Transparens på den gröna obligationsmarknaden

En undersökning av fastighetsföretag på nationell nivå med utblick mot Europa

Examensarbete inom kandidatprogrammet Affärsutveckling och entreprenörskap inom samhällsbyggnadsteknik

JULIA THURÉN
LOTTA WICTORIN

INSTITUTIONEN FÖR Arkitektur och Samhällsbyggnadsteknik
Avdelningen för Byggnadsdesign

CHALMERS TEKNISKA HÖGSKOLA
Göteborg, 2020
www.chalmers.se

EXAMENSARBETE ACEX20

Transparens på den gröna obligationsmarknaden

En undersökning av fastighetsföretag på nationell nivå med utblick mot Europa

Examensarbete inom kandidatprogrammet

Affärsutveckling och entreprenörskap inom samhällsbyggnadsteknik

JULIA THURÉN

LOTTA WICTORIN

Institutionen för Arkitektur och Samhällsbyggnadsteknik

Avdelningen för Byggnadsdesign

CHALMERS TEKNISKA HÖGSKOLA

Göteborg, 2020

Transparens på den gröna obligationsmarknaden

En undersökning av fastighetsföretag på nationell nivå med utblick mot Europa

Examensarbete inom kandidatprogrammet

Affärsutveckling och entreprenörskap inom samhällsbyggnadsteknik

JULIA THURÉN

LOTTA WICTORIN

© JULIA THURÉN, LOTTA WICTORIN, 2020

Examensarbete ACEX20
Institutionen för arkitektur och samhällsbyggnadsteknik
Chalmers tekniska högskola 2020

Institutionen för arkitektur och samhällsbyggnadsteknik
Avdelningen för Byggnadsdesign
Chalmers tekniska högskola
412 96 Göteborg
Telefon: 031-772 10 00

Institutionen för arkitektur och samhällsbyggnadsteknik
Göteborg 2020

Transparens på den gröna obligationsmarknaden

En undersökning av fastighetsföretag på nationell nivå med utblick mot Europa

Examensarbete inom kandidatprogrammet
Affärsutveckling och entreprenörskap inom samhällsbyggnadsteknik

JULIA THURÉN

LOTTA WICTORIN

Institutionen för arkitektur och samhällsbyggnadsteknik
Avdelningen för Byggnadsdesign
Chalmers tekniska högskola

SAMMANFATTNING

I dagsläget är det en stor skillnad globalt i olika länders åtagande kopplat till Parisavtalet, där Sverige är ett av de länder som anses ligga i framkant vad det gäller hållbarhetsinitiativ.

Marknaden för fastighetsfinansiering växer och framförallt marknaden för gröna obligationer. Kandidatarbetet undersöker finansieringsalternativet gröna obligationer, vilket är en obligation med utgångspunkt i hållbara projekt och med återrapporteringskrav gentemot investeraren.

Gröna obligationer regleras i dagsläget av den fria marknaden, då det råder en avsaknad av lagstadgade regleringar. Marknadens självreglering har gynnat genomslagskraften och lockat många fastighetsföretag att emittera gröna obligationer, som ett förhållandevis enkelt sätt att anskaffa kapital. Emittering av gröna obligationer stärker dessutom företags positionering på marknaden, då de visar att de tar aktuella hållbarhetsfrågor på allvar. Rådande självreglering medför viss problematik kopplat till en oetablerad standard av gröna obligationer, vilket ställer höga krav på transparens från emittenten.

Branschen står inför förändring och i kandidatarbetet har vi undersökt hur utvecklingen av gröna obligationer kan komma att ta uttryck framöver, med fokus på transparens. Med utgångspunkt i emittenters perspektiv, men med investerare i beaktning, är syftet att undersöka den gröna obligationsmarknaden för att ge en objektiv redogörelse av gröna obligationer som ekonomisk resurs.

För kandidatarbetet har representanter från fyra ledande företag i fastighetsbranschen intervjuats, samt representanter från en bank med koppling till marknaden. Samtliga fastighetsföretag är väl insatta i obligationsmarknadens utveckling och verkande som emittenter av gröna obligationer.

Nyckelord:

gröna obligationer, affärsutveckling, fastighetsbranschen, transparens, likvida medel

Transparency in the green bonds market

A survey of real estate companies at national level with an outlook towards Europe

Degree Project in the Bachelor's Programme
Business Development and Entrepreneurship

JULIA THURÉN

LOTTA WICTORIN

Department of Architecture and Civil Engineering
Chalmers University of Technology

ABSTRACT

There is currently a big difference according to commitment of different countries globally to the Paris Agreement. Sweden is one of the considered forefront countries in terms of sustainability initiatives.

The market for real estate financing is growing and, above all, the market for green bonds. The bachelor thesis examines the financing option for green bonds, which is a bond based way of finance for sustainable projects and with reporting requirements towards the investor.

Green bonds are currently regulated by the free market, as it is a lack of governmental regulations. The market's self-regulation has benefited and attracted many real estate companies to allure green bonds, as a relatively easy way to raise capital. Green bonds also strengthens companies' position in the market, as they show that they take current sustainability issues seriously. Current self-regulation cause problems linked to an unstated standard of green bonds, which places high demands on transparency from the issuer.

The industry is facing change and this bachelor thesis is to examine how the development of green bonds may come to expression in the future, mainly focusing on transparency. Based on the issuer's perspective, but with investors in mind, the purpose is to investigate the green bond market to provide an objective account of green bonds as a financial resource.

Representatives from four leading companies within the real estate industry were interviewed for the bachelor thesis, as well as representatives from a bank with links to the market. All real estate companies are well versed in the bond market's development and act as issuers of green bonds.

Key words:

green bonds, business development, real estate, transparency, floating assets

Innehåll

1. INLEDNING 1

1.1 Bakgrund 1

1.2 Syfte 2

1.3 Frågeställning 2

1.4 Avgränsning 2

2. METOD 5

2.1 Kvalitativ forskning 5

2.2 Undersökningsdesign 5
2.2.1 Fallstudiedesign 5
2.2.2 Komparativ design 6
2.2.3 Semistrukturerad intervju 6
2.2.4 Intervjuade företag 7
2.2.4.3 Kungsleden 8
2.2.5 Nyckelhänsyn 8

3. TEORETISK REFERENSRAM 11

3.1 FN:s globala mål för hållbar utveckling 11

3.2 Parisavtalet, Agenda 2030 11

3.3 GRESB 12

3.4 Obligationer 12
3.3.1 Gröna obligationer 13
3.3.2 EU:s taxonomi 13
3.3.3 Green Bond Principles 14
3.3.4 Finansinspektionen om att främja gröna obligationer 16
3.3.5 Ett grönt ramverk 16
3.3.6 Extern granskning 16
3.3.7 Cicero 17

3.3.8 Emitteringsprocessen 18

3.5 Hållbara investeringar och miljöcertifieringar 19
3.5.1 BREEAM 20
3.5.2 LEED 22

4. RESULTAT 26

4.1 Sammanställning av intervjuer 26
4.1.1 Lansering av gröna obligationer 26
4.1.2 Emitteringsprocessen 28
4.1.3 Omfattning av gröna investeringar 29
4.1.4 Framstående projekt 31

4.1.5 Investerarna av gröna obligationer 32
4.1.6 Kvalitetssäkra gröna obligationer 34
4.1.7 Gröna obligationer som konkurrensmedel 35
4.1.8 Samarbete inom fastighetsbranschen 37
4.1.9 Kommunikation mellan parterna 40
4.1.10 Gröna obligationens framtid 42
4.1.11 Företagens framtida utvecklingsmöjligheter 44
4.2 Mervärden från intervjuer 46
4.2.1 Gröna obligationer - ett självklart finansieringssätt? 47
4.2.2 EU-nivå av gröna obligationer 48
4.2.3 Bankers hållbarhetsinitiativ 49
4.2.4 Ingen kontinuerlig granskning av ramverken 53
4.2.5 Finansiering och certifieringsnivåer 53

5. ANALYS OCH DISKUSSION 56
5.1 Tematisk kodning 56
5.1.1 Gröna obligationer som finansiellt instrument 56
5.1.2 Investeraren av gröna obligationer 60
5.1.3 Kommande regleringar 61
5.1.4 Gröna obligationers framtid och utveckling 63
5.2 Källkritik 65
5.3 Slutsats 66
5.4 Rekommendationer för vidare forskning 67

REFERENSER 70

BILAGA 1 - INTERVJUMALL 76

Förord

Detta kandidatarbete har tagits fram för Institutionen för Arkitektur och Samhällsbyggnadsteknik vid Chalmers Tekniska Högskola. Som avslutande del för kandidatprogrammet Affärsutveckling och entreprenörskap inom samhällsbyggnadsteknik, har arbetet genomförts under januari till maj, vårterminen 2020. Arbetet omfattar 15 högskolepoäng.

Vi vill rikta ett varmt tack till alla personer som tagit sig tid att diskutera med oss och dela med sig av sin kunskap. Tack till våra respondenter från Atrium Ljungberg, Åsa Lind - Fabege, Fredrik Sandell - Kungsleden, Anna Denell - Vasakronan, respondenter från Swedbank och Robin Rushdi Al-Sálehi.

Ett stort tack till Alicia Carlsson och Karin Hammarqvist för ett givande utbyte som ömsesidig opponentgrupp.

Sist men inte minst vill vi framförallt tacka vår handledare Nina Ryd, för det fina stöd vi fått under arbetets gång. Utan din kunskap och framstående vägledning hade arbetets resultat inte blivit detsamma.

Göteborg, juni 2020

Julia Thurén och Lotta Wictorin

Begreppsförklaring

Allokera - Är ett annat ord för fördelning och beskriver ofta hur resurser fördelas, även kallad tillgångsallokering. Andra synonymer till allokering kan även vara tilldelning eller anslag (Synonymer, 2020).

Brun obligation - Det traditionella finansieringsalternativet obligation, ett skuldebrev under en förutbestämd löptid och ränta. Benämns även i texten som en vanlig eller traditionell obligation och sätts ofta i kontrast till en grön obligation, där andra krav ställs.

Certifikat - Ett certifikat liknar en obligation i formen men har en kortare löptid, vilket gör att certifikaten ofta passar en annan sorts investerare.

Cirkulär ekonomi - Är ett begrepp för en ekonomisk hållbarhetsmodell för att minska förbrukningen av jordens resurser och minska avfall. Istället för den klassiska linjära ekonomin som innefattar stegen av att tillverka, köpa, använda och sedan slänga - så utnyttjar cirkulär ekonomi allt som tillverkats så länge det går att nyttja, för att sedan när sakerna vanligtvis är förbrukade, återanvända och återvinna det på nytt igen (Naturskyddsföreningen, 2017).

Emittent - Utfärdaren av produkten (i vårt fall, den gröna obligationen), vidare i arbetet syftar begreppet ofta till företaget som ger ut ett värdepapper (Avanza, 2020b).

Fond - Är en samling aktier eller andra värdepapper. Investeraren äger en andel av de samlade tillgångarna som en indirekt aktieägare (Nordea, 2020).

Greenwashing - Kan översättas till gröntvättning eller grönmålning och är ett vedertaget uttryck som vuxit fram ur debatter och medierapportering. Greenwashing innebär marknadsföring av överdrivna eller oriktiga påståenden om främst hållbarhet, i syfte att gynna företagets anseende och erhålla marknadsandelar (Chen och Chang, 2013).

Grön obligation - En grön obligation är en obligation vars upplånade resurser går till projekt som gynnar miljö och klimat. Uppföljning görs därför av de aktuella projekten, för att kunna säkerställa att de lånade medlen använts på ett korrekt sätt och till gröna syften (KPA Pension, 2020).

Grönt finansieringsalternativ - Ett tillvägagångssätt för finansiering, exempelvis gröna obligationer eller ett lån som innebär en viss fördel. Ofta i form av ränterabatt, på grund av att lånet är öronmärkt till hållbara lösningar för byggnation.

Hållbarhetsarbete - Syftar i kandidatarbetet till det arbete som bedrivs av organisationer eller företag inom hållbarhet, till fördel för miljön.

Hållbar utveckling - En hållbar utveckling är en utveckling som tillfredsställer dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillfredsställa sina behov. Hållbar

utveckling består av tre dimensioner som samspelar och stödjer varandra: ekologisk, ekonomisk och social hållbarhet (FN, 2016).

Investerare - En investerare är en person som vill uppnå högre avkastning på sina pengar än vad ett bankkonto kan ge. I utbyte mot potentiell vinst sker insättningen av pengar med en viss risk (Capital, 2020).

Miljöcertifiering - En miljöcertifiering ger ett certifikat på hur miljömässigt hållbar en byggnad är samt vilken miljöprestanda den har. Dessutom bedöms hur miljömässigt anpassad byggnaden är (Lundin & Rönnow, 2016).

Moody's - Är en investeringservice som rangordnar risker med skulder inom olika marknadssegment. Rangordningen sker på nationell nivå och överblickar regering, kommun samt företagsobligationer. Årligen släpps en regerande ratinglista, sett både till långsiktigt och kortsiktigt perspektiv (Moody's, 2020).

MTN-program - Står för Medium Term Note och är ett löpande skuldebrev. Utgivning av en företagsobligation sker ofta inom ramen för ett MTN-program. Syftet är att emittenten ska slippa rättsgiltig omfattande dokumentation vid varje finansieringstillfälle. MTN-programmet innefattar en viss standard och används av emittenter för att nå kapitalmarknaden och få en kontinuerlig kapitalkälla.

Obligation - En obligation kan liknas med ett lån från stat eller företag. Låntagaren utfärdar en obligation och lånar då pengar av andra än en bank mot en viss ränteandel. Obligationen har en avsatt löptid och förfaller när hela beloppet och eventuell ränta är återbetald (Avanza, 2020a).

Ratingnummer - Representerar ett företags betalningsförmåga och kreditvärdighet. Rating är en förtroendebyggande gradering uträttat av en neutral part som säkerhet för investerare för att underlätta inför investeringar.

Second opinion - Översätts till ett andra utlåtande. I kandidatarbetet använder företag en second opinion för att få en granskning av en neutral part, för utfärdade dokument eller program.

Taxonomi - Ordet taxonomi nämns ofta i samband med ordning eller ett känt erhållet klassificeringssystem bestående av avdelningar och underavdelningar. I den här rapporten refererar ordet till EU-taxonomi som är ett verktyg som verkar för att klassificera vilka investeringar som är miljömässigt hållbara eller inte, inom olika branscher.

Vagga till grav - Livscykelperspektivet innebär i praktiken att se över en produkts miljöpåverkan från "vagga till grav" och identifiera de punkter i cykeln som har störst påverkan på miljön. Att använda detta perspektiv på bland annat material, transport och användning av en produkt, ger möjligheter för organisationer att skapa mer hållbara produkter och tjänster (Swedish life cycle center, 2018).

Övertecknad - En aktie eller obligation blir övertecknad när marknaden ansöker om fler andelar än vad som erbjuds. När det uppstår ett så stort intresse för en aktie eller obligation, att det finns fler investerare än köpandelar, innebär det att alla inte får investera, eller investera i den utsträckning de vill (Ekonomifokus, 2019).

1. Inledning

Världen har under det senaste decenniet börjat att förstå vikten av klimatförändringar och miljöförstöring. Europeiska kommissionen skriver i sin årliga strategi *A European Green Deal*; för att övervinna hållbarhetsutmaningarna behöver Europa en ny sorts tillväxtstrategi som tar hänsyn till dessa. Det krävs förvaltning på ett modernt och resurseffektivt sätt förenat med en konkurrenskraftig ekonomi - som år 2050 har eliminerat nettoutsläpp av växthusgaser och låter ekonomisk tillväxt ske, utan koppling till resursanvändning (Europeiska kommissionen, 2019).

Under senare år har begreppet gröna investeringar synliggjorts och uppmärksammats allt mer inom samhällsbyggnadssektorn. Fastighetsmarknaden har länge begränsats att utvecklas ur ett hållbarhetsperspektiv, då finansieringen besitter en ekonomisk makt som är av största vikt för genomförandet, projektets utfall och företagets framtid.

Företag i fastighetsbranschen har förstått den ekonomiska vinningen som en grön byggnad kan medföra, vilket lett till fler hållbara investeringar och en högre efterfrågan på gröna finansieringsalternativ. En grön byggnad miljöcertifieras för att bekräfta att hållbarhet tagits i beaktning och ställer krav på transparens genom processen från emittentens sida.

Riksbanken beslutade 2018 att klimatsaspekter ska vägas in i framtida placeringsbeslut, vilket i praktiken innebär att landets valutareserv placeras i mer hållbara medel samtidigt som emittenter med stor negativ klimatpåverkan väljs bort. Ett exempel på en *särskilt klimatvänlig tillgång* är gröna obligationer (Sveriges Riksbank, 2019).

Obligationer ger i dagsläget företag möjlighet att låna likvida medel till fördelaktiga villkor i förhållande till vad traditionella lån erbjuder. 2019 emitterades företagsobligationer för 200 miljarder kronor, vilket var den högsta summan någonsin i Sverige. En ökning med 27 procent jämfört med tidigare år. Ett stort uppsving för hela marknaden för företagsobligationer, men det finns fler mönster att utläsa. Särskilt utmärkande är tillväxtföretag i fastighetssektorn; de uppvisar tendens till att låna mer, då de har möjlighet att växa med ökade likvida medel. Den totala mängden företagsobligationer ökade betydande, men ännu mer ökade upplåningen via gröna obligationer. Ökat användande av gröna obligationer härleds till ett expansivt intresse att investera i denna typ av finansiella medel (Sveriges Radio, 2020).

1.1 Bakgrund

Hållbarhet har under senare år fått ta allt större plats, både på internationell nivå och i Sverige. De finansiella marknaderna har börjat påverkas därefter, då det råder en ökad kunskap bland både investerare och konsumenter. Möjliggörandet att beakta hållbarhet i alla led efterfrågas, då även hållbara investeringar. EU-kommissionen utreder en handlingsplan för finansiering av en hållbar tillväxt, åtgärderna för denna involverar många aspekter. Aspekter som samtliga har en centralitet i att en växande marknad kräver bättre transparens (Finansinspektionen, 2018).

I dagsläget har emittenter främst förhållits till Green Bond Principles, som fungerat likt praxis på den gröna marknaden. Principerna utgörs av ”riktlinjer som förespråkar transparens, redovisning och rapportering” (ICMA, 2018). Att gröna obligationer fått verka på en hittills oreglerad marknad tycks ha fungerat väl för tillväxten. Däremot föreligger det därför en svårighet i att jämföra obligationer eller emittenter sinsemellan, då det råder en stor diversifiering till följd av

den fria marknaden. Transparens är därför av essentiell vikt vid kommunikation av gröna obligationer.

Bestämmelser från en högre instans kan aktualiseras framöver, då användningen av gröna obligationer expanderat förhållandevis fort. EU:s kommande taxonomi väntas få effekt på fastighetsbranschen och dess relation till gröna obligationer, främst i betydelse för konkretion. Taxonomin väntas ge jämförbara kriterier för att på ett tydligare sätt belysa olikheterna som förekommer på rådande marknad (Europeiska kommissionen, 2019c). En skillnad som väntas få betydelse för ytterligare tillväxt av gröna obligationer, i form av en stärkt marknad (Europeiska kommissionen, 2019b).

År 2013 emitterade Vasakronan den första gröna företagsobligationen på marknaden (Vasakronan, 2020c). Sedan dess har den utvecklats och fått expandera utan att emittenter haft juridiska regler att förhållas till. Ett ärende som engagerat staten då marknaden för gröna obligationer behöver en högre nivå av transparens, för att investerarna ska kunna förstå och verifiera emittentens åtagande kopplat till det placerade kapitalet (SOU 2017:115).

1.2 Syfte

Syftet med kandidatarbetet är att närma oss den gröna obligationsmarknaden och utreda kommersiella fastighetsföretags syn på denna. Att analysera det allt mer frekvent använda finansieringsalternativet gröna obligationer, med betoning på transparens och framtidsutsikter, är högst aktuellt då omsättningen och efterfrågan av gröna obligationer ökat markant. Syftet är således att belysa främst emittenters perspektiv på marknaden, men också för att ge en objektiv redogörelse av gröna obligationer som ekonomisk resurs, även klargöra en investerares perspektiv.

1.3 Frågeställning

Följande frågeställningar har tagits fram för att besvaras under arbetets gång:

- *Vad är vikten av transparens vid emittering av en grön obligation?*
- *Hur påverkar EU:s kommande riktlinjer fastighetsbranschen och den gröna obligationsmarknaden?*
- *På vilket sätt påverkar ökad transparens den gröna obligationsmarknaden?*
- *Hur ser framtiden för gröna obligationer ut?*

1.4 Avgränsning

Kandidatarbetet utgörs av 15 högskolepoäng, vilket motsvarar halvtid under vårterminen. På grund av denna tidsbegränsning har vi tvingats göra vissa medvetna avgränsningar.

