs alla verksamheter en informationsplikt utformad som "följ eller förklara" (eng. *comply or explain*) om sina växthusgasutsläpp (artikel 173). Den franska lagen trädde i kraft december 2016 och får full effekt under 2018. Artikel 173 ska utvärderas under 2019.

Utformningen "följ eller förklara" är ett mjukt styrmedel som innebär att frånvaron av den efterfrågade informationen måste förklaras men någon sanktion utgår inte. Styrmedlet är utformat för att öka medvetenheten om problemet, insikten om den egna verksamheten och potentialen för att lösa problemet.

En sådan reform skulle öka transparensen och genomlysningen av verksamheterna och deras balansräkningar. Genom att få mindre hållbara delar belysta genom informationsplikten skulle också arbetet med att genomföra Agenda 2030 kunna främjas, vilket även det förväntas kunna främja tillväxten av den gröna obligations-

marknaden. Utgångspunkten är den processuella additionalitet som diskuterats ovan.

Kostnaderna för de ökade kraven på rapportering skulle kunna reduceras genom de stödprogram för information och utbildning som utredningen föreslagit, eventuellt med utfyllnad av rekommendationer för rapporteringen från Finansinspektionen. Rapporteringen om företagens utsläpp av växthusgaser i här avsedd mening bör lämpligen samordnas med den rapportering om utsläpp av växthusgaser som redan sker i dag till Naturvårdsverket med anledning av det internationella regelverket för växthusgasutsläpp.

Ett rapporteringskrav som gäller flera företag förväntas reducera den skillnad som i dag finns gällande rapportering mellan de som emitterar gröna obligationer och de som emitterar traditionella obligationer. Dessutom sänks tröskeln för de som ej emitterat gröna obligationer att emittera sådana om de ändå måste genomlysa verksamheten och ta fram rapporteringen.

Intentionen bör vara att så många företag som möjligt ska omfattas av krav på hållbarhetsrapportering. En stegvis infasning rekommenderas, men den närmare utformningen ligger utanför ramarna för förevarande utredning. Bedömningen är i vilket fall att en ökad medvetenhet och ökad insikt om verksamheten också borde ge en ökad förståelse för verktyget grön obligation vilket främjar marknaden för instrumentet.

En översyn kommer att initieras av EU-kommissionen inom snar framtid enligt redovisningsdirektivet varför förslag lämpligen inväntar resultaten från den översynen.

6.7.3 Förslag som valts bort

Enligt utredningens direktiv ska utredningen också redovisa de förslag som diskuterats men där utredningen valt att avstå från förslag.

Utredningen avstår från att lägga fram förslag om skattesubventioner och liknande åtgärder eftersom det riskerar att snedvrider marknaden och för att uppnå sitt syfte är det vitalt att den gröna obligationsmarknaden har egen bärkraft. Uppdraget omfattar heller inte skattefrågor enligt kommittédirektiven. Förslag om tekniska lösningar som fintech och blockchain har inte inkluderats. Det anses finnas en potential, men det är en fråga för framtiden och för

tidigt att dra några säkra slutsatser om den gröna obligationsmarknaden främjas.

Nedan följer ytterligare förslag som diskuterats av utredningen men där slutsatsen blivit att inte inkludera dem bland utredningens förslag.

A. Bankernas likviditetsbuffertar

De krav svenska banker har att hålla likvida och säkra tillgångar har lett till att det f.n. finns obligationer och andra likvida tillgångar i det svenska banksystemet till ett värde om cirka 1 000 miljarder kronor. Dessa tillgångar ger i dag en avkastning på nära noll procent. Det borde finnas vägar att kanalisera detta kapital till investeringar som kan bidra till ett mer hållbart samhälle, utan att göra avkall på avkastning eller äventyra stabiliteten i det svenska banksystemet. Om bankernas ges möjlighet att placera dessa pengar i mer hållbara investeringar skulle deras avkastning öka och samhället nå en vinst genom att det blir mer hållbart.

Gällande reglering av likviditetstäckningskravet måste analyseras för att identifiera hinder och möjligheter för att utnyttja bankernas överlikviditet. Allmänt krav på likviditetstäckning för kreditinstitut finns i tillsynsförordningen (EU) nr 575/2013. Definition av likviditetstäckningsgrad (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR) finns i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/61 om komplettering av tillsynsförordningen (EU) nr 575/2013. I den delegerade akten definieras likvida tillgångar allmänt som följande:

Endast fritt omsättningsbara tillgångar som snabbt kan konverteras till kontanter på privata marknader inom en kort tidsram och utan betydande värdeförlust ska definieras som "likvida tillgångar" när det rör sig om kreditinstitutens likviditetsbuffertar.

För att kapitalet ska vara tillgängligt för marknaden för gröna obligationer måste begränsningar i regelverket beaktas. För marknaderna finns det krav på historiska bevis för marknadsbredd och -djup som visas genom en låg skillnad mellan köp- och säljkurs, höga handelsvolymerna och ett stort och blandat antal marknadsdeltagare. Kravet på höga handelsvolymerna är problematiskt för gröna obligationer. På grund av lågt utbud tenderar investerare att hålla gröna obligationer till förfall. Omsättningen blir då lidande. Däremot torde det vara

enklare att sälja en grön obligation med anledning av den höga efterfrågan och att investerarbasen är mer diversifierad. Dessutom emitteras i regel gröna obligationer under samma program som emittenternas traditionella obligationer. De borde därför uppfylla samma krav som emittenters traditionella obligationer och ej särbehandlas under regelverket.

I den delegerade akten ställs detaljerade krav på tillgångarnas kvalitet eller s.k. nivå. Det finns också regler för kompositionen av olika tillgångar i likviditetsbufferten.

Tillgångar på nivå 1 är de mest likvida. Till denna nivå räknas bl.a. mynt och sedlar, exponeringar mot centralbanker, nationella regeringar samt de multilaterala bankerna. Även exponeringar mot Kommuninvest tillhör tillgångar på nivå 1. För dessa tillgångar finns inga begränsningar. I nivå 1 ingår också säkerställda obligationer med extremt hög kvalitet. Svenska säkerställda obligationer hör till denna kategori. Värdet på dessa måste emellertid skrivas ner med sju procent. Minst 60 procent av likviditetsbuffertarna ska utgöras av tillgångar på nivå 1.

Nästa steg är nivå 2A. Hit räknas bl.a. Svensk Exportkredit. Till denna nivå räknas också företagsobligationer med kreditkvalitetssteg 1 vilket motsvarar Fitch och S&P kreditbetyg AA- eller högre samt Moody's kreditbetyg Aa3 eller högre. Emissionsstorleken måste uppgå till minst 250 miljoner euro (eller motsvarande i inhemsk valuta) samt får löptiden vara maximalt 10 år. Endast två gröna företagsobligationer emitterade av svenska emittenter uppfyller dessa krav per den 30 juni 2017. Värdet på tillgångar på nivå 2A ska skrivas ner med 15 procent och de får utgöra maximalt 40 procent av likviditetsbuffertarna.

Därefter kommer tillgångar på nivå 2B. Hit räknas företagsobligationer med minst kreditkvalitetssteg 3 vilket motsvarar Fitch och S&P kreditbetyg BBB- och Moody's kreditbetyg Baa3 eller högre. Kreditbetygen motsvarar därmed värdepapper som är s.k. investment grade. Emissionsstorlek måste uppgå till 250 miljoner euro (eller motsvarande i inhemsk valuta) samt får löptiden vara maximalt 10 år. Inga gröna företagsobligationer emitterade av svenska emittenter återfinns i denna kategori per den 30 juni 2017. Värdet på företagsobligationer på nivå 2B ska skrivas ner med 50 procent och får utgöra maximalt 15 procent av likviditetsbuffertarna.

Dessa bestämmelser om tillåtna tillgångar i likviditetsbuffertarna begränsar för tillfället bankernas möjlighet att placera sin likviditet i gröna obligationer och behöver ses över om en främjandeåtgärd ska få effekt. Gröna säkerställda obligationer på nivå 1 skulle skapa möjlighet för bankerna att placera sin likvid hållbart. Att öka bankernas möjlighet att placera sin likvid i gröna företagsobligationer är mer problematiskt. Det är främst emissionsstorleken på den svenska marknaden som skulle behöva öka. Detta skulle eventuellt kunna uppnås med garanti från Riksbanken om att garantera likviditeten, men det är möjligt att en sådan åtgärd skulle utlösa en diskussion om otillåtet statsstöd.

Sammantaget leder invändningarna till slutsatsen att något förslag inte läggs fram av utredningen.

B. Värdepapper med bakomliggande tillgångar

Enligt kommittédirektivet har utredningen i uppdrag att undersöka till gröna obligationer närliggande finansiella lösningar som t.ex. gröna värdepapperiseringar, vilket är en form av värdepapper med bakomliggande tillgångar (eng. *asset backed security*). I de internationella standarderna för gröna obligationer ingår gröna värdepapperiseringar i definitionen av gröna obligationer. För att tydliggöra görs det alltså ingen skillnad i standarderna på om det handlar om en grön obligation i dess traditionella bemärkelse att innehavaren av värdepappret i regel är exponerad mot risk hos emittenten, eller om det handlar om en värdepapperisering där innehavaren är direkt exponerad mot risken i de underliggande tillgångarna. Anledningen kan vara att bortsett från riskprofilen är de båda värdepappernas egenskaper i princip identiska.

Marknaden för gröna värdepapper med bakomliggande tillgångar

Det har emitterats en del gröna värdepapper med bakomliggande tillgångar men de har endast utgjort några enstaka procent av total emissionsvolym av gröna obligationer, se 4 kap. OECD menar att det finns en stor potential i tillgångsslaget i att få marknaden för

gröna obligationer att växa och att finansiera omställningen till en miljö- och klimatmässigt hållbar ekonomi, speciellt i EU och Asien.³³

Närmare om värdepapperisering

Generellt har tillgångsslaget belagts med ett visst stigma eftersom det fick en så framträdande roll i finanskrisen 2008. Därav har utvecklingen av marknaden för tillgångsslaget bromsat in. Vid finanskrisen var det främst värdepapperiseringar emitterade i USA som orsakade kreditförluster. Trots att kreditförlusterna var begränsade i värdepapperiseringar emitterade i EU krympte marknaden markant, från en årlig emissionsvolym på strax över 800 miljarder euro 2008 till en emissionsvolym på strax under 200 miljarder euro 2013. Därefter har marknaden hämtat sig något men är långt ifrån dess tidigare storlek och potential. Värdepapperisering har alltid varit en mycket liten marknad i Sverige. En delförklaring till detta kan vara den stora och etablerade marknaden för säkerställda obligationer i Sverige.

I syfte att vända utvecklingen, främja marknaden för värdepapperisering i EU och på så sätt allokera kapital till den reala ekonomin, presenterade EU-kommissionen den 30 september 2015 ett förslag om ett ramverk för enkel, transparent och standardiserad värdepapperisering (KOM (2015) 472). Den 30 maj antogs det slutgiltiga ramverket och det förväntas publiceras och träda i kraft någon gång i slutet av 2017 eller början av 2018.

Det nya ramverket måste träda i kraft och marknaden måste ha tid på sig att ta till sig det innan det kan utvärderas. När väl ramverket för värdepappersiering är på plats borde det vara möjligt att även emittera gröna sådana. De främjandeförslag som presenterats i detta betänkande gällande gröna obligationer går att direkt applicera även på gröna värdepapperiseringar. Utredningen anser att det därför inte krävs några främjandeåtgärder som specifikt riktas mot finansieringsformen värdepapperisering.

Utredningen vill emellertid poängtera att vid investering i en grön värdepapperisering får investeraren en direkt exponering mot

³³ OECD (2016), *A quantitative framework for analysing potential bond contributions in a low-carbon transition*.

risken i de underliggande miljö- och klimatomässigt hållbara tillgångarna. Värdepapperisering är därmed ett tillgångsslag där det är möjligt att skilja på risken, och därmed på kapitalkraven, för hållbara och icke-hållbara instrument om dessa bedöms innehålla olika nivå av klimatrisker.

C. European Secured Notes

Grundtanken är att *European Secured Notes* (ESN) ska bygga på och kunna dra fördel av det redan etablerade ramverket för säkerställda obligationer, se 4 kap. för en beskrivning av ramverket för säkerställda obligationer. ESN skulle struktureras som säkerställda obligationer men tillåtas finansiera andra tillgångsslag än de som i dag ingår i definitionen av säkerställda obligationer och som ger en fördelaktig behandling i kapitaltäckningsregelverket, nämligen bostads-, fastighetslån samt fartyg- och flygplanshypotek. På så sätt skulle en robust finansieringskälla för alternativa och mer riskfyllda tillgångsslag kunna skapas. Eftersom de underliggande tillgångarna förväntas vara mer riskfyllda skulle ESN generellt ha en högre risk än traditionella säkerställda obligationer.

Kommissionen har i den halvtidsöversyn (eng. *midterm review*) av handlingsplanen för kapitalmarknadsunion (KMU) (KOM(2017) 292 final) som presenterades den 8 juni 2017 meddelat att de ska undersöka möjligheterna att utveckla ESN som ett instrument för lån till små och medelstora företag och infrastrukturlån. Enligt halvtidsöversynen planerar EU-kommissionen att ta ställning till argumenten för ESN och presentera uppföljningsåtgärder under andra kvartalet 2018. Kommissionen har förutom en notis i halvtidsöversynen inte publicerat något material i frågan.

Informationen baseras därför på EU-parlamentets resolution av den 4 juli 2017 ett harmoniserat ramverk för säkerställda obligationer (2017/2005(INI)), innehållandes förslag om ESN. Parlamentet ser ESN som en möjlig finansieringskälla för mer riskfyllda tillgångsslag som SME-lån, konsumentkrediter och infrastrukturinvesteringar som saknar statliga garantier. Vidare uppmanar parlamentet kommissionen att lägga fram förslag till åtgärder för ESN samtidigt som de planerar att lägga fram förslag till ett harmoniserat ramverk för säkerställda obligationer. Kommissionen planerar

att lägga fram ett förslag om harmoniserat ramverk för säkerställda obligationer i det åtgärdspaket för KMU som de planerar att presentera den 7 mars 2018.

I det svenska regelverket för säkerställda obligationer är det endast tillåtet att finansiera bostadslån, jordbruksegendom och med begränsning lån till kommersiella fastigheter. I några medlemsländer i EU är det emellertid tillåtet att finansiera andra tillgångsslag med säkerställda obligationer, men dessa kan då ej ta del av den fördelaktiga behandlingen i kapitaltäckningsregelverket.

ESN och gröna obligationer

ESN skulle bli ett s.k. *dual recourse instrument* eftersom det är tänkt att baseras på ramverket för säkerställda obligationer. Det betyder att ägaren av ESN i första hand har en fordran på emittenten. Om emittenten går i konkurs har ägaren dessutom fordran direkt på de underliggande tillgångarna i säkerhetsmassan. ESN skulle därmed bli ett instrument vars klimatrisk skulle kunna skilja beroende på om de underliggande tillgångarna är miljö- och klimatomåligt hållbara eller inte. Det betyder att det skulle kunna gå att rikta åtgärder mot tillgångsslaget baserat på att risken skulle vara annorlunda för miljö- och klimatomåligt hållbara tillgångar kontra icke hållbara tillgångar.

En fördel med ESN är att mindre lån skulle kunna aggregeras och i högre grad kunna finansieras av institutionella investerare. Det skulle kunna leda till enklare och billigare finansiering av t.ex. mindre och medelstora företags miljö- och klimatomåligt hållbara investeringar samt konsumentlån för t.ex. solpaneler och elbilar.

Det finns en risk för att eventuella kreditförluster gällande ESN skulle skada förtroendet för ramverket för säkerställda obligationer och försämra ryktet för den för Sverige mycket viktiga marknaden för säkerställda obligationer. Säkerställda obligationer har hittills varit en stabil och viktig finansieringskälla för bostadslån främst med anledning av mycket låga kreditförluster och tilltro till dess ramverk och struktur. Om det blir problem med ett tillgångsslag som ESN, vilket är baserat på samma ramverk och struktur, kan tilltron till de säkerställda obligationerna också skadas.

Med anledning av att EU-kommissionen i skrivande stund inte har lagt fram något förslag, och att utredningen bedömer att ett förslag skulle kräva mycket noggrann utredning med anledning av risken att skada tilltron till marknaden för säkerställda obligationer, väljer utredningen att inte gå fram med några rekommendationer gällande ESN.

C. Möjligt främjande genom statliga garantier

Regeringen får enligt budgetlagen ställa ut kreditgarantier och göra andra liknande åtaganden för det ändamål och med högst det belopp som riksdagen bestämmer. Staten har därmed möjlighet att via garantiåtaganden främja miljö- och klimatomfattigt hållbara investeringar. Genom att ställa krav på att investeringarna finansieras via gröna obligationer kan statliga garantier användas som verktyg för att gynna marknaden för dessa.

Ett statligt garantiåtagande innebär att staten går i borgen för någon annans betalningsåtagande, vilket leder till en finansiell risk för staten. Generella regler för hanteringen av statliga garantier finns i budgetlagen och förordningen (2011:211) om utlåning och garantier.

Regelverket innebär bl.a. att staten ska ta ut garantiavgift motsvarande den förväntade kostnaden för åtagandet, om inte riksdagen beslutar annat. Förväntade kostnader för garantier består av de förväntade förluster och administrativa kostnader som är förknippade med åtagandet. Förväntad förlust är ett statistiskt mått för de kreditförluster som beräknas kunna uppstå på grund av att garanti- eller låntagaren med en viss sannolikhet inte kommer att fullgöra sitt åtagande. Avgifterna för förväntade förluster sätts in på konton hos Riksgäldskontoret, i bank eller placeras i värdepapper. Garantiverksamheten förväntas därmed vara självfinansierad på lång sikt. Dessa principer för garantigivning kallas för den statliga garantimodellen.

Exempel på stora garantiåtaganden som omfattas av garantimodellen är export-kreditgarantier och kreditgarantier för infrastrukturprojekt. Just investeringar i infrastruktur har lyfts som nödvändiga för att kunna ställa om till en hållbar ekonomi. Det handlar bl.a. om satsningar i utbyggnaden av kollektivtrafiken för

att ersätta fordons- och flygtrafik. För att ha en möjlighet att uppnå åtagandena i Parisavtalet 2015 om nettonollutsläpp andra hälften av detta sekel är det dessutom av vikt att investeringarna utförs skyndsamt.

Riksdagen har dock möjlighet att besluta om att undanta specifika garantier från garantimodellen. Det finns därför garantier som regleras i särskilda lagar eller på annan grund har andra villkor än de som stipuleras i budgetlagen. Avgifter för sådana garantier är vanligen angivna direkt i lag och kan fastställas på andra grunder än att de ska täcka de förväntade kostnaderna. Insättningsgarantin, som utgör statens största garantiåtagande, och investerarskyddet är exempel på garantier som hanteras i särskild ordning.

Garantierna hanteras av fyra myndigheter: Riksgäldskontoret, Exportkreditnämnden (EKN), Boverket samt Styrelsen för internationellt utvecklingssamarbete (Sida). Statens garantiportfölj uppgick vid utgången av 2016 till 2 043 miljarder kronor. Näst efter insättningsgarantin (1 666 miljarder kronor per den 31 december 2016) utgjordes de största åtagandena av kreditgarantier (233 miljarder kronor) och garantier om tillförsel av kapital (136 miljarder kronor). Pensionsgarantier inklusive övriga garantier från bl.a. affärsverken uppgick till närmare 9 miljarder kronor.

Kreditgarantier

Den vanligaste formen av enskilda garantiåtaganden är kreditgarantier. Dessa innebär att staten tar på sig hela eller delar av kreditrisken vid bankers upplåning eller för finansiering av exportaffärer, infrastruktur, bostäder etc., men överlåter själva kreditgivningen till andra långivare. Staten har tidigare dessutom haft garanti-program för att främja sysselsättningen inom lantbruk, glesbygd och rennärning men programmen är stängda för ny garantigivning.

För gynnande av processen att ställa om till en hållbar ekonomi är det troligtvis kreditgarantier som skulle vara aktuella. Med hjälp av kreditgarantier skulle risken kunna reduceras i miljö- och klimatomfattigt hållbara projekt vilket skulle leda till lägre finansieringskostnader.

En u-kreditgaranti är en exportkredit som staten garanterar och subventionerar genom Sida. Garantierna har ställts ut till projekt som

Sida bedömt kommer att få betydande utvecklingseffekter i berörda länder och som inte kan bära kostnaderna för en normal finansiering på kommersiella villkor. EKN administrerar såväl u-kreditgarantierna som de fristående garantierna på uppdrag av Sida. Sidas totala engagemang av u-kreditgarantier uppgick till drygt 1 miljard kronor vid årsskiftet 2016/2017. Inga nya utfästelser för u-kreditgarantier utfärdas. Sida ska i stället kombinera utvecklingslån med garantier i enlighet med förordningen (2009:320) om finansiering av utvecklingslån och garantier för utvecklingssamarbete.

U-kreditgarantierna skulle kunna användas för att gynna marknaden för gröna obligationer i utvecklingsländerna som samtidigt skulle kunna ge betydande utvecklingseffekter. Kreditrisken är oftast högre i utvecklingsländer och om u-kreditgarantierna kan användas för att i viss utsträckning sänka risken för miljö- och klimatomfattigt hållbara projekt finansierade via gröna obligationer skulle det bli lättare att hitta finansörer. Hela projekt behöver ej garanteras, i stället räcker det att garantera kanske de första par procenten av de potentiella kreditförlusterna för att risken ska sänkas och det ska uppstå en multiplikatoreffekt på finansmarknaden. Med en multiplikatoreffekt kan en mindre summa pengar hjälpa till att allokera betydligt större summor via kapitalmarknaderna (jfr ovan förslaget om BFL för en närmare beskrivning av multiplikatoreffekten).

Det finns ett intresse av att investera i gröna obligationer i utvecklingsländer, bl.a. har IFC och Amundi kommit överens om att lansera världens största fond med syfte att investera i gröna obligationer från utvecklingsländer. Fonden kommer initialt uppgå till 2 miljarder dollar varav IFC kommer stå för upp till 325 miljoner dollar. Upplägget kan liknas vid ett slags kreditgaranti. Vid händelse av kreditförluster kommer IFC stå för de första förlusterna och reducerar därmed effektivt risken för resten av investerarna. IFC hjälper på så sätt till att allokera kapital till mer riskfyllda investeringar i utvecklingsländer. Ett liknande upplägg skulle eventuellt kunna vara möjligt genom u-kreditgarantierna.

Gynnandet av gröna obligationer i utvecklingsländer skulle gynna investeringar i berörda utvecklingsländer, gynna marknaden för gröna obligationer och bidra till att Sverige når sitt klimatmål om att inte släppa ut några växthusgaser i atmosfären 2045 (enligt

målet får 15 procent av utsläppsreduktionen får tillräknas investeringar utomlands).

Dessutom är det i utvecklingsländerna behovet av infrastruktur är som högst och på grund av inlåsnings effekter är det viktigt att denna byggs miljö- och klimatmässigt hållbar från början. Många gånger är utsläppen höga i utvecklingsländer och en investering där kan många gånger sänka utsläppen i betydligt högre grad än om samma pengar investerades i Sverige.

Bostadskreditgarantier beviljas för såväl lån under byggtiden som för lån till färdigställda fastigheter. Detta är ett exempel på mindre garantier som utfärdas åt privata aktörer. Garantier lämnas till kreditinstitut som har ramavtal med Boverket. Boverket tillhandahåller även förvärvsgarantier, vilka är till för grupper som har svårt att få tillgång till finansiering för förvärv av bostad.

Den totala garantistocken omfattade drygt 560 garantier och uppgick 2016 till 2 miljarder kronor.

För att gynna marknaden för gröna obligationer skulle ett garanti-program likt detta kunna beläggas med krav om att byggnaderna måste vara miljö- och klimatmässigt hållbara samt finansieras via gröna obligationer.

Ett sådant garantiprogram skulle kunna ligga som förebild på hur garantier skulle kunna utformas för att gynna privata aktörers emission av gröna obligationer även inom andra områden.

Utvecklingssamarbetet

Sida arbetar med hållbart företagande på flera sätt, bl.a. genom dialog och konkret samverkan med och stöd till olika aktörer. Som komplement till det traditionella gävbiståndet kan samverkan med den privata sektorn, nya affärsmodeller och nya finansieringsformer (t.ex. garantier och s.k. *challenge funds*), stimulera ytterligare resurser och hållbara investeringar för fattigdomsbekämpning.

Sida ska bedriva sin verksamhet i enlighet med OECD:s riktlinjer för multinationella företag, FN:s *Global Compact* och FN:s principer för företag och mänskliga rättigheter. Höga hållbarhetskrav på partners och projekt är en grundläggande förutsättning för all samverkan med den privata sektorn. Sida har tagit fram riktlinjer för sitt arbete med företags samhällsansvar och utarbetat ett system

för *due diligence* (*Sida Sustainability Screening Framework*). Uppföljning och rapportering av insatsernas resultat inom områdena miljö, jämställdhet, mänskliga rättigheter, korruption, övrig social påverkan samt finansiella resultat är integrerat i Sidas ordinarie processer. Stöd ges bl.a. till organisationer som främjar hållbart företagande, t.ex. *Global Reporting Initiative* och *Swedwatch*.

Inom ramen för företagsnätverket *Swedish Leadership for Sustainable Development* (SLSD) samverkar Sida med ett tjugotal svenska företag och organisationer. Medlemmarna har åtagit sig att systematiskt integrera hållbar utveckling i sina affärsmodeller och kärnverksamhet för att bidra till Agenda 2030. Sida arbetar också med s.k. *inclusive business* och socialt entreprenörskap, som innebär ytterligare möjligheter för den privata sektorn att bidra till fattigdomsbekämpning och hållbar utveckling. En grundläggande förutsättning är att affärsmodellerna lever upp till social, ekonomisk och miljömässig hållbarhet (ESG). I ett samarbete med Deutsche Bank Global Social Finance Group, som stöder utlåning till sociala entreprenörer och mikrofinansinstitut, ger Sida stöd genom garantier. De potentiella låntagarna granskas utifrån kriterier som sociala mål och ansvarsutkrävande av dessa i företaget, anställningsvillkor, miljö och konsumentskydd. På liknande sätt ställs hållbarhetskrav på mottagare av stöd genom olika s.k. *challenge funds* som Sida arbetar med. Samverkan med näringslivet är obundet och får inte vara marknadsstörande.

Det statliga bolaget Swedfund International AB har i uppdrag att bidra till fattigdomsminskning genom hållbart företagande i utvecklingsländer med marknader som präglas av hög risk och svaga institutioner. Hållbart företagande utgör därmed själva kärnan i bolagets verksamhet. Som framgår av Swedfunds ägaravisning ska investeringarna vara ekonomiskt, miljö- och klimatomfattigt samt socialt hållbara, samt främja jämställdhetsutveckling (ESG). Investeringarna ska ske i enlighet med internationella riktlinjer för hållbart företagande och inom sunda och tydliga bolagsstrukturer som inte bidrar till skatteundandragande, penningtvätt eller terrorism. Swedfund bedriver vidare ett aktivt anti-korruptionsarbete såväl internt som i sina portföljbolag. Sedan 2014 publicerar Swedfund, som ett av de första statliga bolagen, en integrerad hållbarhetsredovisning. Verksamhetens resultat visar att det är möjligt att göra investeringar som genererar bärkraftiga och hållbara företag och bidrar

till fattigdomsminskning genom ökad sysselsättning och bättre levnadsvillkor.

Internationella åtaganden

De internationella åtagandena på 5,8 miljarder kronor 2016 gäller främst garantier för utlåning från Nordiska investeringsbanken (NIB) till enskilda projekt i flera länder. Detta görs genom NIB:s projektinvesteringslån och miljöinvesteringslån. Garantierna uppgick 2016 till 6,5 resp. 1 miljard kronor.

Syftet med NIB:s projektinvesteringslån är att främja internationalisering av olika branscher och industrier. De projekt som finansieras genom lånefaciliteten ska vara av ömsesidigt intresse för medlemsländerna och för mottagarlandet.

Utlåningen sker direkt till enskilda projekt eller via finansiella intermediärer som förmedlar lån inom framför allt sektorerna infrastruktur, energi, telekom, miljö och tung industri.

Programmet för NIB:s miljöinvesteringslån omfattar lån för finansiering av viktiga och prioriterade miljöprojekt i Nordens närområde, bl.a. i Polen, Ryssland, Ukraina och Vitryssland. Medlemsländerna i NIB täcker till 100 procent bankens förluster förorsakade av utebliven betalning i anslutning till miljöinvesteringslån och miljöinvesteringsgarantier. Argumentationen bakom beslutet att garantera NIB:s miljöinvesteringslån borde gå att använda även för andra miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar.

Utredningen stannar vid att, utan förslag, peka på möjligheten och den mycket stora potentialen i att använda garantiprogram för att främja en grön obligationsmarknad globalt sett. En rekommendation kan vara att inkludera gröna obligationer i utvärderingarna av programmen.

6.8 Lagstiftningsbehov

Förslag: En särskild svensk lag om gröna obligationer ska inte införas. Lagstöd krävs för uppdrag till Naturvårdsverket att administrera det föreslagna stödprogrammet för emissionskostnader. Ett tillägg till förordningen om energideklarationer be-

hövs för att säkerställa tillgång till registret för de som avser att emittera gröna obligationer och för de som granskar sådana obligationer enligt lagen om säkerställda obligationer.

Bedömning: Något behov av en särskild lag bedöms inte föreligga eftersom marknadens självreglering är utvecklad och dynamisk. Något marknadsmisslyckande har inte kunnat konstateras utan emittenterna följer relevanta rekommendationer på marknaden. Aktörerna bör ändå uppmanas att följa GBP i syfte att öka harmonisering och standardisering.

Det noterades ovan att den centrala lagstiftningen på området står inför omfattande reformer de närmaste åren på grund av anpassning och genomföranden av EU:s rättsakter.

När det gäller transparens och transaktionsreglering på handelsplatser har VPL arbetats om väsentligt med anledning av rättsakterna MiFID II och MiFIR³⁴. Här relevanta delar av den nya lagen träder i kraft den 3 januari 2018. Av intresse i vårt sammanhang är för det första att en ny reglering av statsobligationsmarknaden införs.³⁵ OTF-plattformen, som blir ny handelsplats enligt MiFID II, är ett multilateralt system inom EES som inte är en reglerad marknad eller MTF-plattform (vilka reglerats redan genom MiFID I). Detta innebär att flera tredjeparters köp- och säljintressen i obligationer, strukturerade finansiella produkter, utsläppsrätter eller derivat kan interagera inom systemet så att det leder till ett kontrakt. En skillnad mellan en MTF- och en OTF-plattform är att det endast är ovan nämnda produkter och instrument som får handlas på en OTF-plattform, och inte aktier och liknande finansiella instrument. En annan skillnad är att det inte finns något krav på icke-skönsmässiga regler på för handeln för OTF. Marknadsreglerna om särskilt transparens och transaktionsrapportering kommer att gälla tidigare oreglerade delar av obligationsmarknaden. För det andra kompletteras och omarbetas regleringen för investerarskydd och information till investerare. Grundprincipen om att en kund har rätt

³⁴ Se prop. 2016/17:162 om Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument (MiFID II) och Europaparlamentets och rådets förordning nr 600/2014 om marknader för finansiella instrument (MiFIR).

³⁵ För en introduktion till statsobligationsmarknaden, se t.ex. Finansinspektionen, *Statsobligationsmarknaden – behovet av reglering och tillsyn*, rapport 2007:14.

till den information som behövs för ett välgrundat beslut om investeringen kvarstår. Föreskrifterna i VPL kompletteras nu vad avser intressekonflikter och ekonomisk ersättning till rådgivare. Regleringen är neutral och inte beroende av vilket finansiellt instrument som är aktuellt. Ytterligare initiativ från EU-kommissionen och dess myndigheter på nivå 2 kommer enligt uppgifter som utredningen inhämtat inte att röra frågan om gröna obligationer för sin tillämpning utan vara neutralt utformade. Omarbetningen av VPL med anledning av MiFID II och MiFIR medför således inte något behov av svenska särregler för gröna obligationer, utan tillämpningen av reglerna är generell. De förslag som utredningen lämnat om utveckling av marknaden bedöms därmed inte medföra något ytterligare behov av reformer i VPL och vidhängande reglering.

Prospektförordningen som antogs i juli 2017, där större delen regler träder i kraft i juli 2019, kommer att medföra omfattande revidering av lagen om handel med finansiella instrument. Revisionen innebär att stora delar av lagen upphävs eftersom regleringen följer direkt av förordningen. Det gäller särskilt informationskraven för ett godkänt prospekt där det framgår av förordningen vilka nyckeltal som måste inkluderas. Den grundläggande principen om att investeraren har rätt till information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om investeringen ändras inte. Det förslag som utredningen har om att inkludera miljöfaktorer (E i ESG) i kraven för prospekt innebär s.k. *goldplating* och införs lämpligen i den reviderade lagen. Utredningen avstår dock från att lägga fram ett lagförslag. Arbetet med anpassningen som förväntas bli slutfört under 2018, för att passa med ikraftträdande av förordningen, får utvisa den slutligt lämpliga utformningen.

I lagrådsremissen om avgiftsuttaget till resolutionsreserven, som beslutades den 8 juni 2017, föreslår regeringen att resolutionsavgiften ökas för 2018 men trappas av fr.o.m. 2019 och att målnivån för resolutionsavgiften inte tas bort. Resolutionsavgiften föreslås vara 0,125 procent av avgiftsunderlaget för 2018; 0,09 procent för 2019; och 0,05 procent fr.o.m. 2020 fram tills fonden beräknas vara fylld 2025. Målnivån för resolutionsavgiften (tre procent av de garanterade insättningarna) kvarstår oförändrad. Ändringen föreslås gälla från den 1 januari 2018. De förslag som utredningen övervägt i den här frågan kräver lagändring främst vad avser procentsats och beräkningsgrund. Utredningen avstår dock från att skissa på

ett lagförslag utan stannar vid att peka på den uppenbara möjligheten som finns att nyttja Sveriges s.k. *goldplating* genom att avgiften kan sänkas om riskreducerande investeringar görs i gröna obligationer. Det är en politisk fråga hur stor reduktionen skulle kunna vara och det torde vara ett uppdrag för Finansinspektionen att arbeta fram en modell för beräkningen.

När det gäller kapitaltäckningsregelverket har utredningen diskuterat att införa ett sänkt riskviktsgolv för bolån till hållbara bostäder som finansierats via gröna säkerställda obligationer. I fråga om det sistnämnda förslaget har Sverige nyttjat utrymmet för s.k. *goldplating* och skulle då nationellt kunna sänka kraven utan att det påverkar den underliggande EU-regleringen. Utredningen avstår även i denna fråga från att lägga fram ett lagförslag utan stannar vid att peka på den uppenbara möjlighet som finns. Det är en politisk fråga hur stor reduktionen skulle kunna vara och eventuellt ett uppdrag till Finansinspektionen att arbeta fram en modell för beräkningen.