Kartläggning och analys av fastighetsföretags arbete med gröna obligationer har utförts, med fyra stora aktörer inom fastighetsbranschen i fokus. Avgränsning av arbetet har gjorts till att undersöka fastighetsbolag med kommersiella fastigheter i sitt bestånd och med kriteriet att bolaget gett ut flera gröna obligationer på Nasdaq OMX Nordic. En ytterligare avgränsning har gjorts i form av att analysera en storbank, som verkar som referensobjekt för banksektorn.

Området för gröna finansieringar är stort och det finns flera typer av hållbara alternativ till finansiering. Vi har valt att avgränsa oss till att enbart fokusera på gröna obligationer.

Under *kapitel 3 Teoretisk referensram* innefattande teori, kommer rubrikerna endast nämnas och förklaras i den omfattning som krävs för att läsaren ska förstå innebörden av gröna obligationer som ämne, utan vidare analys på djupgående nivå.

2. Metod

Inledningsvis studerades gröna obligationer, hur de emitteras till marknaden och hur företagen verkar för att kunna ge ut en grön obligation. Därefter studerades banksektorns villkor och deras syn på hållbarhet inom fastighetsbranschen samt artiklar och litteratur inom ämnesområdet gröna obligationer. Ämnesområdet krävde god förkunskap innan vidare metod fortsatt kunde tillämpas, då omfattande läsning genomfördes. Den litteraturstudie som bearbetats kan ses som en iterativ process, då det fortlöpt under arbetets gång.

Därefter hölls en första pilotintervju med Robin Rushdi Al-Sálehi, för att åstadkomma en omvärldsanalys i syfte att bekräfta ämnesområdet och de reflektioner som hunnit uppstå hos oss som författare. Respondenten kunde i god utsträckning bekräfta vår infallsvinkel till ämnet, vilket gjorde att vi förankrade gröna obligationer som ett viktigt ämne att studera.

Begränsningar utformades till att intervjua representanter för fyra stora fastighetsbolag och en bank. Samtliga verksamma företag i fastighetsbranschen har genomgått processen med att emittera minst en grön obligation till marknaden och kan anses ligga i framkant med deras hållbarhetsarbete. De valda representanterna för företagen har i samtliga fall stark anknytning till den ekonomiska processen och arbetar, i olika hög utsträckning, med gröna obligationer. Viss generalisering kommer att behöva antas.

Att endast en representant, i vissa fall två, har fått verka som referensobjekt för hela företagens ståndpunkt bör ses som en begränsning. Vi har däremot gjort medvetna val, främst baserat på respondenternas titlar, vid val av svarande för företagen.

2.1 Kvalitativ forskning

Kvalitativ forskning är i jämförelse med kvantitativ forskning något mer flexibel och öppen, utifrån hur forskningsprocessen ter sig (Bryman och Bell, 2017). Den kvalitativa forskningen används ofta för att generera nya teorier, vilket kan tänkas innefatta vår frågeställning, då begreppet gröna investeringar är förhållandevis nyetablerat. Kvalitativa forskare lägger stor vikt vid beskrivningar och förklaringar, då det är betydelsefulla för läsarens förståelse (Bryman och Bell, 2017). Detta kan kopplas till forskningsfrågan som ska utredas; gröna obligationer är ett komplext och omfattande område, vilket ställer krav på tydlighet för att som läsare kunna ta till sig ämnet. Vidare har frågan undersökts ur två olika perspektiv inom fastighetssektorn - bank och främst låntagare, som i det här fallet är kommersiella fastighetsföretag. Den senare har fått stort utrymme på grund av valet av emittenter som främsta utgångspunkt och intervjuobjekt. Vi anser det dock viktigt att belysa bank respektive emittenters perspektiv också, för att få en objektiv uppfattning av marknaden för gröna obligationer.

2.2 Undersökningsdesign

För att avgränsa undersökningen, har den strukturerats med hjälp av nedanstående designformer. Valet av dessa kommer att bidra med en tydlighet i användningen av vidare tillvägagångssätt och vid utformningen av arbetet.

2.2.1 Fallstudiedesign

För att undersöka den valda forskningsfrågan har en fallstudiedesign tillämpats. Flera kvalitativa intervjuer av samma fall är vanligt i en fallstudiedesign (Bryman och Bell, 2017), vilket även

använts för att utreda vår forskningsfråga. Under arbetsprocessens gång har vi gjort flera kvalitativa intervjuer och för att stödja den fördjupade kunskap som vi samlat på oss under processens gång, ständigt kompletterat dessa med litteratur inom berörda områden.

2.2.2 Komparativ design

Vidare har en komparativ design tillämpats, då en del av vår forskningsfråga syftar till att utreda och jämföra data kopplat till gröna obligationer. En jämförelse mellan valda företags gröna obligationer och deras arbetssätt kopplat till dessa har utförts. Genom kvalitativa intervjuundersökningar och befintlig litteratur, för att få ett bredare perspektiv och skapa underlag för en välarbetad jämförelse.

Frågeställningen syftar till en inblick och jämförelse över transparens inom gröna obligationer och författarna ser därför en fördel att verka som en neutral part i undersökandet. De valda företagen ämnar verka i jämförande syfte och analys.

2.2.3 Semistrukturerad intervju

Forskningsfrågan har främst utretts med semistrukturerade intervjuer. Ett instrument som sannolikt har gynnat utredningen, då vi vid intervjuerna använt oss en frågebank som förberetts innan tillfället. För att kunna använda oss av den komparativa designen och kunna jämföra data är det nödvändigt, att respondenterna fått samma frågor. Vi har inte begränsat respektive respondent från att utveckla sina svar och därav var en semistrukturerad intervjuform den bäst lämpade. Genom dessa intervjuer har vi uppnått en rikare data med personliga åsikter i kontexten. Den rikare datan kan förhoppningsvis leda till fördjupad kunskap beträffande området.

Det är vid semistrukturerade intervjuer rekommenderat att spela in intervjutillfällena och därtill låta intervjun ha en fri utvecklingslinje, då respondenterna tenderar att belysa det som anses av största betydelse (Bryman och Bell, 2017). Samtliga intervjuer spelades därför in och följdfrågorna tenderar att skilja sig något åt mellan de intervjuade företagens olika tillfällen. Intervjumallen bifogas i Bilaga 1, för att ytterligare understryka vår neutrala roll som författare.

Samtliga intervjuer har utförts på telefon, vilket försvagat vår uppfattning kring validiteten. Då vi inte själva haft möjlighet att observera exempelvis kroppsspråk, uttryck och eventuella försvarsmekanismer är det svårare att för oss som författare bilda en uppfattning gällande just validitet.

Intervjuerna har analyserats av författarna, först enskilt och sedan tillsammans. Valet att först analysera och reflektera individuellt ansåg vi vara värdefullt för att få en bredd i intervjumaterialet och ytterligare infallsvinklar och perspektiv.

Samtliga intervjuer har därefter genomgått transkribering, vilket är rekommenderat för en semistrukturerad intervju av den anledning att forskaren bör få med en fullständig redogörelse av utväxlingen mellan deltagarna. Nackdelen är att transkribering som aktivitet är tidskrävande (Bryman och Bell, 2017). Transkribering har främst också genomförts för att på ett transparent vis ge oss som författare möjlighet att referera med hjälp av citat. Stora delar av citat förekommer under *kapitel 4*, där intervjusvar redovisas. Ytterligare vill vi framföra att citaten har ändrats ur grammatisk aspekt, för att i högre utsträckning kunna tillgodose läsarens informationsergonomiska upplevelse av dessa. Citaten har korrigerats av oss som författare,

dessutom har respondenterna getts möjlighet att revidera vad de själva sagt, i samtliga fall utan att citatens innebörd ändrats.

De svarandes respons har därefter kodats utefter de frågor vi satt upp i intervjumallen och valt att belysa i kandidatarbetet. Kodningen följer samma struktur som frågorna ställdes under intervjuerna. Kodningen inkluderar dels frågan som ställdes tillsammans med citeringar från företagsrepresentanterna, för att understryka vår neutrala roll som författare. Dels innefattar kodningen också vår sammanställning av frågan i sin helhet, sist följt av en punktlista i syfte att som läsare på ett lättfattligt vis ta till sig det mest väsentliga från respektive fråga.

2.2.4 Intervjuade företag

Nedan följer en kortfattad redogörelse av respektive företag i syfte att introducera läsaren till de fyra fastighetsföretag och den bankrepresentant som agerat respondenter, vilka därmed utgjort grund för det empiriska materialet i arbetet.

2.2.4.1 Atrium Ljungberg

Atrium Ljungberg är ett fastighetsföretag vars mål är att verka för attraktiva stadsmiljöer genom sitt bestånd inom kontor, handel, service samt boende och genom sin vision fokuserar på värdetillväxt och hållbarhet. Atrium Ljungberg är verksamma i Stockholm, Göteborg, Malmö och Uppsala. Fastighetsbeståndet uppgår till 49 miljarder kronor och är omfattar 1,2 miljoner kvadratmeter.

Atrium Ljungberg gav ut sin första gröna obligation 2017. De använder sig huvudsakligen av energieffektivitet via BREEAM och Miljöbyggnad för nyproduktion.

Atrium Ljungberg är börsnoterade och största investerare är familjen Ljungberg (22,1%), Konsumentföreningen Stockholm (29,2%), Familjen Holmström (12,2%), Carnegie fonder (6,9%) och Varma Pensionsförsäkringar (6,1%) (Dagens industri, 2020b). I dagsläget har Atrium Ljungberg 12 aktiva gröna obligationer på marknaden (Nasdaq OMX Nordic, 2020).

2.2.4.2 Fabege

Fabege är ett kommersiellt företag som verkar huvudsakligen i Stockholmsregionen. Fabege fokuserar sitt arbete inom fastighetsutveckling och hållbarhet och har i dagsläget ett bestånd som uppgår till 87 fastigheter med en area på 1,255 miljoner kvadratmeter. Det totala fastighetsvärdet beräknas till 74 miljarder kronor (Fabege, 2019).

Fabege släppte sin första inofficiella gröna obligation 2013 på kapitalmarknaden och dess första officiella gröna obligation 2016 genom sitt MTN-program. Fabege har sedan dess låtit majoriteten (84 procent grön finansiering) av sitt totala bestånd finansierats grönt och all nyproduktion är miljöcertifierad.

Fabege är ett börsnoterat företag på Nasdaq OMX Stockholm där de fem största aktieinnehavarna är Erik Paulsson (15,2%), Länsförsäkringar fonder (5,7%), BlackRock fonder (4,4%), AMF försäkringar & fonder (3,0%) samt fjärde AP-fonden (2,9%) (Dagens industri, 2020c). Fabege har idag 14 aktiva gröna obligationer på marknaden (Nasdaq OMX Nordic, 2020).

2.2.4.3 Kungsleden

Kungsleden är ett fastighetsbolag som jobbar med kommersiell förvaltning. Kungsleden jobbar långsiktigt med utveckling och förädling och har 90 procent av dess fastigheter belägna i Stockholm, Göteborg, Malmö och Västerås. Med ett fastighetsvärde som uppgår till 38 miljarder, varav 28 procent är miljöcertifierat.

Kungsleden gav ut sin första gröna obligation 2018 med en omfattning på 2,5 miljarder. 2019 fick de även den internationella utmärkelsen EPRA *diversity and inclusion* för dess mångfald och inkludering (Kungsleden, 2019).

Kungsleden är noterat på Nasdaq OMX Stockholm med Welandson Gösta och bolag (14,5%), Blackrock (5%), APG asset management (3,6%), Olle Florén Boi (3,1%) och Vanguard (3%) (Dagens Industri, 2020a). I dagsläget har Kungsleden 7 aktiva gröna obligationer på marknaden (Nasdaq OMX Nordic, 2020).

2.2.4.4 Vasakronan

Vasakronan är Sveriges största fastighetsbolag. Fastighetsbeståndet företaget innehar har ett marknadsvärde som uppgår till cirka 156 miljarder kronor, fördelat på 174 fastigheter och en area på 2,3 miljoner kvadratmeter. Företaget ägs av Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden, till lika stora andelar. AP-fonderna är detsamma som allmänna pensionsfonder, vilka är statligt ägda (Vasakronan, 2020a).

2013 var Vasakronan först i världen med att emittera den första gröna företagsobligationen. 2018 var de först med att emittera det första gröna certifikatet i världen. Vid senaste kvartalsskiftet hade företaget en total volym gröna finansiella instrument, det vill säga gröna obligationer i olika valutor och certifikat, på 25 762 miljoner kronor (Vasakronan, 2020b).

Vasakronan använder sig främst av certifieringssystemet LEED vid miljöcertifiering av fastigheter (Vasakronan, 2019). De har idag 21 aktiva gröna obligationer på marknaden (Nasdaq OMX Nordic, 2020).

2.2.4.5 Swedbank

Swedbank är en av de ledande bankerna i Sverige, Estland, Lettland och Litauen med över sju miljoner privatkunder och cirka 600 000 företagskunder (Swedbank, 2020a). Swedbank finns noterad på Nasdaq OMX Stockholm. De fem största aktieinnehavarna är Sparbanksgruppen (11,03 %), Folksam (7,07 %), Swedbank Robur Fonder (4,60 %), Alecta Pensionsförsäkring (4,56 %) och AMF Försäkring och Fonder (4,37 %) (Swedbank, 2020b). Swedbank emitterar sedan 2017 egna gröna obligationer och är rådgivare åt företag som önskar emittera obligationer (Swedbank 2019a). En av bankens prioriteringar 2020 berör hållbar finansiering; det är aktuellt att fortsätta vidareutveckla strategier och produkter inom området (Swedbank, 2019b).

2.2.5 Nyckelhänsyn

Nyckelhänsyn kopplat till urvalet som gjorts anses vara ett icke-sannolikhetsurval då det varit målstyrt. Det har varit ett motiverat urval av dels företag, men även de berörda personer som agerat respondenter vid metodvalen. Validiteten i den data vi insamlat är med hjälp av ovan vald strategi, design och metod sannolikt god. Däremot kommer reliabiliteten vara av lägre karaktär. Det är med en kvalitativ infallsvinkel problematiskt att få samma utfall flera gånger, exempelvis

vid en semistrukturerad intervju och därmed försämras reliabiliteten i samband med detta medvetna val. Vidare har den kvalitativa datan validerats av oss, främst baserat på respondenternas titlar som en indikation för hur djupgående kunskapsnivån i gröna obligationer som ämne är.

3. Teoretisk referensram

I teoriavsnittet redogörs fakta av relevant karaktär för fortsatt läsning. Vi har valt att inkludera utvald teoretisk bakgrund för att stödja förståelse; i syfte att underbygga kunskap och kunna tillgodose vidare redogörelser på ett djupare plan.

3.1 FN:s globala mål för hållbar utveckling

2015 tog världens regerings- och statschefer fram 17 globala mål och en ny utvecklingsplan. FN:s globala mål för hållbar utveckling, även kallat Agenda 2030 eller FN Sustainable Development Goals (SDGs), är den mest ambitiösa hållbarhetsplan som världen antagit. Målet är att behandla och uppnå de 17 målen innan år 2030. De 17 globala målen syftar alla i olika utsträckning till att utrota fattigdom och stoppa klimatförändringarna samt att utveckla trygga och hållbara samhällen (FN-förbundet, 2020). Nedan listas de 17 globala målen:

3. Ingen fattigdom
4. Ingen hunger
5. God hälsa och välbefinnande
6. God utbildning för alla
7. Jämställdhet
8. Rent vatten och sanitet
9. Hållbar energi för alla
10. Anständiga arbetsvillkor och ekonomisk tillväxt
11. Hållbar industri, innovationer och infrastruktur
12. Minskad ojämlikhet
13. Hållbara städer och samhällen
14. Hållbar konsumtion och produktion
15. Bekämpa klimatförändringarna
16. Hav och marina resurser
17. Ekosystem och biologisk mångfald
18. Fredliga och inkluderand samhällen
19. Genomförande och globalt partnerskap

De 17 globala målen ligger ofta till grund för hur företag väljer att utveckla sitt arbete inom hållbarhet och hur de kan bidra. FN har listat tips, verktyg och inspiration i hur företag kan bidra då de har en central del i att lyckas med utförandet (Globala målen, 2019). Vid 2030 ska målen tillsammans ha uppnått (Globala målen, 2020):

- Avskaffa extrem fattigdom
- Minska ojämlikheter och orättvisor i världen
- Främja fred och rättvisa
- Lösa klimatkrisen

3.2 Parisavtalet, Agenda 2030

2015 enades världens länder om ett nytt klimatavtal som trädde i kraft 2020. Syftet med klimatavtalet är huvudsakligen att minska utsläppet av växthusgaser och då minska effekterna av klimatförändringarna och stödja de som blir mest drabbade (Regeringen, 2019). Avtalet innefattar även att länder successivt ska skärpa sina åtagande gentemot miljö genom att uppdatera dem vart femte år. Parisavtalet har ett gemensamt globalt mål att hålla

temperaturökningen under två grader. Regleringar kring återrapportering och uppföljning finns reglerade och sker även vart femte år på global nivå. Parisavtalet är omfattande gällande regelverk för stöd till utvecklingsländer, klimatfinansiering, tekniköverföring med flera. Avtalet erkänner även anpassning och hur de skador som klimatförändringarna medför kan hanteras (Naturvårdsverket, 2019).

3.3 GRESB

GRESB står för *Global Real Estate Sustainability Benchmark* och grundades av en rad stora pensionsfonder 2009, för att ge fonder och investerare möjlighet att jämföra och analysera data. Tidigare har måtten varierat mellan olika företag och beroende på vad som passar deras verksamhet har även miljöcertifieringarna tillämpats. Den höga graden av variation för miljöcertifieringar medför en stor variation för kompatibel data, GRESB är i dagsläget det ledande riktmärket för mätningar inom miljö-, social- och styrelseform (ESG - environmental, social and governance) för investeringar inom fastigheter och infrastruktur i världen.

Data mätningarna inom ESG ger validerade mätningar av reala tillgångar som styrs utifrån branschens efterfrågan i vad som anses som hållbarhetsprestanda för investeringar. GRESB jobbar huvudsakligen genom konsistens och täcker både den privata och publika marknaden över stora delar av världen. Konsistenta mätningar bidrar till riktlinjer och tydlighet i hållbarhetsutmaningarna som annars kan vara bli både omfattande och komplexa samt tidskrävande för investerare.

Det ger investerare tillgången till affärsinformation om hur ett företag position inom dess ESG-arbete är placerad i förhållande till liknande aktörer på marknaden. Det ger även investerarna en plattform att föra diskussion för mer hållbara val och då även uppnå en mer hållbar bransch.

Företagen får i sin tur en gradering inför blivande emittenter med kompatibla data vilken kan stärka dess möjlighet att nå ut till investerare. Företagen får även av GRESB en utförandeplan inom vilka områden de måste arbeta mer för att utveckla dess ESG-arbete och stärka dess position på marknaden. Genom konsekvensen i mätningar ger det företag ett globalt erkänt ramverk över dess tillgångar (GRESB, 2020).

3.4 Obligationer

En obligation är ett värdepapper med en ansedd låg risk. Regeringar och företag kan utfärda obligationer i syfte att låna pengar, vilket sker genom att emittera och tillgängliggöra en obligation på marknaden. Investerare kan då köpa obligationen och således låna ut sina pengar till regeringen eller företaget, i utbyte mot en fast ränta. Den som emitterar obligationen kallas för emittent och den som köper obligationen kallas för investerare.

En obligation utfärdas under en bestämd löptid och om investeraren behåller obligationen till förfallodatumet fås den fasta summan som investerats tillbaka, plus den förutbestämda räntan. Obligation är en vanligt förekommande typ av lån, som ofta används när banken inte kan ge en tillräckligt stor lånesumma till den sökande (Placera pengar, 2020). På grund av detta är det vanligt för företag att till viss del finansiera sig med obligationer (Handelsbanken, 2020).

Den ränta som obligationen ger i gengäld till investeraren betalas ofta ut varje kvartal, årsvis eller vid förfallodatumet för obligationen. Det finns olika typer av obligationer, de vanligaste är

företagsobligationer och statsobligationer (Handelsbanken, 2020). När vi fortsättningsvis skriver obligation, är det just *företagsobligation* inom fastighetsbranschen som syftas till.