Det bör i det sammanhanget, och även avseende andra förslag av utredningen, uppmärksammas att det f.n. pågår en översyn av gällande regler för kapitalkrav samt för risk- och krishantering. Som ett led i detta arbete publicerade EU kommissionen den 23 november 2016 ett förslag på ändringar i tillsynsförordningen, kapitaltäckningsdirektivet och krishanteringsdirektivet. De nya reglerna förväntas träda i kraft tidigast 2019. Det föreslås bl.a. ett minimikrav på bruttosoliditetsgrad inom pelare 1. Enligt förslaget ska bruttosoliditetsgraden uppgå till minst 3 procent, vilket är i linje med den nivå som Baselkommittén har föreslagit. Inom regelverket för stora exponeringar föreslås att definitionen på godtagbart kapital revideras. Enligt förslaget ska supplementärkapital inte längre kvalificera för att ingå i godtagbart kapital. Vidare föreslås mer riskkänsliga kapitalbaskrav för marknadsrisk.

Baselkommittén har lagt fram förslag på en reviderad schablonmetod för kreditrisk, en ny metod för beräkning av operativ risk och att användningen av interna modeller begränsas. Förslaget på reviderad schablonmetod för kreditrisk innebär bland annat att beräkningen av belåningsgrad för utlåning med panträtt i fastigheter förändras och att fler riskviktsnivåer införs. Vidare föreslås att konverteringsfaktorn för poster utanför balansräkningen höjs samt att förmånsbehandlingen av säkerställda obligationer ändras. Det

finns bedömningar om att nuvarande förslag skulle medföra högre kapitalkrav för kreditrisk. Den föreslagna metoden för beräkning av operativ risk baseras på rörelseintäkter samt förlustdata. Metoden föreslås ersätta samtliga nuvarande metoder för beräkning av operativ risk och bedöms av vissa att inte ha någon större påverkan på kapitalkravet för operativ risk.

Även om utredningen avstår från att lägga fram förslag om hur mycket t.ex. kapitaltäckningsavgifter ska reduceras, bör det ändå noteras att för att uppnå den effekt som utredningens diskussion syftar till – enkelt uttryckt reducerad avgift på grund av reducerad risk – behöver regelverket kompletteras med en regel vars innebörd är att göra investeringar i gröna obligationer till prioriterade investeringar genom reduktion av avgiften. En dylik regel placeras lämpligen i 2 kap. kapitaltäckningslagen där det regleras vilka kapitalkrav som ska täckas av kapitalbasen. Med hänvisning till den översyn som pågår och där nya regler förväntas träda i kraft under 2019, avstår utredningen från ett förslag till utformning av lagen. Med reservation för den pågående översynen torde inte Finansinspektionen behöva något ytterligare bemyndigande med anledning av utredningens förslag. Däremot vore det lämpligt med ett uppdrag till myndigheten att ta fram metodik för beräkning av avgifter med utgångspunkt i utredningens förslag.

En fråga som utredningens diskuterat, och som ännu inte berörs av pågående reformer, vore att utöka de verksamheter som omfattas av kraven på hållbarhetsrapportering och införandet av en rapporteringsplikt om koldioxidutsläpp. Effekten av utvidgningen förväntas bli ökad transparens genom att verksamheternas balansräkningar kommer att kunna delas upp i en grön del och en icke-grön. Dessutom förväntas en ökad medvetenhet vilket på sikt skulle kunna ändra attityd och kunskapsnivå visavi gröna obligationer. Finansinspektionen skulle kunna få i uppdrag att säkerställa att revisorer och särskilda granskare enligt lagen om säkerställda obligationer som berörs, har den kompetens som erfordras. Utredningen avstår ändå från förslag eftersom en översyn av EU KOM väntas påbörja en översyn i slutet av 2018 enligt redovisningsdirektivet artikel 3.

I fråga om säkerställda obligationer pågår ett arbete för att skapa gemensamma kriterier inom EU i EU-kommissionen inom ramen för kapitalmarknadsunionen, liksom inom den europeiska bransch-

organisationen European Covered Bond Council (ECBC). Ett förslag till rättsakt från EU-kommissionen väntas under första kvartalet 2018, troligen den 7 mars, i det s.k. CMU-paketet. EU-parlamentet har antagit en resolution för att understryka grundläggande principer och säkerställa att definitionen i kapitaltäckningsregelverket inte ändras. Det återstår visserligen att se vad EU-kommissionens väntade initiativ innehåller, men utredningens förslag om gröna säkerställda obligationer låter sig genomföras, dvs dels att ta fram kriterier för hållbara byggnader där energieffektivitet ingår, förslagsvis i form av ett uppdrag till Energimyndigheten, dels att i förordningen om energideklarationer 17 § införa en ny punkt för att säkerställa åtkomst till registret för emittenter av gröna säkerställda obligationer och för granskare av desamma.

Andra förslag som ligger utanför pågående reformer är de stödprogram som utredningen föreslagit. Författningsstöd krävs eftersom det handlar om myndighetsutövning att administrera ansökningar, bedöma kriterier och bevilja stöd med offentliga medel. Behörig myndighet behöver pekas ut. Utredningens förslag är att Naturvårdsverket bemyndigas. Stödet BFL (eng. *pay-for-performance*) kan införas genom uppdrag till Naturvårdsverket att utvärdera de projekt som skulle kunna få emissionskostnaderna ersatta och bevilja medlen. Det erforderliga författningsstödet kan i övrigt utformas med investeringsstödet "Klimatklivet" som modell.³⁶

Forskningsrådets mandat bör också ses över för att säkerställa att de har uttrycklig möjlighet att utlysa de medel som är nödvändiga för riktade forskningsinsatser på området.

En svensk lag om gröna obligationer ska inte införas

Utredningen avstår från att lägga fram förslag om en ny svensk lag om gröna obligationer. Marknaden är global och en utveckling främjas inte, snarare hindras, av särregleringar på nationell nivå. Ett förslag om en ny lag skulle därmed strida mot utredningens främsta uppgift att ta fram förslag som förväntas främja den gröna obligationsmarknaden. Behovet av lagreformer minskas dessutom dels genom de EU-baserade reformer som genomförs under de närmaste

³⁶ Se förordning (2015:517) om stöd till lokala klimatinvesteringar.

två åren, dels genom de pågående förhandlingarna om översyn av t.ex. kapitaltäckningsregelverket, dels genom EU-kommissionens aviserade nya initiativ inom ramen för CMU-paketet under första kvartalet 2018. Paketet förväntas innehålla bl.a. förslag gällande säkerställda obligationer och även initiativ med anledning av HLEG:s slutrapport om gröna obligationer och annan grön finansiering som väntas i nära framtid.

Utöver detta så bedömer utredningen att ett reformbehov saknas genom att marknadens självreglering genom särskilt GBP och CBI fungerar väl. Det föreligger inget marknadsmisslyckande som skulle ge skäl för lagstiftaren att gripa in. De fortlöpande revideringarna av organisationernas rekommendationer och riktlinjer säkerställer en fortlöpande anpassning till utvecklingen och ger den dynamik i regleringen som behövs för att främja en sund och bärkraftig utveckling av marknaden. Kompletterande självreglering har tagits fram av handels- och andra marknadsplatser, ratinginstitut och liknande. Standardiseringsorganet ISO har också startat ett arbete med att ta fram standarder för den gröna obligationsmarknaden. Det finns flera organ, t.ex. OECD och G20, som är aktiva med konceptuellt och analytiskt arbete på området för grön finansiering vilket borgar för att självregleringen kommer att utvecklas i takt med marknaden.

I stället för en ny lag bör marknadens aktörer uppmanas att följa exempelvis GBP i syfte att öka harmonisering och standardisering. Finansinspektionen skulle kunna tydliggöra detta i tillämpliga föreskrifter och rekommendationer. De emittenter som avviker från en sådan uppmaning genom ett eget ramverk borde därvid ha förklaringsbörda enligt allmänna principer om information till investerare och kraven för prospekt (jfr. *comply or explain*).

På förekommen anledning, om en bedömning motsatt utredningens görs eller om de aviserade initiativen från EU-kommissionen skjuts på framtiden, kan det finnas skäl att här något skissa på hur en svensk lag om gröna obligationer skulle kunna utformas. En avvägning får göras om vad som bör föras in i en ny lag eftersom det blir särregler som utformats för gröna obligationer och vilka materiella regler i annan befintlig reglering som det blir lämpligare att hänvisa till för att undvika duplicering mellan olika lagrum och divergerande tolkning och tillämpning när det inte är motiverat.

Centrala moment blir för det första att kodifiera GBP:s definition av vad en grön obligation är, dvs att medlen från investerarna används i ett syfte som bedömts hållbart. Övriga delar av GBP:s rekommendationer vad avser ramverk, andrahandsutlåande och tredjepartsvalidering bör också införas i en ny lag eftersom det rör sig om speciella överväganden som är typiska för en grön obligation. De stödprogram som utredningen föreslagit (BFL, informations- och utbildningsinsatser, etc.) bör också införas i en ny lag jämte bemyndiganden till relevanta myndigheter eftersom de blir unikt tillämpliga på den gröna obligationsmarknaden. Naturvårdsverkets bemyndigande att handlägga stödprogrammet BHL placeras alltså lämpligen i en ny lag. En möjlighet att överklaga Naturvårdsverket beslut om ersättning ur stödet bör också införas i en ny lag eftersom det rör sig om myndighetsutövning i ett program som blir typiskt för gröna obligationer.

De föreskrifter om information till investerare som i dag finns i t.ex. prospektförordningen, VPL och marknadsföringslagen bör inte upprepas i en ny lag, utan hänvisningar till befintlig materiell reglering bör i stället användas för att reducera olägenheter med särbehandling av gröna obligationer i frågor där det inte är motiverat. Som analyserats ovan behövs inte särregler för gröna obligationer när det är fråga om information till en investerare för att denne ska kunna fatta ett välgrundat beslut om investeringen. I grunden gör sig samma överväganden gällande oavsett om obligationen har klassificerats som grön eller traditionell.

Utredningens förslag som rör säkerställda obligationer bör också lämpligen utformas som informations- och hänvisningsbestämmelser i en ny lag med den materiella regleringen i respektive befintlig lagstiftning för att undvika duplicerad lagstiftning.

Eventuella bemyndiganden till myndigheter att ta fram föreskrifter med anledning av utredningens förslag införs också i de materiella lagarna och inte i en ny lag om gröna obligationer.

Om en ny lag med obligatoriska moment bedöms nödvändig, bör sanktioner övervägas i den nya lagen i den mån sanktionerna blir anpassade för den gröna obligationsmarknaden. Om det exempelvis bedöms nödvändigt att ställa obligatoriska krav på tredjepartsvalidering bör en brist lämpligen sanktioneras med administrativ avgift som utformas och placeras i sitt sammanhang i samma lag.

För bristande uppfyllelse av informationskrav i övrigt synes också hänvisningar till materiella bestämmelser i bl.a. marknadsföringslagen, VPL och lagen om handel med finansiella instrument vara tillfyllest. Det handlar inte om moment som är unika för gröna obligationer utan som kan avse vilket finansiellt instrument som helst.

7 Projektkategorier och identifiering av gröna projekt

Utredningen har i uppdrag att analysera, och ta fram exempel på, vilka projekttyper som skulle kunna finansieras med gröna obligationer.

Flera utgångspunkter kan väljas för analysen av projekttyper. En utgångspunkt är genomförandet av Agenda 2030 med de 17 globala målen. En annan utgångspunkt vore att fokusera på ESG och *Global Compact*. Ytterligare en utgångspunkt skulle kunna vara de svenska miljömålen jämte generationsmålet och Miljömålsberedningens arbete. Som framgått har utredningen valt att fokusera på mål 13 i Agenda 2030, klimatmålet, dvs. att vidta omedelbara åtgärder för att bekämpa klimatförändringarna och dess konsekvenser.

Klimatförändringarna är en av vår tids största utmaningar. En stor andel av de ökade utsläppen av växthusgaser i atmosfären kommer från sättet vi utvinner, omvandlar och använder fossil energi. Som följd av de ökade utsläppen riskerar vi gå mot en genomsnittlig global uppvärmning som överstiger två grader Celsius, vilket skulle få allvarliga konsekvenser för ekosystem, havsförsurning, mänsklig säkerhet, matproduktion, vattentillgång, hälsa och med ökad risk för väderrelaterade naturkatastrofer. Klimatpåverkan måste begränsas för att skapa förutsättningarna för fattigdomsbekämpning och en långsiktigt hållbar utveckling.

Klimatmålet stödjer fattigdomsbekämpning och hållbar utveckling och kan ge positiva synergieffekter och förutsättningar för att kunna bemöta flera av de utmaningar världen står inför i dag så som livsmedelstrygghet, rent vatten, hållbart nyttjande av naturresurser och ekosystem, mänsklig säkerhet, jämställdhet, hälsa och ekonomisk tillväxt. Behovet av anpassning till pågående och kommande klimatförändringar är mycket stort särskilt för de minst utvecklade

länderna och för de mest sårbara befolkningsgrupperna. Åtgärder behövs för att minska riskerna för, och konsekvenserna av naturkatastrofer.

En mångfald av projekttyper blir aktuella för att nå klimatmålet. Det kan ändå noteras att avgränsningen till Sveriges klimatåtaganden inte hindrar en bredare tillämpning av förslag och slutsatser för att uppnå andra miljömål.

7.1 Definition av projekt

En slutsats från utredningen arbete är att gröna obligationer kan finansiera nya projekt såväl som befintliga tillgångar. Det är därför olämpligt att använda begreppet projekt. Utredningen kommer härnäst i stället använda begreppet investeringar som inbegriper både investeringar i nya projekt och i befintliga tillgångar. För en mer detaljerad diskussion om hur begreppet projekt och tillgångar används i de internationella branschstandarderna se 5 kap.

7.2 Möjliga investeringar enligt de internationella branschstandarderna

Förslag: Utredningen föreslår att de investeringar som är lämpliga för att finansieras via gröna obligationer är sådana som faller inom klassificeringskategorierna i GBP.

Bedömning: Vilka dessa investeringar är kan ändras över tid och bör vid varje tidpunkt bedömas utifrån då rådande omständigheter och kunskap. Att lista specifika typer av investeringar än de övergripande kategorier som finns i GBP kan verka hämmande för marknads utveckling. Forskningen om vad som anses vara hållbart går ständigt framåt och det kommer nya lösningar. Vad som anses vara hållbart och klimatmål revideras därför kontinuerligt. Det går därför att argumentera för att det kan vara olämpligt för utredningen att i dag utvärdera och ge exempel på vilka investeringar som anses vara hållbara och skulle kunna finansieras via gröna obligationer. De listade investeringarna skulle kunna

anses beläggas med någon form av legitimitet vilket utredningen inte avser göra.

Enligt utredningens bedömning är marknadens självreglering och de branschstandarder som vuxit fram adekvata för regleringen av marknaden för gröna obligationer. Som beskrivits i 5 kap. bedöms Principerna för gröna obligationer (GBP) vara den gällande standarden på marknaden. Det är också enligt dessa principer som alla gröna obligationer i Sverige har emitterats. Att studera investeringar som kan finansieras inom ramen för GBP faller sig därför naturligt.

Internationellt har obligationer även emitterats och certifierats enligt Climate Bonds Initiatives (CBI) *Climate Bonds Standard* (CBS).¹ Därför kommer utredningen också kort beröra möjliga investeringar inom ramen för CBS.

Grundtanken med en grön obligation är att de medel som erhålls genom obligationen ska användas till miljöprojekt, enligt GBP. GBP anger uttryckligen ett flertal breda kvalificeringskategorier för miljö- och klimatmässigt hållbara projekt. Syftet är att principerna ska kunna omfatta investeringar i projekt i betydande och angelägna områden för miljö och klimat. Nedan listas de kategorier som tas upp i GBP 2017 års version:

- Förnybar energi (inklusive produktion, överföring, apparater och produkter).
- Energieffektivisering (t.ex. i form av nya och renoverade byggnader, energilagring, fjärrvärme, smarta kraftnät, apparater och produkter).
- Åtgärder för att förebygga och begränsa föroreningar (inklusive avloppsrening, minskning av luftutsläpp, kontroll av växthusgasutsläpp, jordsanering, minskning av avfallsmängder, avfallsåtervinning och energi-/utsläppseffektiv omvandling av avfall till energi, förädling och återvinning av avfall och uttjänta produkter samt tillhörande miljökontroll).

¹ CBI är en intresseorganisation med fokus på att utveckla marknaden för gröna obligationer, se 5 kap. för mer detaljerad beskrivning. 15,5 procent av globalt emitterad volym 2017 fram till 5 oktober var certifierad enligt CBS.

- Miljömässigt hållbar förvaltning av levande naturresurser och mark (inklusive miljömässigt hållbart jordbruk, miljömässigt hållbar djurhållning, klimatsmart jordbruksteknik som biologiskt växtskydd eller droppbevattning, miljömässigt hållbart fiske och fiskodling, miljömässigt hållbart skogsbruk, inklusive skogsodling och skogsplantering, samt bevarande eller återställande av naturlandskap).
- Bevarandet av biologisk mångfald på mark och i vatten (inklusive skydd av kustnära och marina miljöer samt flodområden).
- Rena transporter (t.ex. eldrivna fordon, hybridfordon, kollektivtrafik, järnvägar, icke-motordrivna fordon, multimodala transporter, infrastruktur för fordon som drivs med ren energi samt minskning av skadliga utsläpp).
- Hållbar hantering av vatten och avloppsvatten (inklusive hållbar infrastruktur för rent vatten och/eller dricksvatten, spillvattenrening, hållbara urbana dagvattensystem och flodkontroll samt andra former av översvämningsförebyggande åtgärder).
- Anpassning till klimatförändringar (inklusive informationsstödssystem, som klimatobservationer och system för tidig varning).
- Miljövänliga produkter och/eller produkter anpassade för den cirkulära ekonomin, produktionstekniker och -processer (t.ex. utveckling och införande av miljövänligare produkter med miljömärkning eller miljöcertifiering, resurseffektiva förpackningar och resurseffektiv distribution).
- Gröna byggnader som uppfyller kraven i regionalt, nationellt eller internationellt erkända standarder eller certifieringar.

Lista är endast avsedd att vara vägledande och beskriver de vanligaste typerna av projekt som stöds eller förväntas stödjas av marknaden för gröna obligationer. GBP framhåller också att listan inte är uteslutande vilket möjliggör investeringar inom andra kategorier som kan komma att bli aktuella i framtiden.

Förutom de listade kategorierna tillåter även GBP finansiering av relaterade och stödjande utgifter, till exempel forskning och utveckling. Detta tillägg gjordes i 2017 års version av principerna troligtvis som ett svar på emissionen av statliga gröna obligationer i slutet av

2016 och i början av 2017. Särskilt den franska statens gröna obligation hade ett tydligt forskningsfokus.

Som framgår av listan tillåter GBP att projekt som syftar till att förbättra både miljö och klimat kan finansieras via gröna obligationer. Även om utredningen har valt att fokusera på investeringar som syftar till att bekämpa klimatförändringarna i sina åtgärdsförslag i 6 kap., utesluter det inte att projekt som syftar till en bättre miljö skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Tvärtemot välkomnar utredningen investeringar som leder till en förbättrad miljö.

I GBP finns det inga detaljerade kriterier för vilka investeringar som skulle anses vara miljö- och klimatomfattande hållbara. Syftet med GBP handlar inte om att ta ställning till vilka miljövänliga tekniker, standarder, utfästelser eller deklARATIONER som är optimala för att uppnå miljömässigt hållbara fördelar. Detta lämnas till marknaden och GBP rekommenderar externa utvärdering av gröna obligationers hållbarhet.²

Det är utredningens uppfattning att GBP, och den praxis som tillämpas om att emittenter får sina ramverk och obligationer granskade av externa tredjeparter, på ett adekvat sätt ser till att gröna obligationer finansierar miljö- och klimatomfattande hållbara investeringar. Utredningen bedömer att de kategorier som listas i GBP är tillräcklig vägledning för marknaden för gröna obligationer. Därför behöver ej mer detaljerade projekttyper identifieras utöver de kategorier som listas i GBP.

Projekttyper enligt CBS

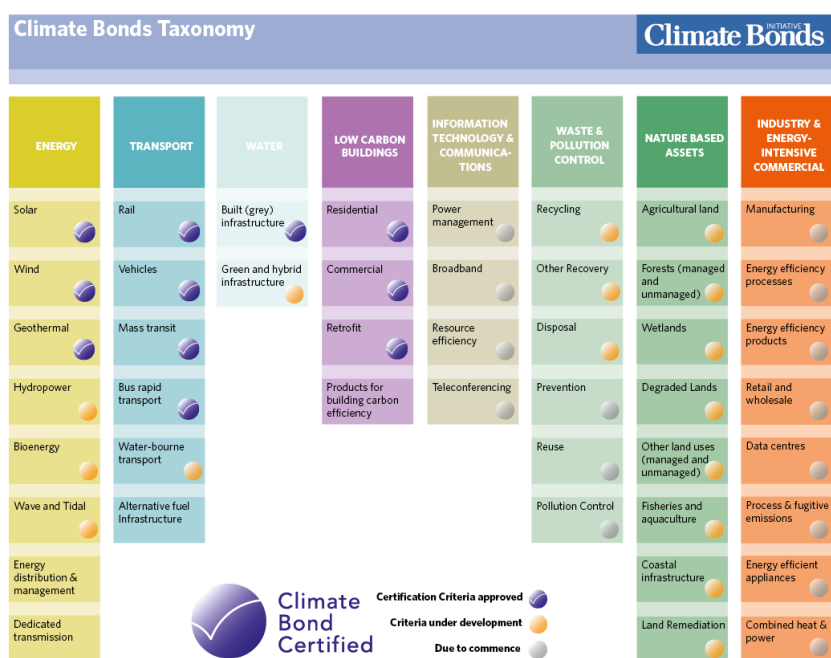
Som beskrivet inledningsvis är CBI en intresseorganisation och har inte den bredare marknadsuppslutning bakom sig som GBP. Det till trots bedöms de vara en viktig aktör på marknaden för gröna obligationer och de konsulterades bl.a. vid framtagandet av det kinesiska regelverket för gröna obligationer. Därför väljer utredningen att kort redovisa för vilka investeringar som är möjliga enligt CBI:s taxonomi. Utredningen lägger ingen värdering i CBI:s projekttyper men vill ändå belysa dem för att ge viss inspiration.

² För mer detaljerad beskrivning av externa granskning se kap. 5.

Till skillnad från GBP finns det till CBS en tillhörande taxonomi med mer detaljerade kriterier för vad som anses miljö- och klimatmässigt hållbart. Dessa kriterier kan vara mycket enkla som i fallet vindkraftverk, som helt enkelt är uppförandet av anläggning för energiproduktion genom vindkraft. Inom andra kategorier kan de vara betydligt mer detaljerade som i fallet med mer hållbara transporter.

Taxonomin är under utveckling och nedan figur ger en överblick av vilka områden där det finns färdiga kriterier, vilka som är under utveckling och vilka som planeras i framtiden.

Figur 7.1 Överblick av CBI:s taxonomi över hållbara investeringar



Källa: CBI den 4 november 2017.

De övergripande kategorierna överensstämmer i princip med GBP fast indelningen skiljer något. Exempelvis återfinns inte GBP:s bredare kategori om energieffektivisering. Den har delats upp på de andra kategorierna och kanske främst då på de två för CBI specifika kategorierna om informationsteknologi och industri. I flera fall lutar sig kriterierna mot internationellt accepterade branschstandarder och certifieringssystem.

CBI:s taxonomi kan inom vissa kategorier ge en lite mer detaljerad inblick i vilka investeringar som kan tänkas finansieras via gröna obligationer. Exempelvis inom energiproduktion listas exempel på olika typer av teknologier inom vilka CBI ser det som möjligt att finansiera projekt via gröna obligationer.

En lärdom att dra är att de kategorier som CBI har utvecklat kriterier för kan ses som de inom vilka investeringar i projekt via gröna obligationer är som enklast att motivera. Det är inom kategorierna energiproduktion, transporter och energieffektivisering för byggnader. Dessa tre kategorier tar alla fasta på att reducera utsläppen av växthusgaser och är också de som oftast återkommer i emittenters ramverk för emission av gröna obligationer.

7.3 Svenska klimatåtaganden

Bedömning: Sverige har långtgående åtaganden om att bekämpa klimatförändringarna och begränsa den globala uppvärmningen. Som det ser ut i dag kommer detta kräva omfattande reduktion av utsläpp av växthusgaser i atmosfären.

Som redan nämnts har utredningen valt att lägga fokus på klimat-aspekten. En förklaring till detta är att Sverige som ett led i att bekämpa klimatförändringarna har antagit nationella mål och åtagit sig att uppfylla internationella klimatmål om att uppnå en långsiktigt hållbar ekonomi med begränsad klimatpåverkan. Åtagandena går sammanfattningsvis ut på att vara delaktig i att begränsa den globala uppvärmningen genom reduktion av utsläppen av växthusgaser. Som ett exempel förbinder Parisavtalet anslutna parter att hålla den globala uppvärmningen långt under 2 grader (Celsius) samt göra ansträngningar för att begränsa temperaturökningen till 1,5 grader över förindustriell temperaturnivå. För att uppfylla de globala åtagandena krävs det en omställning till en ekonomi utan några netto-utsläpp av växthusgaser.

Åtagandena kan ge en fingervisning om vilka utmaningar som finns och inom vilka områden som gröna obligationer kan förväntas komma att finansiera projekt.

7.3.1 Klimatåtaganden på global nivå

På global nivå har Sverige åtaganden enligt FN:s Agenda 2030 och klimatavtalet från Paris, det s.k. Parisavtalet 2015.

Agenda 2030 antogs vid FN:s toppmöte i New York i september 2015. Agenda 2030 består av sjutton globala mål för hållbar utveckling varav bekämpning av klimatförändringarna är ett (mål 13). Ett delmål är att integrera klimatåtgärder i politik, strategier och planering på nationell nivå (delmål 13.2). Målen är universella och gäller alla länder. Vidare erkänner Agenda 2030 FN:s ramkonvention om klimatförändringar (s.k. klimatkonventionen) som det främsta internationella forumet för förhandlingar om klimatförändringar.³ Klimatkonventionen antogs 1992 och trädde i kraft 1994. Sverige ratificerade avtalet 1993. Klimatkonventionens mål är att halten av växthusgaser i atmosfären ska stabiliseras på en nivå som innebär att människans påverkan på klimatsystemet inte blir farlig (prop. 2016/17:16).⁴

Parisavtalet antogs vid klimatkonventionens tjugoförsta partsmöte (COP 21) i december 2015 och trädde i kraft den 4 november 2016. Det är ett rättsligt bindande avtal som deltagande parter ska bidra till genomförandet av.⁵ EU och dess medlemsstater har uttryckt sin avsikt att agera gemensamt. Därmed kommer Sveriges åtagande vara en del av EU:s totala bidrag till att uppfylla avtalet. Parisavtalet är ett s.k. blandat avtal och behöver därför ratificeras av både EU och de individuella medlemsstaterna.⁶ Efter riksdagens beslut ratificerade Sverige Parisavtalet den 13 oktober 2016 och blev därmed part trettio dagar senare, den 12 november.

Avtalet förbinder parterna att hålla den globala uppvärmningen väl under 2 grader (Celsius) samt göra ansträngningar för att begränsa temperaturökningen till 1,5 grader över förindustriell nivå. För att nå målet behöver parterna enligt artikel 4.1 ”uppnå en balans mellan antropogena utsläpp av växthusgaser från källor och upptag av växthusgaser i sänkor under andra hälften av detta sekel”, s.k.

³ Agenda 2030 paragraf 31.

⁴ Exakt lydelse enligt SÖ 1993:13 ”Slutmålet för denna konvention och varje hithörande legal handling som partskonferensen kan komma att anta är att uppnå, i överensstämmelse med de relevanta föreskrifterna i konventionen, att atmosfärens koncentration av växthusgaser stabiliseras på en nivå som skulle förhindra farlig antropogen störning i klimatsystemet.”

⁵ 145 av 197 parter hade ratificerat avtalet den 9 maj 2017.

⁶ Se artikel 4 i föredraget om EU:s funktionsätt (EUF) även känt som ett av Romfördragen.

nettonollutsläpp. Vidare innehåller avtalet åtaganden för alla parter om att de ska ha nationellt fastställda bidrag (*Nationally Determined Contribution*, NDC) som ska vara beslutade senast 2020. Bidragen ska förnyas och successivt skärpas vart femte år med start 2025. En global översyn ska göras vart femte år med start 2023, två år innan de nationella bidragen ska revideras. Syftet med översynen är att informera parterna om vad som krävs för att klara temperaturmålen och ligga till grund för skärpningen av parternas nationella bidrag.

För att kunna omsätta åtagandet mot Parisavtalet till handling och förstå dess omfattning behöver temperaturbegränsningsmålet översättas till konkreta mål om minskade utsläpp. För att skapa förutsättningar för att begränsa temperaturökningen till 2 grader behöver de globala utsläppen minska med 41 till 72 procent fram till 2050 och 78 till 118 procent fram till 2100 jämfört med utsläppsnivån 2010, enligt FN:s klimatpanels (IPCC) femte utvärderingsrapport (AR5).

Enligt IPCC har det tidigare endast gjorts enstaka studier på de utsläppsnivåer som krävs för att man med sannolikhet ska begränsa temperaturökningen till 1,5 grader. Studierna visar preliminärt på att de globala utsläppen vid en sådan målsättning måste minska med 70 till 95 procent fram till 2050 jämfört med utsläppsnivån 2010. Med anledning av att man i Parisavtalet enats om att försöka begränsa temperaturökningen till just 1,5 grader håller IPCC på att ta fram en specialrapport som förväntas vara klar i september 2018. Rapporten ska beskriva effekterna av en temperaturökning på 1,5 grader samt de s.k. utsläppsbanor, vilka beskriver utvecklingen av framtida utsläpp av växthusgaser, som krävs för att det ska vara sannolikt att målet nås.

IPCC:s nästa stora utvärdering (AR6) förväntas blir klar 2021 till 2022 och därmed i tid till den första globala översynen av ländernas åtaganden som är planerad till 2023. IPCC:s kommande rapporter väntas få stor betydelse både för den fortsatta klimatpolitiken och för arbetet med att klimatanpassa samhället, såväl i Sverige och globalt.

7.3.2 Klimatåtaganden på EU-nivå

Som medlemsstat har Sverige gjort klimatåtaganden gentemot EU. År 2009 antog Europeiska rådet målsättningen att minska utsläppen av växthusgaser med 80 till 95 procent till 2050 jämfört med 1990 års nivåer.⁷ Vidare fattade rådet i oktober 2014 beslut om ett ramverk för EU:s klimat- och energipolitik för perioden 2021 till 2030.⁸ Enligt beslutet ska utsläppen inom EU minska med minst 40 procent fram till 2030 jämfört med 1990. Den 6 mars 2015 godkände Europeiska rådet att överlämna utsläppsmålet för 2030 som sitt initiala nationellt fastställda bidrag till det då kommande klimatavtalet i Paris.

Utsläppsmålet ska nås genom att utsläppen som ingår i EU:s system för handel med utsläppsrätter (EU ETS) minskas med 43 procent till 2030 jämfört med utsläppsnivån 2005 och genom att utsläppen i de sektorer som kommer att omfattas av ansvarsfördelningsförordning (ESR, *Effort Sharing Regulation*, KOM (2016) 482 slutgiltig), minskas med 30 procent under samma period.

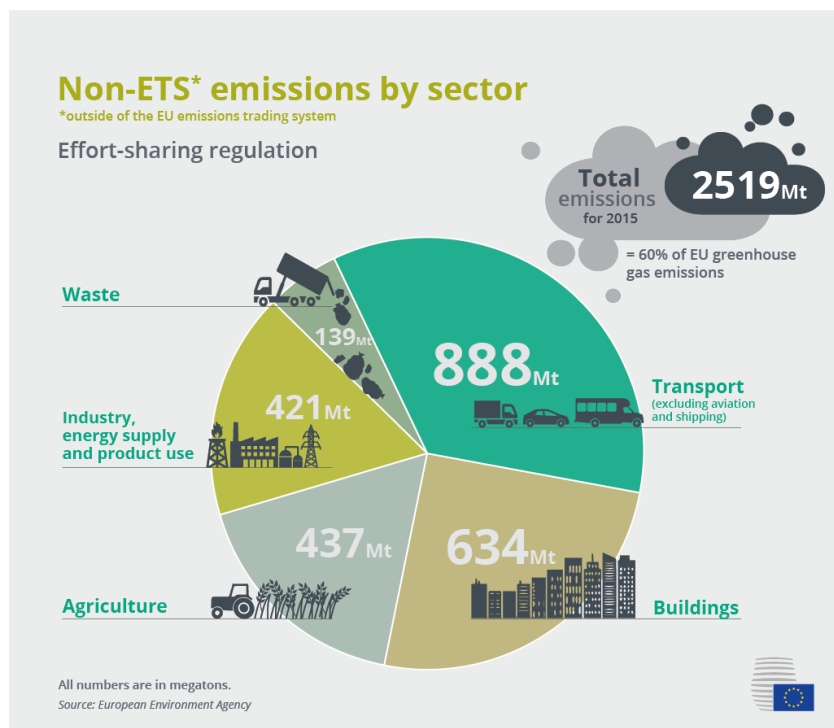
Minskning av utsläpp genom EU ETS innebär inget specifikt åtagande för medlemsstaterna utan ska åstadkommas kollektivt av de verksamheter som omfattas av systemet. EU ETS omfattar utsläpp från energiintensiv industri, el- och värmeproduktion samt inrikesflyg inom EU. För Sveriges del stod utsläpp från dessa sektorer för 38 procent av de totala utsläppen 2016 (exklusive utsläpp och upptag från sektorn markanvändning, förändrad markanvändning och skogsbruk (*Land Use, Land-Use Change and Forestry*, LULUCF)).

Den 20 juli 2016 presenterade EU-kommissionen ett förslag till ansvarsfördelning för utsläppsminskningar från ESR-sektorn. I förslaget tilldelas medlemsstaterna bindande mål för utsläppsminskningar till 2030 på mellan 0 och 40 procent jämfört med 2005. Enligt förslaget ska Sverige minska utsläppen med 40 procent. Bilden nedan illustrerar fördelningen av växthusgasutsläpp per ESR-sektor i EU.

⁷ Rådsslutsatser 15265/1/09 REV 1.

⁸ Rådsslutsatser EUCO 169/14.

Figur 7.2 Fördelning av växthusgasutsläpp per ESR-sektor i EU



Källa: EU-kommissionen.

Utsläpp från ESR-sektorn stod för 63 procent av Sveriges totala utsläpp 2015 (34 miljoner ton av totalt 53,7 miljoner ton exklusive LULUCF).

Kommissionen har även tagit fram ett förslag till en förordning om hur utsläpp och upptag av växthusgaser från LULUCF fram till 2030 ska inkluderas i klimaträmet (KOM (2016) 479 slutgiltig). År 2015 svarade denna sektor i Sverige för ett nettoupptag om 50 miljoner ton vilket kan jämföras med totala utsläpp samma år om 54 miljoner ton exklusive LULUCF. Det handlar främst om upptag på grund av tillväxt i skog. Ståndpunkterna är inte färdigförhandlade (oktober 2017).

7.3.3 Klimatåtaganden på nationell nivå

Ramen för det svenska nationella klimatåtagandet har sin grund i den s.k. miljöpropositionen⁹ som riksdagen beslutade om våren 1999. I miljöpropositionen konkretiserades det svenska klimatåtagandet till 15 miljö kvalitetsmål, det s.k. miljömålssystemet (ett sextonde miljö kvalitetsmål tillkom 2005 (prop. 2004/05:150, bet. 2005/06:MJU3, rskr. 2005/06:48)). Ett av miljö kvalitetsmålen är Begränsad klimatpåverkan vilket speglar klimatkonventionens mål om att halten av växthusgaser i atmosfären ska stabiliseras på en nivå som innebär att människans påverkan på klimatsystemet inte blir farlig. Utgångspunkten är att det klimatpolitiska arbetet ska utföras ur ett generationsperspektiv med det övergripande målet att till nästa generation kunna lämna över ett samhälle där de stora miljöproblemen i Sverige är lösta, det s.k. generationsmålet.

Våren 2009 beslutade riksdagen om En sammanhållen klimat- och energipolitik¹⁰. Man antog därmed en vision om att Sverige 2050 inte har några nettoutsläpp av växthusgaser. Man fastställde även två preciseringar av miljö kvalitetsmålet Begränsad klimatpåverkan: (i) Sverige ska verka internationellt för att begränsa ökningen av medeltemperaturen till högst 2 grader och (ii) Sveriges klimatpolitik ska utformas så att den bidrar till att koncentrationen av växthusgaser i atmosfären stabiliseras på nivån högst 400 miljondelar koldioxidekvivalenter¹¹.

I syfte att effektivisera miljöarbetet och förbättra uppföljningen beslutade riksdagen våren 2010 om en ny målstruktur för miljöarbetet med ett utvecklat generationsmål¹². Den nya målstrukturen innebär att miljöarbetet ska vara strukturerat i ett generationsmål, miljö kvalitetsmål och etappmål. Utvecklingen av generationsmålet tar fasta på den globala aspekten av miljöproblemen och det tydliggörs att arbetet med att lösa de svenska miljöproblemen ska ske utan att orsaka ökade miljö- och hälsoproblem utanför Sveriges gränser.

⁹ Prop. 1997/98:145, bet. 1998/99:MJU6, rskr. 1998/99:183.

¹⁰ Prop. 2008/09:162, bet. 2008/09:MJU28, rskr. 2008/09:300.

¹¹ Ett koncentrationsmått som mäter koncentrationen av olika växthusgaser i atmosfären omräknat till den mängd koldioxid som skulle motsvara samma effekt på klimatet. IPCC menar i AR5 att en koncentration på 450 miljondelar koldioxidekvivalenter troligtvis begränsar den globala uppvärmningen till under 2 grader.

¹² Prop. 2009/10:155, bet. 2009/10:MJU25, rskr. 2009/10:377.

Miljömålsberedningen och propositionen Ett klimatpolitiskt ramverk för Sverige

År 2010 beslutade regeringen att tillsätta en parlamentarisk beredning vars uppgift var att lämna förslag om hur det fastställda generationsmålet och miljökvalitetsmålen kan nås. Beredningen tog namnet Miljömålsberedningen och presenterade den 22 juni 2016 ett klimatpolitiskt ramverk för en långsiktig klimatpolitik¹³. Regeringen tog den 9 mars 2017 beslut om att till riksdagen överlämna propositionen Ett klimatpolitiskt ramverk för Sverige som baseras på Miljömålsberedningens betänkande¹⁴. Propositionen innehåller bland annat ett förslag till klimatlag, ändrad precisering av miljökvalitetsmålet Begränsad klimatpåverkan, förslag om ett långsiktigt utsläppsmål till 2045 och etappmål till 2030 och 2040. I juni 2017 fattade Riksdagen beslut om ett klimatpolitiskt ramverk för Sverige.

Miljökvalitetsmålet Begränsad klimatpåverkan ändras med anledning av Parisavtalet 2015 till följande lydelse:

Den globala medeltemperaturökningen begränsas till långt under 2 grader Celsius över förindustriell nivå och ansträngningar görs för att hålla ökningen under 1,5 grader Celsius över förindustriell nivå. Sverige ska verka internationellt för att det globala arbetet inriktas mot detta mål.

Sverige har nu ett långsiktigt utsläppsmål till 2045 vilket innebär en tidigareläggning och precisering av den tidigare visionen om nettoutsläpp till 2050. Enligt förslaget ska Sverige senast 2045 inte ha några nettoutsläpp för att därefter uppnå negativa utsläpp (omfattar inte LULUCF). Utsläppen inom svenskt territorium ska vara minst 85 procent lägre än utsläppen 1990 och resterande del kan tillgodoräknas genom svenska klimatinvesteringar utomlands.

Förslag till etappmål till 2030 och 2040 är att utsläpp från ESR-sektorn bör minska med 63 procent eller 29 miljoner ton fram till 2030 och 75 procent eller 35 miljoner ton fram till 2040, jämfört med 1990.

Sverige har valt att använda 1990 som basår för utsläpp till skillnad mot för EU som använder 2005 som basår för utsläppsmålen i

¹³ SOU 2016:21 och SOU 2016:47.

¹⁴ Prop. 2016/17:146, bet. 2016/17:MJU24.

klimatpolitiken. Om man i jämförelsesyfte i stället utgår från utsläppen 2005 motsvarar etappmål till 2030 i stället en utsläppsminskning om 59 procent. Förslaget innebär därmed en skärpning av utsläppsminskningen om 40 procent fram till 2030 som Sverige förväntas implementera genom EU:s ansvarsfördelningsförordning.

Dessutom innehåller det klimatpolitiska ramverket ett specifikt mål om att utsläppen från inrikes transporter (utom inrikes luftfart som ingår i EU:s utsläppshandelssystem, EU ETS) ska minska med minst 70 procent senast år 2030 jämfört med 2010.

Vid skattning av nödvändig utsläppsminskning ska man ha i åtanke att Sveriges utsläpp i ESR-sektorn redan har minskat med cirka 27 procent under perioden 1990 till 2016. Beräknat på utsläppsdata för 2016 innebär etappmål till 2030 minskade utsläpp om 50 procent vilket motsvarar cirka 17 miljoner ton. På motsvarande sätt innebär det långsiktiga klimatmålet till 2045 en minskning med cirka 80 procent eller cirka 30 miljoner ton relativt utsläppsnivån för 2016.

Tabell 7.1 Tabell utsläppsminskningar som krävs i olika regioner enligt klimatåtagandena

Procentsatserna i tabellen anger nödvändiga utsläppsminskningar enligt respektive åtagande

Åtagande	Globalt	EU	Sverige
Parisavtalet, väl under 2 grader och sträva efter 1,5 grader	Nettonollutsläpp (100 %) någon gång mellan 2050–2100	NDC/bidrag på 40 % reduktion till 2030 jfr utsläppen 1990	Del av EU:s NDC
2 grader enl. IPCC	41–72 % reduktion till 2050 och 78–118 % till 2100 jfr utsläppen 2010		
1,5 grader enl. IPCC	70–95 % till 2050 jfr utsläppen 2010		
Agenda 2030	Enligt Parisavtalet	Enligt Parisavtalet	Enligt Parisavtalet
EU:s klimatpolitik		80–95 % reduktion till 2050 och 40 % till 2030 jfr utsläppen 1990	40 % reduktion i ERS-sektorn ¹⁵ och del av 43 % i EU ETS-sektorn ¹⁶ till 2030 jfr utsläppen 2005
Ett klimatpolitiskt ramverk för Sverige			63 % reduktion i ERS-sektorn till 2030 jfr utsläppen 1990 (59 % jfr utsläppsnivå 2005). Nettonollutsläpp 2045 (85 % i Sverige och 15 % från investeringar utomlands).

7.4 Investeringsbehovet

Bedömning: Det kommer krävas stora investeringar för att uppfylla åtagandena om att bekämpa klimatförändringarna. En del av investeringsbehovet skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Det finns därför en potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer i omställ-

¹⁵ ERS-sektorn stod för 63 procent av Sveriges totala utsläpp 2015.

¹⁶ EU ETS-sektorn stod för 37 procent av Sveriges totala utsläpp 2016.

ningen till en hållbar ekonomi. För att reducera kostnaderna för omställning till en klimatomålig hållbar ekonomi är det av vikt att investeringarna sker skyndsamt.

I detta avsnitt belyses det investeringsbehov som föreligger för att bekämpa klimatförändringarna enligt Parisavtalet 2015 och vilken potential det finns för investeringar finansierade via gröna obligationer.

7.4.1 Ökande efterfrågan på energi

FN:s Agenda 2030 innehåller förutom klimatmålet (mål 13) även ett mål om att alla ska ha tillgång till hållbar och modern energi (mål 7). Detta mål och att ställa om till en hållbar ekonomi kräver investeringar. Det är emellertid inte enbart omställning av dagens energibehov som kräver investeringar. Utmaningen ligger i att också tillgodose det växande behovet av energi och infrastruktur från jordens växande och allt rikare befolkning. Efterfrågan på energi förväntas öka med 30 procent fram till 2040 enligt IEA.¹⁷

I industriländer handlar investeringsbehovet främst om underhåll, energieffektivisering och att ersätta de äldsta och mest ineffektiva anläggningarna. I utvecklingsländer handlar det till stora delar om att bygga ny kapacitet för att tillgodose det ökande energibehovet.

Infrastruktur har lång livslängd, oftast 30 till 50 år eller längre.¹⁸ Om globala klimatmål ska uppnås är det därför viktigt att redan i dag använda hållbara lösningar när ny infrastruktur byggs. Risken är annars att låsa in ekonomin i ett ohållbart fossilberoende över flera decennier, vilket minskar sannolikheten att uppnå klimatmålen. Om åtgärder vidtas framöver för att uppnå klimatmålen kan resultatet då bli att relativt nya anläggningar tvingas att stänga i förtid. Att i förtid lägga ner infrastruktur medför kostnader och det är inte optimalt ur ett samhällsekonomiskt perspektiv.

¹⁷ IEA, World Energy Outlook 2016.

¹⁸ The Global Commission on the Economy and Climate, 2015, Seizing the Global Opportunity: Partnerships for Better Growth and a Better Climate, s. 43.

För att minimera kostnaderna är det därför viktigt att omställningen till en hållbar ekonomi kommer igång så snart som möjligt. Då ökar möjligheten att i möjligaste mån ersätta befintlig ohållbar infrastruktur med hållbart dito i dess naturliga ersättningstakt allteftersom den befintliga infrastrukturen deprecierar. Ett sådant agerande skulle minimera de samhällsekonomiska kostnaderna.

7.4.2 Tidig omställning minskar kostnaderna

Det är viktigt att omställningen kommer igång så snart som möjligt för att få en mjukare övergång över längre tid i syfte att mildra konsekvenser och reducera omställningskostnader. En långsam övergång skapar förutsättningar för resurser att omfördelas kontrollerat och det utan något större tapp i resursutnyttjandet. Sker övergången över tid bör efterfrågan av icke hållbara tillgångar och dess pris minska i ungefär samma takt som efterfrågan på hållbara tillgångar och dess pris ökar och resurser flyttas däremellan. Däremot kan en snabb övergång skapa hastig priskorrigerings av tillgångar med finansiell instabilitet som följd och negativ påverkan på realekonomin (jfr. *stranded assets*).

Ännu ett argument att agera tidigt är att det tar tid att bygga upp hållbar infrastruktur och omskola samt omallokera arbetskraften från icke hållbar verksamhet till hållbar. Försenade insatser innebär en betydligt större utmaning i att begränsa uppvärmningen enligt IPCC.¹⁹ Jämfört med om omställningen påbörjas omedelbart kan en försenad start av omställningen frammot 2030 öka kostnaderna med 44 procent under perioden 2030 till 2050 och med 37 procent under perioden 2050 till 2100.

7.4.3 Finansieringsbehovets storlek

Internationella energirådet (International Energy Agency, IEA) har estimerat att det globalt krävs investeringar i storleksordningen 53 000 miljarder dollar²⁰ (3 300 miljarder dollar per år jfr 1 700 mil-

¹⁹ IPCC, 2014: Climate Change 2014: Synthesis Report. IPCC, Geneva, Switzerland, s. 24–25.

²⁰ Växelkurs 2012 enl. IEA (2014).

jarder 2015²¹) under perioden 2014 fram till 2035 för att täcka den ökande efterfrågan på energi och samtidigt uppnå det s.k. tvågradersmålet.²² Det är 4 800 miljarder dollar utöver de 48 200 miljarder dollar som förväntas krävas i ett jämförelsescenario som inte tar full hänsyn till tvågradersmålet. Jämförelsescenariot utgår ifrån de åtgärdsplaner och antaganden för den framtida energiförsörjningen som fanns tillgängliga i början av 2014. Utsläpp enligt jämförelsescenariot förväntas leda till en global uppvärmning om 3,6 grader och man skulle därmed missa klimatmålet. Kostnaden för att investera hållbart uppgår alltså till 4 800 miljarder dollar. De extra investeringarna som krävs för att uppnå tvågradersmålet bör dock inte i sin helhet ses som en merkostnad för att bygga hållbart. Det är nettoinvesteringar och dessa kan eventuellt täckas av besparingar från energieffektivisering och den på längre sikt i regel billigare driften av hållbara energianläggningar.

IEA har inte publicerat några landspecifika uppskattningar för Sverige men för EU uppskattas investeringsbehovet till 6 500 miljarder dollar under 2014 till 2035. Som jämförelse uppgick EU:s BNP 2015 till 18 700 miljarder dollar²³ och Sveriges till 646 miljarder dollar²⁴.

The Global Commission on Economy and Climate (härefter kallad den globala kommissionen) uppskattar det totala investeringsbehovet under ett tvågradersscenario till 93 000 miljarder dollar²⁵ (6 200 miljarder dollar per år) under perioden 2015 till 2030.²⁶ Det högre beloppet (jfr IEA ovan) kommer från att den globala kommissionen har ett bredare perspektiv och tittar på investeringsbehovet i tre nyckelområden för hållbar utveckling, energi, landanvändning och städer medan IEA fokuserar på energi- och transportsektorn. Nyckelområdena kan förutom till tidigare nämnda Agenda 2030 mål 7 och 13 även kopplas till målen om rent vatten och sanitet (mål 6), hållbar industri, innovationer och infrastruktur (mål 9) och

²¹ The Global Commission on the Economy and Climate, 2015, *Seizing the Global Opportunity: Partnerships for Better Growth and a Better Climate*, s. 43.

²² IEA, *World Energy Investment Outlook*, Special Report 2014.

²³ BNP-data från EU:s officiella webbplats www.europa.eu. Från euro till dollar enl. växelkurs 2012 enl. IEA (2014) (0,78 EUR/USD).

²⁴ BNP-data från SCB. Genomsnittlig växelkurs SEK/USD 2012 enligt växelkursdata från Riksbanken (6,7754 SEK/USD).

²⁵ Växelkurs 2010.

²⁶ The Global Commission on the Economy and Climate, 2014, *Better Growth, Better Climate: The New Climate Economy Report*, s. 212.

hållbara städer och samhällen (mål 11). Exempelvis är investeringar i vattenförsörjning (vilka är godkända för att finansieras med gröna obligationer enligt GBP och CBI) inkluderade i den globala kommissionens undersökning medan de saknas i IEA:s rapport.

Den globala kommissionen uppskattar de extra investeringarna som krävs för att uppnå tvågradersmålet till 4 000 miljarder dollar. Storleken på de extra investeringarna är i stort i linje med IEA:s skattning, det skiljer 15 procent mellan estimaten²⁷. Den globala kommissionen nämner att det finns en möjlighet att det extra investeringsbehovet på sikt kan täckas av de lägre driftskostnaderna från de hållbara investeringarna. Dessutom har man i jämförelsescenariot inte räknat med kostnaderna för anpassning till klimatförändringar. Sammantaget finns det en möjlighet att investeringsbehovet faktiskt kan bli lägre under ett tvågradersscenario.

7.5 Identifiering av sektorer i Sverige med störst potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer

Bedömning: Sveriges åtaganden om att bekämpa klimatförändringar kräver investeringar i alla sektorer som orsakar utsläpp av växthusgaser. Om investeringsbehovet följer sektorns behov av utsläppsminskning är det de sektorer som orsakar störst utsläpp som också har som störst potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Sett till vilka sektorer inom vilka investeringar hittills har finansierats via gröna obligationer är det investeringar inom sektorerna transporter och energiproduktion som bedöms ha störst potential för att kunna finansieras via gröna obligationer.

För att uppnå åtaganden om att bekämpa klimatförändringarna måste utsläppen av växthusgaser reduceras. I detta avsnitt för utredningen en diskussion kring vilka sektorer som kan ha störst potential

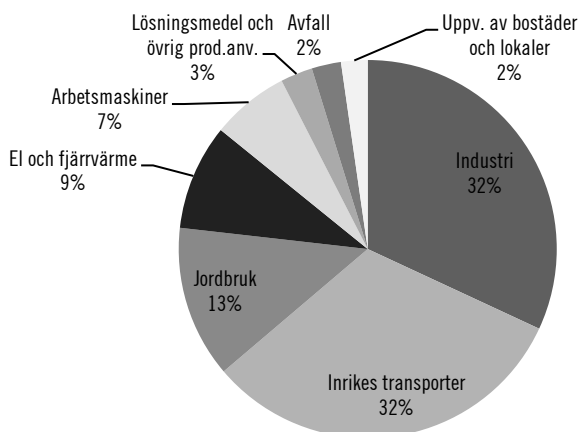
²⁷ Antar att IEA:s estimerade investeringsbehov för perioden 2014 till 2035 är jämt fördelade per år. De extra investeringarna som krävs under 15 år (vilket är investeringsperioden estimerad av den globala kommissionen) blir enligt IEA:s estimat 3 430 miljarder dollar vilket kan jämföras med 4 000 miljarder dollar estimerat av den globala kommissionen.

för investeringar som kan finansieras via gröna obligationer. Utredningen lägger ingen värdering i vilka sektorer som investeringar ska ske eller vad för projekt som ska finansieras.

För att identifiera sektorerna med störst potential behöver utsläppsdata analyseras. Utsläppen av växthusgaser i Sverige uppgick till drygt 53 miljoner ton 2016. Utsläppen kategoriseras efter sektorer och vars andel av totala utsläpp visas i diagrammet nedan.

Figur 7.3 Territoriella utsläpp av växthusgaser

Exkl. utsläpp från sektorn markanvändning, förändrad markanvändning och skogsbruk (LULUCF) samt utrikes flyg och sjöfart.



Källa: Naturvårdsverket.

Fördelningen av Sveriges utsläpp visar på vilka sektorer som står för de största utsläppen och där det finns som störst behov av utsläppsreduktion enligt de svenska åtaganden som beskrivs ovan. Som framgår är utsläpp från industri och inrikes transporter de absolut största sektorerna. Dessa står för 64 procent av Sveriges totala utsläpp av växthusgaser. Adderas utsläppen från jordbruk samt el och fjärrvärme täcks 86 procent av utsläppen in.

Investeringar inom alla dessa utsläppssektorer täcks in av kategorierna i GBP. Som exempel täcks de fyra största utsläppssektorerna in av GBP kategorierna energieffektivisering, rena transporter, miljömässigt hållbar förvaltning av levande naturresurser

och mark samt förnybar energi. Vad som anses vara en miljö- och klimatomässig investering inom dessa sektorer kan däremot ändras över tid.

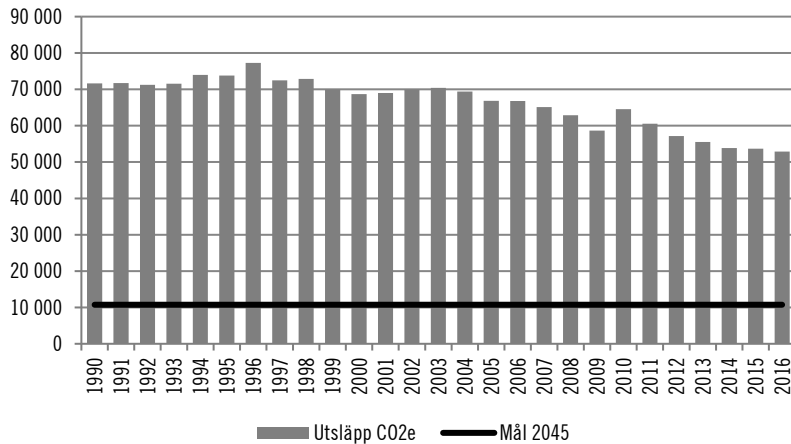
Behovet av utsläppsreduktion kan emellertid inte likställas med potential för investeringar lämpade för finansiering via gröna obligationer. Varje sektor har olika förutsättningar. Allt annat lika ger ändå fördelningen en indikation på vart de största utmaningarna ligger och vart de största förändringarna måste ske. Som beskrivet ovan föreligger det investeringsbehov relaterat till utmaningen att sänka utsläppet av växthusgaser. Om man antar att storleken av nödvändiga förändringarna kräver motsvarande storlek av investeringar är det de sektorer som orsakar störst utsläpp som också har störst potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer.

7.5.1 Närmare om specifika sektorer

Som framgår av de svenska klimatåtagandena beskrivna ovan finns det långtgående planer på utsläppsminskningar inom alla sektorer som orsakar utsläpp av växthusgaser. Arbetet med att minska utsläppen är heltäckande och investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer kan göras under vart och en av de olika utsläppssektorerna. Nedan diagram illustrerar utmaningen i att uppnå det nationella målet om nettonollutsläpp 2045 och att insatser inom alla sektorer är nödvändiga.

Figur 7.4 Utsläpp av växthusgaser i Sverige och klimatmål 2045

Totala utsläpp (exkl. LULUCF, utrikes transporter), tusen ton koldioxidekvivalenter



Not: Den heldragna linjen markerar en utsläppsreduktion på 85 procent inom svenskt territorium jämfört med utsläppen 1990, enligt klimatmålet för 2045.

Källa: Naturvårdverket.

Även om det kommer krävas investeringar och därmed finns potential för gröna obligationer inom alla sektorer diskuteras några närmare nedan.

Transportsektorn

Den sektor som ändå utmärker sig i närtid är sektorn för inrikes transporter. Drygt 100 procent av utsläppen i denna sektor orsakas av vägtransporter, dvs. person- och kommersiell trafik med fordon som förbränner fossila bränslen. Denna sektor ligger i princip på delad förstaplats om vilken sektor som orsakar störst utsläpp i Sverige. Det svenska klimatpolitiska ramverket tar också speciellt sikte på denna sektor och har belagt den med ett särskilt mål om att utsläppen ska minska med 70 procent till 2030 jämfört med utsläppen 2010.

Investeringar inom denna sektor som har finansierats via gröna obligationer inbegriper bl.a. investeringar i förbättrad kollektivtrafik. Dessa investeringar har, bortsett från utsläpp och den miljöpåverkan

som orsakas under byggnation och produktion, en mycket tydlig klimateffekt om de leder till att trafik med fordon som drivs av fossila bränslen uteblir. Utredningen bedömer därför att investeringar som syftar till att minska utsläppen i denna sektor är väl lämpade för finansiering av gröna obligationer och att behovet för investeringar framöver troligtvis kommer vara stort.

Industrisektorn

Industrin står för den största andelen av utsläpp i Sverige. Största andelen av dess utsläpp ingår i ETS. Här kommer det troligtvis krävas investeringar men det finns också ett alternativ att köpa utsläppsrätter för att fortsätta släppa ut på dagens nivå. Det är därför inte lika tydligt vilken utsläppsnivå som är möjlig t.ex. 2030 som det är för transportsektorn för vilken det finns ett konkret mål. Bedömningen av sektorns potential för hållbara projekt försvåras därmed.

Det finns få exempel på investeringar i industri som finansierats via gröna obligationer gällande just utsläppsreduktion och energieffektivisering. CBI som arbetar med att ta fram kriterier för sin certifiering av gröna obligationer har ännu inte några kriterier för investeringar i industri. En möjlig förklaring kan vara att investeringar i industrin inte alltid har lika tydlig klimateffekt som investeringar i t.ex. transportsektorn. Utsläppsreduktionen i industrisektorn upplevs vara en mer kontinuerlig effektiviseringsprocess vars förväntade långsiktiga resultat kan vara svårare att kommunicera med investerare i gröna obligationer. Om en investerings omedelbara reduktion av utsläpp är tillräckligt stor bedömer utredningen däremot det som fullt möjligt att finansiera denna via gröna obligationer.

För att få en fingervisning om vad för resultat som marknaden eventuellt förväntar sig vid energieffektivisering kan de kriterier som finns för energieffektivisering av byggnader studeras. Vid finansiering av investeringar i energieffektivisering av byggnader är nuvarande marknadspraxis att en minst 20 procents omedelbar reduktion av utsläpp eller energiförbrukning ska till för att investeringen ska kunna finansieras via gröna obligationer.

Med anledning av ovan är det därför i nuläget svårt att bedöma sektorns potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Potentialen kan emellertid tydliggöras i takt med

att ETS-systemet framöver kommer bli en mer tydligt begränsande faktor än det varit hittills.

Däremot ser utredningen en desto större potential för gröna obligationer när det kommer till investeringar i industrin för att producera komponenter som behövs för omställningen till en hållbar ekonomi. Det kan handla om produktion av komponenter till anläggningar för förnybar energi och mer hållbara transporter. Efterfrågan på dessa komponenter kommer med all sannolikhet öka vilket borgar för investeringar i den svenska industrin. Klimatnyttan av sådan tillverkning kommer emellertid synas inom andra sektorer som energiproduktion och transporter.

Energiproduktion och effektivisering

Att via gröna obligationer finansiera projekt inom förnybar energi som vind-, sol- och biokraft är i dag vanligt. Utredningen bedömer att sådana projekt är lämpliga att finansiera med gröna obligationer utifrån den kunskap som finns i dag.

Utsläppen från svensk energiproduktion är emellertid relativt låga redan i dag. Det går att spekulera i att det på kort sikt därför finns ett begränsat utrymme för investeringar inom energiproduktion. Detta inverkar emellertid inte på sådana investeringars lämplighet att finansieras via gröna obligationer. På sikt finns det stor potential till investeringar om beslut fattas om att ersätta kärnkraften i Sverige.

Även om Sverige har relativt låga utsläpp från energiproduktion Sverige är ett av de länder som förbrukar mest energi och el per capita.²⁸ Investeringar i energieffektivisering är därför högst aktuellt för Sverige och sådana investeringar finansieras redan i dag genom gröna obligationer. Oftast handlar sådana investeringar om mer hållbara byggnader som förbrukar mindre energi.

²⁸ Sverige låg på nionde plats för högst energiförbrukning i världen 2015. Källa: Word Bank, World Development Indicators: Electric power consumption (kWh per capita), <https://data.worldbank.org/indicator/EG.USE.ELEC.KH.PC>, tillgänglig 16 december 2017.

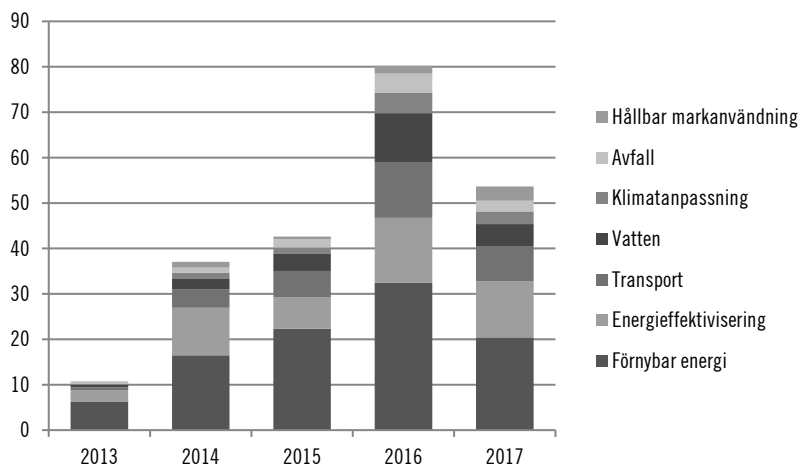
7.6 Erfarenheter och emissionslikvidens användningsområden

Bedömning: Gröna obligationer har historiskt främst investerat i sektorer som syftar till att bekämpa klimatpåverkan genom att reducera utsläppet av växthusgaser i atmosfären. De största sektorerna är förnybar energi, energieffektivisering och transporter. Om utvecklingen framöver följer den historiska är det också i dessa sektorer som utredningen bedömer att det finns som störst potential för investeringar som skulle kunna finansieras via gröna obligationer.

Det kan vara intressant att studera inom vilka kategorier som investeringar hittills har finansierats via gröna obligationer och hur väl det stämmer överens med vilka behov som finns. Figur 7.5 visar hur den årliga emissionsvolymen globalt har investerats de senaste åren.

Figur 7.5 Emissionslikvidens användningsområde globalt

Avser emission fram till den 21 augusti 2017



Anm: År 2007 till och med 2012 är utelämnade på grund av de relativt låga emissionsvolymerna.

Källa: CBI.

Emissionslikviden har till största del investerats i förnybar energi, energieffektivisering och rena transporter. Investeringar i dessa sektorer stod för 75 procent av investeringarna under 2017 fram till den 21 augusti. Just dessa kategorier står för de största utsläppen av växthusgaser och det är dem bl.a. IEA analyserar i sina klimatrapporter. Den allmänna uppfattningen i dag är att utsläpp från dessa sektorer påverkar klimatet. Utsläppen från dessa kategorier är dessutom lätta att kvantifiera och tillgången till utsläppsdata är oftast god. Det underlättar kommunikationen till marknaden om investeringarnas förväntade resultat. Investeringar i dessa sektorer blir därmed lätta att motivera och det naturliga valet för finansiering via gröna obligationer.

*Investeringar finansierade via gröna obligationer
i förhållande till Sverige*

Som beskrivits i avsnitt 7.5 stod sektorerna industri, inrikes transporter, jordbruk samt el och fjärrvärme för 86 procent av utsläppen i Sverige. Industri²⁹, transporter och energiproduktion hamnar inom de kategorierna där det sker som mest investeringar finansierade via gröna obligationer. Sett till historisk användning av emissionslikviden finns det i Sverige stor potential för att finansiera investeringar inom just dessa sektorer via gröna obligationer.

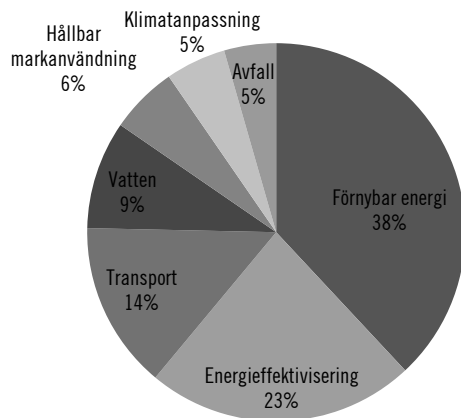
Investeringar inom hållbar markanvändning har fortfarande varit begränsade och utgör endast några procent. Det är troligtvis så att det inom denna sektor varit svårare att hitta lämpliga investeringar med en signifikant miljö- eller klimatnytta som skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Samtidigt är detta den tredje största sektorn i Sverige sett till utsläpp av växthusgaser och det finns därför ett behov av investeringar. Hur stor potential det finns för att finansiera dessa investeringar via gröna obligationer är oklart vid analys av historiska data.

²⁹ I den mån det går att identifiera investeringar i energieffektivisering med tillräckligt tydliga resultat för finansiering via gröna obligationer, se avsnitt 7.5.1.

För en tydligare bild av hur obligationsintäkterna investerats under 2017 åskådliggörs investeringar för perioden fram till den 21 augusti i figuren nedan.

Figur 7.6 Emissionslikvidens användningsområde globalt 2017*

*Avser emission till den 21 augusti 2017

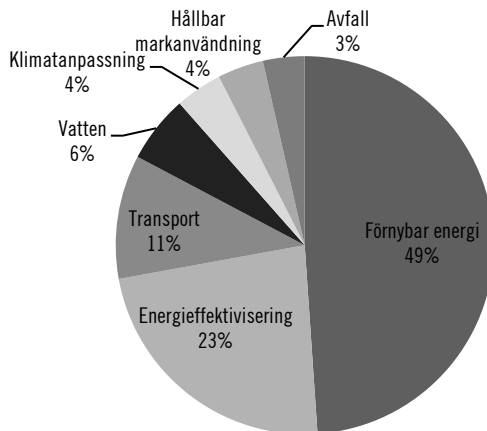


Källa: CBI

För Sveriges del som medlemsstat i EU kan det också vara intressant att studera hur emissionslikviden har fördelats där. I nedan figur åskådliggörs emissionslikvidens användning för gröna obligationer som emitterats under perioden 2013 till den 21 augusti 2017.

Figur 7.7 Emissionslikvidens användningsområde EU

Avser emission under perioden 2013 till den 21 augusti 2017



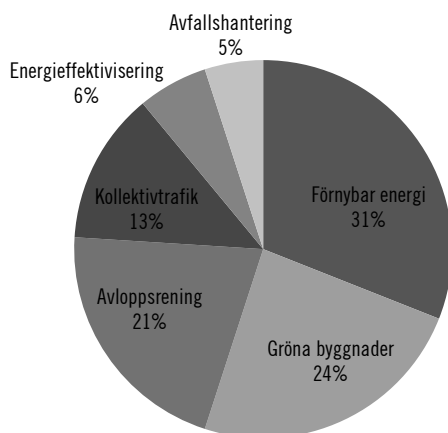
Källa: CBI

Sektorernas ordning i EU är i princip densamma som globalt. Vi ser att störst andel investeringar sker i de sektorer som syftar till att reducera utsläpp av växthusgaser. Totalt 82 procent investeras i förnybar energi, energieffektivisering och transporter. Utmärkande för EU är att en större andel investeringar än globalt har gjorts i hållbar energi. Likt fördelningen globalt har gröna obligationer endast till en mindre andel finansierat projekt inom hållbar markanvändning.

Vad varje enskild emittent investerar i beror så klart på vilken bransch de tillhör. Fastighetsbolag har i regel investerat i fastigheter med lägre energiförbrukning och energiproducenter i förnybar energi. De emittenter som har de mest diversifierade investeringarna är troligtvis stater, multilaterala banker och offentliga organ med ansvar för flera olika verksamheter. Även banker som aggregerande institut har i regel en högre grad av diversifiering. Som exempel visar Figur 7.8 nedan fördelning av NIB:s investeringar. NIB har hittills emitterat elva gröna obligationer till ett värde av 2,1 miljarder euro. Bland de stora amerikanska investmentbankerna har Morgan Stanley, Goldman Sachs, och Bank of America emitterat gröna obligationer.

Figur 7.8 Fördelning av NIB:s investeringar finansierade via gröna obligationer

Avser fördelningen av investeringar den 4 augusti 2017



Källa: NIB.