3.3.1 Gröna obligationer

En grön obligation skiljer sig något åt i jämförelse med en vanlig obligation. Den gröna obligationen är en obligation vars upplånade resurser går till projekt som gynnar miljö och klimat. En investering i en grön obligation ska därför vara en hållbar investering. Uppföljning görs därför av de aktuella projekten, för att kunna säkerställa att de lånade medlen använts på ett korrekt sätt och till så kallade gröna syften (KPA Pension, 2020).

Gröna obligationer bör inte förväxlas med traditionella obligationer, då dessa inte uppfyller samma krav som de gröna. Det finns flera olika typer av gröna obligationer på marknaden;

1. Standardobligation med grön användning av emissionslikviden

2. Obligation för gröna intäkter

3. Grön projektobligation

4. Värdepapperiserad grön obligation

Hur obligationen utformas och kategoriseras bestämt helt och hållet beroende på projektets planerade syfte och utfall (ICMA Group, 2018).

3.3.2 EU:s taxonomi

Den 9 mars 2020 offentliggjorde EU sin slutrapport för taxonomin som innefattar rekommendationer och omfattande riktlinjer för hur implementering av klimatförändrande aktiviteter kan ske inom olika branscher, finansinstitut och företag. I slutet av 2021 träder taxonomin i kraft och ska vara läsbar samt översatt till olika språk och branscher.

EU-taxonomin har formats ur EU-kommissionens “Green Deal” som kan översättas till den Gröna given för att kunna uppnå Parisavtalet (Regeringen, 2020). Den Gröna given är EU:s nya tillväxtstrategi för att bli den första klimatneutrala världsdelen innan 2050. Detta ska ske genom fyra framgångsfaktorer, innefattande: inga föroreningar, prisvärd och säkrad energi, smarta transportlösningar och högkvalitativ mat. För att kunna genomföra satsningen har EU avsatt 100 miljarder euro för de kommande sex åren (Europeiska Kommissionen, 2019). Taxonomin blir därför en viktig grundpelare i att vidareutveckla arbetet för att nå målen i “Green deal” (Regeringen, 2020).

EU kommer att fastställa klassificeringskrav för olika branscher genom klimatmässigt och miljömässigt hållbara aktiviteter. Inom bygg- och fastighetsbranschen uppger taxonomin exempelvis riktlinjer för energiförbrukning genom att sätta ett tröskelvärde i strävan att uppnå Parisavtalet. Målet med taxonomin är huvudsakligen att öka hållbarhetsarbetet för att underlätta för mer cirkulärekonomiska resultat, samt att främja möjligheten till fler hållbart finansiella produkter. Hållbart finansiella produkter som inkluderar gröna företagsobligationer, ett finansiellt medel som i framtiden ska främjas med hjälp av standardisering och märkning (Regeringen, 2020).

I dagsläget beskrivs taxonomin som ett verktyg för att avgöra om en investering är hållbar eller inte. Genom att sätta upp sex hållbara mål måste en investering bidra med väsentlig vikt till minst ett och får inte skada eller ha en negativ påverkan på resterande fem mål. Investeringen behöver uppnå minst ett av följande sex för att verka inom ramarna för taxonomin:

1. Minska klimatutsläpp
2. Klimatanpassning
3. Vatten och marina resurser
4. Cirkulär ekonomi
5. Föroreningar
6. Skydd av ekosystem

Sveriges regering uttrycker en vilja på högre krav i framtiden, då Sverige är ett av de länder som varit huvudsaklig initiativtagare. Företag kan genom taxonomin återrapportera i vilken omfattning och till vilka mål som investeringen berör. EU har även gett ut riktlinjer i hur företag ska återrapportera sitt hållbarhetsarbete. Målet är att skapa en grund inför målen i den Gröna given men även att ge investerare en större trygghet och välgrundade investeringsbeslut (Europeiska kommissionen, 2019b).

Kommissionen har nyligen släppt tre rapporter, varav den andra är en expertrapport om EU-standard för gröna obligationer. Rapporten förespråkar tydlighet och rekommenderar jämförbara kriterier för emittenter av gröna obligationer. Taxonomin kan genom jämförbara kriterier urskilja vad som är standard och för vad som är mer miljösmart, för att då veta vilka verksamheter som är aktuella för grön finansiering (Europeiska kommissionen, 2019c). Kommissionen räknar med att effekten kan komma att stärka marknaden för gröna obligationer, samt utöka hållbara investeringar (Europeiska kommissionen, 2019b).

3.3.3 Green Bond Principles

Green Bond Principles utgiven av ICMA, *International Capital Market Association*, syftar till att främja transparens, redovisning och rapportering. Detta med hjälp av riktlinjer som är avsedda för flera aktörer på kapitalmarknaden; främst emittenter, investerare och försäkringsgivare. Rekommendationen från ICMA är att uppmuntra till tydlighet i både processen och redovisningen av en grön obligation, för att samtliga inblandade parter ska ha goda möjligheter att tillgodogöra sig, förstå informationen och egenskaperna som kommer med obligationen. Processriktlinjerna är frivilliga, men följer fyra grundprinciper som kan anses vara styrande i relation till gröna obligationer (ICMA Group, 2018):

1. Emissionslikvidens användning

Grunden till en grön obligation är att värdepapprets pengar ska användas till projekt som kan identifieras som gröna. Ett grönt projekt är således någonting som kan förväntas upprätthålla en miljönytta, vilket bör framgå tydligt. Likviden kan användas både till att finansiera nya, gröna projekt och för att finansiera projekt vars bestånd är befintligt, så kallad refinansiering. Om pengarna ska gå till att refinansiera ett projekt, rekommenderar Green Bond Principles tydlighet: redovisning bör göras i hög utsträckning av hur pengarna ska användas och då vilka investeringar som kommer att göras.

2. Process för utvärdering och val av projekt

Den andra grundprincipen bygger på transparens och utvärderingsprocessen för projektet. Den som emitterar en grön obligation bör i stora drag också ta i beaktning och upplysa investerarna om; målsättningen för projektet ur en miljöaspekt, tillvägagångssättet för att fastslå att projektet uppfyller de gröna krav som ställts och de så kallade kvalificeringskriterierna, det vill säga vilka kraven som ställts är och hur dessa hanterats.

Green Bond Principles uppmanar de aktörer som emitterar gröna obligationer till en så hög grad av transparens som möjligt, vilket också bör inkludera redogörelse av gröna direktiv eller upplysningar som använts som underlag för att fastställa ett valt projekt, så som exempelvis certifieringar och annan likartad dokumentation.

3. Förvaltning av emissionslikvid

Vad det gäller förvaltningen behandlas denna i den tredje grundprincipen, då de pengar som inkommer till emittenten genom den gröna obligationen ska hanteras på ett lämpligt sätt och bokföras därefter. Det ska tydligt framkomma att de likvida medlen är kopplade till det gröna projektet och redovisning bör ske på Green Bond Principles rekommenderade vis.

För att stärka transparensen ytterligare i anseende till förvaltningen av emissionslikvid ska en tredje part anlitas, för att verifiera tillvägagångssättet och fördelningen. Exempel på tredje part kan vara en revisionsbyrå, eller någon annan aktör som kan utdela en *second opinion* för att garantera att allokeringen av likviden från gröna obligationer hanterats ändamålsenligt.

4. Rapportering

Den sista och fjärde grundprincipen handlar om att rapportera på ett specifikt, strukturerat sätt. Rapporteringen ska upprätthållas regelbundet, främst i syfte att uppdatera investerarna och andra intressenter om hur de likvida medlen används, åtminstone årligen tills alla pengar allokerats. Den årliga rapporten bör innehålla beskrivning av det projekt som finansierats, summan av likviden som använts och vad framförallt projektets nytta, det vill säga i vilken utsträckning det förväntas vara grönt.

Här spelar återigen transparensen en viktig roll. Vad det gäller ett projekts nytta kan det sannolikt tolkas ur ett flertal olika aspekter eller tillgodogöranden, därför rekommenderar Green Bond Principles resultatmått av kvantitativ karaktär. En mätbarhet i resultaten ger till viss del möjlighet att värdera nyttan av projektet. Följande resultatmått listas som exempel hos Green Bond Principles:

- Energikapacitet
- Elproduktion
- Minskning/undvikande av växthusgasutsläpp
- Antal människor som getts tillgång till miljövänlig energiförsörjning
- Minskning av vattenförbrukning
- Minskning av antalet bilar som krävs

Därtill understryks det att redovisning bör ske av de uppskattningar som behövt göras och de tillvägagångssätt som varit grundläggande för att komma fram till de kvantitativa siffrorna, då dessa kan ha stark inverkan på det redovisade resultatet. Genom att ta med metoder och antaganden i den rekommenderade, årliga rapporteringen betonar emittenten sitt transparenta förhållningssätt ytterligare (ICMA Group, 2018).

I dagsläget råder en slags självreglering på den gröna obligationsmarknaden, trots det använder nästan samtliga företag som verkar i fastighetsbranschen de frivilliga riktlinjerna Green Bond Principles. Dessa verkar fungera som en praxis på marknaden, sannolikt för att främja just transparens och ge trovärdighet åt företagets verksamhet, trots att riktlinjerna inte besitter någon styrka ur juridisk aspekt.

3.3.4 Finansinspektionen om att främja gröna obligationer

Finansinspektionen gick i april 2018 ut med ett remissvar till Regeringens *Betänkande av Utredningen av gröna obligationer* (SOU 2017:115) och meddelade att man aktivt följer det arbete som pågår på EU-nivå, i syfte att främja gröna obligationer främst genom ökad transparens och god information. Det är av central vikt för att fortsätta tillåta marknaden expandera och styrka förtroendet, för att inte desinformera investerare och andra konsumenter som berörs. Finansinspektionen påvisar att det finns en risk för att skada marknaden för gröna obligationer och därmed dess möjligheter att bidra till en hållbar utveckling; om det cirkulerar obligationer som släppts på felaktiga villkor, villkor som sedan inte efterföljs.

Av den anledningen deltar Sverige och Finansinspektionen i EU:s arbete med taxonomin. Det meddelas också att det föreligger skäl att bevaka arbetet på grund av att taxonomin ska komma att forma den standard för gröna obligationer som tas fram. Syftet med standarden är ”att på ett tydligt och rättvisande sätt definiera vad hållbarhet är, och bidra till att aktörer får en enhetlig bild av innebörden”. Samtidigt är det viktigt att marknaden inte stagnerar med bidrag av taxonomin, utan att det fortfarande finns utrymme till anpassning efter hur marknaden mognar.

Vidare låter Finansinspektionen meddela att det i dagsläget förekommer en viss problematik kopplat till transparens och syftar till att investerare i högre utsträckning behöver få information om hur den investerade likviden i en grön obligation faktiskt används, vilka aktiviteter som finansieras och hur investerarens intressen tillgodoses (Finansinspektionen, 2018).

3.3.5 Ett grönt ramverk

För att möjliggöra emittering av gröna obligationer, måste ett ramverk sättas upp. Vanligtvis baseras ramverket på Green Bond Principles, vilket anses vara en standard på den gröna obligationsmarknaden. Att sätta upp ett eget ramverk att emittera under fyller flera syften; Det anger hur obligationen verkar gällande transparens, redovisning och återrapportering (Riksgälden, 2020).

3.3.6 Extern granskning

En extern granskning, eller granskning av tredje part, är av tung vikt för transparensen. Emittenter rekommenderas att utse en eller flera externa parter för att styrka emittentens obligation, enligt Green Bond Principles. Emittenten kan välja att rådgöra med institutioner eller konsulter som erhåller expertis inom miljömässig hållbarhet vid framtagandet av ett ramverk (ICMA Group, 2018). Den externa valideringen ska bekräfta och undersöka att emittentens obligation styrker de fyra centrala grundpelare som Green Bond Principles satt upp för gröna obligationer:

1. **Andrahandsutlåtande -** En institution med miljöexpertis av oberoende part gentemot rådgivaren kan lämna ett andrahandsutlåtande. Innefattar ofta en bedömning över processer gällande hållbarhet och miljö.

2. **Verifiering** - Erhålls när emittenten uppnår vissa kriterier som överensstämmer med externa eller interna standarder eller emittentens åtaganden. Styrker ofta redovisning av emissionslikviditetet av de medel som erhålls genom gröna obligationer.

3. **Certifiering** - En emittent kan genom en extern miljöstandard eller miljömärkning välja att certifiera en grön obligation som då uppfyller specifika erkända kriterier.

4. **Gradering** - Är en betygssättning av det gröna ramverket och den gröna obligationen utvärderad och bedömd av en berättigad tredje part, exempelvis en rating agentur.

En extern granskning kan därför vara helt omfattande eller bara beröra vissa delar av ramverket eller obligationen. Den externa granskningen är beroende av en viss tidpunkt och uppdateras inte i takt med utvecklingen, då krävs en ny granskning. Publiceringen kan variera utifrån olika företags sekretesskrav, riktlinjerna är ett initiativ för att underrätta parter med information men framförallt transparens.

Principerna räknas till frivilliga processriktlinjer, och faller inte under krav, lag eller någon fysisk eller juridisk person. Emittenterna väljer alltså själva när och i vilken utsträckning de kan implementera riktlinjerna (ICMA Group, 2018).

3.3.7 Cicero

Cicero står för Center of International Climate Research är den ledande aktören inom branschen och globalt utger second opinions på gröna ramverk. Cicero har sedan 2008 jobbat med att ge utlåtande för tvärvetenskaplig klimatforskning. De har som mål att flytta marknaden mot ett mer hållbart och miljövänliga investeringar, utan att tillföra extra transaktionskostnader. Cicero skriver på sin hemsida:

“We provide independent environmental assessments of green and sustainability bond frameworks and the issuer’s relevant internal governance procedures. “

“Vi bidrar med oberoende miljöbedömningar och hållbara ramverk för gröna obligationer och relevansen av emittentens interna styrningsprocesser”

Cicero har ett eget system “Shades of green” som bedömningsmall för hur hållbart ett ramverk eller en process är. Systemet graderas från ljusgrön till medium grön till mörkgrön. Graderingen ger transparent information om en obligation är framtidsanpassad likaväl som att den har ett lågt koldioxidutsläpp. De bedömer om en aktivitet stödjer klimatet på lång sikt och strävar efter att gå mot en infrastruktur med noll utsläpp.

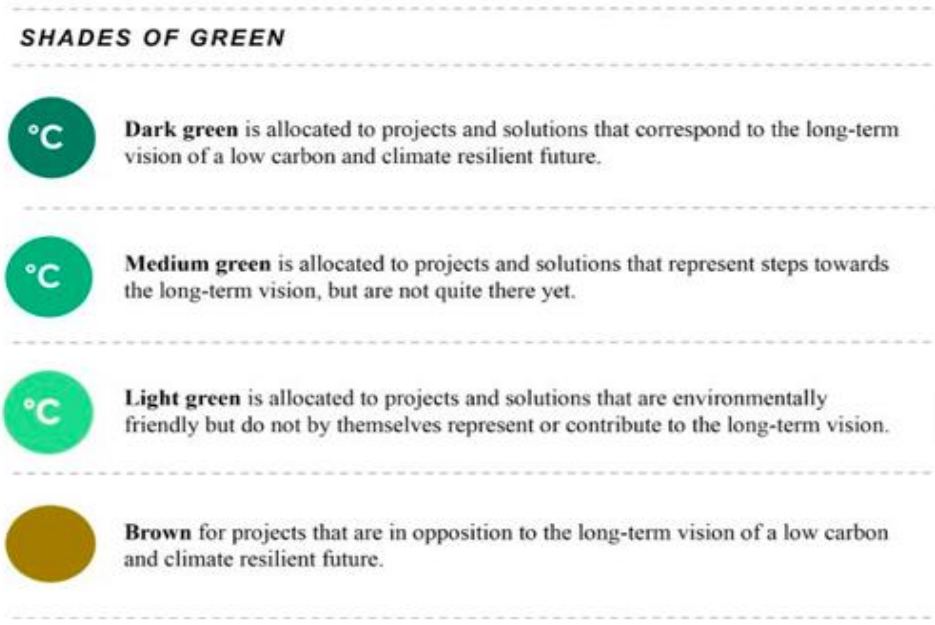

Bild 1. Ciceros grönhetsgradering. Bild godkänd för publicering av upphovsrättsinnehavare. Hämtad från: https://www.cicero.oslo.no/en/posts/single/cicero-shades-of-green

Kortfattat kan man säga att ljusgrön gradering tilldelas de hållbara lösningar som är klimatvänliga men inte själva bidrar till långsiktighet eller effektivisering. Den mellangröna graderingen tilldelas de lösningar som täcker ett långsiktigt perspektiv, men inte fullt ut. Den mörkgröna graderingen tilldelas de projekt som uppfyller en uthållig vision om låga koldioxidutsläpp och klimatpåverkan (Cicero, 2020).

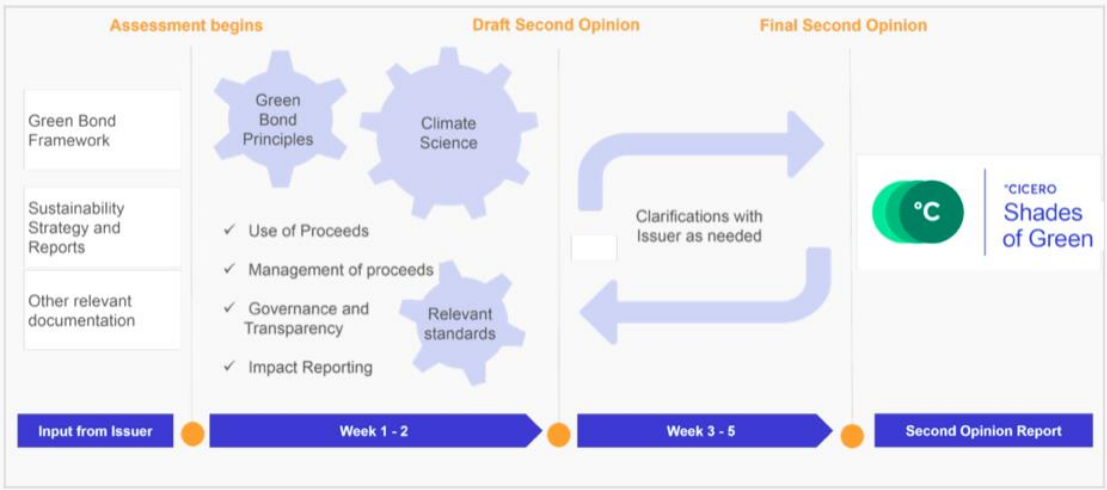

Bild 2. Ciceros tidslinje. Bild godkänd för publicering av upphovsrättsinnehavare. Hämtad från: https://www.cicero.green/our-approach

3.3.8 Emitteringsprocessen

Nedanstående figur har som syfte att klargöra och överblicka emitteringsprocessen för en grön obligation. Notera att illustrationen är förenklad av författarna från det verkliga händelseförloppet.

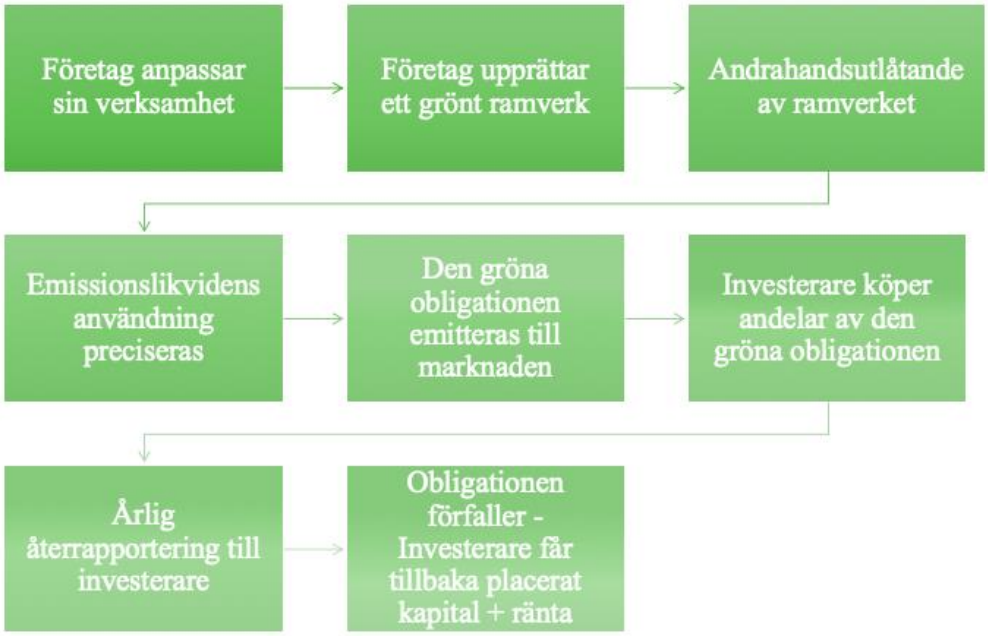

Illustration 1. Översikt av emitteringsprocessen för en grön obligation. Illustration skapad av författarna.