Observera att NIB:s kategori gröna byggnader i annan statistik i detta avsnitt ingår i kategorin energieffektivisering. Därmed uppgår kategorierna förnybar energi, energieffektivisering och kollektivtrafik till 74 procent vilket är i linje med den globala fördelningen. Utmärkande är att NIB investerat en betydligt högre andel i vatten- och avloppsrening än vad som gjorts globalt.

7.7 Erfarenheter

Göteborg var den första staden i världen att emittera en grön obligation. Emissionen ägde rum i mars 2013 med ett nominellt emissionsbelopp på 500 miljoner kronor. Den gröna obligationen hade en löptid på 6 år och en kupongränta på 2,9 procent. Den listades på Londonbörsen. Intresset för obligationen var stort och den hade ett bud på 1,25 miljarder kronor. De institutioner som tecknade hela emissionen var Storebrand/SPP, Andra AP-Fonden, Nordea Bostadsobligationsfond, SEB Företagsobligationsfond Flexibel, Svenska Kyrkan, och Länsförsäkringar Västerbotten. I dag har även

Norrköping, Västerås, och Örebro emitterat sina första gröna obligationer till ett värde av totalt 2,6 miljarder kronor.

Stockholms läns landsting (SL) har emitterat tre gröna obligationer med ett totalt emissionsbelopp på 2,9 miljarder kronor. Syftet med emissionen var att finansiera projekt inom hållbar kollektivtrafik, hållbara byggnader, avfalls- och vattenhantering. Med hjälp av emissionskapitalet har SL finansierat projekt som Roslagsbanans utbyggnad, ny- och ombyggnation av Södertälje sjukhus samt Nya Karolinska Sjukhuset i Solna. Stockholms stad tillsammans med Fortum emitterade två gröna obligationer maj 2015 till ett värde av 2,5 miljarder kronor där emissionskapitalet ska finansiera förnybar och återvunnen fjärrvärme, fjärrkyla, och elproduktion.

Det kommunalägda kreditmarknadsbolaget **Kommuninvest** har i skrivande stund emitterat tre gröna obligationen. Den första obligationen emitterades mars 2016 om 600 miljoner dollar, den andra gavs ut i oktober 2016 med ett emissionsbelopp på 5 miljarder kronor och den tredje på 500 miljoner dollar i maj 2017. Syftet med Kommuninvests gröna obligationer är att stödja utlåning till gröna investeringsprojekt.

Investeringsprojekten måste tillhöra någon av Kommuninvests ramverks åtta projektkategorier och uppfylla fördefinierade hållbarhetskriterier.

Figur 7.9 Kommuninvests projektkategorier



Källa: Kommuninvest.

Berättigade projektkategorier

- Förnybar energi (definieras som vindkraft, solenergi, vattenkraft, geotermisk energi och bioenergi samt biogas från avfall)
- Energieffektivisering inom huvudsakligen fossilbränslefria energisystem (definieras som fjärrvärme, -kyla, återvunnen energi, energiförvaring och smarta nät)
- Gröna byggnader och energieffektivisering
- Kollektivtrafik (definieras som tåg, tunnelbana, spårvagn, bussar och infrastruktur till stöd för kollektivtrafik)
- Avfallshantering
- Vattenhantering (definieras som vatteninfrastruktur, hantering av avloppsvatten och vattenrening)
- Anpassningsåtgärder i byggnader, infrastruktur och känsliga omgivningar
- Miljöåtgärder (definieras som naturvård, biologisk mångfald, hållbart jordbruk och förbättrade ekosystemtjänster).

De hållbarhetskriterier som alla projekt måste uppfylla är att främja övergången till ett klimattåligt samhälle med låga utsläpp, ingå i det systematiska miljöarbetet i den sökande kommunen eller landstinget/regionen, vara förenliga med Sveriges miljömål eller regionala miljömål, och ha som mål antingen en minskning eller anpassning till klimatförändringen, eller vara ett projekt som handlar om miljöhantering inom andra områden än klimatförändring.

Kommuninvest har ett eget ramverk som beskriver styrningen och verksamhet med grön utlåning och grön upplåning, med utgångspunkt från GBP:s fyra principer i huvudsak. GBP anger den övergripande riktningen och Kommuninvests ramverk utförandet på emittentnivå.

Medel som lånas upp via gröna obligationer matchas mot utlånade medel till gröna investeringsprojekt, dvs. portföljen av gröna lån. Matchningen sker på portföljbasis, där Kommuninvest åtar sig att den aggregerade volymen emitterade gröna obligationer aldrig ska överstiga beviljad grön utlåning.

Den information till investerare som blev nödvändig inför den första emissionen, utöver traditionell affär, var initialt ett omfattande arbete för att vidareutveckla investerarpresentation, utveckla grön investerarinformation på webbplatsen, samt utökat roadshowarbete under ett års tid för att informera om planerna för dedikerade gröna investerare. *Pre-marketing* inleddes våren 2015 och inkluderade även Kommuninvests traditionella investerarbas. Den då framtagna informationen uppdateras löpande. Investerarinformation inkluderar dessutom:

1. *Impact Report*. Årlig rapport som beskriver den förväntade miljö-/klimatnyttan hos de investeringar som finansieras med Gröna lån. Första rapporten publicerades i mars 2017.
2. *Assurance Report*. En årlig genomgång av externrevisorerna, som bekräftar för investerarna att de upplånade medlen använts på det sätt beskrivits, dvs. att de gröna lånen finns och att lånevolymer stämmer överens med vad som angivits i investerarkommunikationen.

Grön utlåning och grön obligationsutgivning anses ha inneburit flera fördelar i form av lägre upplåningskostnad, ökad investerarbas, positiv PR och erkännanden i olika sammanhang, bidrag till

stärkt (arbetsgivar)varumärke, och bidrag till ökad kund- och ägarnöjdhet. Upplåningsprogrammet har krävt mest resurser internt. Vissa externa kostnader tillkommer, framför allt diverse konsultkostnader och kostnader för ramverk som i sammanhanget varit relativt små. En *cost/benefit*-analys förväntas sannolikt landa i att grön upplåning är lönsamt, i alla fall för aktörer med stora upplåningsvolymmer.

Svensk Exportkredit AB emitterade en grön obligation i juni 2015 om 500 miljoner dollar med samma syfte som Kommuninvest, dvs. att stödja utlåningen till gröna projekt.

Som exempel kan också nämnas den amerikanska gröna obligationsmarknaden som mest består av delstatsobligationer – vilka utgör hälften av den marknaden – och de gynnas av skattefördelar i samband med emittringen. De största amerikanska delstatsobligationerna är emitterade i New York, Kalifornien och Massachusetts.

Gröna företagsobligationer har växt enormt de senaste tre åren från 200 miljoner 2013 till närmare 53 miljarder dollar 2016. **Vasakronan** emitterade världens första företagsobligation 2013 med SEB som emissionsinstitut. Vasakronan hade arbetat med hållbarhetsfrågor och miljöcertifiering av både byggprojekt och befintliga fastigheter sedan tidigare så själva processen att sätta upp ramverket var relativt snabb. Att välja att emittera en grön obligation motiverades också med att det skulle skapa positiv publicitet kring bolaget och att investerarbasen skulle breddas.

Vasakronan emitterar sedan maj 2017 gröna obligationer under ett nytt ramverk som är upprättat utifrån GBP:s riktlinjer. Det tidigare ramverket upprättades i samband med den första emissionen i november 2013 innan GBP:s riktlinjer publicerats. Då marknaden för gröna obligationer utvecklats mycket sedan de första emissionerna 2013 valde Vasakronan att uppdatera ramverket under 2017. Ramverket har en second opinion från Cicero med betyget *Dark Green* vilket är det högsta betyget på Ciceros skala.

Vasakronan har emitterat totalt 9,5 miljarder kronor sedan 2013 och antalet obligationer uppgår till 18 stycken. I vissa fall har utestående belopp i dessa obligationer utökats vilket gör att det totala antalet emissioner uppgår till 33 stycken. Vissa av obligationerna har förfallit eller köpts tillbaka helt eller delvist i förtid, vilket gör att det

utestående beloppet gröna obligationer uppgick till 6,5 miljarder kronor per den 23 augusti 2017.

Vasakronan har ett obligationsprospekt i den svenska och den norska marknaden där DnB, Danske Bank, SEB, Swedbank, Handelsbanken och Nordea är emissionsinstitut. Ledarbank för prospektet är SEB vilket innebär att de är ansvariga för den årliga uppdateringen av prospektet. Själva emissionsförfarandet för en grön obligation skiljer sig inte från en traditionell obligation.

I avtalet för en grön obligation framgår det att pengarna används till de investeringar som är specificerade i bolagets ramverk för gröna obligationer. Obligationen listas även på börsens lista för gröna obligationer och får en märkning i Bloomberg där det står att det rör sig om en grön obligation. Vid emissionen krävs ingen speciell information till investerarna utöver att den är just grön. Uppföljningen till investerare om vilka projekt och fastigheter som finansierats med gröna obligationer görs årsvis i en investerarrapport som publiceras i samband med att årsredovisningen släpps.

En av erfarenheterna är att det inte är någon högre kostnad för att emittera en grön obligation än en vanlig obligation. Kostnaderna kring gröna obligationer kommer från den arbetstid som går till att upprätta ett ramverk samt en årlig investerarrapport och att sammanställa data till denna. Kostnaden för att låta Cicero, eller annat second opinion-institut granska ramverket är också relativt liten.

Det har visat sig vara många fördelar för Vasakronan med att emittera gröna obligationer. Då efterfrågan på gröna obligationer är högre än för bolagets vanliga obligationer har det vid vissa tillfällen gått att emittera gröna obligationer till en lägre ränta än vanliga obligationer. Då Vasakronan är den största aktören bland bolag på den svenska kapitalmarknaden har de ökade antalet investerare minskat företagets finansieringskostnader. De gröna obligationerna har varit ett sätt för bolaget att förmedla sitt hållbarhetsarbete vilket gett mycket positiv publicitet. Det finns även många positiva effekter internt då delar av företaget som inte arbetat tillsammans tidigare får förståelse för vilka positiva effekter miljöarbetet kan få.

Investerabasen för gröna obligationer är väldigt bred och består av bl.a. AP-fonder, räntefonder, kommuner, regioner, försäkringsbolag och pensionsförvaltare. Allt mer kapital allokteras till gröna obligationer och det startas flera fonder vilka enbart investerar i gröna obligationer. För Vasakronan har de gröna obligationerna

medfört att bolaget fått många nya investerare som inte köpt bolagets obligationer tidigare. Antalet investerare uppgår till totalt 57 investerare, varav 41 stycken är nya och inte köpt bolagets obligationer tidigare.

I takt med att samtliga fastigheter miljöcertifieras i beståndet och energianvändningen sänks kommer hela skuldportföljen på 59 miljarder kronor kunna ställas om till grön finansiering. Vasakronan har i dagslägen 83 procent av beståndet certifierat och 15 procent av skulden i gröna lån eller gröna obligationer. Utöver de gröna obligationerna har Vasakronan lån med Nordiska- och Europeiska investeringsbanken som likt de gröna obligationerna finansierar projekt med hög miljöprestanda.

Efter Vasakronans emission har allt fler svenska företag emitterat gröna obligationer, mest fastighetsbolag. Toyota emitterade en grön företagsobligation som var riktad mot transport under 2014. Den obligationen var en s.k. *asset back security* i avsikt att finansiera elektriska- och hybridfordonsprojekt.

Under 2016 emitterade Apple sin första gröna obligationer på 1,3 miljarder dollar i emissionsbelopp. Syftet med Apples emission var att finansiera utvecklingen av gröna anläggningar, produkter och logistikkedja (*supply chain*) inom den egna verksamheten.

När det gäller finansiella institutioner var SBAB och SEB bland de första svenska finansiella institutionerna att emittera gröna obligationer. **SBAB** emitterade sina två första gröna obligationer juni 2016 med ett emissionsbelopp på 1 miljarder vardera. Kupongränta på dessa två obligationer är 0,321 respektive 1,048 procent (rörlig resp. fast ränta) och de har en löptid på 5 år. **SEB** emitterade sin första gröna obligation i februari 2017 med ett initialt emissionsbelopp på 500 miljoner euro, vilket motsvarar ungefär 4,47 miljarder kronor. Det var då den största svenska gröna företagsobligationen med en löptid på fem år och kupongränta 0,3 procent. Nordea och Swedbank har också emitterat för motsvarande belopp under 2017.

Sveaskog är ett exempel på en emittent av gröna obligationer som är verksam inom skogsindustrin. Sveaskog är Sveriges största skogsägare och ägde i skrivande stund cirka 14 procent av Sveriges skogar. All skog i Sveaskogs ägo är FSC-certifierad. Därmed kan tillgångarna i skog finansieras via gröna obligationer. Sveaskog har enligt uppgift till utredningen som mål att deras obligationsfinansiering till 100 procent ska ske via gröna obligationer.

Sveaskog är dessutom på god väg att uppnå sitt mål. Sveaskog emitterade sin första gröna obligation i mars 2016. Drygt två år senare, den 4 december 2017, hade Sveaskog en utestående volym av gröna obligationer på två miljarder kronor. Gröna obligationer utgjorde därmed en andel på 25 procent av deras totala obligationsupplåning på åtta miljarder kronor.

Sveaskog som emitterande skogsföretag fyller en viktig funktion i att diversifiera marknaden för gröna obligationer. Största andelen gröna obligationer finansierar energiproduktion, energieffektivisering och hållbara transporter. Andelen gröna obligationer som finansierar hållbar markanvändning uppgår till endast några få procent. Om andel gröna obligationer som finansierar hållbar markanvändning ökar skulle möjligheterna för investerare att diversifiera sina gröna obligationsportföljer också öka. Det skulle i sin tur göra tillgångsslaget mer attraktivt och bidra till en bättre riskspridning.

Sveaskog spelar alltså en viktig roll och visar med sin målsättning och ambition att det finns potential till hållbart brukande av Sveriges skogar samt att denna verksamhet kan finansieras via gröna obligationer.

7.8 Tänkbara framtida investeringar

Utredningen har i detta kapitel argumenterat för att det är olämpligt att specificera mer detaljerat vilka typer av investeringar som lämpar sig att finansieras via gröna obligationer eftersom kunskapen och åsikterna om vad som är hållbart ändras över tid. Med det sagt kommer utredningen här ändå mycket kort lista exempel på framtida projekt som är aktuella i debatten och som i närliggande tid möjligen skulle kunna finansieras via gröna obligationer. Utredningen betonar att den inte utfört någon värdering av dessa projekts miljö- och klimatmässiga hållbarhet. Det kan vara så att dessa projekt inte alls bedöms som lämpliga när de väl ska finansieras. Projektens lämplighet beror också på hur de genomförs och vilka utsläpp som orsakas under byggnation. Exempelen utgår från de erfarenheter utredningen skaffat sig under utredningstiden och baseras på vilka sektorer som orsakar de största utsläppen av växthusgaser i Sverige.

Exempel på projekt är byggandet av höghastighetsbanan Stockholm–Göteborg och Stockholm–Malmö samt tillhörande inve-

steringar i form av bl.a. höghastighetståg³⁰; upprustning av befintliga tåg och investeringar av nya konventionella tåg i närtid³¹; förbättrad järnvägsförbindelse Stockholm-Oslo³²; byggandet av nya städer i Sverige³³; och investeringar i hållbart jord- och skogsbruk³⁴.

Om dessa investeringar skulle komma att genomföras, och om de då bedöms som miljö och klimatmässigt hållbara, skulle de sett till den information vi har i dag kunna vara lämpliga att finansieras via gröna obligationer. Om så sker har de potential att täcka en stor del av den utbudsbrist som i dag finns på marknaden för gröna obligationer.

³⁰ Delrapport från Sverigeförhandlingen: Höghastighetsjärnvägens finansiering och kommersiella förutsättningar (SOU 2016:3). Investeringsbehovet för byggandet av höghastighetsbanan skattas till 230 miljarder kronor och SJ skattar investeringsbehovet i höghastighetståg till 13 miljarder kronor.

³¹ SJ redan beslutade och pågående investeringar på totalt nio miljarder kronor. Sådana investeringar finansieras redan i dag via NIB:s gröna obligationer: www.nib.int/loans/agreed_loans/449/sj_ab, tillgänglig den 16 december 2017.

³² Trafikverket (2017), Åtgärdsvalsstudie: Förbättrad tillgänglighet inom stråket Stockholm–Oslo, 30 november 2017. Investeringsbehovet skattas till mellan 48 och 58 miljarder kronor.

³³ Delredovisning av Uppdrag att samordna större samlade exploateringar med hållbart byggande (N2017/04516/PBB).

³⁴ Investeringar kommer behövas för att uppfylla den s.k. livsmedelsstrategin (prop. 2016/17:104, 2016/17:MJU23). Inom ramen för livsmedelsstrategin och den ökande svenska befolkningen ser Lantmännens Riksförbund ett investeringsbehov på mellan 60 och 70 miljarder kronor till 2030.

8 Möjlighet till statligt engagemang i gröna obligationer

Utredaren får enligt sina direktiv lägga fram ett förslag på svensk statlig emission av gröna obligationer. Förutsättningar för förslag är att en sådan emission är förenlig med budgetlagens utformning, en effektiv statsskuldsförvaltning och är kostnadsneutralt.

Det är utredningens uppfattning att den enskilt starkaste främjandeåtgärden för en grön obligationsmarknad vore ett statligt engagemang i densamma. Utredningen väljer därför att inkludera ett sådant förslag (8.2). För att bilda en bakgrund ges först en genomgång av de statliga emissioner som utförts i Polen, Frankrike och Fiji (8.1). Kapitlet avslutas med en diskussion om en alternativ utformning jämfört med att ge Riksgälden uppdraget att emittera en svensk statlig grön obligation (8.3), samt ett förslag avseende de statliga bolagens investeringsbehov (8.4).

8.1 Statliga ramverken för emission av gröna obligationer

I skrivande stund har tre stater emitterat gröna obligationer nämligen Polen, Frankrike och Fiji. Alla tre stater har upprättat ett ramverk för emission av gröna obligationer enligt GBP. Dessa ramverk har publicerats officiellt på respektive stats hemsida.^{1, 2, 3} Ramverken följer GBP:s fyra pelare och innehåller information om:

¹ The State Treasury of the Republic of Poland, represented by the Minister of Development and Finance: Green Bond Framework, den 5 december 2016, www.finance.mf.gov.pl/documents/766655/c7ef4509-80ee-41e6-8dca-084250f63b6b, tillgänglig den 13 december 2017.

1. vilka investeringar, eller i staternas fall anslag, som är godkända för att finansieras via deras gröna obligationer,
2. process för utvärdering och val av godkända investeringar,
3. hur emissionslikviden ska spåras och förvaltas, samt
4. rapportering av emissionslikvidens användning som frekvens och vilka indikatorer som ska användas.

De statliga ramverkens struktur är därmed identisk med i princip alla andra emittenter av gröna obligationers ramverk. Samtliga stater har erhållit andrahandsutlåtande på sina ramverk utförda av oberoende externa tredjepartsgranskare, privata sådana. Frankrike har fått sitt ramverk utvärderat av Vigeo Eiris⁴ och Polen samt Fiji har fått sina ramverk utvärderade av Sustainalytics^{5 6}.

Av de statliga emissionerna av gröna obligationer har Frankrikes fått mest uppmärksamhet även om Polen var först. Det beror troligtvis på att deras initiala emission uppgick till sju miljarder euro samt att Frankrike i övrigt varit drivande i arbetet att få till ett klimatavtal och att ställa om till en hållbar ekonomi. Detta avsnitt kommer främst fokusera på det franska ramverket eftersom det anses vara det mest genomarbetade samt att Frankrikes statsbudgetprocess anses ligga närmare Sveriges jämfört med Polens och Fijis.

² République Française: Framework for the Green OAT, den 10 januari 2017, www.aft.gouv.fr/documents/%7BC3BAF1F0-F068-4305-821D-B8B2BF4F9AF6%7D/publication/attachments/25562.pdf, tillgänglig den 13 december 2017.

³ The Republic of Fiji represented by the Attorney-General and Minister for Economy, Public Enterprises, Civil Service and Communications: Green Bond Framework, oktober 2017, www.rbf.gov.fj/getattachment/b19a81cf-4179-49c7-8667-579b7c7bf166/Fiji-s-Green-Bond-Framework-October-2017.pdf?lang=en-US, tillgänglig den 13 december 2017.

⁴ Vigeo Eiris andrahandsutlåtande på den franska statens ramverk, den 27 december 2016, www.aft.gouv.fr/documents/%7BC3BAF1F0-F068-4305-821D-B8B2BF4F9AF6%7D/publication/attachments/25557.PDF, tillgänglig den 13 december 2017.

⁵ Sustainalytics andrahandsutlåtande på den polska statens ramverk, den 5 december 2016, www.sustainalytics.com/sites/default/files/green_bond_opinion_poland.pdf, tillgänglig den 13 december 2017.

⁶ Sustainalytics andrahandsutlåtande på den fijianska statens ramverk, den 17 oktober 2017, www.sustainalytics.com/wp-content/uploads/2017/10/Republic-of-Fiji-Green-Bond-Opinion_final.pdf, tillgänglig den 13 december 2017.

8.1.1 Godkända investeringar för finansiering via de statliga gröna obligationerna.

Staterna täcker ett brett spektrum gällande godkända hållbara investeringar eftersom de har ett brett verksamhetsområde. Både klimatinvesteringar och miljöinvesteringar ingår. Klimatinvesteringarna består av kategorier som produktion av förnybar energi, energieffektivisering och mer hållbara transporter som kollektivtrafik. Även investeringar för att anpassa samhället till klimatförändringar ingår i Fiji och Frankrikes ramverk. Miljöinvesteringarna består av kategorier som reduktion av föroreningar, rening av förorenad mark, hållbar vattenhantering, rening av spillvatten, hållbar avfallshantering, hållbart jord- och skogsbruk inklusive beskogning och återvinning.

Stater finansierar utgifter

Investeringar i staternas fall handlar i regel om utgifter för miljö- och klimatomfattiga åtgärder samt investeringar i infrastruktur. Till skillnad från bl.a. företagssektorn är att det rör sig om utgifter vars primära syfte inte är att skapa direkt monetär avkastning utan snarare en samhällsekonomisk vinst. På längre sikt borde emellertid utgifterna i syfte att ställa om till en hållbar ekonomi betala sig bättre än att inte ta utgifterna och stanna kvar i en ohållbar ekonomi.

Utgifter typiska för stater är t.ex. olika former av skattelättnader och subventioner för t.ex. investeringar i energieffektivisering av byggnader, köp av elbilar eller beskogning. Infrastrukturinvesteringar kan vara i form av järnväg, infrastruktur som möjliggör ett generationsskifte inom transportsektorn som t.ex. byggandet av laddstolpar för elfordon, anläggningar för förnybar energiproduktion i de fall sådana är i statlig ägo, infrastruktur för anpassningar till klimatförändringar som översvämningsskydd m.m.

Individuell karaktär på de statliga ramverken

Alla tre ramverk täcker in ett brett spektrum av i stort sett samma kategorier, men ramverken har ändå sina individuella särdrag. Frankrike har ett större fokus på forskning och utveckling än de

andra två. Det handlar om forskning och utveckling av förnybara energikällor, mer energieffektiva transporter, hållbart utnyttjande av naturresurser, sätt att övervaka och reducera utsläpp av föroreningar samt system för att övervaka klimatförändringar. Som ett svar på detta tydliggjordes möjligheten att finansiera forskning och utveckling i GBP 2017 genom ett tillägg i pelare 1 om emissionslikvidens användning (den tidigare lydelsen är av utredningen fritt översatt från GBP 2016, den nya lydelsen är hämtad ur den svenska översättningen av GBP 2017 per den 12 december 2017):

Tidigare lydelse

Grundtanken med en grön obligation är att de medel som erhålls genom obligationen ska användas till miljöprojekt vilket bör beskrivas på lämpligt sätt i värdepapprets juridiska dokumentation.

Lydelse GBP 2017

Grundtanken med en grön obligation är att de medel som erhålls genom obligationen ska användas till miljöprojekt (*inklusive andra relaterade och stödjande utgifter, till exempel forskning och utveckling*), vilket bör beskrivas på lämpligt sätt i värdepapprets juridiska dokumentation.

Polen har ett tydligare fokus på hållbar förvaltning av naturresurser som hållbart jord- och skogsbruk, underhåll av nationalparker samt rening och återställning av förorenad mark.

Som en ö-stat i Stilla havet har Fiji i större utsträckning blivit utsatt för de konsekvenser klimatförändringarna hittills haft i form av extremväder. Fiji har i sitt ramverk därför ett större fokus på investeringar i åtgärder för att anpassa samhället till klimatförändringar.

Exkluderade investeringar

Frankrike och Polen har förutom sina listor på godkända investeringar dessutom specificerat investeringar som inte är tillåtna att finansieras via de gröna obligationerna.

Frankrike har en mer övergripande lista om att man har som mål att emissionslikviden inte ska gå till någon form av aktivitet som har

med kärnkraft att göra, försvarsutgifter och utgifter som i huvudsak är relaterade till fossilt bränsle.

Polen har en mer detaljerad lista vilket omfattar utgifter för förbränning av fossilt bränsle för energiframställning eller transport, järnväg dedikerad till att transportera fossilt bränsle, kärnkraft, palmolja, oljeproduktion, vapen, alkohol, spel och lotteri, vuxenunderhållning, storskaliga vattenkraftsanläggningar, infrastruktur för transmission av el där mer än 25 procent är framställt genom fossilt bränsle och att framställa energi med delvis biomassa i kolkraftverk.

Många privata emittenter har också listor eller exempel på investeringar som inte är tillåtna, oftast handlar det om investeringar som har med förbränning av fossilt bränsle att göra. Eftersom emittenter redogör för godkända investeringar tar de genom listor på exkluderade investeringar ett mer tydligt och aktivt avståndstagande mot viss verksamhet. Som vi ser i de statliga ramverken handlar exkluderingslistorna inte enbart om miljö- och klimat utan också sociala aspekter när det kommer till kategorier som t.ex. produktion av vapen och alkohol.

8.1.2 Process för utvärdering och val av investeringar

I alla de statliga ramverken har något eller några statliga organ eller departement fått till uppgiften att identifiera, utvärdera och välja de utgifter och investeringar i statsbudgeten som överensstämmer med kriterierna och listan över godkända investeringar i ramverket. Fokus i avsnittet kommer att ligga på det franska upplägget eftersom det anses vara det mest detaljerade, samt därför att Frankrikes organisation och processer är mest lik de svenska. De andra staterna har liknande upplägg men med en något annan uppsättning av statliga organ beroende på hur deras statsapparater är organiserade.

I Frankrike är det finans- och miljödepartementen som leder arbetet med att identifiera och utvärdera utgifter i statsbudgeten godkända att finansieras med de statliga gröna obligationerna. Till sin hjälp har de en arbetsgrupp bestående av dem själva, lantbruks- och forskningsdepartementen samt premiärministerns kansli. Varje departement ansvarar för att identifiera potentiella godkända investeringar inom sina utgiftsområden. Den slutgiltiga valideringen står finans- och miljödepartementen för.

Utgifterna väljs av parlamentet ur redan beslutad budget för innevarande eller föregående år, sett till vilket år emissionen sker. Alltså finansierar de franska gröna statsobligationerna utgifter som redan betalats ut året innan emission eller där beslut finns att de ska betalas det år emissionen sker.

Arbetet med att välja ut godkända projekt skapar en utgiftsram inom vilken den franska staten kan emittera gröna obligationer. Eftersom utgifterna redan har betalats föregående budgetår eller beslut fattats om att de ska betalas innevarande budgetår är det tåmligen säkert att ramen inte ändras alltför mycket under innevarande budgetår.

8.1.3 Förvaltning av emissionslikviden

Finansdepartementet har fått i uppgift att förvalta och spåra emissionslikviden och utgifterna till godkända investeringar. Som nämnts finansierar de franska gröna statsobligationer utgifter från föregående och innevarande år. I ramverket finns det kriterier för fördelning av emissionslikviden. Finansdepartementet har i uppgift att se till att:

- mer än 50 procent av emissionslikviden går till utgifter i innevarande- eller framtida års budget, och
- att full transparens mot investerarna ska råda gällande användningen av emissionslikviden.

Frankrike har tagit med möjligheten för att även finansiera framtida års utgifter. Utgifter från föregående- och innevarande års budget ska emellertid prioriteras. Skulle inte de utgifterna räcka till för att täcka emissionslikviden kan utgifter i framtida års budgetar användas. Ramverket innehåller ingen begränsning för hur långt fram i tiden som allokeringen av emissionslikviden kan skjutas. På så sätt har den franska inga åtaganden om när emissionslikviden ska allokeras och är därför inte på något sätt begränsade i sitt framtida budgetarbete.

Frankrike tillämpar en viss odefinierad buffert inom utgiftsramen för att parera osäkerhet i utfallet för utgifter under innevarande budgetår. På så sätt reduceras sannolikheten att allokering av obligationslikviden måste skjutas upp till framtida budgetår.

Variation i utgifter kan uppstå när utfallet av t.ex. subventioner mot konsumenter inte är helt säkert. Det kan t.ex. handla om att färre husägare än förväntat väljer att utnyttja någon subvention för energieffektivisering under det innevarande budgetåret. Ett sådant utfall leder till ett minskat utrymme för emission av gröna obligationer.

I slutet av budgetåret ska Agence France Trésor (AFT), motsvarande svenska Riksgäldskontoret, redovisa vilka sektorer som emissionslikviden har allokerats samt om det rör sig om utgifter gjorda föregående-, innevarande- eller framtida budgetår. Andelen av emissionslikviden som allokerats till innevarande och eventuellt framtida budgetår ska redovisas. Detta handlar om övergripande rapportering av allokeringen och inte om detaljerade indikatorer för miljö- och klimatprestanda. Det framgår inte varför denna rapportering ligger på AFT, men det har troligtvis något att göra med hur den Franska statslåne- och budgetapparaten är organiserad.

Det handlar alltså om en redovisningsövning som går ut på att redovisa godkända utgifter till ett belopp som motsvarar emissionslikviden. Därmed anses den statligt gröna obligationen vara fullt allokerad.

Rent praktiskt går emissionslikviden in i statskassan precis som likviden från vilken statsobligation som helst. För att förtydliga bokförs inte emissionslikviden på något specialkonto eller öronmärks för specifika utgifter. Det franska tillvägagångssättet skiljer sig från Polen och Fiji som båda placerar emissionslikviden på ett speciellt konto.

GBP 2017 reviderades gällande öronmärkning för att underlätta statliga emission av gröna obligationer. I princip togs kravet på öronmärkning bort. Detta gjordes genom ett tillägg i den tredje pelaren om förvaltning av emissionslikviden (den tidigare lydelsen är av utredningen fritt översatt från GBP 2016, den nya lydelsen är hämtad ur den svenska översättningen av GBP 2017 per den 12 december 2017):

Tidigare lydelse

Nettoemissionslikviden som erhålls genom gröna obligationer ska krediteras ett underkonto, flyttas till en delporfölj eller på

Lydelse GBP 2017

Nettoemissionslikviden som erhålls genom gröna obligationer, *eller motsvarande belopp*, ska krediteras ett underkonto, flyttas

annat lämpligt sätt bokföras. till en delportfölj eller på annat
lämpligt sätt bokföras.

8.1.4 Rapportering

Frankrike emitterade sin första gröna obligation 2017 och har därför i skrivande stund inte utfört någon rapportering. I ramverket framgår det att franska statens rapporteringen ska omfatta tre områden:

Allokering

Allokeringen av emissionslikvid som verifierats av extern revisionsfirma. Det handlar om till vilken typ av tillgångar, sektor, utgifter etc. som emissionslikviden allokaterats. Rapporteringen sker årligen fram tills dess att emissionslikviden allokaterats. Denna rapportering ska skötas av AFT. Rapporteringen är i linje med rekommendation i GBP.

Statsbudgetens utfall

Aktuella indikatorer för utfallet av arbetet för omställning till en hållbar ekonomi. Detta handlar om generella indikatorer om statsbudgetens direkta utfall. Den franska staten redovisar denna information på en dedikerad hemsida.⁷ Rapporteringen handlar alltså inte enbart om gröna obligationer utan om resultatet av alla insatser för en mer hållbar ekonomi som den franska staten valt att koppla till rapporteringen om sina gröna obligationer. Exempel på indikatorer är index för luftkvalitet och antalet hushåll som utnyttjat skatteincitament för att energieffektivisera sina bostäder.

⁷ www.performance-publique.budget.gouv.fr

Ex-post rapportering om de gröna obligationernas miljö- och klimatprestanda

Att rapportera ex-post om obligationens miljö- och klimatprestanda är i linje med rekommendation i GBP. Emellertid går Frankrike ett steg längre genom att tillsätta ett råd med oberoende experter för att utvärdera den franska emissionen och dess nytta. De två andra staterna som emitterat sköter rapporteringen ex-post internt.

Rapporteringen ska handla bl.a. om hur mycket utsläppen av växthusgaser har minskat, hur stora land- och vattenytor som skyddats för att främja biodiversitet, förbättrad luftkvalitet, etc. Rapporteringen ska ske under obligationens löptid och frekvensen anpassas beroende på sektor.

Gällande åtgärder för att minska klimatpåverkan ska reduktion av utsläpp av växthusgaser användas som indikator. Indikatorer för övriga sektorer som hållbart utnyttjande av naturresurser, biodiversitet, klimatanpassning, minskandet av föroreningar och återvinning ska utvecklas och anges inte i ramverket. Denna rapportering ska ledas eller övervakas av det s.k. Green Bond Evaluation Council (härmed kallat rådet).

Enligt ramverket ska rådet bestå av sex till åtta oberoende experter inom hållbar finans som sitter med en mandatperiod på tre år. I skrivande stund består rådet av sju experter och två observatörer. Rådets ordförande är Manuel Pulgar-Vidal, tidigare miljöminister i Peru samt president för FN:s klimatkonferens COP 20 och nuvarande chef för WWF Global Climate and Energy Practice. Bland de sju experterna återfinns två representanter från Sverige: Mats Andersson, tidigare VD för fjärde AP-fonden, och Thomas Sterner, professor i miljöekonomi vid Göteborgs universitet.⁸ Den första rapporten förväntas publiceras under 2018.

⁸ Övriga experter är Nathalie Girouard, Head of the Environmental Performance and Information Division of the Environment Directorate at the OECD; Ma Jun, Director of the Center for Finance and Development and Special Adviser to the Governor of the People's Bank of China; Karin Kemper, Senior Director for the Environment and Natural Resources Global Practice at the World Bank; Eric Usher, Head of the Secretariat of the United Nations Environment Program Finance Initiative.

Observatörer är Sean Kidney, co-founder and CEO of the Climate Bond Initiative; Nicolas Pfaff, Senior Director and Secretary to the Green Bond Principles, ICMA (International Capital Market Association).