Om företag inte redan har en grön verksamhet, kan det krävas anpassningar för att kunna emittera gröna obligationer. Anpassningarna kan exempelvis handla om att hantera både interna och externa förutsättningar för att inkludera gröna projekt i sitt bestånd. När företaget beslutar sig för att emittera en grön obligation utformas ofta ett MTN-program, som en del av ett grönt ramverk. MTN-programmet ger företaget en standard för hållbarhetsarbetet och ibland kan justeringar av hållbarhetsarbetet krävas för att uppnå standarden som är bestämd i ramverket. Därefter görs ett andrahandsutlåtande av ramverket. Det sker av en oberoende part som utreder och granskar. Samtliga företag som vi intervjuat i arbetet använder Cicero, som ger företagen en gradering som visar på ramverkets "grönhet". Företaget specificerar sedan hur de gröna, likvida medlen ska användas. Oftast är det ett eller flera projekt som ligger till grund för initiativet för en grön emittering. Samtliga fall kräver att finansieringen och de likvida medel som kommer från den gröna obligationen används till hållbara projekt.

Den gröna obligationen emitteras därefter till marknaden under en förutbestämd löptid och investerare kan i sin tur köpa andelar, i utbyte mot en given ränta. Därefter krävs att emittenten återrapporterar till investerarna under löptiden, minst en gång per år. Återrapporteringen ska bland annat innehålla en beskrivning av hur de likvida medlen använts. När den gröna obligationen förfaller får investerarna tillbaka sitt investerade kapital, plus den förutbestämda räntan.

3.5 Hållbara investeringar och miljöcertifieringar

Hållbara investeringar enligt Europeiska kommissionen; EU Green Bond Standard (u.å) är det regelverk som utgör grund för svenska hållbara investeringar och är det banker och företag i dagsläget förhåller sig till. Det innebär att miljömässig och social hållbarhet tas i hänsyn under processens gång och framförallt inför att ett investeringsbeslut fattas; vilket bidrar till ökad satsning på långsiktig hållbarhet. Utifrån de europeiska riktlinjer som EU Green Bond Standard bidrar till, resulterar gröna investeringar i en mängd olika hållbarhetscertifieringar som utgör ett bevis för vad investeringarna konkret bidragit till. När en byggnad miljöcertifieras bekräftar det att hållbarhet har tagits i beaktande.

3.5.1 BREEAM

BREEAM är världens mest spridda certifiering för bygg- och fastighetssektorn, även inkluderat det mest spridda bedömningssystemet i Europa. BREEAM, som ursprungligen är från Storbritannien, har nyttjats för över 500 000 byggnader runt om i världen. Systemet uppkom 1990 och den svenska versionen, BREEAM-SE, implementerades 2013 av Sweden Green Building Council som idag tillhandahåller certifieringssystemet (Sweden Green Building Council, 2020).

Begreppet BREEAM står för *Building Research Establishment Environmental Assessment Method* och syftar till att redovisa effekter på miljö och hälsa, för att underlätta val och öka medvetenheten. Praktiskt görs detta genom att sätta standard för bästa praxis inom hållbart byggande, en standard som i sin tur används som bedömningsgrund för byggnaderna. Tio områden ligger till grund för bedömningen, där byggnaden erhåller poäng inom samtliga. De tio områdena som berörs är ledning och styrning, hälsa och innemiljö, energi, transporter, vatten, material, avfall, mark och ekologi, föroreningar, innovation. Med hjälp av den samlade poängen ges byggnaden ett av fem betyg; Pass, Good, Very Good, Excellent eller Outstanding. Med hjälp av poängen som erhålls räknas en procentsats fram, som viktas med stöd av de maxvärden som tagits fram i jämförande syfte (Sweden Green Building Council, 2018).

Ledning • Idrifttagning • Påverkan från byggarbetsplats • Brukarvägledning • Fuktsäkerhet	**Avfall** • Byggavfall • Återanvändning av fyllnadsmaterial • Utrymme för återvinning
Hälsa och inomhusmiljö • Dagsljus • Termisk komfort • Ljudmiljö • Luft- och vattenkvalitet • Belysning	**Förorening** • Köldmedier, typ och läckage • Översvämningsrisk • NO_x utsläpp • Förorening av vattendrag • Ljus- och bullerstörning utomhus
Energi • Energianvändning • CO_2 utsläpp • Koldioxidsnål energiförsörjning • Delmätning av energi • Energieffektivt klimatskal	**Mark och ekologi** • Platsval • Skydd av ekologiska särdrag • Förbättrat ekologiskt värde
Transport • Närhet till kollektivtrafiken • Underlätta för fotgängare och cyklister • Tillgänglighet till servicefaciliteter • Tidtabeller och reseinformation	**Material** • Livscykelvärdering av material • Återanvändning av material • Ansvarsfulla inköp • Robusthet • Utfasning av farliga ämnen
Vatten • Vattenförbrukning • Läckageindikering • Återanvändning av vatten	**Innovation** • Mönstergill nivå

Bild 3. BREEAM-SE, de områden som bedöms och deras ämnesinriktningar. Bild godkänd för publicering av upphovsrättsinnehavare. Hämtad från: https://www.sgbc.se/app/uploads/2018/10/BREEAM-SE-sve-130501-2.0-160223.pdf

	Minimikrav på poäng för respektive betyg				
	PASS	GOOD	VERY GOOD	EXCELLENT	OUTSTANDING
Man 1 – Idrifttagning av byggnaden	-	-	-	1	2
Man 3 – Påverkan från byggplats	-	-	-	1	2
Man 4 – Brukarvägledning	-	1	1	1	1
Hea 4 – Högfrekvent belysning	1	1	1	1	1
Ene 1 – Energianvändning	-	-	-	5	9
Ene 2 – Delmätning av betydande energianvändning	-	-	1	1	1
Ene 5 – Energiförsörjning med låga koldioxidutsläpp	-	-	-	1	1
Wat 1 – Vattenförbrukning	-	-	1	1	2
Wat 2 – Vattenmätare	-	-	-	1	1
Wst 3 – Utrymme för avfallshantering	-	-	-	1	1
LE 4 – Påverkan på ekologiska värden	-	-	-	2	2

Bild 4. Minimikrav och klassificering i BREEAM-SE. Bild godkänd för publicering av upphovsrättsinnehavare. Hämtad från: https://www.sgbc.se/app/uploads/2018/10/BREEAM-SE-sve-130501-2.0-160223.pdf

3.5.2 LEED

LEED står för *Leadership in Energy and Environmental Design* och är ett certifieringssystem från 1999, som är utvecklat och tillhandahållet av U.S Green Building Council. Systemets fullständiga namn är *The LEED™ Green Building Rating System* och anses internationellt vara det mest kända, då det har störst spridning i världen. I Sverige introducerades certifieringen 2013 via Sweden Green Building Council som samarbetspartner till amerikanska USGBC, vilka har verkat för att anpassa systemet efter den svenska marknaden sedan 2009 (Sweden Green Building Council, 2020). Regionala anpassningar har bedrivits för att kunna implementera och använda LEED på ett naturligt sätt, även på svensk mark (Sweden Green Building Council, 2018a).

LEED är uppbyggt med ett poängsystem indelat i flera områden och för varje område kan ett eller flera poäng samlas. I vissa fall finns även en lägsta nivå som måste vara uppfylld för att kunna poängsättas. Maximalt kan alla områden ge 100 poäng och kriteriet för att överhuvudtaget få en certifiering är att uppnå 40 poäng. Bedömningen och fördelningen av dessa syftar till att inom respektive område reflektera hur stor miljöpåverkan det har. Den lägsta nivån av LEED är Certifierad, följt av Silver, Guld och Platinum. Certifieringsprocessen i den svenska systemet går via U.S Green Building Council. För att certifiera byggnaden med LEED rekommenderas att anlita en certifierad projektledare, alternativt utbildas inom systemet via Green Business Certification Inc, GBCI (Sweden Green Building Council, 2018b).

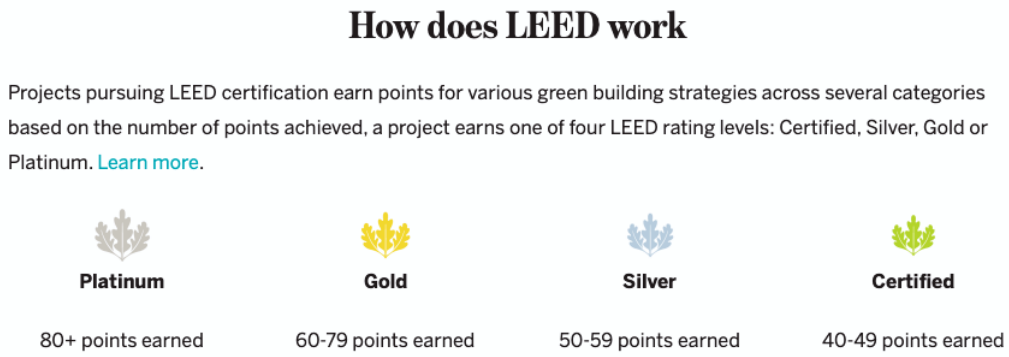

Bild 5. Klassificering och poänggränser för de olika certifieringsnivåerna i LEED. Bild godkänd för publicering av upphovsrättsinnehavare. Hämtad från: https://www.usgbc.org/leed

3.5.3 Miljöbyggnad

Miljöbyggnad är ett svenskutformat certifieringssystem ämnat för svenska förhållanden. Sexton olika indikatorer tas i beaktning vid certifiering av en byggnad, dessa berör energianvändning, innemiljö och materialval (Sweden Green Building Council, 2020a). Vidare är Miljöbyggnad den vanligaste och mest använda certifieringen i Sverige, då den bygger på svenska regler och myndighetskrav och har utvecklats med hänsyn till landets byggpraxis. Miljöcertifieringen går att applicera på de flesta byggnader, allt från mindre hus till större kontor eller skolor.

Den nyaste versionen är Miljöbyggnad 3.0 och den kan användas både för nybyggnation och befintliga byggnader. Klassificeringen i systemet är enligt tre nivåer: Guld, Silver och Brons. För

att certifiera byggnaden med Miljöbyggnad rekommenderas att anlita en certifierad miljöbyggsamordnare, för att underlätta processen. Slutligen granskas varje ansökan för byggnadscertifieringen av en tredje part för att verifiera att kraven tillgodosetts, innan certifieringen ges ut (Sweden Green Building Council, 2019). I dagsläget innehar över 1500 byggnader i landscertifieringen Miljöbyggnad. Sweden Green Building Council är den organisation som tillhandahåller systemet och verkställer certifieringarna (Sweden Green Building Council, 2020b).

1. Värmeeffektbehov

Ett mått på hur mycket effekt en byggnad behöver för att hålla önskad temperatur när det är som kallast ute på vintern. Effekt kan liknas med hästkrafter i en bil. Värmeeffektbehovet inkluderar både förluster av värme som sker t.ex. genom otätheter i bl.a. väggar, fönster och ventilationssystemet.

2. Solvärmelast

Den solvärme som bidrar till att höja innetemperaturen under sommarhalvåret och som tillförs en byggnad via solinstrålning genom fönster.

3. Energianvändning

Den mängd köpt energi som behöver levereras till byggnaden för värme, kyla, varmvatten och fastighetsenergi. I energianvändningen räknar man inte med energi som man producerat själv, t.ex. energi från solceller. För bostäder ingår inte heller den energi som i används för hushållsändamål, s.k. hushållsenergi. För lokaler ingår inte energi som används för verksamheten, s.k. verksamhetsenergi.

4. Andel förnybar energi

Talar om hur stor del av byggnadens totala energianvändning som tillgodoses av energi från förnybara källor, som vattenkraft, sol- eller vindenergi.

5. Ljud

Hur bra ljud det är i en byggnad beror på hur mycket ljud "sprids" mellan t.ex. rum, våningar, trapphus och utifrån.

6. Radon

En radioaktiv gas som finns i jord och berggrund. För höga halter av radon kan ge skador på lungor som i sin tur kan öka risken för lungcancer. Radongas kan ta sig in i byggnader via otätheter i grunden men också genom byggmaterial som innehåller radon, t.ex. prefabricerade betongelement.

7. Ventilation

Innebär att frisk uteluft tillförs en byggnad och dålig luft vädras bort. En annan uppgift som ventilationssystemet har är att inte sprida dålig luft från t.ex. kök till sovrum.

8. Fuktsäkerhet

Att vidta åtgärder och följa rutiner som ska minska risken för skador i byggnaden som orsakats av vatten eller fukt. Det kan t.ex. handla om att se till att betong får torka innan andra material läggs ovanpå eller att byggmaterial inte utsätts för regn på byggarbetsplatsen. Rutinerna följs och åtgärderna vidtas från projektering tills dess att byggnaden byggts klart.

9. Termiskt klimat vinter

Handlar om hur bra inneklimatet i byggnaden är vintertid och hur många av de som vistas i byggnaden som kommer att vara nöjda. Det termiska klimatet vinter beror på en kombination av innetemperatur och drag. I alla byggnader och verksamheter eftersträvas inte samma termiska klimat, utan hänsyn tas till vilken typ av aktivitet som utförs av dem som vistas i byggnaden och vilken typ av kläder de antas ha på sig. Till exempel behöver det vara varmare på ett ålderdomshem än ett gym.

Bild 6 och 7. Beskrivning av de 15 indikatorer som bedöms i Miljöbyggnad. Bilder godkända för publicering av upphovsrättsinnehavare. Hämtad från: https://www.sgbc.se/certifiering/miljobyggnad/certifiera-med-miljobyggnad/indikatorer-i-miljobyggnad/

4. Resultat

I detta kapitel presenteras resultatet av genomförda intervjuer. Intervjupersonerna kommer från Atrium Ljungberg, Fabege, Kungsleden samt Vasakronan. Vidare intervjuades även två respondenter från Swedbank, om gröna obligationer ur ett bankperspektiv.

Syftet med intervjuerna har varit att öka vår förståelse för gröna obligationer och hur de verkar bland fastighetsbranschens ledande företag. Målet är att få en inblick i hur de arbetar med hållbarhetsfrågor och finansiering, hur sambandet mellan transparens, hållbarhetsarbete och gröna obligationer präglas samt vilka mervärden och affärsnyttor de märker av.

I resultatkapitlet utfaller resultatet från samtliga intervjutillfällen, där vi redovisar samtliga ställda frågor. Frågorna ligger till grund för varje rubrik som följer, där vår sammanfattning av den ställda frågan och tillhörande citat inkluderas. Boxarna som påträffas sist under varje rubrik, har till syfte att på ett överskådligt vis sammanfatta det mest essentiella som erhållits av respektive frågeställning.

4.1 Sammanställning av intervjuer

Finanschef Åsa Lind - Fabege, intervjutillfälle 11 mars 2020.

Finanschef Fredrik Sandell - Kungsleden, intervjutillfälle 12 mars 2020.

Två respondenter från Swedbank, intervjutillfälle 12 mars 2020.

Hållbarhetschef Anna Denell - Vasakronan, intervjutillfälle 23 mars 2020.

Två respondenter från Atrium Ljungberg, intervjutillfälle 6 april 2020.

Samtliga intervjuer har utförts via telefon och godkänts för inspelning av respektive respondent. Till synes vill respondenterna från Swedbank och Atrium Ljungberg vara anonyma, varpå endast företagsnamnet skrivs ut vid citat av dessa. Det framgår inte heller vilken av respondenterna som uttalat sig.

4.1.1 Lansering av gröna obligationer

Första frågan behandlade när respondenterna för första gången introducerades för gröna obligationer. Resultatet visar att det föreligger en skillnad mellan när företagen för första gången kom i kontakt med finansieringsformen.
Vasakronan uttrycker att de emitterade världens första gröna företagsobligation redan 2013.

> "(...) det var så att vi gav ut världens första gröna företagsobligation, så vi kom i kontakt när vi började arbeta med att ta fram vårt ramverk och hela arbetet fram tills dess. Dessförinnan var det lite svårt att komma i kontakt med det, eftersom det inte var någon som hade gjort det."
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

Därefter emitterade Fabege sin första gröna obligation 2015, men redan 2013 gav de ut en vanlig, brun obligation som de i efterhand förstod kunde klassificeras som en grön obligation.

Avsaknaden av kunskap gjorde att obligationen släpptes på sämre villkor, jämfört med vad en grön obligation kunde besparat företaget vad det gäller exempelvis fördelaktig ränta.

> "Det måste ha varit i början av 2013, som Fabege gav ut en obligation, en stand alone-obligation på kapitalmarknaden med anledning att vi byggde Vattenfalls kontor här i Arenastaden i Solna, Stockholm. Vattenfall var en otroligt tuff kravställare, det var ett väldigt prestigeprojekt för oss. De ställde krav på energieffektivitet och alla hållbarhetsaspekter man på den tiden hade på en fastighet. Vi finansierade den med en vanlig obligation. Några månader senare kom Göteborgs stad med sin första gröna obligation och jag höll på att gå upp i limningen, för den obligation som vi hade gjort för Vattenfalls fastighet är fortfarande en av de mest energieffektiva i hela Sverige. Men vi kände inte till grön finansiering på den tiden."

- Åsa Lind, Fabege

Kungsleden emitterade 2018 den dåvarande största gröna företagsobligationen, vid ett och samma tillfälle emitterades 2,5 miljard kronor. Obligationen var dessutom företagets första emittering.

> "Jag skulle säga att det egentligen var under hösten 2017 som vi primärt började diskutera med våra rådgivarbanker, mer konkret, kring att faktiskt sätta upp ett grönt ramverk och börja emittera gröna obligationer. Sen gjorde vi den första gröna obligationen under första kvartalet 2018 och det blev en väldigt stor framgång då, vi emitterade vid ett och samma tillfälle 2,5 miljard, vilket var den då största gröna företagsobligationen i Sverige. Så vi var ganska tidigt ute skulle jag säga, med att emittera gröna obligationer."

- Fredrik Sandell, Kungsleden

Atrium Ljungberg emitterade sin första gröna obligation under 2017, efter att de kommit vad de uttrycker, långt nog i sitt hållbarhetsarbete för att kunna börja finansiera grönt.

> "Vi satte upp vårt gröna ramverk i februari 2017 och då kan man säga att vi haft diskussioner med banker under ett eller ett och halvt års tid. Före 2017 kände vi att vi ville komma längre i bolagets hållbarhetsarbete innan vi satte upp ett ramverk och kunde börja finansiera grönt. Vi kände att det ska genomsyra hela verksamheten."

- Atrium Ljungberg

Utvecklingen för gröna obligationer har exploderat på marknaden och under bara ett par år har det blivit ett mer och mer standardiserat för de stora aktörerna i fastighetsbranschen att finansiera sina projekt med. Vasakronan uttrycker att de var tidiga 2013 och dessförinnan var det svårt att komma i kontakt med gröna obligationer, eftersom det då inte fanns någon i branschen som agerat emittent. Även Kungsleden delar åsikt med samma teori; gröna obligationer var inte något man pratade om då, syftat till 2011.

> "Jag har varit i bolaget sedan 2011 och på den tiden så var gröna obligationer ingenting man pratade om."

- Fredrik Sandell, Kungsleden

- Det kan konstateras att det skiljer några år mellan när företagen emitterade sin första gröna obligation
- Kunskapen kring gröna obligationer verkar ha implementerats i företagens verksamheter under de senaste åren, då Vasakronan var först i branschen 2013
- Ett omfattande arbete ligger bakom samtliga företags första emittering; anpassning av verksamheten och upprättande av ramverk är en förändrande process, jämfört med hur företagen traditionellt verkat

---

4.1.2 Emitteringsprocessen

Respondenterna fick frågan om de i egna ord kan beskriva emitteringsprocessen för en grön obligation. Det kan konstateras att samtliga företag emitterar på ungefär samma vis, då de delar av processen som respondenterna väljer att lyfta fram är likartade, tillika ordval. Vikten av en intern Green Bond Committee lyfts fram hos två av företagen som en viktig del i besluten kopplade till den gröna likviden.

> "Internt så har vi en Green Bond Committee, som utser vilka projekt som går att investera i. Den består av en representant från finans- och hållbarhetssidan som kollar på våra ramverk, vilka kriterier har ramverket och vad saknar det? Vilka projekt och fastigheter uppfyller de kraven? Då bygger det ofta på att man i projekten har en målcertifiering. Ibland är det så att när man börjar projektet så har man inte certifieringen klar, utan den kommer senare i projektet, men man vill ibland redan från början kunna finansiera projektet grönt".