8.1.5 Närmare om marknaden för gröna statsobligationer

Statlig emissionsvolym utgjorde elva procent av totalt global emitterad volym 2017 fram till den 31 juli. Fiji hade då ännu inte emitterat sin obligation på 100 miljoner Fijidollar vilket i skrivande stund motsvarade cirka 400 miljoner kronor. Inräknat är inte heller Frankrikes tredje emission på 1 miljard euro i december 2017. Marknaden för gröna obligationer kom till 2007 men det var först i slutet av 2016 som den första gröna statsobligationen emitterades. Staterna är därmed den sektorn som senast gick in på marknaden för gröna obligationer. Med stora emissioner från den franska staten under 2017 har deras andel växt snabbt. Nedan beskrivs Polen och Frankrikes emissioner närmare ur ett mer marknadsorienterat perspektiv.

Polen

Den första gröna statsobligationen emitterades av Polen i december 2016. Polen emitterade världens första gröna statsobligation den 12 december 2016. Obligationslikviden låg på 750 miljoner euro med en löptid på fem år. Den listades på Luxembourg Green Exchange (LGX).

Ramverket har granskats av Sustainalytics som har publicerat sitt andrahandsutlåtande på sin hemsida. Sustainalytics anser att investeringar enligt ramverket bidrar till Polen och EU:s mål om att reducera utsläppen av växthusgaser. Vidare anser de att ramverket är ett steg på vägen i att uppnå Agenda 2030 mål 7. Hållbar energi för alla, mål 13. Bekämpa klimatförändringen och mål 15. Ekosystem och biologisk mångfald. De anser även att ramverket är i linje med GBP samt att det är transparent, robust och legitimt.

Investerare med uttalat miljömässig hållbarhetsfokus köpte 61 procent av emissionen. Kapitalförvaltare var den största gruppen av aktörer och köpte 49 procent, följde gjorde banker på 22 procent, försäkringsbolag på 16 procent och centralbanker samt offentliga institutioner på sammanlagt 12 procent.⁹

⁹ Modern Investor (2016), *Poland issues world's first sovereign green bonds*, 13 december 2016. moderninvestor.com/news/poland-issues-world-s-first-sovereign-green-bonds/a978643 tillgänglig den 5 september 2017.

Geografiskt kom 27 procent av köparna från Tyskland och Österrike, 17 procent från Beneluxländerna, 15 procent från de nordiska länderna, 13 procent från Frankrike, 12 procent från Storbritannien och Irland, 8 procent från Polen och 4 procent från USA.

Polens emission har väckt viss diskussion gällande bl.a. *green-washing*.¹⁰ Polen värnar om sin kolindustri och har vid flera tillfällen motarbetat klimatarbetet i EU.^{11 12 13} Att större delen av Polens energiförsörjning är kolbaserad och kan vara en förklaring till deras handlande. Energi från kol stod för 84 procent av energiproduktionen i landet 2014.¹⁴ Att ställa om en så stor andel av energiproduktionen innebär höga kostnader jämfört med andra EU länder som inte är lika beroende av energiproduktion med fossila bränslen. Kolindustrin har också kommit att ses som en symbol för arbetarrörelsen i Polen vilket troligtvis påverkar det politiska sentimentet i landet.

Trots Polens tidigare agerande kommer investerat kapital i deras gröna obligation att hjälpa till i omställningen till en hållbar ekonomi vilket investerarna tog fasta på. Efterfrågan på obligationen var hög och den ursprungliga obligationsvolymen på 500 miljoner euro övertecknades tre gånger. Polen kunde därför höja emissionsvolymen till 750 miljoner euro.¹⁵

Polens gröna obligation kan indikera en ändring av deras inställning till klimatarbetet. Efter att ha blivit det första landet att emittera en grön statsobligation kan det politiskt ta emot att samtidigt motarbeta klimatarbetet i samma omfattning som tidigare. Polen har nu en image att tänka på. Det kan tänkas att deras emission av en

¹⁰ Financial Times (2017), *Sellers of green bond face a buyer's test of their credentials*, 25 maj 2017.

¹¹ Euractiv (2011), *Poland's EU commissioner in surprise climate denial move*, 23 juni 2015. www.euractiv.com/section/public-affairs/news/poland-s-eu-commissioner-in-surprise-climate-denial-move/ tillgänglig den 5 september 2017.

¹² Financial Times (2014), *Poland on course for battle on new EU climate change targets*, 1 oktober 2014. www.ft.com/content/4ec9373c-495e-11e4-8d68-00144feab7de tillgänglig den 28 december 2017.

¹³ Climate Home (2016), *Poland to back UN climate deal – if it can burn more coal*, 6 september. www.climatechangenews.com/2016/09/06/poland-to-back-un-climate-deal-if-it-can-burn-more-coal/ tillgänglig den 5 september 2017.

¹⁴ ISPI 2015, *Polish coal: enfant terrible of the EU climate policy*, 29 december 2015. www.ispionline.it/it/energy-watch/polish-coal-enfant-terrible-eu-climate-policy-14384 tillgänglig den 5 september 2017.

¹⁵ Modern Investor 2016, *Poland issues world's first sovereign green bonds*, 13 december 2016. <http://moderninvestor.com/news/poland-issues-world-s-first-sovereign-green-bonds/a978643> tillgänglig den 5 september 2017.

grön statsobligation gör att det uppstår mer intern diskussion kring klimatfrågorna i framtiden.

Frankrike

Näst efter Polen emitterade Frankrike en grön statsobligation den 24 januari 2017. Obligationslikviden uppgick till 7 miljarder euro med en löptid på 22 år. Vid emissionstillfället var det den dittills största gröna obligation som emitterats samt den med längst löptid, enligt franska statens finansförvaltare Agence France Trésor. Prissättningen av obligationen är i linje med den franska statens traditionella obligationer och kupongräntan ligger på 1,75 procent. Franska statens avsikt är att det statliga gröna obligationsprogrammet ska vara en del av deras ordinarie statsräntekurvan. Planen är att gröna obligationer ska ligga i löptidsspannet 15 till 25 år. Obligationen är listad på Euronext Paris.

Trots att Polen var först fick den franska emissionen ett betydligt större genomslag på grund av sin storlek och långa löptid. Frankrike har dessutom varit mer drivande i omställningen till en hållbar ekonomi. Tillsammans skapade dessa faktorer ett mer gynnsamt mottagande av Frankrikes emission jämfört med Polens.

Frankrike har tagit fram ett ramverk enligt vilket anskaffat kapital ska investeras. Ramverket finns publicerat på Agence France Trésors hemsida.

Ramverket har granskats av Vigeo Eiris och deras andrahandsutlåtande finns publicerat på Agence France Trésors hemsida. Vigeo Eiris anser att franska statens ramverk är i linje med GBP. Vidare anser de att de sex investeringsområdena i ramverket är i linje med Agenda 2030 mål 7. Hållbar energi för alla, mål 9. Hållbar industri, innovationer och infrastruktur, mål 11. Hållbara städer och samhällen, mål 12. Hållbar konsumtion och produktion, mål 13. Bekämpa klimatförändringen, mål 14. Hav och marina resurser och mål 15. Ekosystem och biologisk mångfald.

Sammanfattningsvis bedömer Vigeo Eiris att hela emissionen uppnår en rimlig garanti av hållbarhet. Det är den högsta nivån av tre möjliga i deras övergripande bedömningsskala¹⁶ vilket även innefattar

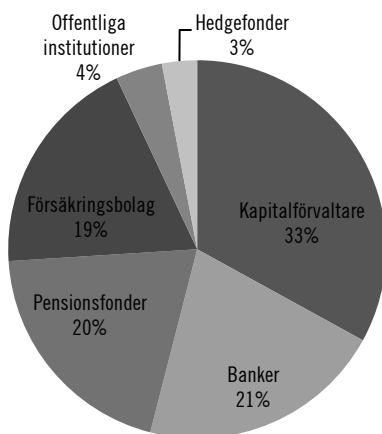
¹⁶ Vigeo-Eiris skala: *Level of Assurance: Reasonable, Moderate, Weak.*

en bedömning av Frankrike som emittent. Ramverkets hållbarhet bedöms vara robust, vilket är den näst starkaste bedömningsgraden i Vigeo Eiris bedömningsskala för miljö- och klimatmässig prestationsförmåga¹⁷.

Likt den polska blev även den franska obligationen övertecknad, mer än tre gånger. Emellertid övertecknas också de traditionella obligationerna i ungefär lika hög grad. Utmärkande var att emissionen lockade nya investerare och att den franska staten fick en bredare investerarbas för sin gröna obligation än vad de har för sina traditionella obligationer. Totalt uppgick orderboken till över 23 miljarder euro. Investerarnas typ och geografiska fördelning redovisas nedan i Figur 8.1 och Figur 8.2:

Figur 8.1 Fördelning typ av investerare i Frankrikes gröna obligation

Avser den initiala emissionen på 7 miljarder euro

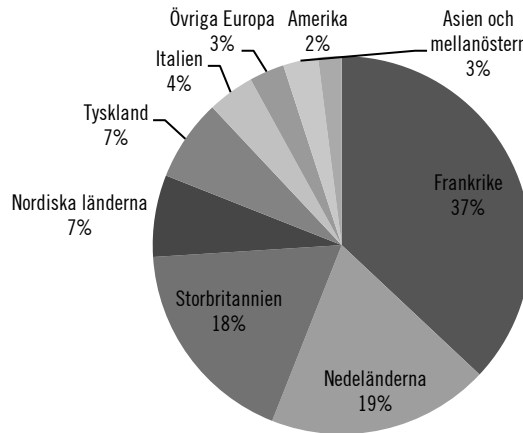


Källa: Societe Generale informationsblad: *Republic of France (Aa2/AA/AA/AAA) Inaugural Green OAT – EUR 7bn 1.75% June 2039 – 24th January 2017*.

¹⁷ Vigeo-Eiris skala: *Level of Performance: Advanced, Robust, Limited, Weak*.

Figur 8.2 **Geografisk fördelning av investerare i Frankrikes gröna statsobligation**

Avser den initiala emissionen på 7 miljarder euro



Källa: Societe Generale informationsblad: Republic of France (Aa2/AA/AA/AAA) Inaugural Green OAT – EUR 7bn 1.75% June 2039 – 24th January 2017.

Frankrike har tidigare meddelat att de planerar emittera gröna obligationer för 20 miljarder euro över den närmsta treårsperioden med start 2017.¹⁸ Redan i juni 2017 utökades den befintliga obligationen och ytterligare 1,6 miljarder euro anskaffades. I december emitterades ytterligare 1 miljard euro. Totalt uppgår därmed emitterat belopp till 9,6 miljarder euro och Frankrike är på god väg att uppfylla sitt mål.

8.2 En statligt emitterad grön obligation i Sverige

Förslag: Svenska staten ska som en främjandeåtgärd för marknaden för gröna obligationer ta fram ett ramverk och emittera gröna statsobligationer.

¹⁸ Bloomberg 2017, *France Seeks 20 Billion Euros for Green Projects in Bond Market*, 11 januari. www.bloomberg.com/news/articles/2017-01-11/france-seeks-20-billion-euros-for-green-projects-in-bond-market tillgänglig den 5 september 2017.

Bedömning: Att emittera statliga gröna obligationer är i stora delar möjligt och förenligt med gällande regler, men det finns vissa hinder med avseende på statens lånebehov, likviditeten för svenska statsobligationer och att en emission kommer innebära en mindre extra kostnad, allt annat lika. Bedömningen är att det kommer behövas ett politiskt beslut för att komma över dessa hinder.

Statlig emission skulle vara gynnsamt för att (i) skicka ut en viktig signal om hållbarhetsfrågans allvar, (ii) statlig närvaro hade gett marknaden ökad legitimitet, (iii) ha utgjort en referens för emission av gröna obligationer, (iv) göra gröna obligationer mer konventionellt och sänka tröskeln för andra emittenter att gå in på marknaden, (v) skapa räntebenchmark i svenska kronor på marknaden för gröna obligationer, (vi) möjliggöra ett mer integrerat arbete kring klimatmålen inom regeringskansliet, samt för att (vii) ge en möjlighet för investerare att flytta kapital från traditionella värdepapper till gröna.

Av utredningens direktiv framgår att, om förslag lämnas om en statligt emitterad grön obligation, ska ett sådant förslag ska vara förenligt med budgetlagens utformning, en effektiv statsskuldshöllning samt vara kostnadsneutralt. Utredningens bedömning är att så borde vara möjligt till största del. Nedan redovisas motivering bakom en statlig grön obligation samt exempel på hur en sådan skulle kunna utformas för att vara förenlig med budgetlagens utformning.

8.2.1 Motivering och förutsättningar för en svensk grön statsobligation

Utredningen har i sitt arbete behandlat frågan om en statlig emitterad grön obligation. I det sammanhanget konstaterar utredningen att ett stort antal av de intressenter som utredningen varit i kontakt med hävdar att ett främjande av marknaden väsentligen skulle underlättas av om svenska staten emitterade gröna obligationer. Skälet till detta är att marknaden är – och riskerar att förbli – liten med mindre än att stater engagerar sig som emittent.

Enligt utredningens uppfattning överstiger, för närvarande, efterfrågan på gröna obligationer vida utbudet och en förutsättning för att marknaden hållbart och varaktigt ska kunna etableras är enligt utredningens bedömning att ett antal nya och varaktiga emittenter deltar i marknaden. En förutsättning för att marknaden ska kunna etableras är således enligt utredningens uppfattning ett stort utbud och ett långsiktigt åtagande från emittenterna. Svenska staten skulle enligt utredningens uppfattning vara en viktig katalysator i marknadsutvecklingen.

En grön statsobligation har förutom att skapa bättre förutsättningar genom att bidra med utbud också andra egenskaper som skulle främja marknaden. Om staten emitterar en grön obligation sänds en tydlig signal ut att staten tror på tillgångsslaget vilket stärker marknads legitimitet. Osäkerheten skulle minska och det skulle göra tillgångsslaget mer konventionellt. På så sätt skulle tröskeln till marknaden sänkas och de emittenter som i dag övervägt men tvekar skulle med högre sannolikhet ta steget att emittera med alla positiva effekter det för med sig, se 6 kap.

Med en statligt grön obligation skapas en förbild och praxis om hur en grön obligation kan struktureras och rapporteras. Staten kan på så sätt påverka och driva på marknaden i sådan riktning man önskar att utvecklingen ska ske.

Vidare skulle en statligt grön obligation tillföra marknaden för gröna obligationer en riskfri referensränta och benchmark i svenska kronor mot vilken andra gröna obligationer skulle kunna prissättas. Sådan benchmark existerar redan i marknaden för euro och bedöms av utredningen utgöra en viktig funktion. En benchmark hade gynnat sekundärmarknadens funktionssätt vilket i sin tur hade gynnat primärmarknaden och bidragit till ökad emission.

Som alla andra emittenter hade staten också fått ett mer integrerat arbete kring hållbarhetsfrågorna. En emission av gröna obligationer innebär i regel ett ökat och mer integrerat samarbete hos emittenten kring miljö- och klimatomfattiga hållbarhetsfrågor.

Begränsningar i budgetlagen

Utredningen har dock under arbetet kunnat konstatera att det föreligger ett antal hinder i lagstiftningen som försvårar statens engagemang. Enligt budgetlagen (2011:203) är det inte möjligt att specialdestinera intäkter, vare sig intäkter eller upplåning, till särskilda ändamål. Budgetlagens bestämmelser syftar till att statens utgifter ska finansieras av skatteintäkter och upplåning endast ska användas för att hantera temporära likviditetsbehov, dvs skillnaden mellan in- och utbetalningar. Motivet för bestämmelserna är att riksdagen årligen ska kunna pröva statens inkomster och utgifter i ett sammanhang.

Sverige har ett litet lånebehov

Utredningen konstaterar att den svenska staten, till skillnad från ett antal andra europeiska länder, har ett litet eller negativt lånebehov (positivt budgetsaldo) och så har varit fallet under relativt lång tid. Till följd av att den svenska statsbudgeten i stort sett är i balans utgör den svenska upplåningen i princip bara refinansiering av emissioner som förfaller. Till följd av positivt budgetsaldo refinansieras inte ens alla förfall. Riksgälden, som svarar för svenska statens upplåning, emitterar därför mindre volymer i alla instrument.

Invändningar mot att emittera gröna statsobligationer

En invändning som framförts under utredningens arbete har varit att en statligt emitterad grön obligation skulle riskera att tränga undan statens nuvarande upplåning, såväl i svenska kronor som i utländsk valuta och att detta skulle ske i en situation där likviditeten i marknaden för statsobligationer över tid har försämrats. Ytterligare en invändning är att Riksgälden inte – inom nuvarande mandat och budgetlag – kan emittera gröna obligationer så länge dessa avser finansiering av specifika projekt, s.k. öronmärkning. Dessa argument analyseras närmare i följande avsnitt.

Inspiration från den franska modellen

Utredningen konstaterar att de tre staterna Frankrike, Polen och Fiji under 2016 och 2017 emitterat gröna statsobligationer. Den franska obligationen uppgår i skrivande stund till cirka 95 miljarder kronor.¹⁹ Notera att den franska statsskulden är betydligt större än den svenska vilket ger ett större absolut låneutrymme. Utredningen konstaterar efter konsultation med franska finansdepartementet, att de franska budgetreglerna i allt väsentligt överensstämmer med de svenska.

Mot bakgrund av ovanstående uppkommer frågan om det, med hänsyn tagen till budgetlagens restriktioner, är möjligt att emittera en svensk grön statlig obligation? Utredningens bedömer att detta är möjligt, exempelvis genom att följa den modell Frankrike valde i början av 2017.

För att kunna emittera i enlighet med de franska budgetlagarna lät regeringen budgeten fastställas av parlamentet. Därefter identifierades projekt och investeringar inom den antagna budget som uppfyllde kriterierna för godkända projekt i den franska statens ramverk för gröna obligationer. Den franska statens skuldförvaltning kunde därefter emittera motsvarande summa gröna obligationer. Det betyder att statsbudgetens utgifter finansieras på sedvanligt sätt men att de utgifter som klassificerats som gröna har möjliggjort att en ny typ av skuldinstrument har kunnat användas även om dessa utgifter i sig inte renderat något lånebehov. I praktiken går det inte att säga vilka utgifter som leder till ett lånebehov eller ej då lånebehovet uppstår när summan av statens inbetalningar är större än summan av utbetalningarna.

Den franska staten har som mål att deras gröna obligation ska ha samma karaktär som en vanlig icke grön obligation gällande handel, pris och likviditet. Den franska staten behöll därför en buffert i det utrymme man identifierat som möjligt att finansiera med gröna obligationer. Syftet är att fylla på emissionen om de ser att så behövs för att säkerställa handel, pris och likviditet.

Den externa merkostnad som emissionen av den franska gröna obligationen medförde uppgick till cirka 300 000 kronor, vilket kan

¹⁹ Franska statens initiala emission låg på 7 miljarder euro. Därefter har emissionen utökats med ytterligare 2,6 miljarder euro och uppgick i skrivande stund till 9,6 miljarder euro.

jämföras med en emission som i skrivande stund uppgick till cirka 95 000 000 000 kronor med en löptid på 22 år. Denna extra kostnad kan ses som en investering i att öppna en ny finansieringskälla och bredda investerarbasen. Det visade sig nämligen att efterfrågan på den franska gröna obligationen positivt avvek påtagligt från den traditionella bilden gällande antalet intresserade investerare.

Möjligheterna för Sverige i att emittera en grön statsobligation

Med tanke på det stora intresset för gröna obligationer och Sveriges mycket tydliga profil som ett föregångsland vad gäller hållbarhet kan det inte uteslutas att Sverige för närvarande skulle kunna emittera en grön statsobligation med villkor som är bättre än de för en traditionell obligation. Med andra ord skulle upplåningen eventuellt kunna bli billigare för staten och uppfylla kraven om bästa möjliga finansiering. Det är utredningens uppfattning att de merkostnader som uppkommer för verifiering etc. är försumbara med hänsyn till emissionernas storlek. Därutöver anser utredningen att om obligationen emitteras med samma villkor som en traditionell obligation skulle den marginella extra kostnad som det eventuellt skulle medföra, kunna betraktas som en investering i en breddad finansieringskälla. För i likhet med Frankrike antas efterfrågan se delvis annorlunda ut.

En svensk statlig grön obligation skulle också kunna bli en förebild för hur en grön obligation ska struktureras och rapporteras.

Slutligen skulle en statlig grön obligation kunna användas som ett redskap för att kommunicera de åtaganden som Sverige har enligt t.ex. Parisavtalet 2015 genom att synliggöra de åtgärder som vidtas via statsbudgeten.

Potentiella problem

Riksgäldens begränsade upplåningsbehov och bristande likviditet i svenska statsobligationer kan upplevas som ett bekymmer. Å andra sidan omsätter Riksgälden årligen obligationer till ett värde av cirka 40 miljarder kronor. Även om en grön obligation kan ges identiska egenskaper som en icke grön obligation, kan likviditeten påverkas eftersom det delvis är en annan kategori av investerare som köper

gröna obligationer. Dessa investerare har visat sig att i större utsträckning hålla obligationerna till förfall. En orsak till detta kan vara det begränsade utbudet av gröna obligationer samt att marknaden befinner sig i en speciell situation där centralbanker köper stora mängder värdepapper.

Obligationerna för 40 miljarder kronor emitteras inte vid ett tillfälle. Riksgälden delar upp totalt lånebehov och sprider ut emissionerna i sina befintliga obligationer över året. Syftet är att vara aktiv på primärmarknaden och underhålla befintliga obligationer så att priser kontinuerligt ställs på de svenska statsobligationerna.

Att ta en större summa av det årliga upplåningsbeloppet för att initialt emittera en större grön obligation skulle lämna mindre resurser kvar för underhåll av övriga obligationer.

Att emittera en grön statlig obligation eller inte är enligt utredningens uppfattning i slutändan en politisk fråga. Möjligheterna finns där, vilket emissionen i Frankrike i början av året har visat.

8.2.2 Förslag till hur statlig emission av gröna obligationer skulle kunna utformas

I detta avsnitt lägger utredningen fram förslag på hur en statlig emission skulle kunna utformas med inspiration av det franska ramverket som beskrevs inledande i detta kapitel. Hur stor andel av den svenska statsskulden som skulle kunna finansieras av gröna obligationer låter utredningen vara osagt. En sådan uppskattning kräver en djupare analys än vad som är möjligt inom ramen för denna utredning. Den svenska statsskulden är relativt låg vilket allt annat lika borde borga för att en relativt stor andel av den skulle kunna finansieras via gröna obligationer.

8.2.3 Klimatpolitiska rådet som ansvarig för framtagandet av statens ramverk för gröna obligationer

Statlig emission av gröna obligationer bör utföras i linje med den globala standarden GBP. Utredningen sammanfattande bedömning är att GBP fungerar bra för att standardisera marknaden för gröna obligationer och gröna obligationer bör emitteras enligt dess prin-

ciper. Det är därför viktigt att en svensk statlig emission i funktion som referens för övriga marknaden följer rådande marknadsstandard.

Enligt GBP ska ett ramverk tas fram vilket beskriver emittentens process för emission av gröna obligationer, se 5 kap. Vidare rekommenderar GBP emittenten att använda sig av extern granskning för att styrka att deras gröna obligationer uppfyller de viktigaste kriterierna i principerna. Utredningens föreslår att ålägga det Klimatpolitiska rådet uppgiften att leda arbetet med att ta fram den svenska statens ramverk för emission av gröna obligationer. Rådet har inrättats för att genomlys och kvalitetssäkra regeringens klimatpolitik och det uppdraget ger rådet en unik position att säkerställa ramverket gentemot budgetpropositionerna. Rådets ordförande har tidigare varit generaldirektör för Finansinspektionen, vilket borgar för kompetens om finansmarknader och finansiella instrument. Det skulle stå rådet fritt att i detta arbete etablera kontakt med lämpliga instanser (förslagsvis finansdepartementet och miljödepartementet) och tillsammans med dem strukturera ramverket.

Det franska ramverket skulle kunna utgöra en inspirationskälla till hur ett ramverk kan utformas. Det franska ramverket följer de fyra pelarna i GBP och är ett dokument på åtta sidor.²⁰

8.2.4 Riksrevisionen som oberoende granskare av statens ramverk

GBP rekommenderar emittenten att använda sig av extern granskning för att styrka att deras gröna obligationer uppfyller de viktigaste kriterierna i principerna.

De tre stater som i skrivande stund har emitterat gröna obligationer (Fiji, Frankrike och Polen) har alla anlitat en privat extern leverantör av andrahandsutlåtanden för att granska deras ramverk. Frankrike anlidade Vigeo Eiris och Fiji samt Polen anlidade Sustainalytics.

Att låta en privat aktör agera kontrollinstans för staten genom att granska och utvärdera statens ramverk kan te sig något märkligt och skulle av vissa kunna bedömas som olämpligt. Det är emellertid den för närvarande rådande praxisen på marknaden för gröna stats-

²⁰ Se kap. 5 för detaljerad beskrivning av de fyra pelarna i GBP.

obligationer, och det finns en viss trovärdighetsrisk i att inte följa marknadspraxis. Det går därför att argumentera för att svenska statens ramverket bör granskas av en oberoende tredjepart.

Ett möjligt alternativ skulle kunna vara att ge Riksrevisionen i uppdrag att granska ramverket. Riksrevisionen är en självständig myndighet under riksdagen och oberoende i förhållande till staten. Emellertid är sambandet med riksdagen ändå tydligt. Genom lagar bestämmer riksdagen om granskningsverksamhetens omfattning och inriktning. Riksdagen beslutar också årligen om de medel som behövs för Riksrevisionen verksamhet och prövar då resurstilldelningen i förhållande till de resultat som presenteras. Det är också riksdagen som utser myndighetens ledning – de tre riksrevisorerna.

Frankrike upplevde i sitt arbete att vissa investerare från tredje-land inte var helt övertygade om ett upplägg som gick ut på att deras motsvarighet till Riksrevisionen skulle granska statens ramverk. De beslutade därför att ge uppdraget till en extern privat aktör.

Med hänvisning till svensk myndighetstradition föredrar dock utredningen att uppdraget lämnas till Riksrevisionen i stället för en privat aktör. Vid framtagandet av ett ramverk bör kommunikation ske med marknaden så att de uppfattar ett sådant upplägg som trovärdigt.

8.2.5 Finansiering av redan beslutade utgifter för miljö- och klimatsatsningar

Utredningens förslag är att det Klimatpolitiska rådet får i uppgift välja ut lämpliga utgifter för finansiering via gröna obligationer. Likt för framtagandet av ett ramverk bör det stå Klimatrådet fritt att engagera de instanser de anser som nödvändigt för att utföra detta arbete. Det krävs emellertid ett visst förfarande för att detta ska vara förenligt med budgetlagen.

I likhet med det franska upplägget skulle staten inför en emission behöva utföra en inventering av miljö- och klimatomfattande hållbara utgiftsposter i föregående års budget och i en av riksdagen redan beslutad budget för året för emission. Dessa utgifter har gjorts föregående år och ska göras innevarande år oberoende av finansieringsform och är ej kopplade till någon specifik inkomst, utan har finansierats och ska finansieras via statens samlade inkomster.

En inventering skulle fastställa det utrymme som skulle finnas tillgängligt för emission av gröna obligationer. En viss marginal eller

buffert bör tillämpas för att ta höjd för oväntade fluktuationer i utgifter och eventuella ändringsbudgetar. Det franska ramverket tillåter att upp till 50 procent av emissionslikviden kan allokteras till föregående års budget, alltså till utgifter som redan är betalade och för vilka det inte finns någon osäkerhet i utfall. Denna andel har accepterats av marknaden och liknande skulle även kunna användas vid svensk emission.

Utredningen förslag är att Sverige först och främst finansierar innevarande års budget och med begränsning föregående års budget och om likvid blir över framtida budgetar. Finansieringarna bör ur ett additionalitetsperspektiv vara så aktuella som möjligt. Att allokeringen skjuts på framtiden bör undvikas för att ej skapa diskussion kring vad pengarna används till tills de allokteras.

Skulle oväntade händelser ske så att varken utgifterna för innevarande eller föregående år skulle räcka till för att täcka emissionslikviden, får allokering av resterande emissionslikvid helt enkelt räknas av mot utgifter året därpå eller budgetår längre fram i tiden. Det franska ramverket tillåter den franska staten att skjuta på allokeringen på obestämd framtid ifall utgifter i föregående och innevarande års budget inte skulle räcka till för att täcka emissionslikviden. Det har marknaden accepterat och det svenska ramverket skulle kunna innehålla samma sorts skrivning.

I GBP finns det ingen tidsgräns för när emissionslikviden måste användas. Det finns endast en rekommendation om att rapportering om emissionslikvidens allokering bör ske årligen till dess att hela emissionslikviden är allokerad. Allokering av emissionslikviden bör emellertid inte dra ut på tiden. Kravet i CBS om att emissionslikviden ska ha allokerats inom två år kan utgöra en referens för ungefär hur långt marknaden tålamod kan sträcka sig. Målet är emellertid att obligationsbeloppet ska täckas med de utgifter som gjorts året innan och görs samma år som obligationen emitteras.

Utredningen bedömer det som osannolikt att det skulle ske sådana händelser att en redan beslutad budget skulle ändras i sådan omfattning att emissionslikviden inte skulle kunna allokteras till utgifter i föregående års budget, innevarande års budget eller utgifter året därpå. Skulle sådana omfattande händelser inträffa har troligtvis marknaden förståelse för att allokeringen tar längre tid än förväntat. Lämnas ramverket öppet gällande framtida allokering likt det franska

har investerarna gjort ett val baserat på denna information och vet då att möjligheten finns att allokering kan skjutas på obestämd framtid.

När väl allokering av emissionslikviden skett är den gröna statsobligationen fullt finansierad. Nu kommer frågan till återfinansiering. Eftersom gröna statsobligationer finansierar utgifter är det inte lämpligt de refinansieras mot det utgiftsunderlag de emitterades mot vid första emissionstillfället. Utgifterna är betalade och det finns inga tillgångar kvar att refinansiera. Det betyder att den potentiella volymen av gröna statsobligationer styrs av utrymmet för hållbara utgifter i budgeten i kombination med obligationernas löptid. Om utgifterna är konstanta och löptiden ökar så ökar även utestående volym eftersom att utgifterna finansieras över längre tid.

8.2.6 Emission under befintligt lånebehov

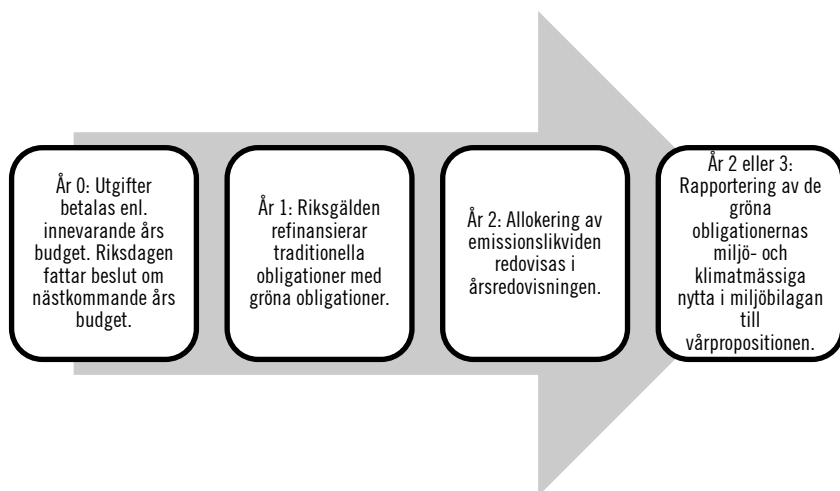
Regeln om ett överskottsmål för offentliga sektorns finansiella sparande på en tredjedels procent över konjunkturcykeln ska se till att svenska staten långsiktigt får en lägre statsskuld.

Trots att svenska staten inte ökar sin upplåning måste Riksgälden regelbundet refinansiera förfallande lån. Vid refinansiering skulle Riksgälden kunna benämna de nya obligationerna som gröna upp till det belopp som fastställts vid inventering av föregående års statsbudget och den beslutade statsbudgeten för innevarande år. De gröna obligationerna skulle kunna ha samma pris, samma egenskaper som de traditionella obligationer som förföll. Obligationen skulle ingå i Riksgäldens befintliga utestående stock av statsobligationer. För vidare diskussion se avsnitt 8.2.10.

8.2.7 Rapportering

Utredningens förslag är att det Klimatpolitiska rådet leder arbetet med rapportering av emissionslikvidens användning ex-post. För att få en bättre överblick över tidsförloppet för emissionsförfarandet och enklare kunna följa med i förslaget kring rapportering se Figur 8.3 nedan.

Figur 8.3 Tidsförlopp för emissionsprocessen



Enligt GBP bör emittenten sammanställa och upprätthålla lättillgänglig aktuell information om hur emissionslikviden används och uppdatera informationen årligen tills full allokering har skett och därefter vid behov i samband med viktiga händelser.

Förslagsvis sker rapportering om emissionslikvidens allokering i samband med årsredovisningen för emissionsåret. Det skulle innebära en redovisningsövning i att räkna ihop de faktiska utgifterna och stämma av dessa mot emissionslikviden från den gröna obligationen. Denna rapportering ska enligt GBP innefatta en lista över de projekt till vilka likviden från de gröna obligationerna har fördelats samt en kort beskrivning av projekten, de belopp som allokerats och deras förväntade nytta. I och med att utgifterna som obligationen finansierat, redan har betalats ut under det förra- och föregående år är rapportering om allokering därmed fullföljd. För ökad transparens kan den nu redan upprättade informationen om allokering utan ansträngning tas med i följande årsredovisningar tills dess att den gröna obligationen förfaller.

Verifiering av emissionslikvidens användning uppmuntras i GBP. Riksrevisionen granskar återkommande regeringens redovisning i Årsredovisning för staten. Det skulle därför vara lämpligt om de som oberoende myndighet specifikt skulle kunna verifiera redovisningen om allokering av emissionslikviden.

Vidare uppmuntrar GBP emittenter med möjlighet att redogöra för uppnådda miljö- och klimatomåttliga nytta (eng. *impact reporting*) att inkludera dessa i sin regelbundna rapportering. Rapportering om de gröna obligationernas miljö- och klimatomåttliga nytta kan förslagsvis ske i miljöbilaga som vartannat år ska bifogas till den ekonomiska vårpropositionen. Bilagan visar regeringens arbete för att nå Sveriges miljömål och lämpar sig väl för rapportering av obligationens nytta. Rapporteringen om de gröna obligationernas nytta bör ske till dess att obligationerna förfaller.

8.2.8 Kravet på öronmärkning har tagits bort från GBP

Budgetlagen tillåter inte att vissa inkomster öronmärks till vissa utgifter. I juni 2017 reviderades GBP för att bl.a. underlätta statlig emission av gröna obligationer. Ändringen ligger i att kravet om öronmärkning av emissionslikviden togs bort, se avsnitt 8.1.3. Enligt den nya skrivningen behöver det inte vara exakt pengarna från obligationen som allokeras. Det räcker med att redovisa ett belopp för miljö- och klimatomåttligt hållbara utgifter/investeringar som motsvarar den gröna obligationens emissionsbelopp. Därmed är kravet om öronmärkning av emissionslikviden borttaget och utgör i den meningen inte något hinder för statlig emission av gröna obligationer i linje med GBP.

Vidare bör emittenten redovisa vad för kategori av projekt och tillgångar pengarna kan investeras i, enligt GBP. Emittenten behöver emellertid inte i förväg redovisa exakt vilka individuella investeringar som ska göras. I stället kan emittenten, som i detta fall är staten, emittera en obligation och i rapporteringen ex-post redovisa vad pengarna har använts till. Alltså finns det inga krav i GBP om att i förväg binda upp staten för vissa specifika utgifter. Eftersom staten kommer finansiera redan betalda och redan beslutade utgifter är det emellertid möjligt att i förväg kommunicera en andel av de individuella projekt som obligationen är tänkt att finansiera.

8.2.9 Kostnader

Den samlade kostnaden för emission av en grön statsobligation är svårbedömd, speciellt gällande de interna kostnaderna. Utredningen har haft dialog med franska staten och ett större antal emittenter men ingen har kunnat specificera någon siffra på sina interna kostnader.

De interna kostnaderna skulle ligga i arbetstid för att ta fram ett ramverk som beskriver de processer och rutiner som tillämpas för att välja ut godkända miljö- och klimatmässigt hållbara utgifter. När ramverket är på plats skulle de löpande kostnaderna ligga i (i) inventering av miljö- och klimatmässigt hållbara investeringar i budgetpropositionen, (ii) rapportering i årsredovisningen om emissionslikvidens allokering och (iii) vartannat år rapportera om obligationernas miljö- och klimatmässiga nytta. Observera att när väl emissionslikviden är allokerad behövs det inte tas fram någon ny rapportering till årsredovisningen. För ökad transparens kan emellertid framtagna rapportering kopieras till nästkommande budgetproposition under obligationens löptid.

Det föreslagna uppdraget till Riksrevisionen kräver ett engångsanslag för att utvärdera det statliga ramverket. Vid antagande att marknaden för extern granskning av ramverk är perfekt konkurrensutsatt borde denna kostnad vara identisk med kostnaden för att anlita en oberoende tredjepart, se nedan. Löpande skulle de behöva anslag för att validera emissionslikvidens allokering i årsredovisningen.

Om bedömningen är att det statliga ramverket ska granskas av en oberoende tredjepart uppskattas kostnaden för ett andrahandsutlåtande till mellan 120 000 och 400 000 kronor beroende på leverantör och omfattning. Utvärdering av det franska ramverket kostade cirka 30 000 euro. Detta är en engångskostnad för utvärdering av ramverket under vilket ett oändligt antal obligationer kan emitteras.

En statlig emission av gröna obligationer skulle innebära merkostnader jämfört med att emittera en traditionell obligation. Som en investering i att främja marknaden för gröna obligationer bedöms dessa extrakostnader som små, speciellt på längre sikt. Även om det inte är att räkna med skulle en grön obligation dessutom kunna innebära en något lägre finansieringskostnad för staten. En viss rabatt i form av lägre ränta på i snitt 1,8 räntepunkter (0,18 procentenheter) har identifierats på marknaden av

BIS, se 4 kap. Existensen av en viss rabatt i form av lägre ränta har också verifierats av emittenter som utredningen haft kontakt med. Emellertid har inte CBI och IFC i en gemensam rapport kunnat dra samma slutsats. Om den svenska staten skulle lyckas tillgodogöra sig en viss rabatt skulle det troligtvis betala för alla extrakostnader samtidigt som marknaden gynnades av ett större utbud av gröna obligationer.

8.2.10 Möjlighantering för att minska likviditetsproblemet

Som tidigare beskrivits skulle emission av en statligt grön obligation ta resurser från att underhålla statens traditionella obligationer. Det är i skrivande stund problematiskt att upprätthålla likviditeten i de redan befintliga obligationerna. Om det då tillkommer ett tillgångsslag skulle likviditeten bli än mer ansträngd. Dessutom har investerare i gröna obligationer hittills visat en tendens till att hålla obligationerna till förfall vilket inte är gynnsamt för likviditeten.

Lösningen, om utrymme finns för att emittera en grön obligation i klimatanslagen i statsbudgeten, skulle kunna vara att helt ersätta en viss statlig obligation med en grön. Det finns i dag tre benchmarkobligationer som handlas i den elektroniska interbankhandeln av Riksgäldens återförsäljare. Obligationerna har två, fem respektive tio års löptid. Huvuddelen av Riksgäldens emissioner görs i den tioåriga benchmarkobligationen.

Den 10-åriga benchmarkobligationen skulle helt kunna ersättas med en grön sådan. Staten skulle alltså ha samma antal obligationer, samma utestående obligationsvolym och samma löptidsstruktur som tidigare. Vid ett sådant upplägg skulle det inte tillkomma någon ny obligation vid en ny löptid som tog resurser från de befintliga obligationerna. Inte heller skulle det bli så att den gröna obligationen skulle konkurrera med en traditionell med identisk eller närliggande löptid.

Som tidigare beskrivits finns det begränsade möjligheter att emittera en större grön statlig obligation. Det finns ett årligt upplåningsbehov på cirka 40 miljarder kronor vilket emitteras genom ett auktionsförfarande vid 20 tillfällen jämt fördelat under året i syfte att

underhålla befintliga obligationer.²¹ Alltså, när en ny 10-årig benchmarkobligation emitteras uppgår denna endast till ett par miljarder som sedan kontinuerligt fylls på.

Eftersom det handlar om en benchmarkobligation har Riksgälden emellertid ambition att snabbt bygga upp volymen. Det går till så att Riksgälden första dagen emitterar ordinarie auktionsvolym (f.n. 2 miljarder kronor) följt av fyra dagars byte där de byter in den gamla tioåringen och eventuellt någon till obligation med närliggande löptid. Målet är att vid introduktionen snabbt få ut totalt 20 miljarder kronor. Därefter auktioneras Riksgälden 2 miljarder kronor per tillfälle, framför allt i tio-års men även i två och fem år samt ibland i andra obligationer om marknaden efterfrågar det.

Detta upplägg skiljer sig från de stater som har emitterat gröna statsobligationer och som på ett bräde emitterat för ett större belopp. De stater som tidigare har emitterat har dessutom gjort så genom syndikalisering²² med tillhörande marknadsföring. Försäljning via syndikalisering är dyrare än dagens auktionsförfarande, enligt Riksgälden.

En emission enligt det auktionsförfarande som för närvarande är aktuellt i Sverige hade kunnat upplevas som något blekt rent storleksmässigt och skulle eventuellt inte ge samma signalvärde som en marknadsförd större emission. Om svenska staten skulle kunna tänkas acceptera en emission av en till att börja med ganska liten grön statsobligation hade marknaden troligtvis haft förståelse för Sveriges nuvarande skuldsituation och begränsade lånebehov. Vad som anses vara en liten emission kan diskuteras. Som beskrivits inledningsvis har Fiji framgångsrikt emitterat en grön obligation som uppgick till 400 miljoner kronor. Det ska ses i kontexten att Fiji är en betydligt mindre ekonomi än Sverige, men visar ändå på att obligationens absoluta belopp inledningsvis inte behöver spela så stor roll. Möjligheten finns också att i framtiden emittera en grön statsobligation om svenska staten skulle få ett ökat lånebehov.

Kvarstår gör problemet att en större andel investerare i gröna obligationer tenderar att hålla obligationen till förfall. Detta är troligtvis en konsekvens av det begränsade utbudet av gröna obligationer. Det innebär sämre likviditet och ett högre likviditetspremium. Om

²¹ Se 4 kap. för mer detaljerad beskrivning av obligationsmarknadens funktionssätt.

²² Ett flertal banker får i uppdrag att marknadsföra och sälja obligationen.

utbudet ökar borde sannolikt investerarna börja handla mer med tillgångsslaget. Detta sker som sagt inte förrän utbudet ökar och här har staten en möjlighet till att hjälpa marknaden genom att emittera stora volymer av statliga gröna obligationer. Om volymen inte blir tillräckligt stor för att få igång handeln skulle likviditeten kunna bli lidande. Vart denna gräns går är omöjligt att säga.

Om staten ökar utbudet av gröna obligationer finns det också risk för undanträngningseffekt. I dag får vissa emittenter en rabatt när de emitterar gröna obligationer p.g.a. att efterfrågan överstiger utbudet.²³ Om staten emitterar gröna obligationer kan de fylla en del av utbudsgapet och det blir möjligtvis inte lika gynnsamt för andra emittenter att emittera. En motverkande effekt är att likviditeten troligtvis ökar med ett ökat utbud och då sjunker likviditetspremien. Utredningen bedömer att undanträngningseffekten är begränsad. Rabatten är inget en emittent kan räkna med i dag och det är inte troligt att emittenter skulle sluta emittera för att den skulle försvinna.

Flera investerare har till utredningen rapporterat att likviditeten i gröna obligationer är lika bra eller högre än i traditionella obligationer sett till hur enkelt det är att avyttra dem på marknaden. Emellertid är det för statsobligationer som används i en mängd andra transaktioner inte endast likviditeten sett till avyttring som räknas, det är viktigt att det finns en viss omsättning och möjlighet att enkelt både köpa och sälja tillgångsslaget.

Samtidigt visar tidigare erfarenheter att fler investerare brukar vilja investera i gröna obligationer. Fler investerare borde allt annat lika innebära en bättre likviditet vid ansträngda situationer eftersom det finns potentiellt fler säljare och köpare av obligationen. Fler investerare borde öka sannolikheten för bättre likviditet och ett lägre likviditetspremium.

8.2.11 Överstatligt kontrollorgan

Utredningen har ovan diskuterat kring frågor som rör kontroll och validering av staters gröna obligationer. Ett förslag att överväga är att ett överstatligt organ som IMF ges en funktion som kontrollorgan.

²³ Se 4 kap. om prissättning av gröna obligationer.

Som diskuterats ter det sig något märkligt att privata aktörer ska agera kontrollinstans för staten. Emellertid är praxis för närvarande att privata aktörer granskar och utvärderar de statliga ramverken för emission av gröna obligationer.

Ett förslag till att undvika denna situation vore att ge Riksrevisionen i uppdrag att utvärdera och ta fram andrahandsutlåtande för statens ramverk. Att statens egen kontrollmyndighet skulle sköta granskningen kan emellertid uppfattas som olämpligt av aktörer från t.ex. tredje land som inte är insatta i det svenska regelverket. Dessutom skulle ett förfarande med att en stats egna kontrollorgan kontrollerar statens ramverk kunna upplevas som mindre trovärdigt för stater som inte har samma rigorösa regelverk och krav på oberoende som Sverige.

En lösning skulle möjligtvis kunna vara att låta ett överstatligt organ likt IMF granska och utvärdera staters ramverk för emission av gröna obligationer. Frågan om oberoende granskning skulle lösas och alla stater skulle utvärderas på ett likvärdigt och jämförbart sätt.

IMF har redan erfarenhet av att utvärdera och granska stater i andra sammanhang. IMF har därmed de rutiner och kompetens som skulle krävas för att även ta på sig rollen att utföra oberoende granskning av staters ramverk för emission av gröna obligationer. Möjligtvis skulle de behöva komplettera sin kompetens just på miljö- och klimatområdet.

Förutom att granska staters ramverk inför emission skulle IMF möjligtvis även kunna verifiera staters program för emission av gröna obligationer ex-post.

Denna möjlighet är emellertid något som måste analyseras vidare.

8.3 Statligt engagemang i gröna projekt – alternativa utformningar

Utredningen har ovan behandlat förutsättningarna och villkoren för att staten genom Riksgäldskontoret ska kunna emittera gröna obligationer. Utredningen har vidare diskuterat möjligheterna till alternativa utformningar på hur staten kan engagera sig i gröna projekt. Vidare har utredningen haft i uppdrag att inventera och belysa ett antal projektkategorier som skulle vara lämpliga att finansiera med hjälp av gröna obligationer, vilket diskuterats i 7 kap.

Utredningen har därför analyserat ett antal frågeställningar rörande hur sådana angelägna investeringar skulle kunna utformas för att underrätta såväl genomförandet som användningen av gröna obligationer.

8.3.1 OPS-utredningen

Kommittéen om finansiering av offentliga infrastrukturinvesteringar via skatter, avgifter och privat kapital (SOU 2017:13, ”OPS-utredningen”) har tidigare analyserat frågan om alternativa finansieringsformer. Kommittéens arbete var dock avgränsat till den statliga transportinfrastrukturen såsom statliga vägar och järnvägar. Även om kommittéen konstaterar att s.k. OPS-upplägg med statlig slutfinansiering inte är en fungerande metod för att undslippa att de offentliga finanserna belastas så innehåller kommittéens betänkande vissa förslag, även om kommittéen konstaterar att oaktat eventuella skillnader i finansieringskostnad och effektivitetsvinster, vanlig anslagsfinansiering är att föredra. Ett s.k. OPS-program i Sverige ska därför kunna motiveras med en ökad samhällsekonomisk effektivitet i investeringsverksamheten.

8.3.2 Angelägna investeringar – nya finansieringsformer

Utbyggnaden av den samhälleliga infrastrukturen har historiskt ansetts vara en uppgift för det allmänna. Oavsett om detta har gällt frågor som transportinfrastruktur som vägar, järnvägar, hamnar och flygplatser eller om det gällt områden som kraftförsörjning eller andra infrastrukturella investeringar.

Under en rad av år har dock en diskussion förevarit såväl nationellt som internationellt rörande det allmännas förmåga att kunna finansiera inte bara önskvärda och ibland nödvändiga projekt utan också de resurser som avsätts för drift, underhåll och reinvesteringar. Diskussionen är således inte en nationell företeelse. De samhälleliga behoven av investeringar i olika typer av projekt överstiger vida de tillgängliga medlen såväl nationellt som internationellt och har så gjort under lång tid. Mot den bakgrunden har – i varierande grad mellan olika länder – en marknad kommit att uppstå där alternativa former för utveckling, ägande och finansiering av infrastruktur-

projekt. I Sverige har modellen i statlig regi endast kommit att användas i relativt begränsad omfattning såsom bl.a. vid byggandet och driften av den fasta förbindelsen över Öresunds samt för den s.k. Arlandabanan. Dessa båda projekt skiljer sig dock åt i några väsentliga avseenden bl.a. vad gäller statens insatser och utformningen av dessa, liksom hur huvudmannskapet är utformat.

I det följande redovisas inledningsvis några begrepp som har kommit att bli vanligt förekommande i diskussionen om alternativa finansieringsformer. Därefter diskuteras två principiella former för hur staten skulle kunna utforma ett program för offentliga investeringar med hjälp av direkt eller indirekta emissioner av t.ex. gröna obligationer för investeringar som bedöms som angelägna.

8.3.3 Vissa begrepp

I diskussionen om alternativa finansieringsformer förekommer vanligtvis ett antal begrepp såsom BOT, BTO, BOOT, OPS, PPP, PFI etc. I grunden är i vart fall de tre första begreppen snarare att betrakta som alternativa ägande- och avtalsformer snarare än principiella skillnader.

BOT (engelskans *Build, Own & Transfer*) innebär att en aktör (fristående från det allmänna) designar, projekterar, bygger en anläggning som när den är färdigställd överlämnar densamma till det allmänna enligt överenskomna villkor.

BOOT (engelskans *Build, Own, Operate & Transfer*) innebär, förutom att en aktör designar, projekterar och bygger en anläggning även att en aktör (som inte nödvändigtvis är densamma som svarat för anläggningen) även driver verksamheten på anläggningen under en avtalad tidsperiod enligt koncessionsliknande principer. De intäkter som anläggningen genererar under avtalsperioden tillfaller vanligtvis operatören och dessa används för att betala räntor och amorteringar, underhålls- och reinvesteringar samt i förekommande fall ägarens avkastning. Vid periodens utgång övergår anläggningen till det allmänna, endera vederlagsfritt eller till en i förväg bestämd ersättning. Skillnaden mellan BOT och BOOT är således vid vilken tidpunkt anläggningen överlämnas.

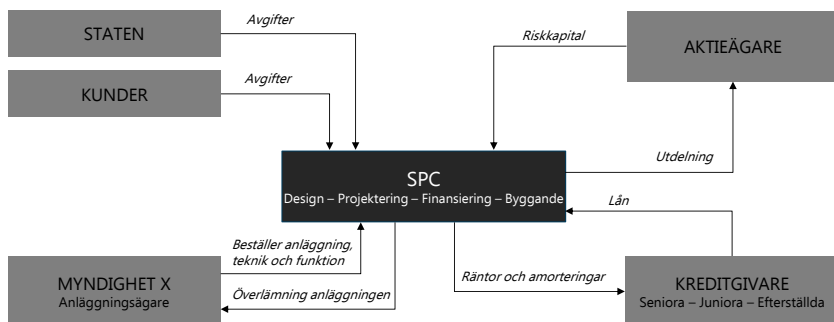
Medan BOT, BTO och BOOT således snarast är att betrakta som olika typer av kontraktuella förhållanden avser begreppen OPS, PPP

och PFI snarare förekomsten av offentlig – privat samverkan syftande till att åstadkomma angelägna samhällsinvesteringar (svenskans Offentlig-Privat Samverkan samt eng. *Public Private Partnership* samt *Private Finance Initiative*). Samtliga begreppen tenderar dock att användas relativt synonymt.

8.3.4 Projektutformning

I Figur 8.4 redovisas hur ett privat finansierat projekt principiellt är utformat då syftet är att finansiera det helt eller delvis med privat kapital. Det ska noteras att projektfinansiering av det slag det här är fråga om innehåller ett antal komplicerade juridiska, tekniska och ekonomiska frågor, varför beskrivningen med nödvändighet blir övergripande och principiell.

Figur 8.4 BOT och BTO struktur



Not: Bilden visar ett BOT alt BTO-projekt. Ett särskilt bolag ("SPC") får i uppdrag – vanligtvis genom en konkurrensutsatt upphandling – av t.ex. ett offentligt organ att designa, projektera, bygga och driva en viss anläggning. Efter färdigställandet, alternativt efter avtalstidens utgång, överlämnas anläggningen till det offentliga organet, endera vederlagsfritt eller till ett i förväg bestämt pris och i en överenskommen standard.

Källa: Danske Bank.

Modellen bygger på att ett – från det allmänna och från kreditgivarna – fristående bolag etableras, i figuren kallat SPC (eng. *Special Purpose Company*). Detta bolag skapas enbart i syfte att utgöra ett s.k. instrumentbolag för att designa, projektera, finansiera och bygga den aktuella anläggningen. Anläggningens standard och tekniska utformning etc. är noggrant angiven och allt som oftast dessutom bestämd i

lag och författning, SPC finansierar verksamheten med en kombination av eget och främmande kapital. Hur stor andel eget kapital bolaget behöver är en funktion av bl.a. kreditgivarnas bedömning av projektets risker samt dess framtida intjäningsförmåga. Kreditgivarna gör en riskbedömning av projektet som också påverkar det pris (räntan) dessa kräver för att tillhandahålla krediterna. Oftast består krediterna av olika typer av s.k. seniora, juniora och efterställda krediter som inom sig har olika s.k. säkerhetslägen²⁴. I praktiken förändras riskprofilen i projektet i takt med att det utvecklas och refinansieringar är inte ovanligt.

Tillgången i SPC är endera anläggningen (BOOT) eller, för det fall äganderätten till anläggningen övergår redan vid färdigställandet (BTO), den avtalade rätten att ta ut de avgifter som anläggningen genererar. I vissa fall är intjäningsförmågan i projektet av sådan omfattning att projektet i sin helhet kan finansiera räntor, amorteringar och aktieägarnas avkastningskrav. Vanligtvis är detta dock inte fallet och olika varianter av offentligt deltagande kan vara nödvändigt för att göra projektet finansieringsbart i kreditmarknaden. Således kan det offentliga lämna löpande ersättningar under projektets livslängd i form av avgifter etc. Det kan också förekomma att behovet av krediter överstiger kreditgivarnas vilja att tillhandahålla dessa, varför det allmänna endera får svara för delar av investeringskostnaden eller tillhandahålla krediter för att över huvud taget göra projektet kreditvärdigt.

8.3.5 Holdingbolag – ett sätt att effektivisera finansieringen och reducera risker

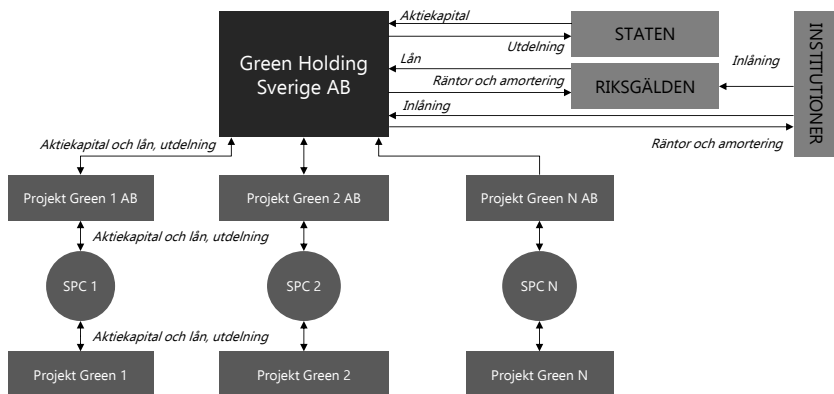
Varje projekt av den typ som här diskuteras är unikt. Även om det har kommit att etableras en viss marknadspraxis rörande avtalsutformning etc. så innebär varje enskilt projekt unika riskbedömningar i form av tekniska risker, regulatoriska risker, marknadsrisker m.m. Detta medför att transaktionskostnaderna i allmänhet är höga. Även OPS-utredningen har identifierat detta som en fråga som bör lösas genom bl.a. ökade institutionella resurser och erforderlig

²⁴ Vid insolvens tillgodoses först och främst de seniora krediternas fordran på SPC och de har därför lägst kreditrisk. Därefter tillgodoses de juniora krediternas fordran och sist de efterställda.

kompetens och att sådana resurser kan användas inom andra områden än transportinfrastruktur där OPS-modellen är eller kan vara aktuell. Utredningen har därför behandlat hur en sådan samordning skulle kunna utformas.

I en situation där staten skulle vilja utnyttja den modell för finansiering som här diskuterats är det därför naturligt att överväga om inte statens ska samordna sina åtaganden i en sammanhållande juridisk enhet, ett särskilt finansieringsbolag. Hur en sådan verksamhet principiellt skulle kunna organiseras redovisas i följande figur.

Figur 8.5 Statligt finansieringsbolag



Not: De underliggande projekten genomförs enligt BOT, BT0 eller BOOT-konceptet ovan. I detta alternativ kan de kreditgivare som inte vill eller kan delta i de underliggande projekten ändå delta genom att teckna obligationer i det överordnade bolaget.

Källa: Danske Bank.

Modellen innebär att staten bildar ett, för ändamålet, särskilt bolag. Bolagets uppgift är att i sin tur finansiera en uppsättning projekt, endera förutbestämda eller projekt som uppfyller vissa egenskaper. Bolagets uppgift är att i kreditmarknaden ta upp lån genom att emittera obligationer för vidareutlåning till ett eller flera underliggande projekt. För den händelse staten skulle vilja ha ett ägande i de underliggande projekten skulle detta också kunna ske genom bolaget att holdingbolaget tecknar ägarandelar i projektbolagen. I modellen vidareutlånar bolaget medlen till de underliggande projekten. Över tid kommer således bolaget att ha en portfölj av krediter till ett antal

underliggande projekt som i sin tur innebär en diversifiering såväl i tid som mellan projekttyper etc.

Ovan beskrivna former för projektfinansiering har generell tillämpning för olika typer av projektfinansiering med olika ändamål. Det särskilda finansieringsbolaget kan t.ex. ha till ändamål att erbjuda finansiering till olika typer av projekt, även med speciella karakteristika som t.ex. olika gröna projekt, som avses finansieras i obligationsmarknaden. Genom att staten, efter Riksdagens godkännande, bildar bolaget förfogar staten över bolagets verksamhet. Då bolaget får förmodas ges ett särskilt samhällsuppdrag, nämligen att emittera gröna obligationer för vidareutlåning till gröna projekt ska detta framgå av bolagets bolagsordning och då i dess ändamålsparagraf. Regeringen styr över bolaget och nominerar dess styrelse och kan också utfärda särskilda ägaranvisningar på årsstämma eller extra bolagsstämma, vilka bolagets styrelse har att följa.

8.3.6 Avslutande kommentarer

OPS-utredningen konstaterar, som tidigare nämnts, att OPS-upplägg med statlig slutfinansiering inte är en lämplig metod för att undslippa att de offentliga finanserna belastas, men att modellen innebär att statliga utgifter under utgiftstaket dock skjuts på framtiden. OPS-utredningen anger vidare att OPS-upplägg blir mindre transparenta sett ur ett budgetprocessperspektiv och att sedvanlig anslagsfinansiering därmed är att föredra. Utöver detta menar OPS-utredningen att då svenska staten för närvarande har högsta möjliga kreditvärdighet så är statens finansieringskostnad lika med den riskfria räntan. Utredningen vill mot OPS-utredningens konstaterande dock göra vissa kommentarer.

Det är korrekt att ingen kan låna billigare än svenska staten. Dock innebär en statlig finansiering att staten också bär all risk, även i projekt där ett kommersiellt riskavlyft skulle vara möjligt. I den statliga upplåningen är motpartsriskerna svenska staten, alldeles oavsett vad statens användningsområde för medlen är. Genom att härleda finansieringen till ett eller flera specifika projekt skulle förvisso finansieringskostnaden med all sannolikhet öka, men detta skulle också motiveras av att statens skiftade risk till andra aktörer, vilket i sig är en effektiv hantering om så är möjligt.

Vidare anser utredningen att OPS-utredningen inte har beaktat de restriktioner för den statliga upplåningen som budgetlagens bestämmelser innebär, nämligen att statens budget ska finansieras med skatter och att upplåning enbart ska ske för att hantera tillfälliga obalanser i likviditeten. Det är ett grundläggande problem att staten inte lånar till investeringar med nyttor som uppträder i framtiden men med OPS-utredningens principiella förhållningssätt innebär slutsatsen att över tid endast projekt som kan finansieras av skatteintäkter ska kunna genomföras. För att större investeringar ska kunna göras innebär detta att andra, angelägna politikområden måste ställas tillbaka.

Utredningen menar att detta inte kan vara en rimlig hållning om och när alternativa projekt- och finansieringsformer kan medverka till att samhällsekonomiskt lönsamma projekt med egen intjäningsförmåga kan utgöra alternativa genomförandeformer, även om de faktiska finansieringskostnaderna för de enskilda projekten är högre. Detta är en naturlig följd av att den statliga upplåningen inte är tillgänglig för de angelägna projekt som behöver genomföras.

Som utredningen pekat på i 7 kap. är det av vikt att investeringar i omställning till en miljö- och klimatmässigt hållbar ekonomi görs skyndsamt. Motiveringen till att agera skyndsamt ligger i att det ska finnas en rimlig chans att uppfylla åtagandet gentemot Parisavtalet 2015 om att uppnå nettonollutsläpp under detta sekels andra hälft. Dessutom medför en sen och hastig omställning högre samhälls-ekonomiska kostnader, se 7 kap. Med enbart skatteintäkter och anslagsfinansiering finns det risk för att investeringar viktiga för en omställning blir färdigställda mycket sent vilket kan äventyra möjligheten att uppfylla åtaganden och resultera i högre samhälls-ekonomiska kostnader.

8.4 De statliga bolagen som en katalysator för marknadens främjande

Förslag: Initiativ till en översyn av de statliga bolagens finansieringsverksamhet ska tas och därigenom pröva om hela eller delar av den finansiering som bolagens investeringsverksamhet ger upphov till skulle kunna försörjas med gröna obligationer.

Utredningen har ovan redovisat sina överväganden och förslag vad gäller förutsättningarna för att, inom och utanför den statliga emissionsverksamheten, emittera gröna obligationer för olika angelägna ändamål.

Utöver de förslag som redovisas i avsnitten 8.2 och 8.3 så är det enligt utredningens uppfattning angeläget att även belysa övriga insatser som staten kan göra för att främja och stimulera framväxten av en marknad för gröna obligationer. Det är i det sammanhanget naturligt att diskutera de statliga bolagen.

Staten är landets största bolagsägare. Totalt är staten helägare i 48 hel- eller delägda bolag, varav två – SAS och Telia Company – är börsnoterade. Vid utgången av 2016 uppgick det uppskattade värdet av statens bolagsportfölj till 510 miljarder kronor. Nettoomsättningen (exkl. intressebolag) uppgick till 321 miljarder kronor och bolagen lämnade en utdelning på 13,6 miljarder kronor. Antalet anställda uppgick till 137 000.

Bolagsportföljen förvaltas av regeringen. Grunden för regeringens förvaltning återfinns i 9 kap 8 § regeringsformen, vari anges att regeringen – med vissa undantag – förvaltar och förfogar över statens tillgångar. Viss reglering av förvaltningen finns även i budgetlagen (2011:203) vari anges att regeringen inte utan riksdagens bemyndigande får förvärva aktier eller andelar i ett företag eller på annat sätt öka statens röst- eller ägarandel i ett företag. Inte heller får regeringen skjuta till kapital till ett företag. Enligt samma lag får regeringen inte heller utan riksdagens bemyndigande genom försäljning eller på annat sätt minska statens ägarandel i ett företag där staten har hälften eller mer än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar.

Staten har för sin bolagsförvaltning sedan lång tid utfärdat generella anvisningar i form av en ägarpolicy ("Statens ägarpolicy och riktlinjer för bolag med statligt ägande 2017" är den senaste och nu gällande policyn). I ägarpolicyn redogörs för uppdrag och mål, tillämpliga ramverk och inställningen i viktiga principfrågor avseende styrningen av bolag med statligt ägande. Att förvalta statens bolag är ett ansvarsfullt uppdrag som ska utföras på ett aktivt och professionellt sätt med värdeskapande som ett övergripande mål. Det innebär att bolagen ska agera långsiktigt, effektivt och lönsamt samt ges möjlighet att utvecklas. Det övergripande målet är att bolagen ska

skapa värde och i förekommande fall se till att de särskilt beslutade samhällsuppdragen utförs väl. Svenska staten var i internationellt perspektiv tidig med att introducera hållbart företagande som en väsentlig del i ägarpolitiken. Enligt ägarpolicyn ska bolag med statligt ägande agera föredömligt inom området hållbart företagande och i övrigt agera på ett sådant sätt att de åtnjuter offentligt förtroende.

Regeringens ambitionsnivå för hållbart företagande i bolag med statligt ägande är hög. Hållbart företagande, som styrs med etablerade verktyg, är en viktig och integrerad del i ägarstyrningen. Ägarstyrningen syftar till att bolag med statligt ägande ska agera föredömligt genom att:

- arbeta strategiskt med hållbart företagande, vilket bl.a. innebär att styrelserna fastställer strategiska mål för hållbarhetsarbetet och strategier för att nå dessa,
- löpande följa upp de strategiska hållbarhetsmålen och måluppföljningen,
- agera öppet mot sina intressenter genom att hållbarhetsrapportera samt att föra en öppen och konstruktiv dialog med sina viktigaste intressenter. I regeringens riktlinjer för extern rapportering åläggs bolagen att i samband med årsredovisningen publicera en genom oberoende granskning och bestyrkande kvalitetssäkrad hållbarhetsredovisning enligt *Global Reporting Initiative* (GRI),
- samarbeta med andra bolag med statligt ägande, det privata näringslivet, ideella organisationer samt andra intressenter för att effektivisera arbetet liksom att uppnå ännu bättre resultat,
- efterleva internationella riktlinjer kring miljöhänsyn, mänskliga rättigheter, arbetsvillkor, antikorruption och affärsetik: de tio principerna i FN:s *Global Compact*, FN:s vägledande principer för företag och mänskliga rättigheter samt OECD:s riktlinjer för multinationella företag.

För att följa upp och analysera bolagens arbete med hållbart företagande har en hållbarhetsanalys utvecklats av förvaltningsorganisationen. Resultatet av analysen används i den aktiva förvaltningen, dvs. i ägardialogen och i processerna för styrelsenominering, ekonomiska mål och uppdragsmål. Analysen ger underlag för en gemensam och förutsebar utgångspunkt i dialogen mellan ägaren och

bolaget vilket skapar förutsättningar för en långsiktig och konsekvent styrning av bolagen.

Vägledande för bolagens arbete inom hållbart företagande ska alltså vara de internationella riktlinjer som styr området, såsom FN:s *Global Compact*, FN:s vägledande principer för företag och mänskliga rättigheter samt OECD:s riktlinjer för multinationella företag. Utöver detta anges i policyn att bolag med statligt ägande inom ramen för sin verksamhet även ska analysera de globala hållbarhetsmålen som anges i Agenda 2030 för att identifiera de mål som bolaget genom sin verksamhet kan påverka och bidra till. I policyn anges vidare särskilt att vad gäller miljö- och klimatpåverkan, bolagen genom en hållbar och giftfri resursanvändning ska verka för en minskad klimat- och miljöpåverkan så att det av riksdagen beslutade generationsmålet och de beslutade miljökvalitetsmålen samt Parisavtalet 2015 uppnås.

Av riktlinjerna för extern rapportering i bolag med statligt ägande framgår vidare att bolagen ska avge s.k. hållbarhetsredovisning enligt GRI:s riktlinjer eller enligt annat internationellt ramverk för hållbarhetsredovisning. Denna redovisning ska kvalitetssäkras genom en oberoende granskning och vara bestyrkt av bolagets revisorer.

Statens styrning av de statliga bolagen sker på samma sätt som andra ägare styr de bolag de äger inom ramen för aktiebolagslagen (2005:551), de begränsningar som utgörs av riksdagens beslut om s.k. samhällsuppdrag samt Svensk kod för bolagsstyrning, vilken regeringen förbundit bolagen att tillämpa. Staten uppträder på bolagsstämmor, nominerar och entledigar styrelser samt utfärdar i förekommande fall ägaranvisningar. Staten har därmed möjlighet att via styrelsenomineringar och ägaranvisningar påverka bolagens beteenden i viss riktning.

Det skulle i det här sammanhanget föra för långt att i detalj diskutera vilka bolag i den statliga portföljen som skulle kunna vara emittenter av gröna obligationer. Enligt vad utredningen har inhämtat under arbetet har dock SBAB²⁵, Specialfastigheter²⁶ och Sveaskog²⁷ emitterat sådana obligationer. Utredningen konstaterar dock att ett antal av bolagen med statligt ägande är verksamma inom

²⁵ Utestående obligationsvolym på 3,75 miljarder kronor den 14 november 2017.

²⁶ Utestående obligationsvolym på 1,25 miljarder kronor den 21 november 2017.

²⁷ Utestående obligationsvolym på två miljarder kronor den 14 november 2017.

kraftförsörjning och energiproduktion, fastigheter, transport och logistik m.m. och att dessa bolag också har stora realkapitalinvesteringar. Enligt utredningens uppfattning bör regeringen ta initiativ till en översyn av dessa bolags finansieringsverksamhet och därigenom pröva om hela eller delar av den finansiering som dessa bolags investeringsverksamhet ger upphov till skulle kunna försörjas med gröna obligationer.