- Atrium Ljungberg

> "Ja, det är det gröna ramverket som anger vilka krav som ställs på användning av likvid från ett grönt obligationslån. (...) Vidare finns det en process för hur man fastställer allokeringen av den gröna likviden och då har vi en så kallad Green Bond Committee (...) som ska hålla ett möte minst två gånger per år och fastställa hur likvid som har lånats under det gröna ramverket ska allokeras. Sen har vi en rapporteringsskyldighet till de investerare som har valt att investera i våra gröna obligationer, att återrapportera en gång per år, hur likvid har allokerats och även en del data kring de specifika projektets energianvändning och CO_2-utsläpp. Det är även ett krav på att en revisor ska granska investerarrapporten och att allokeringen har skett enligt ramverket.
>
> (...) just med second opinion, när vi tog fram det gröna ramverket 2018 - slutet 2017, början 2018 - då krävdes en second opinion från Cicero. Så de har ju också granskat ramverket."

- Fredrik Sandell, Kungsleden

Även återrapporteringsskyldigheten gentemot investerarna har fått utrymme i samtliga respondenters svar. Sammanfattningsvis kan det understrykas att respondenterna anser det

förhållandevis angeläget att kunna spåra de likvida medlen som används i projekten, liktydigt att transparens får genomsyra processen.

> "Ja, för några år sedan så etablerade vi ett grönt MTN-program (...) Och då är processen väldigt enkel. När man väl satt upp det ramverket, så emitterar man under det. Rent praktiskt går det till så att vi kontaktar banken eller banken kontaktar oss och berättar att de har ett intresse från investerare, samt vilka indikationer man har avseende löptider och priser. Så bjuds investerare in att delta i emissionen. Har vi tur då så blir den övertecknad och då kan priset gå ner lite grann. I så fall, fördelas tilldelningen så att alla får en viss del av det man velat ha."
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

> "(...) det följer vårt normala obligationsprogram men med tillägget att vi måste följa allt som står i vårt gröna ramverk. Det vill säga att vi måste berätta för våra investerare hur vi har tänkt att använda de här pengarna, vilka typer av investeringar det går till. Vi är skyldiga att återrapportera minst en gång om året. Det är väldigt tydligt vart pengarna går"
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

- Emitteringsprocessen verkar lika för företagen
- Intern kommunikation mellan finansiering och hållbarhet verkar i olika omfattning
- Initiativ till en grön obligation kan efterfrågas från olika parter
- Skyldighet att återrapportera minst en gång per år till investerare

---

4.1.3 Omfattning av gröna investeringar

Vidare när frågan om hur stor andel av företagens projekt som i dagsläget finansieras av gröna obligationer uttryckte majoriteten av företagen en viss osäkerhet, beroende på hur man ser på projekten. Atrium Ljungberg menade att majoriteten av finansieringen sker under grönt initiativ men kan variera utifrån det enskilda projektets förutsättningar.

> "Man kan säga att merparten, men kanske att alla projekt finansieras grönt och merparten då med gröna obligationer, sen är det vissa projekt som finansieras med andra metoder."
>
> *- Atrium Ljungberg*

Fabege uttryckte även att andelen kan variera beroende på hur man räknar. Fabege är ett företag som har låg belåningsgrad, utan belånar snarare sitt fastighetskapital för nya projekt, då det ofta blir mer förmånligt än att vända sig till den offentliga marknaden. Vid finansiering av större mer kostsamma projekt kan Fabege göra specifika finansieringar som indirekt nyttjar den gröna obligationsmarknaden. Beroende på hur man ser på det kan den gröna finansieringen uppgå mellan noll och hundra procent.

> "Det beror på hur man räknar. Fabege har ju inte så hög belåningsgrad. Vi brukar

> resonera som att vi egentligen inte vill belåna våra projekt alls. (...) Så man kan antingen säga att allting, allting är grönt, för att allting som vi bygger nytt är miljöcertifierat på en sån nivå att det kvalar in som säkerhet för grön finansiering. Det är också det vi indirekt använder när vi går ut på obligationsmarknaden."
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

Kungsleden valde att vända på frågan och istället se till hur stor andel av dess låneportfölj som består av gröna lån i form av obligationer och ett grönt lån. I dagsläget uppgår de gröna lånen till 27 procent av den totala portföljen som uppgår till 18 miljarder men ambitionen är att finansiera hela beståndet till 2025.

> "(...) Total skuldportfölj på 18 miljarder, varav 27 procent är gröna obligationer och sen har vi då också ett grönt banklån. (...) Vi har för ambition att certifiera hela beståndet till 2025. Certifiering sker enligt miljöcertifieringstandarden LEED som vi har valt att använda oss av. I takt med att större delen av beståndet certifieras så, kommer då förutsättningarna att kunna finansiera beståndet med gröna lån att öka. Vår ambition är att alla gröna tillgångar ska kunna finansieras med gröna lån."
>
> *- Fredrik Sandell, Kungsleden*

Vasakronan uttryckte att alla stora projekt finansieras till viss del med gröna obligationer men även med egen portfölj som i sin tur finansieras med gröna obligationer.

> "Då skulle jag vilja säga så här; 100 procent av våra stora projekt finansieras med gröna obligationer och sen finansieras en stor andel av vår befintliga portfölj med gröna obligationer också (...)"
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

Vi frågade även Vasakronan som första verkställande aktör av att finansiera med grön företagsobligation, om hur vanligt de upplever att finansiera med gröna obligationer är i dagsläget.

> "(...) man kan konstatera att det har blivit vanligt och kanske kan vi på Vasakronan tycka att det är oroväckande mycket, men det är bra att det finns många som vill ge ut och att det finns många som vill köpa gröna obligationer. Samtidigt finns en liten risk med att det har varit ganska lukrativt, alltså ekonomisk förmånligt, att det ger sig in aktörer som kanske inte riktigt håller tillräckligt hög miljöklass för att vara i den gröna marknaden."
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

Andelen gröna investeringar varierar mellan företagen i både omfattning, men även utifrån företagens storlek och klassificeringssystem med tillhörande nivå.

- Belåningsgraden i förhållande till klassificeringsnivåer kan direkt eller indirekt medföra hållbara fördelar

- Grön finansiering medför en hävstångseffekt inom hållbarhetsarbetet för företagen
- Det finns en risk med lukrativa marknaden

4.1.4 Framstående projekt

När representanterna för företagen fick frågan om det finns något projekt där gröna obligationer använts som ligger i framkant och varför de ansåg det, var svaren av blandad karaktär.

> "(...) jag tror inte att det är något särskilt objekt, det är svårt att peka ut att "det här är väldigt i framkant". Vi har ett projekt som är kopplat till Göteborg, men det är egentligen inget nybyggnationsprojekt, utan en befintlig fastighet vi finansierar. (...) Där projektet innebär att vi kan halvera energiproduktionen i de byggnaderna."
>
> *- Atrium Ljungberg*

> "Det första som låg i framkant var verkligen Vattenfalls kontor och sen kan vi säga att SEB:s kontor här i Arenastaden också ligger i framkant av flera anledningar. I förra veckan gick vi ut och kommunicerade att vi också har fått en hälsocertifiering, som blir nästa steg efter miljöcertifiering av fastigheter. Där tänker man på hälsoaspekter för medarbetarna, på hyresgästen och även för de som besöker fastigheten. Det ställer också krav på ljus- och ljudförhållanden i fastigheten, som i och för sig också en miljöcertifiering gör, så i viss mån överlappar de varandra."
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

Sannolikt förekommer en bredd i svaren på grund av tolkningen av frågan, men majoriteten av de svarande pekar på att konkreta åtgärder, så kallade kvantitativa mått, är av betydelse för fastigheternas "grönhet". Energiproduktion, energibesparing, krav på ljud- och ljusförhållanden och energianvändning är ord som uppenbart kan kopplas ihop med en grön fastighet. Även Kungsleden är inne på samma spår:

> "Vi gör en hel del investeringar i befintliga fastigheter för att effektivisera energiförsörjningen i fastigheterna. (...) med teknik som ligger i framkant och därigenom kunnat reducera energianvändningarna upp till 50 procent.
>
> (...) när det gäller det gröna ramverket följer vi hela tiden hur marknaden utvecklas och vi har för avsikt att uppdatera vårt ramverk över tid, så det kommer ju bli aktuellt framöver att vi kommer att se över ramverket och eventuellt göra vissa justeringar."
>
> *- Fredrik Sandell, Kungsleden*

Vasakronan menar att gränsen för vad som kan anses vara grönt hela tiden flyttas fram i takt med utvecklingen. En konstant rörelse som gör att det senaste projektet, som ofta nyligen startat, är vad som kan anses vara mest grönt.

> "Gränsen för vad som anses vara grönt för byggande förflyttas konstant, det vi tyckte var edge för två år sedan är idag kanske bara ljusgrönt, även i vår egen uppfattning. Det är ju alltid något projekt som precis är på gång och precis har startat som är det grönaste. Just

> nu är det utan tvivel vårt trähusprojekt i Uppsala som är det grönaste. (...) Inte bara för att vi bygger i trä som ger extremt låg klimatpåverkan, utan även till exempel gällande energibesparingsåtgärder."
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

- Kvantitativa mått är av värde för att definiera byggnadernas grad av grönhet, så samtliga respondenter nämner energiförbättrande initiativ som vanligt förekommande
- Gränsen för vad som är grönt skjuts successivt framåt och de är därför ofta de senaste projekten som är i framkant i sammanhanget

---

4.1.5 Investerarna av gröna obligationer

Nästa fråga berörde motparten i förhållandet gröna obligationer. Vi undrade om de svarande kunde se något mönster i vilka som investerar och vad de efterfrågar hos företagen för att investera.

Alla respondenterna kunde intyga att det faktum att obligationen är grön verkar vara en avgörande skillnad för investerarna och många gånger också en förutsättning. Vidare menar i princip samtliga representanter från företagen att de nått en betydligt bredare publik med de gröna obligationerna, jämfört med vad de gjorde med endast de bruna obligationerna.

Atrium Ljungberg säger att 70 procent av de som investerare vid emittering av den första gröna företagsobligationen var nya. Att framgången var så stor just då, tros vara en kombination av att de fick en publik rating i samband med utgivandet av obligationen. Därtill menar Atrium Ljungberg att gröna investeringar passar de som har en längre tidshorisont med sitt investeringsbeslut, vilket i det långa loppet gör att obligationen dessutom är mer lönsam jämfört med en vanlig obligation.

> "När vi satte upp vårt gröna ramverk 2007, så var egentligen 70 procent av de investerare som vi nådde vid första emissionen nya investerare. (...) I samband med att vi satte upp det här gröna ramverket så gjorde vi en publik rating. Vi kan därför inte se vad som berodde på den publika ratingen och vad som berodde på de gröna obligationerna. Jag tror att merparten var just för att det var en publik rating, som gjorde att vi fick mer intresse. Samtidigt så ser vi att vi har vissa investerare som vi vet med oss att de är bara intresserade när vi kan göra en grön obligation, istället för en vanlig obligation."
>
> *- Atrium Ljungberg*

Även Fabege bekräftade att långsiktigt ägande i form av "typiska investerare" - pensionsfonder. Det kopplas till att marknaden för hållbara fonder, syftat till pensionsförvaltning, är stark. Gröna obligationer når ur till betydligt fler investerare än vad de vanliga obligationerna gör, i samband med att en grön obligation emitteras nås ungefär dubbelt så många. Även om Fabege menar att det kanske inte endast beror på det faktum att obligationer är grön, utan också på den klassiska

ekonomiska teorin om utbud-efterfrågan på en marknad. Till viss del kan det förstås spåras till att det är en förutsättning att obligationen är grön, vilket ungefär hälften av de tillfrågade investerarna intygade via bank till Fabege. Att det dessutom råder en hög efterfrågan på den gröna obligationsmarknaden gör att priset på instrumentet pressas.

> "Det finns väldigt många hållbara fonder nu, till exempel pensionsfonder som är en typisk investerare. Vad vi märker är snarare åt andra hållet kan man säga, att om vi hade givit ut en obligation som inte hade varit grön, då hade vi nog haft ett visst antal investerare. Men i och med att den är grön så når vi ungefär dubbelt så många. Vi har faktiskt vid upprepade tillfällen bett bankerna kolla med dem som har investerat i obligationer, skulle de ha tagit den bara på Fabege-namnet eller investerade de bara för att det var grönt? Nästan alltid kommer vi fram till att ungefär hälften säger att det var en förutsättning att det var grönt för att de skulle kunna investera. På det sättet blir det ju också en prispress för de gröna obligationerna. Jag skulle önska att jag kunde säga att det berodde på det gröna så att säga, men det är nog tyvärr bara den klassiska utbud-efterfrågan som spelar in här, att efterfrågan på gröna obligationer är så pass hög att det pressar priset."
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

Kungsleden håller med övriga parter i att investerare anser det vara viktigt att obligationen är grön och vad de likvida medlen används till. Men framförallt menar man också att det är av yttersta vikt att investerarna känner att företaget som står bakom utgivandet av den gröna obligationen tar hållbarhetsfrågan på allvar; ett brett perspektiv av vad hållbarhet faktiskt innebär och ett ständigt pågående arbete med det angelägna ämnet verkar vara något som efterfrågas hos motparten.

> "(...) Jag tror att det är viktigt och det har vi även märkt att investerare tycker. Det är klart intressant att ett specifikt lån är grönt och vad för likvid som används till det lånet. Viktigare skulle jag säga är att investerarna upplever att bolaget tar hållbarhetsfrågan på stort allvar, att det är en integrerad del av den totala affärsstrategin. Det är någonting som vi har lagt märke till att många efterlyser. Det är inte bara att "vi har valt att emittera ett grönt lån, sen gör vi inget annat på hållbarhetsfrågan", utan att man har ett väldigt brett perspektiv på hållbarhet och jobbar med olika processer kring den frågan."
>
> *- Fredrik Sandell, Kungsleden*

Något som även Vasakronan intygar. En vanlig investerare i just gröna obligationer sägs vara just pensionsfonder eller stiftelsestyrd förvaltning av kapital, det vill säga förvaltning av kapital på längre sikt. Något som går hand i hand med vad de tycker sig se på marknaden; att de gröna instrumenten håller sig stabilare jämfört med traditionella varianter, de verkar bete sig på "ett annorlunda sätt". Något som tros ha ett samband med det stora intresset som råder på marknaden för gröna obligationer. Vidare sägs att aktörer som har handlat med gröna instrument inte verkar vara lika påverkade, inte lika volatila jämförelsevis.

Vasakronan styrker teorin att många fler investerare nås när obligationen är grön; initialt kunde de se en skillnad mellan de gröna och de bruna obligationerna, en "aptit att investera" och något som fortlöpt med en bredare investeringsbas jämfört med vad de bruna obligationerna gett. Det poängteras också att de tidigare investerarna inte försvunnit, utan snarare att det vidgats och de samlat på sig många fler.

> “(...) Under den första obligationen kunde vi se att det var helt nya investerare som inte hade köpt våra andra obligationer och det var både traditionella/kommersiella pensionsförvaltare och stiftelsestyrda kapitalförvaltare. (...) men när det blev grönt fanns det en aptit för att investera och vi har sett att det har fortsatt, att vi har en mycket bredare investerarbas i de gröna obligationerna än vad vi har i våra bruna. (...) det är inte så att de gamla investerarna har försvunnit, men vi har fått många fler.”
>
> “(...) Vid turbulens i marknaden, både kortare och längre perioder, som vi ser just nu på grund av Coronaepidemin, så har vi sett att de gröna obligationerna klarar sig mycket bättre än andra. Just på grund av det stora intresset.”
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

- Fler investerare med olika bakgrund vid emittering av gröna obligationer
- Företag har ett brett perspektiv på hållbarhet och jobbar med olika processer som berör miljö och hållbarhet
- Mindre volatilitet för gröna investeringar

4.1.6 Kvalitetssäkra gröna obligationer

Nästa fråga berörde hur företagen kvalitetssäkrar sina obligationer, i syfte att följa de riktlinjer som fastställts om transparens och att processen fortlöper på ett korrekt sätt. Fabege gavs inte tillfälle att besvara frågan.

Atrium Ljungberg släpper årligen en investeringsuppföljning som granskas av revisorer. Investeringsuppföljningen redovisar till vilka projekt och i vilka belopp som investerarnas kapital har gått till samt vilken energiförbrukning och hur stora koldioxidutsläpp som respektive fastighet har. Utöver den granskning som sker av revisorerna så har även ramverket granskats av Cicero som verkar som en tredjepartsvalidering.

> “Vi sammanställer vad pengarna har gått till och vilka projekt det är. Vad har de för energiförbrukningar och vilken CO_2-påverkan har de? Sedan kvalitetssäkras de genom att våra revisorer granskar både de ekonomiska beloppen men även energiförbrukning, att det stämmer med verkligheten. Så det blir en second opinion. Sen ska man säga att även vårt ramverk är granskat när det sattes upp, av en tredjepartsgranskning från Cicero.”
>
> *- Atrium Ljungberg*

Likt Atrium Ljungberg kvalitetssäkrar även Vasakronan och Kungsleden genom en investeringsrapport som granskas av revisorer, samt att ramverket granskas av Cicero. Kungsleden använder sig även av en intern kommité som tidigare refererat till Green Bond Committee som ser över resursfördelningen inom ramverket.

> “Vi har ramverket som vi följer för alla gröna affärer som vi gör. Det

är i sin tur granskat av ett oberoende institut, som tycker till om hur grönt det vi tänkt spendera pengarna på är. Sen gör vi en årlig återrapportering till investerarna i våra gröna obligationer, som vi kallar investerarrapport. Den granskas av våra revisorer som även granskat underliggande siffror och uppgifter."

- Anna Denell, Vasakronan

"Cicero har granskat ramverket från början. Så har vi den här interna processen med en kommitté som fastställer allokeringen enligt ramverket och så har vi en återrapporteringsskyldighet till investerarna, minst en gång per år. Allokering och rapporteringen till investerarna granskas också av en extern revisor som ger sitt utlåtande."

- Fredrik Sandell, Kungsleden

- Kvalitetssäkringen av gröna obligationer följer samma mönster hos de responderande
- Granskning av det gröna ramverket har gjorts av det oberoende analysinstitutet Cicero
- Den årliga återrapporteringen till investerarna granskas av revisorer

---

4.1.7 Gröna obligationer som konkurrensmedel

På frågan om respondenterna upplever en marknadsmässig konkurrensfördel på grund av sitt arbete med gröna obligationer var det återigen en samstämmighet i svaren. Än en gång syftar de svarande till det större intresset som en grön obligation kommer med, jämfört med de traditionella instrumenten. Atrium Ljungberg poängterar också att hållbarhetsfrågor har blivit allt viktigare inom egentligen alla segment, så även inom fastighetsbranschen. Många företag i branschen emitterar idag gröna obligationer och de menar att man inte "skiljer sig speciellt mycket" endast för att man erbjuder gröna obligationer som en lösning för finansiering.

"Ja, men eller det är helt klart att vi får ett helt annat intresse om vi ger ut en grön obligation kontra en vanlig obligation. (...) Hållbarhetsfrågor har ju blivit allt viktigare inom alla segment och det är en superviktig fråga inom fastighetsbranschen (...) det är många av fastighetsbolagen som idag har gröna obligationer, därmed skiljer man sig inte så mycket. Det är några få som inte har det, snarare än att det att det är några få som har det."

- Atrium Ljungberg

Vasakronan benämner det inte som en marknadsmässig konkurrensfördel, utan snarare att de fått ett förstärkt varumärke på grund av deras arbete med gröna obligationer. Uppmärksamhet och positiv publicitet har gjort att företaget har blivit en mer publik aktör generellt, ur en positiv synvinkel. Vasakronan anser också att deras stärkta varumärke kan kopplas positivt till att de fått en gynnsam utveckling vad det gäller deras "medarbetarvarumärke", både vad det gäller potentiella medarbetare och att de befintliga medarbetarna känner en stolthet inför att representera ett bolag som är föregångare inom hållbarhet.

”Generellt stärker det vårt varumärke skulle jag säga. (...) Genom vår gröna finansiering på obligationsmarknaden så har vi fått mycket, mycket mer uppmärksamhet och det påverkar såklart positivt. Om man skiljer på ren marknadsföring och generellt varumärkesbyggande, då skulle jag svara ja på frågan. Om frågan är om det direkt har påverkat vår marknadsföring, så skulle jag säga nej. Ett område inom varumärke där vi verkligen ser att det stärker oss, är det man brukar kalla för employer branding. Där har den gröna finansieringen stärkt vårt varumärke väldigt, väldigt mycket. Våra medarbetare känner en stor stolthet över att jobba på ett företag som är föregångare inom det här området.”

- Anna Denell, Vasakronan

Vidare får även uttalandet om att positiv publicitet var något som märktes av när Fabege släppte sitt gröna MTN-program, något som dessförinnan var ovanligt, att ett helt program var grönt.

“Det gjorde vi definitivt i början. Även om det inte är så stor andel av alla obligationer i världen som är gröna än så länge, så är det ändå ganska vanligt. Men vi upplevde definitivt att vi fick väldigt mycket positiv publicitet när vi kom ut med det gröna MTN-programmet. Det var det första i världen tror jag. Det var alltså konstruerat så att man kan emittera uteslutande gröna obligationer under det. Dessförinnan hade man gjort enstaka obligationer som var gröna.”

- Åsa Lind, Fabege

Fabege instämmer till viss del med vad Vasakronan menar; att deras medarbetare samarbetar i en högre utsträckning än vad de gjort tidigare kring just hållbarhet. Skillnad märks i hur samarbetet fungerar över de interna avdelningarna och uttrycker det i form av att “pengar är makt” och därmed måste präglas av ett tätt samarbete.

“(...) den roligaste fördelen, är den som vi märker här internt. Vi märker att samarbetet inom bolaget kring de här frågorna nu är mycket, mycket tätare. Jag har länge känt mig som att jag jobbade halvtid på finansavdelningen och halvtid på hållbarhetsavdelningen, för att jag har så stort behov av stöttningen från dem för att kunna rapportera till investerarna vad vi gör. Även projekt kommer in, som jobbar med så mycket stora projekt och när man märker att det ambitiösa arbete som görs inom hela organisationen, både inom förvaltning, projekt och hållbarhetsavdelningen - att det ger effekt i finansieringen, så bygger ju det en stolthet och ett intresse. För det är samma sak där, återigen, att pengar är makt. Och när pengarna börjar ställa krav, när våra investerare börjar ställa krav, då märker man en förändring, och det märker vi här också. Det är faktiskt otroligt positivt.”

- Åsa Lind, Fabege

Att en grön obligation går före en brun obligation kommer återigen tillbaka och Kungsleden menar att det är ett sätt att positionera företaget hos investerarna och betydelsen av att investerarna kan känna ett förtroende för företagets ställning till hållbarhet i helhet, en “avgörande faktor”.

“Absolut. Det är ju ett sätt att positionera sig hos investerarna. Det är alltid så att om du

> emitterar en grön obligation framför en icke-grön obligation, så är alltid den gröna obligationen lite mer intressant. Sen är det så klart viktigt, som jag sa, att investerarna vill känna förtroende för att bolaget tar hållbarhetsfrågan på allvar. Det är en avgörande faktor, att man verkligen tror på att bolaget satsar inom hållbarhet och har kompetens inom området."
>
> *- Fredrik Sandell, Kungsleden*

Dessutom tillägger Kungsleden att det inte bara kan vara viktigt för de mer vanligt förekommande investerarna, utan också för de aktieinvesterare som de når. En hålla en hög hållbarhetsprofil och att det kan vara viktigt för företaget att vara delaktig i mätningar, då GRESB som index lyfts fram.

> "(...) det är ju inte bara på kreditsidan man ser fördelar, utan också hos aktieinvesterare som tycker att det är viktigt att bolaget har en hög hållbarhetsprofil. Vi är ju med i bland annat ett index som heter GRESB, där vi rapporterar in en del nyckeltal på hållbarhetsområdet och det kan vara avgörande för vissa aktieinvesterare, att man faktiskt är delaktig i den typen av mätningar för att man ska vilja investera i bolaget."
>
> *- Fredrik Sandell, Kungsleden*

För att sammanfatta frågan kan det konstateras att gröna obligationer inte bör ses som ett rent konkurrensmedel gentemot andra företag i branschen, att ett företag inte skiljer sig speciellt mycket endast för att de erbjuder gröna obligationer som finansiering.

- Företagen är eniga om att gröna obligationer gett dem positiv uppmärksamhet, men snarare att utläsa som "förstärkt varumärke" framför konkurrensmedel
- Störst positiv inverkan fick företagen till en början, när gröna obligationer inte var lika vanligt på marknaden
- Två av respondenterna tar upp en positiv effekt internt och hos deras medarbetare, Vasakronan menar dessutom att deras employer branding i sin helhet stärkts väsentligt
- Gröna obligationer lyfts fram som ett sätt att positionera sig hos både de klassiska investerarna och aktieinvesterare

---

4.1.8 Samarbete inom fastighetsbranschen

Vidare tillfrågades respondenterna om de upplever ett samarbete kring hållbarhet i dagsläget, främst mellan de parter som berörs av en grön obligation. Majoriteten av företagen upplever att samarbetet kring hållbarhet generellt är bra, både vad det gäller samverkan mellan företag och investerare och företag sinsemellan.

Atrium Ljungberg säger att det förekommer relativt täta diskussioner mellan företagen när det kommer till just finansiering och menar att man i hög utsträckning kan gynnas av varandra. Vidare menar de att fastighetsbranschen inte är så stor, att samarbetet är ganska frekvent och att man ofta villigt delar sina erfarenheter, åtminstone bland de tio största i branschen.

> "Kring finansieringen så har vi täta diskussioner, kring just ramverket och hur man ser och beräknar på olika sätt. Fastighetssektorn är inte så stor, så de tio största fastighetsbolagen diskuterar nog ganska ofta ändå den här typen av frågor. (...) generellt är det rätt stort samarbete mellan fastighetsbolagen och inte bara kring grön finansiering."
>
> *- Atrium Ljungberg*

Att de verksamma i branschen gynnas av varandra refereras exempelvis till om ett vanligtvis konkurrerande företag emitterar en lyckad grön obligation, så finns möjlighet att "ta rygg på dem" och få ungefär samma villkor när de själva sedan ska agera emittent.

> "(...) många är väldigt produktiva, att man delar med sig om sina erfarenheter, tankar och idéer och att man breddar en fråga om en resa som alla är med på för att få till förändringen. (...) Vi ser oss nog inte som konkurrenter riktigt, utan det är nog rätt bra samarbete generellt. Det som är lite speciellt gällande just grön finansiering och kapitalmarknaden så är det att man gynnas av varandra så pass mycket, vilket gör att det underlättar till att man vill samarbeta. (...) om ett bolag gör en väldigt bra obligationsemission så kan man ta rygg på dem och få ungefär samma villkor, så att det gör att det är viktigt med samarbetet."
>
> *- Atrium Ljungberg*

Vasakronan behandlar relationen mellan företag och investerare i sitt svar; tidigare när de mer traditionella instrumenten som obligationer och vanliga banklån präglad av en viss anonymitet.

> "Det tycker jag definitivt. När det kommer till finansieringen med vanliga obligationer och vanliga banklån så är det en ganska så enkelriktad kommunikation, eller nästan ingen kommunikation alls, utan väldigt anonymt."
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

Vad det gäller gröna obligationer finns det numera ett helt annat intresse från många som valt att investera. Möjligen inte att benämna som ett samarbete, men däremot en förstärkt dialog parterna emellan och ett mer frekvent utbyte.

> "(...) nu är det mer så att investerarna vill ha möte. De vill förstå hur vi använder pengarna, de vill höra om våra planer framåt, de vill komma hit och titta på projekten - på så vis har det blivit en helt annan dialog. Sen vet jag inte om man ska klassa det som samarbete. Det är nog inte det ordet jag skulle använda, men en förstärkt dialog och ett mycket tätare utbyte mellan oss och investerarna ser vi definitivt när det gäller de gröna instrumenten."
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

Fabege stämmer in i vad Vasakronan menar, då även de upplever en gemensam utgångspunkt och till och med "ett högre syfte", när det kommer till just hållbarhetsfrågan. En gemensam målsättning och en högt satt ambitionsnivå som ger en intressant dialog mellan parterna och syftar till att samtalen sällan handlar om exempelvis ränta eller prispress av obligationen, utan att

samtalet snarare formas utifrån hållbarhetsaspekter.

> "När det gäller våra gröna obligationer och när vi möter våra investerare så känner vi att vi har ett gemensamt, inom citationstecken "ett högre syfte", en högre ambition, en gemensam målsättning att vi vill vara med och göra vad vi kan för att göra världen lite, lite mera hållbar. När man har den gemensamma utgångspunkten så får man väldigt bra och intressanta diskussioner, det handlar väldigt sällan om "vad får vi för ränta" och" hur kan vi pressa priset", utan mer om vad vi tillsammans kan göra för att höja ambitionsnivån."
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

Vidare menar Fabege att det är stor skillnad på hur ansvarskännande den finansiella världen blivit, jämfört med hur det varit tidigare och refererar till tiden innan gröna obligationer förekom på marknaden. Avslutningsvis framförs att vi behöver fortsätta i just de spåren, fler behöver agera med hållbarhet i fokus och företagen behöver fortsatt investerare som ställer hårdare krav.

> "Vi behöver fler investerare som tänker, vi behöver fler som ställer krav. (...) sen så började grön finansiering komma och nu har man ju sett en total omsvängning och det är otroligt intressant att ha få vara med under hela den här resan, där den finansiella världen har blivit mycket, mycket mer ansvarskännande. Den resan behöver vi fortsätta på, fler behöver agera så."
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

Kungsleden instämmer med att hållbarhet är ett högst aktuellt ämne, men att finanssidan fortfarande präglas av den praxis som råder på marknaden.

> "Det är ju en väldigt aktuell fråga, hållbarhet generellt. (...) på finanssidan finns en praxis i marknaden och den följer man."
>
> *- Fredrik Sandell, Kungsleden*

Däremot stämmer Kungsleden in i att investerarna blivit mer kunniga vad det gäller att förstå vad som är hållbart och anspelar på samarbetet mellan företag-investerare. Precis som Fabege gjorde, menar de också att företagen behöver möta de allt högre krav som investerare ställer på emittenterna och poängterar att det är just därför frågan är aktuell på EU-nivå. Det understryks tydligt att så kallad greenwashing inte är något man vill se, utan att de gröna obligationerna faktiskt ger positiva konsekvenser.

> "Investerarna har nog blivit bättre och bättre på att förstå hållbarhet. Vad som är hållbart. I takt med att investerarna blir med kompetenta och duktiga så kommer ju vi som emittenter, låntagare, att behöva möta upp mot de kraven som ställs. Det är också av den anledningen som EU jobbar med den här frågan, de vill sätta press på marknadsaktörerna. Om man nu emitterar gröna lån, att pengarna faktiskt används till projekt som leder till positiva miljöeffekter i förlängningen. Så det inte bara är en rundgång i något system, greenwashing som det pratas om, utan att det faktiskt ger resultat i slutändan."

- Fredrik Sandell, Kungsleden

- Det är en större skillnad mellan de bruna och de gröna obligationerna, både vad det gäller intresse och samarbete
- Generellt verkar samarbetet kring hållbarhet som område fungera väl, både företag sinsemellan och relationen företag-investerare
- Investerarna av gröna obligationer blir mer kompetenta och har med tiden byggt en djupare förståelse, vilket ger ett större intresse
- Ett större intresse från investerare ställer också högre krav på emittenterna
- Det föreligger ett allt större ansvarskännande i fastighetsbranschen

---

4.1.9 Kommunikation mellan parterna

Vi frågade parterna hur kommunikationen mellan olika aktörer inom gröna obligationer i dagsläget ser ut, samt om de skulle önska någon förbättring i hur företag, banker och investerare kommunicerar kring gröna obligationer. Atrium Ljungberg gavs inte tillfälle att besvara frågan.

Samtliga företag var eniga om att det finns utrymme för förbättring inom kommunikationen för gröna obligationer. Eftersom ett ramverk för en grön obligation är förhållandevis löst reglerat, förekommer det en viss tolkningsdifferens mellan olika aktörer.

Fabege och Kungsleden tar båda upp samarbetsfrågor och att gemensamma definitioner hade kunnat medföra bättre standarder. De saknar parametrar som underlättar en jämförelse för gröna investeringar både mellan projekt men även branschöverskridande. I dagsläget varierar parametrarna mellan olika certifieringar, plattformar och bolag. Det kan leda till tidskrävande analyseringsprocesser som ibland resulterar i förhastat agerande.

> "(...) Vi ser också diskussioner om hur kan vi samarbeta för att förenkla och göra det mer tillgängligt. Vi har sett att det behövs bättre standards, det behövs gemensamma definitioner. Nu kommer vi komma en bra bit på vägen med EU:s nya direktiv och taxonomin, men vi har ju famlat oss fram lite hittills. Grönt har inte inneburit samma sak för olika emittenter och det innebär problem för investerare som kanske till exempel investerar i gröna obligationer från skogsbolag, från fastighetsbolag, från ett vindkraftsbolag. Sen ska de i sin tur försöka rapportera till sina fondinnehavare och tala om vad de gör för skillnad. Det är väldigt svårt att ackumulera rapporteringen från så olika typer av företag. Så, man behöver underlätta det, på något sätt. Så samarbetet kan bli, eller samarbetet är det inget fel på men, vi behöver komma fram till hur gör vi det enklare att rapportera, på ett sätt som gäller hela kedjan."
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

> "Det är väldigt diversifierat kring kommunikation på hållbarhetsområdet generellt, alltså det är mycket nyckeltal som rapporteras in i olika index och plattformar, och så vidare. Men det finns ingen samordning någonstans. Så det är mycket så att om du ska göra någon form av jämförelseanalys mellan bolagen, måste du själv hämta data från olika

källor och sen själv komma underfund med "är det här äpplen och äpplen så att säga, eller jämför jag äpplen och päron"? Så att där finns det stora utvecklingsmöjligheter skulle jag säga. För det har vi märkt när olika analysfirmor, banker och så vidare försöker göra jämförelser mellan bolag på hållbarhetsområdet, så är det väldigt lätt att de drar förhastade slutsatser och inte riktigt har förstått de bakomliggande faktorerna. Så det är en stor risk också (...)"

- Fredrik Sandell, Kungsleden

Vasakronan menar i sin tur att tidigare, i vanliga placeringar har investerare varit nöjda med att veta villkoren och få tillbaka sina pengar med ränta vid obligationsförfall. Den förändring som Vasakronan huvudsakligen uppmärksammat är att i dagsläget vet investerarna om möjligheten att se vad investeringen går till, genom återrapporteringen.

"Det här med investerarrapport fanns inte innan de gröna obligationerna, utan då spenderade vi pengarna på det sätt vi ville och så var investerarna nöjda så länge de fick tillbaka sina pengar när obligationerna förföll, och sin ränta såklart. Numera så finns det en förväntan på att vi ska berätta (...) minst en gång om året. Men även i möten, som sker med lite olika periodicitet beroende på vilken investeraren är, så det har definitivt skett mycket inom det området."

- Anna Denell, Vasakronan

Likt Vasakronan märker även Fabege ett ökat intresse för hållbarhetsarbetet från investerare.

"Vi märker att man är väldigt intresserad av vårt hållbarhetsarbete när vi är ute och träffar investerare och är väldigt positivt inställda till det."

- Åsa Lind, Fabege

Vasakronan antyder att skillnaden gäller både emittenter och investerare, för olika begreppbetydelser och hur det påverkar arbetet kring hållbarhet. Vasakronan säger att det är viktigt att inte framställa nya projekt som en välgärning för miljön, utan att faktiskt uttrycka dess verkliga effekter. Genom att börja kommunicera byggandets negativa påverkan på miljön snarare än förhållandet mellan gamla och nya byggnader kan medvetenheten ökas och ge en mer rättvis bild av effekterna. Förhoppningsvis leder det i sin tur till att onödigt byggande kan minska och att det som byggs är så optimalt för miljön som möjligt.

"Det finns alltid saker att förbättra. Till exempel förbättrar och förtydligar vi vårt ramverk med jämna mellanrum. Nu är vi inne på vår tredje version och vi håller just nu på att skissa på vår fjärde. (...) Jag tycker att återrapporteringen kan bli bättre. Den är inte alltid jämförbar mellan olika bolag."

(...) Jag tycker att det råder, särskilt när det gäller finansiering av byggnader, starka missuppfattningar hos oss emittenter men även hos investerarna. (...) genom att bygga ett hus som är lite mer energieffektivt än vad Boverket just nu kräver, så beräknar man mellanskillnaden som ett "reducerat utsläpp", men det är det ju inte. Det är enbart lite mindre utsläpp än vad som hade kunnat ske om huset byggdes enligt lagkravet. Alla de kWh som det nya huset kommer att använda är ett ökat utsläpp jämfört med att inte

bygga huset alls. Nu tycker inte jag att det är dåligt att man bygger energieffektiva hus, såklart måste alla nya hus som byggs vara så energieffektiva som det bara går, men man måste vara väldigt noggrann med vad som kommuniceras. Vi kommer absolut inte att rädda världen genom att enbart bygga en massa nya hus, för det ökar faktiskt utsläppen. Vi måste framförallt se till att energieffektivisera alla gamla hus som redan finns. Det är på det viset vår sektor kan bidra till minskade utsläpp."

(...) Jag menar inte att det är fel. Man kanske fortfarande kan göra det man gör med de gröna pengarna, bara man inte kommunicerar det som att man har varit med och åstadkommit utsläppsminskningar. (...) Utsläppen som är kopplat till byggprocessen, tex från betong och stål som används, är det nästan ingen som överhuvudtaget redovisar eller pratar om i bygg- och fastighetsbranschen, inte ens hos de som ger ut gröna obligationer."

- Anna Denell, Vasakronan

- God kommunikation är av stor vikt för att förstå hållbarhetsarbetet och dess effekt
- Gemensamma definitioner kan medföra högre standard
- Stor variation av parametrar i jämförande syfte
- Viktigt att inte framställa nya projekt som en välgärning för miljön, utan att faktiskt uttrycka dess verkliga effekter

---

4.1.10 Gröna obligationens framtid

Nästa fråga var om respondenterna skulle kunna förutse gröna obligationers framtidsutsikt och då, hur denna utveckling kommer att se ut. Samtliga företag är eniga; gröna obligationer kommer spela en stor roll som framtida finansieringslösning. Likaså obligationernas bakomliggande aspekter, så som företaget bakom emitteringen och de fastigheter och bestånd som utgör säkerhet för att kunna verka med gröna obligationer.

Atrium Ljungberg säger att det mycket väl kan vara så att om man som företag i framtiden inte kan göra en grön finansiering, så får man inte finansiering överhuvudtaget. De menar att det kanske kommer vara en förutsättning för att kunna fortsätta finansiera via den valda typen av instrument och få tillgång till likvid, måste en grön produkt finnas till grund. Även vad det gäller kraven som investerare ställer, också generellt i branschen, så framkommer det allt tydligare krav och förväntningar kopplat till hållbarhet.

"Om några år så kanske det är så att det kommer vara en förutsättning för att kunna finansiera, att det finns gröna obligationer och grön finansiering. För att få tillgång till kapital så måste du ha en grön produkt. (...) I framtiden kanske det snarare är så att om du inte kan göra en grön finansiering, då får du inte finansiering alls.

(...) Precis att vi som bolag har hållbarhetsmål, så har ju även investerare hållbarhetsmål och alla får ju tydligare krav och förväntningar på sig, så vi kan nog se en ökning från den sidan."

- Atrium Ljungberg

Även Vasakronan stämmer in vad det gäller perspektivet om investerare, då de hoppas att insikter om vilka åtgärder som är goda för klimatet och tvärtom landat, samt hur de bäst agerar för att kunna undvika de dåliga. Detta menas kunna vara applicerbart både ur ett rent finansiellt perspektiv, men också utifrån ett ansvarstagande för miljön.
Vidare tror Vasakronan att de gröna obligationerna kommer att fortsatt hålla sig stabila, som också poängterats under en tidigare ställd fråga. Därtill tros bredden mellan gröna och bruna obligationer växa i framtiden.

> "Min förhoppning med den gröna marknaden som nu har uppstått är att den på sikt skapar en större känsla hos investerare för vilken typ av åtgärder som faktiskt inte är bra för klimatet och att det viktigaste är att undvika dem. Både ur ett kreditriskperspektiv och utifrån att man inte vill bidra till miljöförstöring eller ökad klimatpåverkan.
>
> (...) jag tror att den gröna finansieringen kommer att klara sig mycket bättre. Det kommer att bli en större skillnad mellan gröna obligationer och bruna obligationer (...)."
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

Fabege uttrycker sig starkt; gröna obligationer kommer att fortsätta spikrakt uppåt och säger sig ha höga tankar om finansbranschens ansvar kopplat till hållbarhet och finansiering, finansiering som tar ett allt större ansvar. Generellt anser Fabege att de kommit långt vad det gäller befintliga fastigheter och att det är just projekt som är den största framtida utmaningen, då framförallt nybyggnation.