9 Ikraftträdande

Förslag: Författningsförslaget ska träda i kraft så snart som möjligt.

Bedömning: Det finns inte behov av någon övergångsbestämmelse.

Det förslag till författningsändring som lämnas innebär en komplettering till redan gällande reglering över de som har direkt tillgång till registret över energideklarationer (se avsnitt 6.7.1.B). Tillägget är inte så omfattande eller betydande att en lång anpassningsperiod är nödvändig.

Utredningen har bedömt att det inte heller finns behov av någon övergångsbestämmelse för det författningsförslag som lämnas.

10 Förslagets konsekvenser

Enligt kommittédirektiven ska utredningen överväga förslagets konsekvenser under arbetets gång. Utredningen har i enlighet därmed valt att inkludera överväganden om konsekvenserna löpande i betänkandet. Här ges en sammanfattande bild.

10.1 Allmänt

Utredningen har som sitt främsta uppdrag haft att föreslå åtgärder för att främja den gröna obligationsmarknaden. Olika former av främjande kan tänkas så som diskuterats i betänkandet, men en huvudsaklig betydelse ligger i att öka tillväxten av både emittenter, emissioner och investerarbas. Ett övergripande syfte med främjandeåtgärderna ska enligt utredningens direktiv vara att nå en hållbar finansmarknad. En sådan marknad kan enkelt uttryckt förväntas om antalet gröna emissioner ökar.

De främjandeförslag som utredningen tagit fram innebär en knuff i rätt riktning tills marknaden för gröna obligationer har vuxit till egen bärkraft. De stödprogram som föreslagits kan därvid ses över, revideras och sannolikt tas bort. Problem kan ändå uppstå under uppbyggnadsfasen med särskilt minskad likviditet om olika tillgångslag konkurrerar. Det skulle ske om det inte finns tillräckligt med hållbara tillgångar och projekt för att helt ersätta traditionella obligationer. Det är därmed vitalt för att nå en utbyggd marknad för gröna obligationer, och i förlängningen en hållbar finansmarknad, att kunskap, stöd och incitament snabbt når ut på fältet i syfte att öka utbudet av gröna obligationer.

10.2 Samhällsekonomiska konsekvenser

Konsekvenser för aktörer på finansmarknaden

Möjligheten att emittera gröna obligationer står öppen för envar som önskar emittera en obligation, men som utredningen visat finns data som tyder på att ett antal emittenter som skulle kunna emittera grönt avstår av kostnadsskäl, kunskapsbrist eller dålig förankring bland investerargrupper. De som emitterat grönt vittnar t.ex. om att investerarbasen ändrats vid en grön emission jämfört med en traditionell. Utredningen har föreslagit ett flertal åtgärder för att något reducera nackdelar och risker med att emittera grönt. Det gäller särskilt ekonomiska incitament, andra typer av bidrag, kunskapsstöd, information, utbildning och forskningsinsatser.

Ett ensidigt främjande av ett tillgångsslag skulle kunna ske på bekostnad av något annat tillgångsslag. Här skulle det främst gälla att den gröna obligationsmarknaden främjas på bekostnad av den traditionella obligationsmarknaden.

All form av främjande riskerar att skapa snedvridningar i konkurrensen om det inte är så att det föreligger ett marknadsmisslyckande som främjandet avser att åtgärda. När det gäller den gröna obligationsmarknaden visar uppgifter till utredningen att det är möjligt att argumentera för att det föreligger ett utbudsproblem – ett marknadsmisslyckande – som innebär sämre likviditet och att den gröna obligationen fortlever som en nischad produkt bland finansiella aktörer med dålig kunskap om tillgångsslaget. Med anledning av detta tvekar emittenter för att emittera gröna obligationer, och samtidigt som endast ett fåtal emitterar gröna obligationer kommer utbudsproblemet aldrig avhjälpas, alltså en form av moment 22.

Marknadsmisslyckandet skulle ligga i att emittenter tenderar att inte vilja vara de första som tar kostnaden för att bygga upp marknaden. Ett främjande reducerar denna kostnad och bör vara på plats tills marknaden nått en storlek där problemen gällande likviditet, nischad produkt, transparens, kunskap, etc. är överkomliga. Utredningen bedömer problemen som överkomliga vid en marknadsstorlek om cirka 1 000 miljarder kronor, att jämföra med den uppskattade storleken på den svenska gröna obligationsmarknaden runt 90 miljarder kronor i dag, vilket utgör ett par procent av den totala storleken på hela den svenska obligationsmarknaden.

I de perspektiven kan eventuella olägenheter med ett främjande sväljas av finansmarknaden. Det måste också ses som positivt att tillgången på olika tillgångsslag ökar, att medvetenhet och kunskap om hållbarhet ökar på finansmarknaden och att projekt som inte bidrar till en hållbar utveckling och genomförande av FN:s Agenda 2030 kan sorteras bort.

Ytterst innebär ett främjande av en grön obligationsmarknad att kapitalströmmarna ändrar riktning mot hållbarhet. En förutsättning här är att utvecklingen inte går för snabbt, annars kan en risk för s.k. strandade tillgångar (eng. *stranded assets*) uppstå, dvs. att vissa tillgångar riskerar bli värdelösa för att marknaden växlar över oväntat och för fort. Exempel på strukturomvandlingar utgör nedläggningen av varvsindustrin och omdaningen av tekoindustrin med flytt av produktionen till andra länder. Inget av utredningens förslag innebär sådana drastiska förändringar, utan insatserna förväntas i stället bredda antalet tillgångsslag på marknaden och öka medvetenheten om vilka effekter investeringen kommer att få.

Konsekvenser för investerarna

De förslag utredningen lämnat i syfte att stärka den gröna obligationsmarknadens konkurrenskraft ger indirekt gynnsamma effekter även för investerarna. Ökad konkurrens och fler alternativ skapar en ökad valmöjlighet till en diversifierad portfölj och i sammanhanget möjlighet till riskreducering eftersom den underliggande investeringen är genomlyst vid lanseringen som grön och sedan följs upp vad gäller återverkningarna, att investeringen får den gröna effekt som utlovats, att kunna avgöra om man får det man investerat i.

En nackdel för investerarna skulle kunna vara den nivå på kunskap som erfordras för att kunna avgöra om investeringen har möjlighet att leverera den hållbarhet som utlovats. Här har marknaden genom självreglering tagit fram riktlinjer om s.k. andrahandsutlåtanden (eng. *second party opinion*) som hjälper investerarna att selektera bland alternativen.

En olägenhet skulle kunna vara att gröna obligationer främst setts som ett tillgångsslag förbehållet institutionella investerare, men genom skapandet av gröna obligationsfonder möjliggör marknaden för en ytterligare breddad investerarbas med icke-professionella

aktörer. Konsumenter är i typfallet alltid i underläge på finansmarknaderna genom sin informations- och kunskapsbrist. Utredningen har här föreslagit ett stödprogram för professionella investerare för att avverka sådana brister när det handlar om gröna obligationer, vilket också kan bli tillämpligt för icke-professionella investerare.

10.3 Konsekvenser för staten och myndigheter

Utredningens förslag om en statlig emission av en grön obligation skulle tillföra likviditet på marknaden och stärka Sveriges goda rykte inom miljö- och klimatfrågor.

Förslagen om att de statliga verken och bolagen ska åläggas att genomlysa balansräkningar och se över finansieringen av verksamheten får den goda effekten att verksamheterna kan delas upp i en grön del och en icke-grön på samma sätt som för privata verksamheter. Det ligger naturligtvis i linje med de åtaganden som den svenska staten gjort t.ex. genom att tillträda Parisavtalet 2015 och ansluta sig till FN:s Agenda 2030. Genomlysningen kommer att kräva resurser i form av mantimmar och även kompetens. Några säkra slutsatser kan inte dras om kostnadseffekter o dyl., eftersom förslagen kommer att slå olika beroende på hur välskött verksamheten är ur hållbarhetsperspektiv.

Naturvårdsverket föreslås få i uppdrag att administrera en del av stödprogrammen, särskilt s.k. *pay for performance*. I takt med att kunskapen sprids om sådana stöd- och incitamentsprogram kan antalet ansökningar förväntas öka. Något som ställer krav på myndighetens kompetens och resurser för handläggning. Naturvårdsverket besitter redan betydande kompetens i miljö- och klimatfrågor och kan förväntas klara uppdraget utan större ansatser. Mantimmar för handläggning bör dock påräknas. Ansökan kan avgiftsbeläggas för att finansiera myndighetens prövning.

Den möjlighet till överklagande av Naturvårdsverkets beslut om stöd ska utgå eller inte kan förväntas medföra att ärenden initieras vid allmänna förvaltningsdomstolar. Eftersom antalet emissioner i dagsläget uppgår till ett trettioital om året förväntas inte ärendetillströmningen vara särskilt påtaglig. Det bör dock noteras att kompetens och kunskap kommer att erfordras hos domstolarna för att

rätt bedöma rätten till bidrag och dess storlek. De modeller för informationsstöd och kunskapsuppbyggande som föreslagits för att stödja marknaden kan lika väl nyttjas av domstolar och myndigheter för att öka sin interna kompetens.

Finansinspektionen berörs på sikt om förslagen om justerade kapitaltäckningskrav och uttag av resolutionsavgift, m.m. genomförs. Inspektionen har uppdraget i dag att garantera efterlevnaden av EU-regelverk och svenska lagar på området. Myndigheten är härvid en expertmyndighet likväl som tillsynsmyndighet. De eventuella uppgifterna förväntas därmed inte leda till något särskilt merarbete eftersom arbete redan utförs med tillämpning av samma regelverk. Stora delar av verksamheten vid myndigheten är avgiftsfinansierad och omfattar även här föreslagna uppgifter. Kompletterande föreskrifter kommer dock att krävas för att reglera beräkningsgrunder o dyl.

Finansinspektionen föreslås också få ansvar för att branschöverenskommelse mellan utförandeplatser om krav för hållbarhetslistning tas fram och att strukturmodell för öronmärkta tillgångar arbetas fram. Huvuddelen av arbetet förväntas utföras av parterna, dock under överinseende av myndigheten. Ett visst merarbete kan förväntas för myndigheten, men kompetensen och erfarenheten finns redan vid Finansinspektionen varför uppdragen inte kan ses särskilt betungande.

Arbetet med att ta fram kunskapsstöd och andra informationsåtgärder kommer att kräva resurser hos myndigheterna och kan förväntas leda till behov av ytterligare anslag som en engångsinsats. Det rör sig inte om ett fortlöpande arbete. Dessutom föreligger en hel del underlag redan genom marknadens självreglering. Förslagen väntas därför inte vara särskilt betungande för verksamheterna.

För kostnadsberäkning gällande statens utgifter i samband med utbetalningar enligt föreslagna stödprogram se stycke 6.7.1 åtgärdsförslag A och C.

Det Klimatpolitiska rådet är en nämndmyndighet och föreslås av utredningen att få en roll vid emission av en grön statsobligation. Rådet startar sin verksamhet den 1 januari 2018 med uppdraget, enkelt uttryckt, att säkerställa att regeringens klimatpolitik ligger i linje med Sveriges klimatåtaganden, särskilt Parisavtalet 2015. Den funktionen medför att rådet blir väl skickat att ansvara för genomlysningen av statsbudgeten för att identifiera de investeringar som är lämpliga att finansiera med gröna stats-

obligationer. Ordföranden för rådet har varit generaldirektör för Finansinspektionen varför hög kompetens på området kommer att finnas på plats från början. Uppgiften kommer ändå på sikt medföra ett visst merarbete för rådet men kostnaden blir beroende av ambitionsnivån i emissionsprogrammet och kan inte uppskattas i dag. Den redovisning av kostnader för anlitande av privata aktörer vid andrahandsutlåanden som visats av utredningen bör kunna användas som riktmärke för anslag.

Utredningen föreslår vidare att Riksrevisionen får i uppdrag att granska ett statligt grönt emissionsprogram och ansvara för återrapporeringen. Det innebär en ny uppgift för myndigheten men det är inte en okänd arbetsuppgift på marknaden. Det finns privata aktörer som utför sådana uppdrag i dag. De kostnader som redovisats i betänkandet för de olika momenten vid en emission kan överföras till ett behov av anslag för myndigheten.

10.4 Övriga konsekvenser

Förslagen har inte någon inverkan på den kommunala självstyrelsen. När det gäller övriga samhällsfrågor som anges i 15 § kommittéförelörden, och som inte berörts ovan, gör utredningen bedömningen att förslagen inte har sådan betydelse att särskilda överväganden behöver redovisas.

11 Författningskommentar

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

17 §

Boverket får i det enskilda fallet medge direktåtkomst till energideklarationsregistret för

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

2. Statens energimyndighet,

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

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

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

En ny punkt 5 införs. Mindre redaktionella ändringar införs i punkterna 3 och 4: ett ”och” flyttas från punkten 3 till 4.

Punkten avser att bredda möjligheterna till direktåtkomst till energideklarationsregistret i samband med emission av obligationer med säkerhet i gröna fastigheter och vid granskningen av desamma enligt 3 kap. lagen (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer. Det finns kriterier för hållbara byggnader på marknaden som skulle kunna användas för den här avsedda typen av gröna obligationer. I Sverige finns det ett energiklassningssystem som skulle kunna användas för att identifiera de hållbara byggnaderna. En utökad direktåtkomst till registret medför att emissioner av

säkerställda gröna obligationer kan genomföras genom att hållbara byggnader kan identifieras. En utökad direktåtkomst möjliggör också för emittenter av säkerställda obligationer att utveckla system för att på ett automatiserat och enkelt sätt identifiera hållbara byggnader. Manuell hantering av den stora mängd bolån det gäller är resurskrävande och onödigt fördyrande för emissionen. Den direkta tillgången till registret förbehålls de emittenter som behöver access för att få sin emission godkänd enligt principerna för gröna obligationer.

Den utökade åtkomsten möjliggör också för den särskilda granskaren av registren över säkerställda obligationer att verifiera att byggnaderna som ligger till säkerhet för gröna säkerställda obligationer verkligen uppfyller kraven om hållbar energiförbrukning, vilket möjliggör för denne att uppfylla sitt uppdrag enligt 3 kap. lagen om utgivning av säkerställda obligationer.

Särskilda yttranden

Särskilt yttrande av Karl Bergstrand

Mitt särskilda yttrande motiveras av följande invändningar mot utredarens förslag om en statlig emission av gröna obligationer:

- Utredningen kan inte påvisa hur förslaget om en statlig emission av gröna obligationer ska ge positiva effekter för den gröna omställningen i samhället, dvs. leda till fler gröna projekt.
- Förslaget riskerar att orsaka en undanträngningseffekt med negativa konsekvenser på dagens marknad för finansiering av gröna projekt.
- Utredningens resonemang om alternativa finansieringslösningar behöver förtydligas.

Inledning

Utredningen Gröna obligationer ska analysera och lämna förslag på hur marknaden för gröna obligationer kan utvecklas. Direktivet ger inte något specifikt uppdrag att utreda en statlig emission av gröna obligationer. Däremot ska ett eventuellt förslag från utredaren om en statlig emission vara förenligt med budgetlagens bestämmelser, en effektiv statsskuldsförvaltning samt vara kostnadsneutralt. Det är en viktig begränsning. Budgetlagen är en del av det finanspolitiska ramverket som fungerar som stöd för regeringen och riksdagen att bedriva en välavvägd finanspolitik som säkerställer långsiktigt hållbara offentliga finanser. De grundläggande principerna och reglerna för omfattningen av och innehållet i statens budget samt hur den beslutas har successivt vuxit fram under lång tid inspirerade av lärdomar från bland annat 90-tals krisen. Riksdagens

beslut om de övergripande finanspolitiska målen, överskottsmålet och nivåerna på utgiftstaket, ger förutsättningarna för besluten om statens budget. Givet dessa begränsningar prioriterar riksdagen vid ett tillfälle om året mellan samtliga statliga åtaganden och har möjligheten att genomföra omprioriteringar i budgetpolitiken. Då kan allokeringen av de statliga utgifterna och eventuella förändringar av skattesystemet beakta alla relevanta faktorer, varav det gröna perspektivet är en, som tillsammans bidrar till ett samhällsekonomiskt effektivt användande av offentliga medel. För att säkerställa en effektiv allokering bör inte statliga medel öronmärkas till specifika åtgärder, eftersom de då undantas från den årliga budgetprövningen. Det följer av bestämmelserna i budgetlagen (2011:203) om budgetens fullständighet och bruttoredovisning och det gäller både inkomster och upplånade medel.

En statlig grön obligation bidrar inte till grön omställning i samhället

De grundläggande normerna för gröna obligationer, med en tydlig koppling mellan upplånade medel och dess användning, är svåra att förena med principerna för den statliga budgetprocessen. Denna principiella motsättning kan vara en bidragande orsak till att det hittills finns få exempel på att stater emitterat gröna obligationer. Frankrike är sannolikt det enda exemplet i världen som kan ses som jämförbart med en eventuell svensk grön emittering. I det franska fallet blir konsekvensen av motsättningen mellan principer tydlig. För att undvika öronmärkning finansierar den franska gröna obligationen bara historiska och pågående utgifter som parlamentet redan beslutat. I efterhand har den franska regeringen klassificerat relevanta delar av den beslutade budgeten som gröna och möjliga att avräkna mot emissionsbeloppet för den gröna obligationen. Det innebär att effekten av en statlig grön obligation är begränsad till en omklassificering av befintliga utgifter och projekt som staten redan bedriver eller planerar och som hade påbörjats även utan denna finansieringskälla. Därmed bidrar en statlig grön obligation inte till en snabbare eller mer omfattande omställning av samhället i grön riktning.

Däremot finns det tydliga risker med en statlig emission

Efterfrågan på gröna obligationer har ökat kraftigt de senaste åren. Utredningen motiverar i första hand förslaget om en statlig grön obligation med att det ökar utbudet av gröna obligationer, vilket skulle kunna tillgodose behovet hos fondbolag som vill påvisa att de investerar miljövänligt. Men samhällets miljönytta skapas av gröna projekt, att fler miljövänliga projekt startas eller att fler befintliga projekt blir mer miljövänliga, inte av huruvida en obligation eller annan finansieringsform klassas som grön eller ej. Utredningen ger emellertid inget välgrundat svar på hur en statlig grön obligation, direkt eller indirekt, ska kunna bidra till att öka antalet gröna projekt.

Skillnaden mellan efterfrågan och utbud bör vara en stark drivkraft för att överkomma de administrativa hinder som en grön obligation medför och över tid bidra till att öka antalet gröna projekt. Som framgår i betänkandet har den starka efterfrågan redan fört med sig en mycket snabb ökning i Sverige av utbudet av gröna obligationer. Det gäller både antal emittenter och emitterade belopp. Utredningen visar att sedan första emitteringen i Sverige 2008 har den utestående volymen av gröna obligationer vuxit med i genomsnitt 47% per år, dvs. mer än en fördubbling vart annat år. Den årliga emissionsvolymen av gröna obligationer, som andel av totalt emitterad obligationsvolym, har vuxit till 5 procent under samma period. Antalet emittenter ökade långsamt de första åren, men har under åren 2014–2017 vuxit från 5 till ca 40.

En statlig emittering riskerar att skapa undanträngningseffekter som ökar finansieringskostnaden för icke-statliga gröna projekt och därmed att minska intresset för gröna obligationer hos privata utgivare. Det ökade utbudet av gröna obligationer som skulle följa av en statlig emission kan minska den gröna premie som i vissa fall leder till en lägre finansieringskostnad för gröna projekt. Om de potentiella vinsterna av att kunna finansiera gröna projekt billigare än andra projekt minskar blir det mindre attraktivt än i dag att starta projekt som kan finansieras med gröna obligationer. Projekt som skulle kunna ha en positiv påverkan på miljön riskerar därför att inte påbörjas. Den sammantagna effekten på den privata marknaden för gröna obligationer är oklar.

Ytterligare en risk med en statlig emittering är att företag som strävar efter en grön profil kan välja att köpa statliga gröna obligationer i stället för att ställa om verksamheten, s.k. *green washing*.

Utredningen kan inte påvisa att statliga gröna obligationer leder till faktisk miljönytta. Som beskrivits ovan riskerar en statlig utgivning av gröna obligationer i stället att leda till minskad miljöförbättring. Samtidigt ökar kostnaderna för staten att genomföra de miljöprojekt som ändå planerats, eftersom de administrativa kostnaderna för att validera dessa för obligationsmarknaden tillkommer.

För att främja den gröna omställningen genom gröna obligationer bör andra förslag från utredaren i stället lyftas fram. Förslag som minskar kostnaderna för att emittera gröna obligationer, t.ex. ett *pay-for-performance* program där utgivaren i efterhand kompenseras för minskade koldioxidutsläpp eller ett stödprogram för att finansiera kostnader för extern granskning, är tänkbara alternativ.

Vidare föreslår utredaren nya uppgifter för Klimatpolitiska rådet. Rådets uppgift i dag är att utvärdera hur regeringens samlade politik är förenlig med de klimatmål som riksdagen och regeringen har beslutat. Det skulle därför vara direkt olämpligt att Klimatpolitiska rådet har en operativ roll som utförare av regeringens politik genom att ta fram ett ramverk för statliga gröna obligationer. Uppgiften att utvärdera regeringens politik förutsätter en oberoende ställning.

Alternativa finansieringslösningar och de offentliga finanserna

När det gäller finansiering av stora projekt (företrädesvis infrastruktur) och effekten på de offentliga finanserna hänvisar kommittén för gröna obligationer till betänkandet Finansiering av infrastruktur med privat kapital? (SOU2017:13) som visar att projekt med statlig slutfinansiering medför att de offentliga finanserna, och därmed uppföljningen av överskottsmålet, påverkas med motsvarande de årliga faktiska utgifterna för projektets färdigställande (d.v.s. byggekostnaderna). De senaste två decennierna har Eurostat successivt utvecklat principer och riktlinjer för hur projekt med inslag av privat kapital ska behandlas statistiskt, vilket generellt sett inneburit att tillämpningen på detta område skärpts. Det har därför

efterhand blivit allt ovanligare att en sådan tillgång, enligt Eurostats definition, klassificeras utanför den offentliga sektorn.

Trots detta diskuterar utredningen för gröna obligationer alternativa finansieringslösningar till traditionell anslagsfinansiering, t.ex. att särskilda bolagslösningar erbjuder möjligheten att ”lyfta ut” projektet ur statsbudgeten. Motivet till alternativ finansiering är enligt utredningen det allmännas bristande förmåga att finansiera stora investeringar och att det tar för lång tid att färdigställa dessa om investeringsutgifterna ska underkastas överskottsmålet och prioriteras gentemot statsbudgetens andra angelägna utgifter.

Mot den bakgrunden anser jag det särskilt motiverat att framhålla att avgränsningen av offentlig sektor i nationalräkenskaperna skiljer sig mot den i statsbudgeten. Nationalräkenskapernas klassificering av en tillgång till privat eller offentlig sektor avgörs av flera faktorer där risköverföring och inslag av brukaravgifter är särskilt viktiga. För att en tillgång ska räknas till privat sektor krävs att en stor del av det ekonomiska risktagandet är överfört till en privat aktör i kombination med att investeringskostnader och driftskostnader under investeringens ekonomiska livslängd finansieras med brukaravgifter i en trovärdig, genomförbar affärsplan. Det gäller även om ett projekt hanteras i ett särskilt bolag utanför statsbudgeten.

I fallet med höghastighetsbanan är det i huvudsak offentliga medel som finansierar bygget. Sverigeförhandlingen har beräknat att banavgifter och andra kreativa finansieringskällor kopplade till fastigheter skulle kunna motsvara 5 till 10 procent av investeringskostnaden. Därmed påverkar formen för finansiering (anslag, lån i Riksgäldskontoret eller särskild bolagslösning utanför statens budget) inte möjligheterna att uppnå överskottsmålet, eftersom nationalräkenskaperna belastas med de faktiska utgifterna under de år investeringen genomförs. Anslagsfinansiering och lånefinansiering har med andra ord exakt samma effekt på de offentliga finanserna. Det betyder att om regeringen och riksdagen vill se en snabbare utbyggnadstakt av höghastighetsbanan än vad som i dag är planerat, behöver det vägas mot statsbudgetens övriga utgifter och inkomster.

Särskilt yttrande av Marie Norström, Riksgälden

Sammanfattning

Det är svårt att motivera gröna statsobligationer i termer av kostnad eller risk. Det skulle kräva att regeringen får ett särskilt mandat från riksdagen att låna på villkor som inte följer budgetlagens huvudregel. Tvärtom medför grön upplåning, oavsett på vilket sätt det sker, en ökad kostnad åtminstone på sikt. Kostnader diskuteras i övrigt i avsnitt 2.

För att undvika att öronmärka finansieringen, föreslår utredningen att upplåningen sker inom ramen för Riksgäldens ordinarie upplåning. Finansieringen skulle alltså vara helt fristående från gröna projekt. Det innebär att inga nya gröna investeringar åstadkoms genom att emittera gröna statsobligationer.

En förutsättning för att utveckla marknaden för gröna obligationer på ett gynnsamt sätt är ett stort utbud och ett långsiktigt åtagande från låntagaren. Det är helt i linje med hur Riksgälden ser sin roll i marknaden för nominella statsobligationer i kronor. Staten bör vara referens för andra aktörer på den inhemska svenska marknaden, det vill säga i kronor. Att kunna erbjuda likviditet och djup i statspapper till en bred investerarbas är ett sätt att på sikt sänka statens upplåningskostnader.

Statens låga nettolånebehov begränsar redan i dag Riksgäldens möjligheter att bidra med likviditet i traditionella statsobligationer (slutnot 1). Därtill kommer den bristsituation som bland annat uppkommit genom Riksbankens köp av statsobligationer. Det finns för närvarande därför inget utrymme att introducera ytterligare ett skuldslag såsom gröna obligationer.

Bakgrund

Gröna obligationer som statligt låneinstrument

Av utredningens direktiv framgår att, om förslag lämnas om en statligt emitterad grön obligation, ska ett sådant förslag vara förenligt med budgetlagens utformning, en effektiv statsskuldsförvaltning samt vara kostnadsneutral. Utredningens bedömning är att så borde vara möjligt. Jag delar inte den slutsatsen. Utredningen visar

inte hur den har kommit fram till att emission av gröna statsobligationer långsiktigt skulle minimera kostnaden för statsskulden med beaktan av risk.

Utredningen föreslår att staten genom Riksgälden inom ramen för statsskultsförvaltningen bör använda gröna obligationer för finansiering av statliga utgifter. I denna promemoria redovisas ett antal principiella och praktiska aspekter på den frågan.

Promemorian behandlar i avsnitt 1 budgetlagens regler om statsskultsförvaltningen. Avsnitt 2 behandlar utredningens förslag och Riksgäldens möjliga roll om regeringen och riksdagen väljer att ge ut gröna statliga obligationer.

1. Gröna obligationer och målet för statsskultsförvaltningen

I 5 kap. 5 § budgetlagen anges att statsskulden ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Budgetlagen är således tydlig: kostnad och risk är de enda kriterier som gör sig gällande vid beslut om statsskultsförvaltningens inriktning. Gröna obligationer går således inte att motivera inom ramen för den ordinarie statsskultsförvaltningen om de är dyrare än reguljär upplåning.

Gröna obligationer bedöms inte ge staten lägre upplåningskostnader eller mindre risker än konventionell upplåning, se avsnitt 2. Det skulle antingen bli fråga om små volymer som inte ger någon signaleffekt eller större volymer som skulle tränga ut ordinarie upplåning i statsobligationer som redan i dag är en bristvara. Obligationerna skulle ha sämre likviditet, vilket höjer låneräntan för staten.

Det är svårt att se att det finns utrymme att introducera gröna obligationer genom att endast ändra regeringens riktlinjer för statsskultsförvaltningen. Genom att åtgärden inte kan motiveras i termer av kostnad eller risk skulle utgivning av gröna obligationer kräva att regeringen får ett särskilt mandat från riksdagen att låna på villkor som inte följer budgetlagens huvudregel.

2. Riksgäldens roll vid emissioner av gröna obligationer

2.1 Bakgrund

Marknaden för statsobligationer utgör kärnan i svensk räntemarknad. Riksgälden har ett långsiktigt åtagande i svenska statspapper, varav statsobligationer utgör det viktigaste instrumentet och prioriteras allra högst när upplåningen planeras. Vid variationer av statens nettolånebehov har andra instrument såsom statsskuldväxlar och obligationer i utländsk valuta i första hand använts för att öka respektive minska upplåningen, allt för att bibehålla en stabil utestående stock av statsobligationer. Med kontinuerliga överskott i statens kassa, har all upplåning under senare år reducerats. Auktionsvolymerna i statsobligationer har gradvis dragits ner från fyra till två miljarder kronor. Enligt Riksgäldens senaste prognos för 2018 och 2019 ligger den totala årliga upplåningen på 40 miljarder kronor. Det är mer än en halvering jämfört med i början av 2016. Då låg den totala volymen för statsobligationer på 88 miljarder kronor för delat på drygt 20 auktionstillfällen à fyra miljarder kronor.

Riksgälden har sju återförsäljare statsobligationer. Bankerna har via avtal skyldigheter både i primär- och sekundärmarknaden. Riksgälden betalar provision som till största delen är rörlig, baserad på återförsäljarens marknadsandelar i auktionerna och mot kund.

Utredningen menar att skälet till att staten ska emittera gröna obligationer är att främja marknaden för gröna obligationer, att Sverige ska profilera sig som föregångsland vad gäller hållbarhet, att vara en förebild för hur en grön obligation struktureras och rapporteras samt tjäna som ett sätt att kommunicera Sveriges åtaganden enligt t.ex. Parisavtalet.

För att erhålla största möjlighet uppmärksamhet och signaleffekt krävs därför en stor emissionsvolym och ett långsiktigt åtagande att emittera gröna obligationer. Som framgått ovan är det svårt att se hur det är möjligt utan att tränga undan övrig upplåning. Auktionsformatet passar dåligt eftersom volymerna är små. Efterfrågan av en grön statligobligation anses ligga på 5–10 mdkr och löptiden på 5–10 år. För bästa möjliga exekvering skulle syndikerings, se avsnitt 2, användas. Med nuvarande prognos innebär det att endast 30–35 mdkr återstår att fördelas på traditionella obligationer.

Det bör noteras att Riksgälden inte utan vidare kan ta på sig ansvaret för att arrangera upplåning med gröna obligationer. Åtagandet från statens sida att använda medlen på angivet sätt måste göras av Regeringskansliet och/eller den myndighet som ansvarar för det aktuella projektet. Riksgälden kan som tillhandahållare av kontot inte granska hur medlen används. Ansvaret för detta torde behöva läggas på Riksrevisionen, som i så fall måste komplettera sin löpande granskning. Även här finns således en merkostnad

När det gäller själva upplåningen har processen större likheter med försäljning av aktier i ett statligt bolag än den ordinarie upplåning Riksgälden svarar för. Det krävs till exempel direkta kontakter mellan de myndigheter som ansvarar för projektet och de banker som anlitas för att sälja obligationerna och därmed tar visst ansvar för att uppställda villkor för grön användning uppfylls. Detsamma gäller kontakter med de oberoende granskare som måste anlitas.

Ges Riksgälden ett mer omfattande ansvar kommer det att krävas uppbyggnad av nya funktioner som Riksgälden för närvarande inte har. Riksgälden har dock inte funnit anledning att analysera hur stora kostnader som detta kan tänkas medföra. För att motivera detta krävs att Riksgälden får ett formellt uppdrag från regeringens sida att analysera förutsättningarna för att ge ut gröna obligationer.

2.2 Kostnader

Banker som är engagerade i marknaden för gröna obligationer har indikerat att intresset att köpa gröna statsobligationer i kronor är så stort att obligationerna skulle prissättas på samma nivå som för traditionella. Efterfrågan kommer framför allt från svenska investerare men även från europeiska köpare. Om så är fallet uppstår ingen kostnad vid själva upplåningstillfället. Är handeln i andrahandsmarknaden begränsad, kan transaktionskostnaden bli hög.

Några fördelar från risksynpunkt i förhållande till reguljär upplåning finns heller inte. På marginalen skulle en ökad splittring av statens upplåning på fler instrument snarast öka riskerna genom att marknaderna för de reguljära lånen blir mindre likvida (slutnot 2).

Det är inte heller lämpligt att sälja den här typen av obligationer via ett standardiserat auktionsförfarande utan det krävs hjälp av flera intermediärer/ledarbanker. Upplåningsformen kallas syndike-

ring och innebär att emittenten uppdrar åt ett flertal banker att mot ersättning marknadsföra och gemensamt sälja obligationen vid ett tillfälle. Provisionerna för en syndikering som är standardiserade (slutnot 3) är betydligt högre än vad Riksgälden betalar i provisioner till sina återförsäljare i statsobligationer. Marknadsföring bland annat genom investerarmöten, så kallade roadshows, utanför Sverige är nödvändiga för att få största möjliga uppmärksamhet och intresse för den nya produkten. Sammantaget höjer det kostnaderna jämfört med traditionella obligationer. Till detta kommer kostnaderna för ersättning till oberoende granskare. Gröna obligationer i kronor skulle därför vara entydigt dyrare.

Gröna obligationer i till exempel dollar skulle skilja sig i mindre grad från Riksgäldens vanliga dollarobligationer eftersom syndikering är försäljningssättet. Även likviditeten skulle påminna om den i statens traditionella obligationer i utländsk valuta. Likväl skulle lånen bli mindre och locka en snävare krets av investerare än traditionella statsobligationer, vilket talar för att lånevillkoren inte skulle bli mer gynnsamma. Breddning av investerarbasen skulle inte uppnås i samma utsträckning i dessa valutor eftersom "gröna" svenska investerare inte är lika intresserade av utländsk valuta. Kostnaderna tillkommer för oberoende granskning av miljöeffekterna.

2.3 Försäljningssätt av gröna statsobligationer

Det framgår inte helt tydligt vad utredningen vill uppnå med de olika förslagen. Här följer några aspekter på obligationers olika egenskaper och skillnader i försäljningssätt och vad det skulle innebära för gröna statsobligationer i kronor.

Ordinarie auktioner enligt modellen för traditionella obligationer

Fördelar

Långsiktighet skulle uppnås. Riksgälden emitterar återkommande i de tre benchmarklöptiderna två, fem och tio år. Samma obligation fylls således på kontinuerligt. Återförsäljarna har skyldighet ställa tvåvägspriser mot kund, handla i den elektroniska interbankhandeln och i övrigt uppfylla alla krav i återförsäljaravtalet. Obli-

gationen ska vara leveransbar i statsterminen enligt de villkor Nasdaq ställer. Ingen extra provisionskostnad skulle uppstå.

Nackdelar

Flexibilitet saknas. För att få bästa möjliga villkor i primär- och sekundärmarknaden, bör marknadsförutsättningarna utnyttjas. Det innebär att låntagaren väljer tidpunkt, löptid och storlek där efterfrågan bedöms vara störst.