> "Jag tror att den kommer fortsätta att gå spikrakt upp. Jag har verkligen höga tankar om det ansvarskännande som finns i finansbranschen och jag tror att vi kommer att se många fler typer av ansvarsfulla obligationer (...) jag tror att vi kommer att se väldigt mycket finansiering som ställer krav på att företagen tar ett vidare ansvar generellt sett över hela hållbarhetsspektrat. (...) Överhuvudtaget så tycker vi att vi har kommit väldigt långt vad det gäller de fastigheter som går och står. Men i projektdelen, nybyggnation, det är där vi har vår utmaning framöver."
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

Även Kungsleden är inne på samma linje. En växande marknad ställer stegrade krav på de inblandade parterna, främst vad det gäller transparens. Dock ser företaget tendenser till "snedvridningseffekter", kopplat till vad som sker på EU-nivå och att den kan komma att gynna nybyggnation. Något som kan tendera att bli motsägelsefullt ur ett klimatperspektiv, jämfört med att premiera åtgärder med befintliga fastigheter. Ur företagets åsikt behöver man förstå förutsättningarna som ligger till grund, på ett bättre sätt. Både EU-länders skilda förutsättningar och dels de specifika företagens förutsättningar, då främst syftat till de som har ett befintligt fastighetsbestånd.

> "(...) alltså marknaden växer ju hela tiden. Jag tror att kraven kommer öka. På transparens. Sen ser jag en viss risk med det här som pågår på EU-nivå. Att man tenderar att skapa vissa snedvridningseffekter. Det man gör i EU-taxonomin och EU Green label-obligationskraven, är ju då att man primärt gynnar nybyggnation. För att det är lätt att tillmötesgå kraven som ställs på en nyproducerad fastighet enligt de här EU-kraven, men det är mycket, mycket svårare att nå dem om du gör investeringar i befintligt

fastighetsbestånd.

> (...) Jag tror att man måste ju förstå förutsättningarna bättre. Alltså dels, länders specifika förutsättningar och dels när man jobbar, när man har ett befintligt fastighetsbestånd att kunna allokera grön likvid för att ge incitament för att göra energifrämjande investeringar i befintliga fastigheter. Det är viktigt att man säkerställer att det finns de möjligheterna, för att det är mycket mera påfrestande för miljön att bygga nytt, än att jobba och utveckla redan befintliga fastigheter. Så det är ett feltänk egentligen, i grunden, om man inte premierar att man ska kunna utveckla och jobba mer med befintliga fastigheter."
>
> *- Fredrik Sandell, Kungsleden*

Framtidsutsikten för gröna obligationer är enligt respondenterna god. De är alla eniga om att marknaden växer och att en grön standard kommer vara en framtida förutsättning.

- Högre grad av förståelse, vilket ger högre krav på emittenter från investerare
- Ett högre ansvarskännande i branschen, omfattande över hela hållbarhetsspektrat
- Skillnaden mellan gröna obligationer och bruna obligationer kommer att växa
- Det föreligger utmaningar både för nybyggnation och befintliga fastigheter och det är därför viktigt att förstå förutsättningarna för respektive segment

---

4.1.11 Företagens framtida utvecklingsmöjligheter

Nästa fråga som ställdes till företagen var vad som skulle krävas för att de i framtiden ska bli mer "mörkgröna" i sitt arbete. Atrium Ljungberg menade att de främst skulle adressera klimatfrågan, men ville även se en förändring i hur man uttrycker sig kring cirkulär ekonomi. Ur ett mer globalt perspektiv nämnde de ekosystemtjänster och biologisk mångfald.

> "(...) det är betydande hur man kan uttrycka sig kring cirkulär ekonomi, för det är det inte många som gör idag. (...) ekosystemtjänster och biologisk mångfald är också en prioriterad fråga på en mer global nivå. Klimatfrågan är central att arbeta vidare med."
>
> *- Atrium Ljungberg*

Båda Kungsleden och Fabege följer konceptet att ständigt höja sin lägsta nivå och förbättra sitt kapital och sina obligationer tills de uppnår klimatneutrala lokaler.

> "Det beror egentligen på vilket kravställande som kommer (...) Och hur investerarna, vad de kommer ställa för krav. (...) Det vi fokuserar på nu, i nästa steg, det är att titta på vad man har för utsläpp, som en konsekvens för att man gör investeringar i befintliga fastigheter, att man gör hyresgästanpassningar av lokaler och så vidare. Hur påverkar de investeringarna miljön? Så att i slutändan att man ska kunna erbjuda hyresgäster klimatneutrala ytor och lokaler. (...) där vill vi ligga i framkant. Så det är väl ett exempel på att man tar det till nästa steg."

- Fredrik Sandell, Kungsleden

> "Då tar vi fastigheterna till nästa steg. Nu har vi vår nivå av grönt på very good, det är en bra gräns och den är etablerad. Det som vi bygger nytt nu, det kommer att ligga på excellent-nivå. Så småningom har vi så pass stor massa på excellent-nivå att vi kan börja emittera obligationer som bara har excellent-fastigheter som säkerhet. Vi jobbar vidare hela tiden. Vi höjer oss, ständigt."

- Åsa Lind, Fabege

Vasakronan ska närmast granska sina interna villkor gällande klimatpåverkan av nybyggnation. De har därtill satt ett energiprestandakrav som ligger 25 procent under BBR:s krav för nyproduktion. För att kunna minska utsläppen krävs det först att ta tillvara och förbättra de befintliga byggnaderna, då kan miljöpåverkan och energianvändningen minska.

> "Det vi undersöker nu är att ha ännu hårdare krav på nyproduktion, när det gäller klimatpåverkan av att bygga. (...) Sen har vi ett energiprestandakrav för våra befintliga byggnader på max 100 kWh/kvm/år. Vi ser en möjlighet att skärpa den gränsen ytterligare."
>
> (...) Ibland känns det som att vår sektor tror att vi ska rädda världen genom att bygga en massa nya, gröna hus. (...) Men varje nytt hus som byggs är ett ökat utsläpp och även om det är energieffektivt och mycket, mycket mer energieffektivt än BBR-kraven, så kommer det ändå leda till en ökad energianvändning i samhället samt höga utsläpp kopplat till själva byggproduktionen. Det viktigaste och enskilt största bidraget vi kan göra i vår bransch är att se till att energieffektivisera befintliga byggnader samt att i högre utsträckning låta dem stå kvar istället för att bygga nytt. Bygga på, bygga om och förbättra. Det är vad vi kommer att fokusera på när vi skärper vårt ramverk för att bli mer mörkgröna."

- Anna Denell, Vasakronan

Vi frågade även Kungsleden och Vasakronan vad de tror hade behövts för att gröna obligationer skulle få en större genomslagskraft och uppnå en större effekt. Vasakronan svarade att genomslagskraften för gröna obligationer kanske inte var av behov utan snarare kvalitén på de projekt som emitteras. Att företag ska ha en grön nivå som överträffar den standardiserade nivån och låta ränterabatten tilldelas de företag vars hållbarhetsarbete utmärker sig.

Det hittills fungerat bra med en oreglerad marknad och härleder det till att marknaden för gröna obligationer initialt behövt fler företag som verkar med gröna obligationer. Nu har det kommit till den punkt där Vasakronan anser att marknaden inte längre behöver fler emittenter med förhållandevis ljusgröna fastigheter i sitt bestånd, utan skärpning från vissa emittenter och en viss självanalys.

> "Jag är inte säker på att det vi behöver nu är fler fastighetsemittenter med relativt ljusgrön fastighetsportfölj. Tror snarare att vi behöver ett visst mått av självrannsakan och skärpning från några av emittenterna. Det är en balansgång mellan att få en marknad som blir tillräckligt stor så att den är intressant för investerare att ge sig in

> i. (...) där har det tidigare varit viktigt att få med fler emittenter. Nu behöver vi nog rannsaka oss själva, så att det inte kommer för mycket ljusgrön finansiering som går till åtgärder som hade gjorts ändå. Varför ska de här bolagen få ränterabatt, när de ändå bara gör saker som är helt mainstream och skulle ha gjorts ändå? När det faktiskt kanske hade varit bättre att det inte gjordes alls."
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

Kungsleden påpekar ännu en gång vikten av transparens och tydlighet i den kommunikation som framgår. Genom att anpassa taxonomin till olika länders förutsättningar och högsta nivåer då även kunna använda taxonomin på befintligt kapital.

> "Det är väl egentligen det jag var inne på, med transparens. Att det blir lättare att jämföra bolag sinsemellan. Att det blir tydligare när det gäller vilket kravställande som kommer komma. Om vi pratar om EU-taxonomin och EU Green label, nu är det ganska otydligt och oklart. Man vill ha mer tydlighet och att man tar hänsyn till länders olika förutsättningar och inte bara premierar att bygga nytt, utan också att investera i befintliga fastigheter. "
>
> *- Fredrik Sandell, Kungsleden*

För att kunna utveckla sitt arbete i framtiden för gröna obligationer menar företagen på följande punkter bör tas i beaktning:

- Behandla klimatfrågan och andra globala hållbarhetsutmaningar direkt
- En ständig självrannsakan och förbättring av sin lägsta nivå för att kunna erbjuda klimatneutrala ytor
- Hårdare byggkrav för nyproduktion
- Energieffektivisera befintliga bestånd
- En oreglerad marknad har fungerat väl hittills, nu krävs förhöjd kvalité på emitterade gröna obligationer
- Transparens från företagen krävs, för att ha möjlighet jämföra gröna obligationer
- Regleringar i taxonomin som tillämpar EU-ländernas skilda förutsättningar

---

4.2 Mervärden från intervjuer

Under de semistrukturerade intervjuerna kom vissa andra ämnen att diskuteras, utöver den intervjumall som respondenterna fick besvara. Vi har samlat de följdfrågor, utläggningar och förklaringar som är av extra relevant karaktär för arbetet nedan. Vissa frågor skedde på respondenternas initiativ medan andra, ofta följdfrågor, ställdes på vårt initiativ när tidsaspekten inte begränsade intervjuerna eller respondenternas möjlighet att besvara frågorna.

4.2.1 Gröna obligationer - ett självklart finansieringssätt?

En av de sista frågorna som ställdes var vad som behöver utvecklas för att fler företag ska använda gröna obligationer som självklart finansieringssätt. Till viss del en följdfråga, då varken Vasakronan och Kungsleden gavs tillfälle att besvara frågan.

Återigen, är Atrium Ljungberg inne på att grönt blir mer en förutsättning än ett önskemål i framtiden. De lyfter dessutom att framtiden sannolikt kommer att påverka investerarna, då pensionsspararna kan komma att ställa högre krav på deras förvaltning av pensionspengar. Marknaden kommer då påverkas, när investerarna endast kan handla grönt utifrån de krav som ställs på deras förvaltning.

> "Med taxonomin och med ett ännu mer gemensamt sätt att se på det, att faktiskt både emittenter och investerare blir mer kunniga, så kommer det att bli vår utveckling. (...) det kanske blir mer förutsättningen i framtiden. (...) Sen tror jag även att investerarna och deras pensionskunder, de som pensionssparar och lägger pensionspengar i gröna obligationer, att när de säger att "allt jag investerar och finansierar i ska vara grönt", då kommer det nog att påverka investeraren mycket, i att de bara kan investera grönt. Då påverkar det marknaden ganska rejält."
>
> *- Atrium Ljungberg*

Även Fabege instämmer när det kommer till pensionssparandet; kanske det mest effektiva som privatpersoner kan göra är att ställa krav på just investerarna och att likviden endast placeras i hållbara företag, uttryckt som ett ansvarsfullt pensionssparande.

> "(...) en sak som ni kan göra när ni börjar pensionsspara, är att ställa krav på att bara investera i hållbara företag. Det är det mest effektiva man kan göra som privatperson. Man kan handla ekologiska varor, man kan tänka på att inte handla för mycket och allt det där, men det mest effektiva - det är att se till att ens pensionssparande blir ansvarsfullt."
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

Det poängteras också att krav från just investerare kommer ha betydelse för en ökad användning, kanske för en självklar användning av gröna obligationer. Ju fler investerare som efterfrågar grönt, desto mer gynnsam tenderar utvecklingen att bli. Dessutom krävs det en enkelhet i att använda sig av gröna obligationer och framförallt, a och o - en hållbar verksamhet hos företaget.

> "Dels måste man ha en hållbar verksamhet för att kunna göra det, det är a och o. Vi vill inte se någon greenwashing där. Men det och enkelheten tror jag är det som är viktigt - och krav från investerare såklart. Vi vill ha jättehöga krav från investerarna. Ett bra sätt är att det finns en priseffekt än så länge, ju fler investerare som efterfrågar grönt eller annat hållbart, desto bättre."
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

- När investerarnas krav ökar, pressas företag att leverera därefter
- Behålla enkelheten i att emittera gröna obligationer

4.2.2 EU-nivå av gröna obligationer

Vad det gäller EU-taxonomin är det något som kom på tal under intervjuerna, då respondenterna hade åsikter i utformandet av denna. Kungsleden menar att det sannolikt är något som de flesta företag i branschen funderar på, då det kommer att påverka framtida riktlinjer för gröna obligationer.

> **“**Sen är det klart att det har blivit mer fokus nu på vad som sker på EU-nivå, med EU-taxonomin och EU Green label-obligationer som man diskuterar. Så det klart att det finns spekulationer kring vad kommer det få för implikationer för bolagets möjligheter att emittera gröna obligationer i framtiden. Det tror jag att de flesta går omkring och funderar mycket på, men ingen vet riktigt exakt vad det innebär i förlängningen.”
>
> *- Fredrik Sandell, Kungsleden*

Fabege uttrycker en oro kring hur utformningen av EU-taxonomin ska se ut, då de ser en risk i att den kan komma att bli väldigt komplicerad. En ökad svårighetsgrad vad det gäller exempelvis återrapporteringen till investerarna är inget de vill se, då de tror att vi riskerar att tappa den goda utvecklingen som existerar på marknaden i dagsläget. Fabege betonar att alla steg i rätt riktning än bra, oavsett om de kan tyckas vara väldigt små. Enkelhet och förtroendeingivande tycks vara ledorden till det som pågår på EU-nivå, en balans som inte är helt enkel att uppnå.

> “Jag tror att man måste göra det enkelt. Jag är lite rädd för att taxonomin riskerar att göra rapporteringen komplicerad. Jag har inte upplevt rapporteringen som komplicerad hittills. Den är viktig, men det är saker och ting som vi ändå gör, då kan vi lika gärna sätta det på pränt och presentera det för våra investerare. Men blir den väldigt omfattande och svår, då kan det tänkas att vissa företag inte riktigt vill lägga ner den mödan och struntar i det istället. Det vore synd om vi såg den utvecklingen. Man kan säga att “nej, men det där var väl inte tillräckligt grönt”, men so what? Om det är lite bättre än allt annat så är det ju ett steg i rätt riktning och då ska man ta det steget tycker jag, även om det inte är fullt ut på en gång. (...) jag tror att man måste tänka till där, hur man gör det enkelt med samtidigt så ska det vara relevant och förtroendeingivande, man ska kunna kontrollera det också, det är en svår balansgång att gå.”
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

Atrium Ljungberg menar att den tidigare, relativt oreglerade, marknaden fungerat bra. Däremot har det funnits stora skillnader mellan den gröna nyansen hos företag, då vissa varit “mer gröna” och vissa på gränsen till greenwashing. Någon gång bör marknaden struktureras och då kan detta vara ett bra sätt att göra det på. Vidare menar de att det kan bli problematiskt att jämföra samtliga i EU, då det finns stora skillnader mellan länders förutsättningar kopplat till exempelvis klimatfrågor. På grund av detta är det viktigt att utreda hur taxonomin utformas lämpligast.

> “Jag tycker själva upplägget har varit bra, utifrån att man hittills inte haft några tydliga regler för vad som ska gälla för en grön obligation, utan det har varit ganska valfritt.

> Vilket jag tycker har varit bra, för då har branschen själv kunnat anpassa lite grann. Sen finns det kanske de som är mer gröna än andra och de som kanske är på gränsen till greenwashing, men någon gång kanske man ändå ska strukturera upp det, för att få det mer likriktat. Hur gör vi då? Då är det här ett bra sätt. Sen är det väl så, att vi har ju inte riktigt samma förutsättningar i hela EU för att kunna jämföra på samma sätt. Vi har mer problem med uppvärmningen medan södra Europa kanske har mer problem med att kyla fastigheten, till exempel. Hur ska vi jämföra dem? (...) det är viktigt att fundera på, just olikheterna, det kanske inte går att jämföra allt i hela EU på samma sätt. Men jag tycker att det känns som ett bra försök, sen får man se vart det blir sen för praktiskt som gäller."
>
> *- Atrium Ljungberg*

Även Vasakronan är inne på samma linje som Atrium Ljungberg, den oreglerade marknaden av gröna obligationer har fungerat bra initialt, att aktörerna har fått lita på varandra. De har följt alla utgåvor som gjorts och tyckte att marknaden kunde fortsätta vara oförändrad om förslagen fortsättningsvis skulle upplevas lika bristfälliga som de första utgåvorna. Nu anser man att förslaget som ligger för fastighetsbranschen är ett "ganska vettigt förslag" och åtminstone bättre än att fortsätta låta marknaden vara fri. Däremot poängteras att klimatpåverkan av nybyggnation ännu inte sträckt till sig till EU-nivå, utan att energifrågorna står i centrum.

> "Än så länge är den gröna finansieringen icke-reglerad. Det sker helt och hållet på premissen att aktörerna i marknaden litar på varandra. Det är bra att det varit så initialt men nu finns ett förslag från EU till reglering, eller taxonomi som det kallas som bestämmer vad som ska anses vara en grön åtgärd inom olika branscher. Det arbetet har pågått länge och vi har följt det noga. Initialt kändes det som att de var helt fel ute och att det vore bättre att låta marknaden vara oreglerad, men nu börjar det landa i ett, för våran bransch, ganska vettigt förslag. Tyvärr har man valt att inte fokusera på klimatpåverkan från att bygga nytt, utan det är väldigt ensidigt fokus på energifrågorna. Det förslaget som ligger just nu, är iallafall bättre än ingenting, tycker vi."
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

- EU:s kravställande kommer att få stor påverkan på den gröna obligationsmarknaden
- Marknaden har tidigare fungerat väl utan några riktlinjer, men det senaste förslaget kan i dagsläget anses vara bättre än att inte ha några strukturella anvisningar
- Viktigt att få det likriktat och tydliggöra skillnader mellan företagen
- Relevant, förtroendeingivande och enkelt - ledord som utgör en svår balansgång

---

4.2.3 Bankers hållbarhetsinitiativ

Under den här rubriken innefattas även delar från vår kompletterande intervju med Swedbank, som representant för storbankerna. Representanterna för Swedbank jobbar med rådgivning mot hållbarhet, för bland annat gröna obligationer.

4.2.3.1 Storbanksrepresentant

Respondenterna menar att fastighetsbranschen var tidiga med att emittera gröna obligationer. I dagsläget försöker banker i högre utsträckning inkludera nya företag som ännu inte använt sig av gröna obligationer. Andelen användare av gröna obligationer 2019 var 16 procent i svenska kronor och globalt uppgår det endast till 2 procent, enligt respondenterna.

För att emittera med Swedbank krävs ett grönt ramverk och en second opinion. Swedbank verkar som rådgivare i vad emittenten ska redovisa, dess gröna tillgångar, hur det interna arbetet kan synkroniseras mellan exempelvis finans och hållbarhet genom strukturer, marknadsföring samt kommunikationshjälp. Beroende på bolagsstruktur och framåtanda, kan utformandet av ett grönt ramverk tillsammans med banken ta mellan några få månader till flera år. Swedbank kan inte neka användning, men de kan uttrycka om det är passande för företagets verksamhet eller inte.

Swedbank upplever ett stort intresse från investerare som vill veta mer och även att företag vill få insikt i vad som efterfrågas från investerare. Swedbank försöker successivt att informera om marknadsstandard och vad investerare efterfrågar (de som ger strukturerna och marknadsstandarden är ICMA - International Capital Market Association). Arbetet med gröna obligationer på fastighetsmarknaden har fler aktörer än bara banker att hålla koll på. Det bidrar till svårigheten i att överblicka processen vid emittering. Swedbank nämner följande exempel som andra aktörer: externa parter som ger second opinions, företag som arbetar med kreditrating, ESG-rating agenturer och andra statliga kravställare. Det Swedbank påpekar som en svårighet, är mängden aspekter och aktörer att ta hänsyn till.