Riksgälden är bunden till de enligt låneplanen förutbestämda auktionstillfällena och löptiderna. Ingen hänsyn tas till rådande marknadsläge. Riksgälden har ingen möjlighet att anpassa priset efter efterfrågan. Riksgäldens sju återförsäljare är givna intermediärer. Dessa banker är inte nödvändigtvis de bäst skickade att sälja gröna obligationer. Auktionsvolymen är för liten. Kraven på återförsäljarna i andrahandsmarknaden är helt orimliga för en grön obligation. Signaleffekten skulle vara begränsad. Små auktioner utspridda över året skulle inte få någon större uppmärksamhet. De gröna obligationerna skulle tränga ut de traditionella vilket på sikt kostar.

Syndikering

Fördelar

Största möjliga fokus och uppmärksamhet skulle uppnås. Marknadsföringen av obligationen är ett effektivt sätt att kommunicera Sveriges miljöåtagande. Metoden ger flexibilitet i val av banker, tidsplanering, prissättning och allokering. Stor volym kan emitteras vid ett tillfälle. Med syndikatets hjälp kan emissionstillfället mycket noga planeras och förberedas. Låntagaren får i förväg indikationer om efterfrågad volym och övriga villkor. Erbjuden volym är inte given utan kan anpassas efter intresset från investerare. Räntan på obligationen i primärmarknaden skulle kunna vara lägre än för en traditionell obligation med samma egenskaper.

Nackdelar

Kostnaden är högre än för traditionella obligationer, se avsnitt 2.2. Ledarbankerna har inget formellt prisställningsåtagande. Ett enda emissionstillfälle skulle inte ge någon långsiktighet och därför inte heller någon större betydelse.

Avslutningsvis kan det noteras att gröna obligationer inte heller är motiverade ur ett miljöperspektiv eftersom miljöeffekterna av ett projekt bestäms av projektets egenskaper och är oberoende av finansieringsformen.

Slutnoter

1. Med traditionella obligationer respektive statsobligationer menas i texten nominella statsobligationer i kronor.
2. Se Statsskuldspolitiska utredningen (SOU 2014:8) för ingående resonemang kring vikten av likvida marknader för statspapper. Riksbankens beslut att i penningpolitiskt syfte köpa statspapper har gjort likviditetsfrågan än mer relevant.
3. Standardiserade provisioner enligt EIB:s EARNs program: 2 år 0,075; 3 år 0,100 %; 5 år 0,125 %; 7 år 0,150 %; 10 år 0,175 %; 15 år 0,200 %.

Kommittédirektiv 2016:109

Gröna obligationer

Beslut vid regeringssammanträde den 14 december 2016.

Sammanfattning

I syfte att främja utvecklingen av en hållbar finansmarknad får en särskild utredare i uppdrag att analysera och lämna förslag på hur marknaden för gröna obligationer kan utvecklas. En grön obligation är en obligation där intäkterna investeras i projekt som är miljövänliga, t.ex. i projekt som bidrar till åtgärder för klimatet. Utredaren ska ta fram exempel på projekttyper som skulle kunna finansieras med gröna obligationer. Granskning av en oberoende part är central för att öka förtroendet för gröna obligationer och därför ska utredaren även analysera och lämna förslag på processer och rutiner för tredjepartsvalidering. Slutligen ska utredaren analysera och lämna förslag på vilken information som investerare behöver för att fatta välgrundade investeringsbeslut när det gäller investeringar i gröna obligationer.

Utredaren ska lämna de författningsförslag som bedöms nödvändiga. Uppdraget ska redovisas senast den 15 december 2017.

Bakgrund

Finansiering av åtgärder för miljö och klimat

Det finns ett politiskt åtagande att förverkliga de klimatrelaterade investeringar som krävs för att uppfylla de långsiktiga målen i det s.k. Parisavtalet, som antogs vid de internationella klimatförhandlingarna COP 21 i Paris 2015, och de mål som antagits globalt

genom FN:s Agenda 2030 och Addis Abeba Action Agenda om utvecklingsfinansiering. Ett centralt mål i Parisavtalet är att investeringar ska göras förenliga med en utveckling i riktning mot låga utsläpp av växthusgaser och motståndskraft mot klimatförändringar.

Insikten växer på finansmarknaden om att hållbarhetsaspekter generellt och miljökonsekvenser specifikt behöver vägas in för att investeringar ska vara långsiktigt lönsamma. Det speglas bl.a. i ett ökat intresse för hållbara investeringar hos institutionella och privata investerare. I hållbarhet inkluderas ofta miljöaspekter, sociala aspekter och frågor kring bolagsstyrning, vilket ofta förkortas ESG (av det engelska uttrycket *environment, social and governance*).

Det finns ett behov av att underlätta kanaliseringen av kapital till miljöprojekt och till finansiering av åtgärder för klimatet. Ett sätt är att främja framväxten av en marknad för gröna obligationer. Finansieringsformen är ett av flera instrument som kan användas för finansiering av miljö- och klimatrelaterade investeringar.

Genom gröna obligationer får investerare information om investeringar som är miljövänliga och erbjuder en möjlighet att investera i just dessa. För att främja en hållbar finansmarknad generellt är det positivt att genomlysningen ökar av bl.a. miljö- och klimatrisker i investeringar. De företag som finansierar sig genom gröna obligationer har också möjlighet att bredda sin investerarbas.

Inom ett flertal internationella forum pågår utvecklingsarbete när det gäller en hållbar finansmarknad och finansiering för klimatet. Utan att ge en komplett bild kan några initiativ nämnas. Inom G20 finns två arbetsgrupper: the Green Finance Study Group och Climate Finance Study Group. Den förstnämnda gruppen har i uppdrag att se över möjligheterna att främja utvecklingen av en grön finansmarknad i allmänhet och lämnade en rapport vid G20-mötet i september 2016. Även inom FN:s miljöprogram UNEP pågår ett arbete. En slutsats av detta arbete är att nya finansieringsinstrument behövs inom ett brett område, inklusive klimat, naturkapital och föreningar, för att genomföra Agenda 2030. Inom ramen för ett initiativ av de nordiska statsministrarna, kallat Grön tillväxt på nordiskt sätt, presenterades rapporten Green Financing – the Nordic Way i september 2016.

Inom ramen för regeringens framtidsarbete Uppdrag: Framtid har analysgruppen Grön omställning och konkurrenskraft haft i uppdrag att ta fram förslag på åtgärder för att främja den omställ-

ning av samhället som är nödvändig för att klara tvågradersmålet. Gruppen redovisade sitt uppdrag i april 2016. I rapporten "Omställning till hållbarhet och konkurrenskraft, Sveriges väg mot ett fossilfritt och resurseffektivt välfärdssamhälle" lämnas flera förslag. Särskilt två av dem är angelägna att föra vidare i detta sammanhang: att kartlägga investeringsbehov och möjliga finansieringslösningar med fokus på transparens och kostnadseffektivitet samt ökad attraktivitet hos hållbarhetsdrivna investeringar, och att främja utvecklingen av marknaden för gröna obligationer.

Inom ramen för Nationella regionalfondsprogrammet för perioden 2014–2020 har det beslutats om en grön investeringsfond. Syftet är att stärka utbudet av riskkapital för finansiering med fokus på affärsverksamhet inom klimat- och energiteknik. Almi Invest har fått i uppdrag att förvalta fonden.

Gröna obligationer

En obligation är ett räntebärande värdepapper (löpande skuldförbindelse) som har en löptid på minst ett år och vars nominella belopp betalas tillbaka när löptiden har gått ut. Under tiden får innehavaren oftast utbetalningar i form av räntor. Att ge ut (emittera) obligationer är ett sätt för bl.a. stater, kommuner och företag att finansiera sin verksamhet. Att en obligation benämns "grön" syftar enbart på hur de medel som lånats upp genom att ge ut obligationen ska användas. Utgivaren (emittenten) tar också på sig ett ansvar att återsrapportera till långivarna.

Det finns ingen allmänt accepterad definition av vad som är en "grön" obligation. The Green Bond Principles, som tagits fram av International Capital Markets Association (ICMA) har dock fått stort genomslag i praktiken. Det är övergripande principer om att gröna obligationer ska finansiera miljömässigt hållbara aktiviteter. Principerna täcker fyra områden: användande av intäkter, process för att granska och välja ut projekt, spårbarhet av intäkter och årlig rapportering.

Det finns också andra mer detaljerade standarder. Exempelvis har Climate Bond Initiative (CBI) branschspecifika kriterier för vad som kvalificerar tillgångar och projekt för finansiering med gröna obligationer. På den internationella marknaden finns ett antal

oberoende organisationer som certifierar gröna obligationer enligt Green Bond Principles eller andra förekommande standarder. The International Finance Corporation (IFC) i Världsbanksgruppen har på detta område blivit tongivande i arbetet med ekonomier i utvecklingsländer. Samarbetet inom IFC sker bl.a. med 26 större ekonomier genom Sustainable Banking Network.

Det finns en risk att investerare, banker eller emittenter engagerar sig i enstaka miljöprojekt och investeringar i syfte att få en grön stämpel och därmed undvika externa påtryckningar om miljöeffekten av övrig verksamhet. Denna problematik kallas för green washing.

Marknaden för gröna obligationer

Marknaden för gröna obligationer har utvecklats snabbt sedan de första emissionerna gjordes 2006 och 2007 med en markant ökning 2014 när ICMA introducerade sina principer för gröna obligationer. Enligt uppgifter från Climate Bond Initiative (CBI) uppgick emissionerna av gröna obligationer till 42 miljarder US-dollar under 2015 och t.o.m. oktober i år har gröna obligationer för motsvarande 62 miljarder dollar emitterats. Sammanlagt sedan starten t.o.m. det första kvartalet 2016 uppgår det emitterade beloppet till 118 miljarder dollar. Det handlar dock fortfarande om blygsamma volymer i förhållande till den totala obligationsmarknaden. Enligt Green Finance Study Group utgör gröna obligationer i dag mindre än en procent av den totala obligationsmarknaden. CBI har gjort uppskattningar som visar att gröna obligationer utgör en mindre andel av den totala finansieringen via obligationer Europeiska investeringsbanken (EIB) är enligt CBI:s data den hittills största emittenten med en total volym på 17 miljarder dollar t.o.m. juli 2016 och var den enskilt största emittenten under 2014 och 2015. Företag, kommuner och banker utgör en växande andel och sedan 2014 emitterar de sammantaget en större volym än de internationella finansiella institutionerna tillsammans. Den genomsnittliga löptiden har sedan 2007 varierat mellan fem år och drygt sju år. Av de emitterade gröna obligationerna t.o.m. juli 2016 är 80 procent denominerade i dollar eller euro.

Svenska aktörer engagerade sig tidigt på marknaden och bland emittenterna finns företag inom t.ex. fastighets- och energisektorn, kommuner, landsting och statliga bolag. Svenska försäkringsföretag och pensionsfonder var bland de första att investera i gröna obligationer.

Den franska regeringen har offentliggjort planer på att emittera statliga gröna obligationer under 2017. Syftet är att finansiera projekt som ingår i statens program för långsiktiga investeringar. Frankrike kan därmed bli den första stat som emitterar gröna obligationer.

Uppdraget

Marknaden för gröna obligationer fortsätter att expandera i snabb takt och intresset från investerare har vuxit kraftigt under senare år. Det genomförs en mängd offentliga, gröna projekt i regi av stat, landsting och kommuner samt statliga och kommunala bolag. Många av dessa projekt skulle kunna finansieras genom gröna obligationer. Mot denna bakgrund bör en analys göras av de sätt på vilka marknaden för gröna obligationer kan främjas. Marknaden för gröna obligationer är fortfarande ung och det bör ingå att analysera och överväga ökad harmonisering och specifikt utvecklad standardisering av metodval.

Analysen bör vara inriktad på den svenska marknaden för gröna obligationer. Eftersom marknaden är global bör samtidigt internationella förhållanden och standarder tas i beaktande. En utgångspunkt bör vara att åtgärder för att främja den svenska marknaden också ska aktörer har varit drivande i att utveckla marknaden globalt och dessa erfarenheter bör också beaktas.

En grundläggande förutsättning för att emittera gröna obligationer är att det finns lämpliga gröna projekt. En angränsande frågeställning är därför vilka projekt som skulle kunna vara aktuella att finansiera med gröna obligationer samt hur processen skulle kunna se ut för att utvärdera sådana projekt. Det behövs därmed en analys och inventering av vilka möjliga projekttyper inom miljö- och klimatområdet som skulle kunna finansieras genom gröna obligationer. Vidare behövs en analys av behovet av en struktur för att identifiera lämpliga projekt, med beaktande av att risken för s.k. green washing bör undvikas.

Granskning av en oberoende part är central för att öka förtroendet för gröna obligationer och för att säkerställa att avkastningen ligger i linje med investerarens önskemål. Det finns ett behov av processer och rutiner för granskning av en oberoende part (s.k. tredje-partsvalidering) av gröna obligationer. På marknaden finns i dag olika lösningar och företag och organisationer som genomför tredje-partsvalidering. Marknaden bör mot den bakgrunden analyseras och behov av en struktur med processer och rutiner som kan fylla den uppgiften bör övervägas.

Tillgång till god information, transparens och verifierbarhet bidrar till att investerare ska kunna fatta välgrundade investeringsbeslut, vilket i förlängningen även medför billigare upplåning för emittenter. Med beaktande av särdragen hos gröna obligationer bör utredaren analysera behovet av information för investerare.

En utvecklad marknad för gröna obligationer syftar till att kanalisera medel till finansiering av åtgärder för klimatet till miljömässig hållbarhet och därmed bidra till en hållbar finansmarknad. Analysen bör i första hand riktas mot gröna obligationer och närliggande finansieringslösningar, t.ex. gröna värdepapperiseringar.

Under förutsättning att uppdraget kan redovisas i tid bör utredaren i den del det bedöms nödvändigt även behandla generella aspekter för att skapa en hållbar finansmarknad, t.ex. sociala aspekter. Såväl offentliga som privata projekt och finansieringslösningar ska inkluderas.

I syfte att främja utvecklingen av en hållbar finansmarknad får utredaren i uppdrag att

- analysera och lämna förslag på vilka sätt marknaden för gröna obligationer kan främjas,
- analysera, och ta fram exempel på, vilka projekttyper som skulle kunna finansieras med gröna obligationer,
- analysera och lämna förslag på en struktur med processer och kriterier som identifierar gröna projekt, med hänsyn tagen till risken för s.k. green washing,
- analysera och lämna förslag på processer och rutiner för tredje-partsvalidering av gröna obligationer, och
- analysera och lämna förslag på vilken information som investerare behöver för att fatta välgrundade investeringsbeslut.

Utredaren ska lämna de författningsförslag som bedöms nödvändiga. Om utredaren lämnar förslag om en statlig emission av gröna obligationer, ska ett sådant förslag vara förenligt med budgetlagens utformning, en effektiv statsskuldsförvaltning samt vara kostnadsneutralt. Uppdraget omfattar inte skattefrågor.

Konsekvensbeskrivningar

En redovisning och motivering ska lämnas av vilka förslag som har övervägts, men avfärdats. Om utredarens förslag påverkar kostnaderna eller intäkterna för staten, kommuner, landsting, företag eller andra enskilda, ska en beräkning av dessa konsekvenser redovisas. Om förslagen innebär samhällsekonomiska konsekvenser i övrigt, ska dessa redovisas. Om förslagen innebär kostnadsökningar eller intäktsminskningar för staten, kommuner eller landsting, ska utredaren föreslå en heltäckande finansiering. Arbetet med konsekvensanalysen ska löpa parallellt med det övriga arbetet.

Samråd och redovisning av uppdraget

Genomförandet av uppdraget ska ske i dialog med 2030-delegationen (Fi 2016:01).

Utredaren ska hålla sig informerad om och beakta relevant arbete som pågår inom Regeringskansliet, i de övriga nordiska länderna, inom EU och även marknadsutvecklingen globalt.

Under genomförandet av uppdraget ska utredaren samråda med och inhämta upplysningar från Riksgäldskontoret och andra myndigheter och organisationer som kan vara berörda av de olika saksfrågorna.

Uppdraget ska redovisas senast den 15 december 2017.

(Finansdepartementet)

Statens offentliga utredningar 2017

Kronologisk förteckning

1. För Sveriges landsbygder
– en sammanhållen politik för
arbete, hållbar tillväxt och välfärd. N.
2. Kraftsamling för framtidens energi. M.
3. Karens för statsråd och statssekreterare.
Fi.
4. För en god och jämlik hälsa.
En utveckling av det
folkhälsopolitiska ramverket. S.
5. Svensk social trygghet i en
globaliserad värld. Del 1 och 2. S.
6. Se barnet! Ju.
7. Straffprocessens ramar och
domstolens beslutsunderlag
i brottmål – en bättre hantering av
stora mål. Ju.
8. Kunskapsläget på kärnavfallsområdet 2017.
Kärnavfallet – en fråga i ständig
förändring. M.
9. Det handlar om oss.
– unga som varken arbetar eller studerar. U.
10. Ny ordning för att främja god sed
och hantera oredlighet i forskning. U.
11. Vägs katt. Volym 1 och 2. Fi.
12. Att ta emot människor på flykt.
Sverige hösten 2015. Ju.
13. Finansiering av infrastruktur med
privat kapital? Fi.
14. Migrationsärenden
vid utlandsmyndigheterna. Ju.
15. Kvalitet och säkerhet
på apoteksmarknaden. S.
16. Sverige i Afghanistan 2002–2014. UD.
17. Om oskuldspresumtionen och rätten att
närvara vid rättegången. Genomförande
av EU:s oskuldspresumtionsdirektiv. Ju.
18. En nationell strategi för validering. U.
19. Uppdrag: Samverkan. Steg på vägen
mot fördjupad lokal samverkan
för unga arbetslösa. A.
20. Tillträde för nybörjare – ett öppnare
och enklare system för tillträde till
högskoleutbildning. U.
21. Läs mig! Nationell kvalitetsplan för
vård och omsorg om äldre personer.
Del 1 och 2. S.
22. Från värdekedja till värdecykel – så får
Sverige en mer cirkulär ekonomi. M.
23. digitalforvaltning.nu. Fi.
24. Ett arbetsliv i förändring – hur
påverkas ansvaret för arbetsmiljön? A.
25. Samlad kunskap – stärkt
handläggning. S.
26. Delningsekonomi. På användarnas
villkor. Fi.
27. Vissa frågor inom fastighets- och
stämpelskatteområdet. Fi.
28. Ett nationellt centrum för kunskap
om och utvärdering av arbetsmiljö. A.
29. Brottsoffert. Ju.
30. En omreglerad spelmarknad.
Del 1 och 2. Fi.
31. Stärkt konsumentskydd
på bostadsrättsmarknaden. Ju.
32. Substitution i Centrum
– stärkt konkurrenskraft med
kemikaliesmarta lösningar. M.
33. Stärkt ställning för hyresgäster. Ju.
34. Ekologisk kompensation – Åtgärder
för att motverka nettoförluster av
biologisk mångfald och ekosystem-
tjänster, samtidigt som behovet av
markexploatering tillgodoses. M.
35. Samling för skolan. Nationell strategi
för kunskap och likvärdighet. U.
36. Informationssäkerhet för samhälls-
viktiga och digitala tjänster. Ju.
37. Kvalificerad välfärdsbrottslighet
– förebygga, förhindra, upptäcka och
beivra. Ju.

38. Kvalitet i välfärden – bättre upphandling och uppföljning. Fi.
39. Ny dataskyddslag. Kompletterande bestämmelser till EU:s dataskyddsförordning. Ju.
40. För dig och för alla. S.
41. Meddelarskyddslagen – fler verksamheter med stärkt meddelarskydd. Ju.
42. Vem har ansvaret? M.
43. På lika villkor! Delaktighet, jämlikhet och effektivitet i hjälpmedelsförsörjningen. S.
44. Entreprenad, fjärrundervisning och distansundervisning. U.
45. Ny lag om företagshemligheter. Ju.
46. Stärkt ordning och säkerhet i domstol. Ju.
47. Nästa steg på vägen mot en mer jämlik hälsa. Förslag för ett långsiktigt arbete för en god och jämlik hälsa. S.
48. Kunskapsbaserad och jämlik vård. Försättningsningar för en lärande hälso- och sjukvård. S.
49. EU:s dataskyddsförordning och utbildningsområdet. U.
50. Personuppgiftsbehandling för forskningsändamål. U.
51. Utbildning, undervisning och ledning – reformvård till stöd för en bättre skola. U.
52. Så stärker vi den personliga integriteten. Ju.
53. God och nära vård. En gemensam färdplan och målbild. S.
54. Fler nyanlända elever ska uppnå behörighet till gymnasiet. U.
55. En ny kamerabevakningslag. Ju.
56. Jakten på den perfekta ersättningsmodellen. Vad händer med medarbetarnas handlingsutrymme? Fi.
57. Lag om flygpassageraruppgifter i brottsbekämpningen. Ju.
58. Amerikansk inresekontroll vid utresa från Sverige – så kan avtalen genomföras. Ju.
59. Reglering av alkoglass m.fl. produkter. S.
60. Nästa steg? Förslag för en stärkt minoritetspolitik. Ku.
61. Villkorlig frigivning – förstärkta åtgärder mot återfall i brott. Ju.
62. Kärnavfallsrådets yttrande över SKB:s Fud-program 2016. M.
63. Miljötillsyn och sanktioner – en tillsyn präglad av ansvar, respekt och enkelhet. M.
64. Detaljplanekravet. N.
65. Hyran vid nyproduktion – en utvärdering och utveckling av modellen med presumtionshyra. Ju.
66. Dataskydd inom Socialdepartementets verksamhetsområde – en anpassning till EU:s dataskyddsförordning. S.
67. Våldsbejakande extremism. En forskarantologi. Ku.
68. Barnets rättigheter i ett straffrättsligt förfarande m.m. Genomförande av EU:s barnrättsdirektiv och två andra straffprocessuella frågor. Ju.
69. Marknadskontrollmyndigheter – befogenheter och sanktionsmöjligheter. UD.
70. Förstärkt skydd för uppgifter av betydelse för ett internationellt samarbete för fred och säkerhet som Sverige deltar i. Ju.
71. Bostäder på statens mark – en möjlighet? N.
72. Genomförande av vissa straffrättsliga åtaganden för att förhindra och bekämpa terrorism. Ju.
73. En gemensam bild av bostadsbyggnadsbehovet. N.
74. Brottsdatalog – kompletterande lagstiftning. Ju.
75. Datalogring – brottsbekämpning och integritet. Ju.
76. Enhetliga priser på receptbelagda läkemedel. S.
77. En generell rätt till kommunal avtalssamverkan. Fi.
78. En sammanhållen budgetprocess. Ju.
79. Finansiering av public service – för ökad stabilitet, legitimitet och stärkt oberoende. Ku.

80. Stärkt integritet i Rättsmedicinalverkets verksamhet. Ju.
81. Rättslig översyn av skogsvårdslagstiftningen. N.
82. Vägledning för framtidens arbetsmarknad. A.
83. Brännheta skatter! Bör avfallsförbränning och utsläpp av kväveoxider från energiproduktion beskattas? Fi.
84. Uppehållstillstånd på grund av praktiska verkställighetshinder och preskription. Ju.
85. Rekrytering av framtidens domare. Ju.
86. Hyresmarknad utan svarthandel och otillåten andrahandsuthyrning. Ju.
87. Finansiering, subvention och prisättning av läkemedel – en balansakt. S.
88. Nästa steg? Del 2. Förslag för en stärkt minoritetspolitik. Ku.
89. Hemlig dataavläsning – ett viktigt verktyg i kampen mot allvarlig brottslighet. Ju.
90. Makars, registrerade partners och sambors förmögenhetsförhållanden i internationella situationer. Ju.
91. Nationella minoritetsspråk i skolan – förbättrade förutsättningar till undervisning och revitalisering. U.
92. Transpersoner i Sverige. Förslag för stärkt ställning och bättre levnadsvillkor. Ku.
93. Klarlagd identitet. Om utlänningars rätt att vistas i Sverige, inre utlänningskontroller och missbruk av identitetshandlingar. Ju.
94. Beräkning av skattetillägg – en översyn av reglerna. Fi.
95. Ett land att besöka. En samlad politik för hållbar turism och växande besöksnäring. N.
96. Utvidgat hinder mot erkännande av utländska barnäktenskap. Ju.
97. Totalförsvarsdatalog – Rekryteringsmyndighetens personuppgiftsbehandling. Fö.
98. Tidiga förhör – nya bevisregler i brottmål. Ju.
99. Effektivare energianvändning. N.
100. Beslag och husrannsakan – ett regelverk för dagens behov. Ju.
101. Jämställt föräldraskap och goda uppväxtvillkor för barn – en ny modell för föräldraförsäkringen. S.
102. Skatt på kadmium i vissa produkter och kemiska växtskyddsmedel. Fi.
103. Lagliga vägar för att söka asyl i EU. Ju.
104. Etikprövning – en översyn av reglerna om forskning och hälso- och sjukvård. U.
105. Kapacitetstilldelningen på höghastighetsjärnvägen. N.
106. Nystart för byggstandardiseringen genom stärkt samverkan. N.
107. Slutrapport från Sverigeförhandlingen. Infrastruktur och bostäder – ett gemensamt samhällsbygge. N.
108. Lån och garantier för fler bostäder. N.
109. Servicekontor i ny regim. Fi.
110. Värna demokratin mot våldsbejakande extremism. Hinder och möjligheter. Ku.
111. För barnets bästa? Utredningen om tvångsåtgärder mot barn i psykiatrisk tvångsvård. S.
112. Ett fönster av möjligheter. – stärkt barnrättsperspektiv för barn i skyddat boende. S.
113. Alkoholreklam i sociala medier m.m. S.
114. reboot – omstart för den digitala förvaltningen. Fi.
115. Att främja gröna obligationer. Fi.

Statens offentliga utredningar 2017

Systematisk förteckning

Arbetsmarknadsdepartementet

- Uppdrag: Samverkan. Steg på vägen mot fördjupad lokal samverkan för unga arbetslösa. [19]
- Ett arbetsliv i förändring – hur påverkas ansvaret för arbetsmiljön? [24]
- Ett nationellt centrum för kunskap om och utvärdering av arbetsmiljö. [28]
- Vägledning för framtidens arbetsmarknad. [82]

Finansdepartementet

- Karens för statsråd och statssekreterare. [3]
- Vägs katt. Volym 1 och 2. [11]
- Finansiering av infrastruktur med privat kapital? [13]
- digitalförvaltning.nu. [23]
- Delningsekonomi. På användarnas villkor. [26]
- Vissa frågor inom fastighets- och stämpel-skatteområdet. [27]
- En omreglerad spelmarknad. Del 1 och 2. [30]
- Kvalitet i välfärden – bättre upphandling och uppföljning. [38]
- Jakten på den perfekta ersättningsmodellen. Vad händer med medarbetarnas handlingsutrymme? [56]
- En generell rätt till kommunal avtalssamverkan. [77]
- En sammanhållen budgetprocess. [78]
- Brännheta skatter! Bör avfallsförbränning och utsläpp av kväveoxider från energiproduktion beskattas? [83]
- Beräkning av skattetillägg – en översyn av reglerna. [94]
- Skatt på kadmium vissa produkter och kemiska växtskyddsmedel. [102]
- Servicekontor i ny regim. [109]

- reboot – omstart för den digitala förvaltningen. [114]
- Att främja gröna obligationer. [115]

Försvarsdepartementet

- Totalförsvarsdata lag
– Rekryteringsmyndighetens person-uppgiftsbehandling. [97]

Justitiedepartementet

- Se barnet! [6]
- Straffprocessens ramar och domstolens beslutsunderlag i brottmål
– en bättre hantering av stora mål. [7]
- Att ta emot människor på flykt.
Sverige hösten 2015. [12]
- Migrationsärenden
vid utlandsmyndigheterna. [14]
- Om oskuldspresumtionen och rätten att närvara vid rättegången. Genomförande av EU:s oskuldspresumtionsdirektiv. [17]
- Brottsdata lag. [29]
- Stärkt konsumentskydd
på bostadsrättsmarknaden. [31]
- Stärkt ställning för hyresgäster. [33]
- Informationssäkerhet för samhällsviktiga och digitala tjänster. [36]
- Kvalificerad välfärdsbrottslighet
– förebygga, förhindra, upptäcka och beivra. [37]
- Ny dataskyddslag. Kompletterande bestämmelser till EU:s dataskyddsförordning. [39]
- Meddelarskyddslagen – fler verktyg med stärkt meddelarskydd. [41]
- Ny lag om företags hemligheter. [45]
- Stärkt ordning och säkerhet i domstol. [46]
- Så stärker vi den personliga integriteten. [52]
- En ny kamerabevakningslag. [55]

Lag om flygpassageraruppgifter i brottsbekämpningen. [57]

Amerikansk inresekontroll vid utresa från Sverige – så kan avtalen genomföras. [58]

Villkorlig frigivning – förstärkta åtgärder mot återfall i brott. [61]

Hyran vid nyproduktion
– en utvärdering och utveckling av modellen med presumtionshyra. [65]

Barnets rättigheter i ett straffrättsligt förfarande m.m. Genomförande av EU:s barnrättsdirektiv och två andra straffprocessuella frågor. [68]

Förstärkt skydd för uppgifter av betydelse för ett internationellt samarbete för fred och säkerhet som Sverige deltar i. [70]

Genomförande av vissa straffrättsliga åtaganden för att förhindra och bekämpa terrorism. [72]

Brottsdatalog – kompletterande lagstiftning. [74]

Datalogring – brottsbekämpning och integritet. [75]

Stärkt integritet i Rättsmedicinalverkets verksamhet. [80]

Uppehållstillstånd på grund av praktiska verkställighetshinder och preskription. [84]

Rekrytering av framtidens domare. [85]

Hyresmarknad utan svarthandel och otillåten andrahandsuthyrning. [86]

Hemlig dataavläsning
– ett viktigt verktyg i kampen mot allvarlig brottslighet. [89]

Makars, registrerade partners och sambors förmögenhetsförhållanden i internationella situationer. [90]

Klarlagd identitet.
Om utlänningars rätt att vistas i Sverige, inre utlänningskontroller och missbruk av identitetshandlingar. [93]

Utvidgat hinder mot erkännande av utländska barnäktenskap. [96]

Tidiga förhör – nya bevisregler i brottmål. [98]

Beslag och husrannsakan
– ett regelverk för dagens behov. [100]

Lagliga vägar för att söka asyl i EU. [103]

Kulturdepartementet

Nästa steg? Förslag för en stärkt minoritetspolitik. [60]

Våldsbejakande extremism.
En forskarantologi. [67]

Finansiering av public service – för ökad stabilitet, legitimitet och stärkt oberoende. [79]

Nästa steg? Del 2. Förslag för en stärkt minoritetspolitik. [88]

Transpersoner i Sverige.
Förslag för stärkt ställning och bättre levnadsvillkor. [92]

Värna demokratin mot våldsbejakande extremism. Hinder och möjligheter. [110]

Miljö- och energidepartementet

Kraftsamling för framtidens energi. [2]

Kunskapsläget på kärnavfallsområdet 2017.
Kärnavfallet – en fråga i ständig förändring. [8]

Från värdekedja till värdecykel – så får Sverige en mer cirkulär ekonomi. [22]

Substitution i Centrum
– stärkt konkurrenskraft med kemikaliesmarta lösningar. [32]

Ekologisk kompensation – Åtgärder för att motverka nettoförluster av biologisk mångfald och ekosystemtjänster, samtidigt som behovet av markexploatering tillgodoses. [34]

Vem har ansvaret? [42]

Kärnavfallsrådets yttrande över SKB:s Fud-program 2016. [62]

Miljötillsyn och sanktioner
– en tillsyn präglad av ansvar, respekt och enkelhet. [63]

Näringsdepartementet

För Sveriges landsbygder
– en sammanhållen politik för arbete, hållbar tillväxt och välfärd. [1]

Detaljplanekravet. [64]

Bostäder på statens mark
– en möjlighet? [71]

En gemensam bild av bostadsbyggnads-
behovet. [73]

Rättslig översyn
av skogsvårdslagstiftningen. [81]

Ett land att besöka.
En samlad politik för hållbar turism
och växande besöksnäring. [95]

Effektivare energianvändning. [99]

Kapacitetstilldelningen
på höghastighetsjärnvägen. [105]

Nystart för byggstandardiseringen genom
stärkt samverkan. [106]

Slutrapport från Sverigeförhandlingen.
Infrastruktur och bostäder –
ett gemensamt samhällsbygge. [107]

Lån och garantier för fler bostäder. [108]

Socialdepartementet

För en god och jämlik hälsa.
En utveckling av det
folkhälsopolitiska ramverket. [4]

Svensk social trygghet i en globaliserad
värld. Del 1 och 2. [5]

Kvalitet och säkerhet
på apoteksmarknaden. [15]

Läs mig! Nationell kvalitetsplan
för vård och omsorg om äldre personer.
Del 1 och 2. [21]

Samlad kunskap – stärkt handläggning. [25]

För dig och för alla. [40]

På lika villkor! Delaktighet, jämlikhet och
effektivitet i hjälpmedelsförsörjningen.
[43]

Nästa steg på vägen mot en mer jämlik hälsa.
Förslag för ett långsiktigt arbete för en
god och jämlik hälsa. [47]

Kunskapsbaserad och jämlik vård.
Förutsättningar för en lärande hälso-
och sjukvård. [48]

God och nära vård. En gemensam färdplan
och målbild. [53]

Reglering av alkoglass m.fl. produkter. [59]

Dataskydd inom Socialdepartementets
verksamhetsområde – en anpassning
till EU:s dataskyddsförordning. [66]

Enhetliga priser på receptbelagda
läkemedel. [76]

Finansiering, subvention och prissättning
av läkemedel – en balansakt. [87]

Jämställt föräldraskap och
goda uppväxtvillkor för barn
– en ny modell för föräldraförsäk-
ringen. [101]

För barnets bästa? Utredningen
om tvångsåtgärder mot barn
i psykiatrisk tvångsvård. [111]

Ett fönster av möjligheter.
– stärkt barnrättsperspektiv
för barn i skyddat boende. [112]

Alkoholreklam i sociala medier m.m. [113]

Utbildningsdepartementet

Det handlar om oss.
– unga som varken arbetar eller studerar. [9]

Ny ordning för att främja god sed
och hantera oredlighet i forskning. [10]

En nationell strategi för validering [18]

Tillträde för nybörjare – ett öppnare och
enkla system för tillträde till hög-
skoleutbildning. [20]

Samling för skolan.
Nationell strategi för kunskap och
likvärdighet. [35]

Entreprenad, fjärrundervisning
och distansundervisning. [44]

EU:s dataskyddsförordning och
utbildningsområdet. [49]

Personuppgiftsbehandling
för forskningsändamål. [50]

Utbildning, undervisning och ledning
– reformvård till stöd för en bättre
skola. [51]

Fler nyanlända elever ska uppnå behörighet
till gymnasiet. [54]

Nationella minoritetsspråk i skolan
– förbättrade förutsättningar till
undervisning och revitalisering. [91]

Etikprövning – en översyn av reglerna om
forskning och hälso- och sjukvård.
[104]

Utrikesdepartementet

Sverige i Afghanistan 2002–2014. [16]

Marknadskontrollmyndigheter
– befogenheter och
sanktionsmöjligheter. [69]