Swedbank följer marknaden och vill försöka hitta hållbara lösningar därefter. De erbjuder både gröna lån och sustainability-proved loans, vilket kan översättas till hållbarhetsgodkända lån. Generellt är företagsobligationer dyrare än gröna lån. Nackdelen med gröna lån är att låntagaren endast får låna en begränsad andel gröna lån, så när företag använt sin mängd av gröna lån är nästa steg att använda sig av gröna obligationer.

Swedbank menar att banker sinsemellan inte jämför sig någon större utsträckning hur olika bankers hållbarhetsjobb ser ut, utan att de snarare som neutral part, inte ser någon större marknadsföringsfördel banker emellan. De tror snarare att företag har en större marknadsföringsfördel i publicitet, bättre finansieringskostnader, förstärkt intern kommunikation samt att du når nya investerare. Externt och intern ligger mycket utbildning till grund för att utveckla samarbetet.

De flesta nordiska investerare söker i dagsläget investeringar i nordiska valutor, eftersom Norden besitter en stark investerarbas. Framtidsutsikterna för ett mer hållbart samhälle ser goda ut. Swedbank nämner att gröna obligationer till och med förutspås tänkas få ett uppsving i samband med Coronapandemin och att det kan boosta de gröna finansieringslösningarna, eftersom marknaden tenderar att gå mer och mer mot hållbarhet. Marknaden är även i breddning till flera sektioner som ännu inte är i omsättning av gröna obligationer. Det långsiktiga målet är enligt respondenterna att en kommersiell obligation ska vara en grön obligation, och att det inte ska finnas någon skillnad mellan obligationstyperna, samt att bolag ska vara hållbara i sin verksamhet.

4.2.3.2 Företagsrespondenter

Fortsättningsvis diskuterades i våra intervjuer med Atrium Ljungberg, Kungsleden och Vasakronan huruvida banker reglerar gröna obligationer. Vi frågade därför hur det går till när

företagen gör samarbeten med banker. Respondenterna menar att bankerna har egna krav, men att de sällan är på en högre nivå.

> "Frågan är lite kopplad till det här med EU-taxonomier som banker sätter upp, som är högre ställda krav än ett vanligt ramverk (...) Det är frågan om hur stor volym av gröna obligationer vi kan ge ut, kontra hur gröna de ska vara? Det relaterar lite till frågor som vi kan ha internt, att vi kan finansiera vissa projekt som verkligen blir mörkgröna men sen blir det så att vill vi göra bara en liten volym mörkgröna eller vill vi snarare göra en större volym som vi inte har riktigt lika höga krav på? Alternativt är väl kanske att man har olika sätt, att man har olika delar som är olika grönhetsgrad på."
>
> *- Atrium Ljungberg*

Vidare fick Vasakronan frågan om de använder samma ramverk oberoende på vilket projekt det är eller om det anpassas. Vi frågade även om det är så att banken varierar ramverket och att Vasakronan sedan anpassar er efter de krav som ställts. Vasakronan menar att de har ett godkänt ramverk som minimum tillämpas på samtliga gröna investeringar. Vid gröna lån kan däremot banken sätta upp specifika villkor för lånet utöver det gröna ramverket.

> "Vi har ett ramverk som gäller för alla våra gröna obligationer och gröna företagscertifikat. Vi har gröna lån också och de kan ha särskilda villkor som banken sätter upp just för det lånet. Då måste vi följa det också. Men vi har sagt att miniminivån, även för alla våra gröna banklån, är att vi följer vårt eget ramverk för grön finansiering. (...) All vår gröna finansiering ska hålla minst de kraven. Skulle sen någon bank ha högre krav så är det såklart, beroende på villkoren, intressant att diskutera."
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

Följande frågade vi om det var vanligt med att banker kommer med liknande hållbarhetsinitiativ. Vasakronan menar att sådana initiativ med högre ställda krav är ovanliga bland de svenska storbankerna. Skillnaden mellan olika banker varierar dock kraftigt. Två banker som skiljer sig och är värda att nämna för deras engagemang för bland annat återrapportering är nordiska investeringsbanken och europeiska investeringsbanken. Det finns även en del investerare som agerar likadant med att besöka projekten för att öka sin förståelse för hur pengarna hanteras.

> "Nej. Tvärtom så har vi blivit approcherade med förslag från banker där vi tycker att deras krav är mycket lägre än våra egna krav. (...) Några banker är extremt noggranna och skiljer ut sig. Vi har några lån med Nordiska respektive Europeiska Investeringsbanken och de har inte högre krav än vi har i vårt eget ramverk (...) Däremot är de väldigt noggranna när det gäller återrapportering och att komma ut till projekten och titta på vad vi gör. Det finns några obligationsköpare som agerar på samma sätt. De vill komma ut och faktiskt se hur vi använder pengarna. De vill komma ut och ha en dialog, förstå mer hur vi använder pengarna."
>
> *- Anna Denell, Vasakronan*

Att just komma ut och besöka projekt för att bilda sig en förståelse är enskilda aktörer som gör. Vasakronan menar på att det är på gott och ont, då en ökning av besökare och investerare kan leda till ineffektivitet. Engagemang från utomstående aktörer bidrar däremot till engagemang

internt, vilket i sin tur bidrar till transparens och större förståelse för hållbarhetsarbetet.

> "Ja, jag skulle nog säga att det är enstaka. Om man tänker på det totala antalet investerare så är det ett fåtal. Men det är tillräckligt många som bryr sig för att vi ska förstå och internt se att det är viktigt."

- Anna Denell, Vasakronan

Vasakronan fick även frågan om man då använder den här nordiska investeringsbanken, skulle du säga att investerarna har ett högre förtroende för den banken än andra banker eller är det mer ni som företag som har det? Vilket ledde till en viss skillnad i vilka parter som faktiskt påverkas av ett grönt lån kontra en grön obligation. Banker kan dels vara med och ge ut ett grönt lån direkt till ett företag men kan även vara med när en grön obligation emitteras. Banker kan även medverka inom grön finansiering ur ett tredje perspektiv, då många banker själva emitterar gröna obligationer för att införskaffa sig kapital.

> "Här får man skilja lite på bankernas olika roller. Banker kan vara med när man ger ut en obligation till marknaden och sen kan man också ta gröna lån med en bank. Då är det en direkt affär mellan oss och den banken som ger ut just det lånet. För att komplicera det hela så är det sen många banker som i sin tur ger ut obligationer för att själva ta in kapital som de kan låna ut. Då kan det vara så att ett lån som vi har tagit i en bank är en av tillgångarna som ligger till grund för att en bank i sin tur ska kunna ge ut en grön obligation."

- Anna Denell, Vasakronan

Kungsleden fick även frågan om de jobbar något utöver ramverken eller med "kombinationer" av ramverken? För att få en mer mörkgrön nyans. Även Kungsleden bekräftar att vissa gröna lån kan ha utökade krav som bestäms tillsammans med den långivande banken. Huvudsakligen gäller det att följa marknadens utveckling för hur uppdatering och justeringar för det gröna ramverket ska ske.

> "I grund och botten så skulle jag väl säga att det är det gröna ramverket som är vägledande för just grön finansiering i bolaget. Sen har vi som sagt tagit upp ett grönt lån också med en bank. Men då har ju banken interna krav på vad de anser vara grönt. Då har vi i en dialog med banken konstaterat att vi uppfyller de kraven. Sen när det gäller det gröna ramverket följer vi hela tiden hur marknaden utvecklas och vi har för avsikt att uppdatera vårt ramverk över tid. Så det kommer bli aktuellt framöver att vi kommer att se över ramverket och eventuellt göra vissa justeringar."

- Fredrik Sandell, Kungsleden

- Ovanligt att banker har högre hållbarhetskrav än ramverkets standard
- Bankers kravställning baseras ofta på EU-taxonomin
- Det gröna ramverket utgör minimikrav för en grön investering
- Fåtal banker och investerare undersöker de gröna projekten utöver återrapporteringen
- En bank kan vara delaktig ur tre olika perspektiv inom gröna obligationer; direkt

långivare till företag, delaktig i emittering av en grön företagsobligation samt genom att ge ut egna gröna obligationer
- Uppdateringar av ramverk sker vid utveckling av marknaden

4.2.4 Ingen kontinuerlig granskning av ramverken

I konversationen som berörde hur ramverken valideras, nämnde Atrium Ljungberg skillnaden i att låta sitt ramverk granskas av Cicero i kontrast till revisorerna. När en version av ett ramverk är godkänd från Cicero, granskas inte företaget förrän de väljer att uppdatera eller att ta fram en ny version. Atrium Ljungberg menar att det kan finnas ett mervärde i att det gröna ramverket som sätts upp granskas med jämna mellanrum, inte endast vid det tillfälle när det precis tagits fram. Det poängteras att det inte "blir samma sak" när revisorerna gör det, jämfört när analysinstitutet Cicero kontrollerar det.

> "(...) Man kan fundera på just det arbetssättet, för att det är fortfarande så att Cicero bara granskar ramverket när det har satts upp. Man kan fundera på om man ska ha hårdare krav, att man ska ha en årlig granskning eller granskning med jämna mellanrum? Används det på samma sätt som det var sagt från början? Det är inte riktigt samma sak som när revisorerna granskar det, då vet jag att det skulle nog vara bra att Cicero, eller vem man har som granskar, kollar igenom ramverket med jämna mellanrum."
>
> *- Atrium Ljungberg*

- En viss skillnad på en granskning från Cicero som forskar inom hållbarhet, i kontrast till granskning av revisorer

---

4.2.5 Finansiering och certifieringsnivåer

Fabege menar att det i framtiden kan komma att spela roll på vilken nivå en fastighet är certifierad, en skillnad som i dagsläget inte ger någon effekt ur den finansiella aspekten. Det poängteras också att sådant som inte är ansvarsfullt framställt sannolikt kommer ha svårt att hitta finansiering, när gröna alternativ breder ut sig på marknaden.

> (...) Än så länge kan man inte märka att en högre nivå på certifieringen ger effekt på finansieringen men jag tror att vi är på väg ditåt så småningom. Jag tror att grönt kommer att bli standard och att sådant som inte är ansvarsfullt på något sätt kommer ha svårt att hitta finansiering i framtiden. Eller att det kommer att bli väldigt, väldigt dyrt. När grönt är standard kommer vi säkerligen se någon slags skiktning i olika nivåer och där kanske det kommer att spela in om man har en fastighet som är certifierad på en excellent-nivå eller guldnivå.
>
> *- Åsa Lind, Fabege*

- Skillnad i certifieringsnivåer kan i framtiden komma att ge en skillnad ur finansiell synpunkt - en högre nivå av certifiering kan generera en större finansiell fördel

5. Analys och diskussion

I analys och diskussion utreds den empiriska data som samlats in. En tematisk kodning skapar grund för vidare diskussion, där vi framför våra egna tankar och reflektioner inom ämnet.

5.1 Tematisk kodning

Analysen bygger på tematisk kodning av den empiriska data vi fått fram och som presenteras under *kapitel 4 Resultat*, där följande teman för analys har urskiljts:

- Gröna obligationer som finansiellt instrument
- Investeraren av gröna obligationer
- Kommande regleringar
- Gröna obligationers framtid och utveckling

5.1.1 Gröna obligationer som finansiellt instrument

Marknaden för gröna obligationer har på kort tid gått från att vara i princip obefintlig till att idag omsätta betydande summor i fastighetsbranschen. Den globala marknaden för gröna obligationer har under ett förlopp på tio år gått från att inte existera, till att omsätta 300 miljarder dollar (SOU 2017:115).

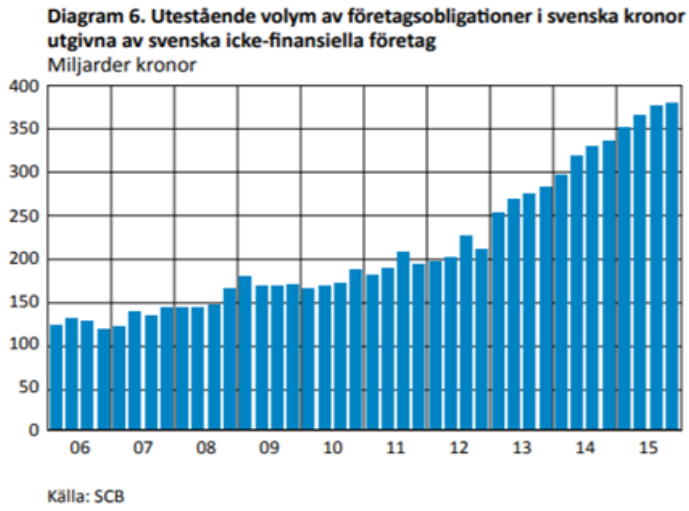

Bild 8. Diagram över utestående volym företagsobligationer i svenska kronor, utgivna av svenska icke-finansiella företag. Hämtad från: https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/den-svenska-finansmarknaden/svenska/2016/rap_finansm_160831_sve.pdf

Diagrammet ovan visar på utvecklingen av företagsobligationer, utgivna av icke-finansiella företag, det vill säga företag som inte har koppling till stat, kommuner och landsting, bolåneinstitut, banker eller andra kreditmarknadsföretag. Nedanstående diagram visar avkastningskurvan i slutet av samma tidsintervall som ovanstående diagram, december 2015.

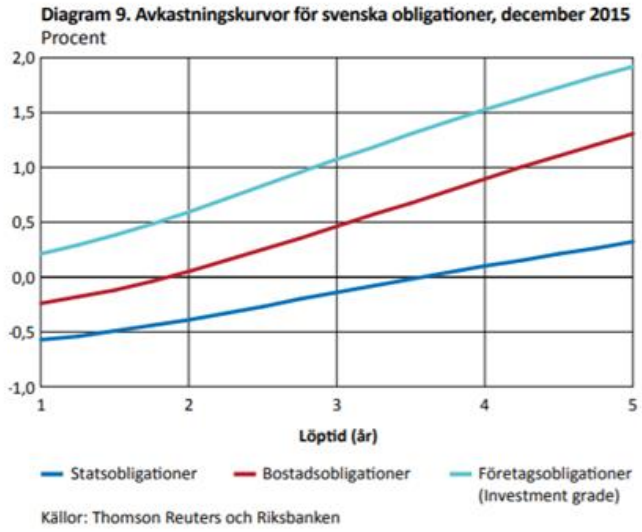

Bild 9. Avkastningkurvor för svenska obligationer, december 2015. Hämtad från: https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/den-svenska-finansmarknaden/svenska/2016/rap_finansm_160831_sve.pdf

Att fler emittenter successivt även sökt sig till den svenska marknaden går i linje med statistiken som SCB uppvisar. De senaste åren har allt fler företag valt att göra entré på obligationsmarknaden. Riksbanken meddelar att stora svenska företag står för merparten av emissionsvolymerna som når obligationsmarknaden, men att även mindre företag upptäckt fördelarna med instrumentet för finansiering. Detta spåras av Riksbanken till att finanskrisen efterföljdes av ett lågt ränteläge, vilket gjort räntekostnaden betydligt lägre än innan, samtligt som investerarnas efterfrågan ökat då avkastningen blivit högre (Sveriges Riksbank, 2016).

Den förhållandevis snabbt utvecklande marknaden är positiv ur klimataspekt, men kommer också med vissa ifrågasättanden. En respondent menar att marknaden idag inte behöver fler ”ljusgröna emittenter” som marknaden haft en tendens att locka, med motivering att många företag endast gör vad som är grundläggande och enligt rådande standard – varför ska de då premieras med exempelvis finansiella fördelar?

Volymen som de icke-finansiella företagen omsätter, där de privata företagen i fastighetsbranschen inkluderas, har haft en förhållandevis snabb utveckling. Marknaden tycks behöva en viss rannsakan av det egna arbetet, för att kunna klargöra skillnader och likheter på marknaden och för att kunna uppnå en högre vedertagen standard. I dagsläget klassas samtliga emitteringar som gröna, så länge de uppfyller miniminivån. En miniminivå som respondenter framfört är förhållandevis låg, då många åtgärder som kategoriseras gröna, kan anses vara fundamentala i sammanhanget. Vi anser att de ifrågasättanden som framförts av de intervjuade företagen sannolikt samspelar med att samtliga har en välutvecklad emitteringsprocess för gröna obligationer i samverkan med ett voluminöst befintligt grönt bestånd och framförallt att alla är stora aktörer på fastighetsmarknaden.

Att respondenterna pekar på de senaste projekten som de grönaste och de som ligger ständigt ligger i framkant, har också att göra med utvecklingstakten. Gränsen för vad som anses vara grönt skjuts successivt framåt i samma hastighet som marknaden mognar. Vi anser att de kvantitativa mått som nämnts tidigare är viktiga för att på ett transparent vis förankra de gröna byggnaderna på den finansiella marknaden. Att allokera likvid till en grön byggnad vars

kvantitativa mått är kända, bör ge en god indikation på hur grönt projektet är. Kvantitativa mått kan exempelvis behandla energieffektivitet som mäts i kWh. En måttstock i dessa kvantitativa variabler skulle då potentiellt kunna utgöra grund och på längre sikt vara av värde för kvaliteten på gröna obligationer.

Respondenterna stämmer in i att den gröna obligationsmarknaden kommer att fortsätta gå en ljus framtid till mötes och att ansvarskännandet har satt prägel på fastighetsbranschen. Att grönt kommer bli standard råder det hos respondenterna inga större tvivel om, den typ av finansiering som inte grundar sig i någon form av hållbarhet tros ha svårt att etablera sig framöver. Ett påstående som även delar vår uppfattning; att gröna obligationer växt som ett allt mer självklart sätt att finansiera hållbar byggnation på. I takt med att hållbarhet får ta större plats samhället och att många företag anpassar verksamheterna därefter tror vi kommer ge fortsatt effekt på finansieringsformerna.

Tolliver, Keeley och Managi (2019) skriver att det tyder på att makroekonomiska och institutionella faktorer är av tung vikt för att öka användandet av gröna obligationer, för att fortsätta kunna investera hållbart i framtiden. Det påvisar behovet av fler och djupare undersökningar av bestämmelserna som finns kopplat till gröna finansieringar. Vidare visar studien som genomförts på att det finns stora klyftor mellan länders åtaganden kopplat till Parisavtalet och de faktiska nationella investeringarna som skett därefter. För att kunna överbrygga dessa klyftor menar författarna att stora förändringar i de finansiella flödena för att åstadkomma låga koldioxidutsläpp kommer att krävas och marknaden för klimatobligationer skulle kunna möta denna efterfrågan.

I samband med kommande bestämmelser anser vi det vara möjligt att en idag ansedd ljusgrön nivå skulle kunna bli branschstandard och att en mörkgrön nivå i högre utsträckning ska få ta del av ränterabatter. Det skulle kunna skapa en drivkraft, vilket då kan pressa företag till att vilja utvecklas ytterligare. Eftersom respondenterna ofta beskriver det nyaste projektet som mest hållbart, skulle marknaden kunna stödja förbättring utifrån företagets individuella nivå. En tanke som grundades redan under pilotintervjun; att företag konstant utvecklar sin bästa nivå utifrån dess egna förutsättningar, ofta gentemot det egna hållbarhetsarbetet. Ett tillvägagångssätt som vi tror hade kunnat välkomna fler mindre företag att emittera gröna obligationer.

Regeringen menar också att en del ekonomiska hinder som i dagsläget stoppar mindre företag från att göra inträde på marknaden bör elimineras, för att den gröna obligationsmarknaden ska få den fortsatt uppåtgående kurvan som hittills varit faktum (SOU 2017:115). Om emittenterna uppfyller de krav som ställs, ska inte ekonomiska kostnaderna utgöra en barriär i framtiden. Regeringens linje kan delvis enas med vad en av respondenterna uttrycker syftat till att något inte kan anses vara ”tillräckligt grönt”; Om det är lite bättre än allt annat är det ett steg i rätt riktning – och då ska man ta det steget, även om det inte är fullt ut direkt.

I intervjuerna pratar samtliga respondenter om graden av grönhet kopplat till obligationer och hållbarhetsarbete och då i vilken omfattning gröna obligationer bör emitteras. Eftersom marknaden idag är något lukrativ för företagen, har det bidragit till en stor mängd obligationer utan någon gemensamt vedertagen standard.

Vi tror att samtliga företag i fastighetsbranschen sannolikt utformar sitt ramverk fördelaktigt, med utgångspunkt i det egna hållbarhetsarbetet och implementerade miljöklassificeringssystem. På så vis kan de ta del av alla de fördelar gröna obligationer infriar, trots att det som i praktiken

byggs hos mindre företag kanske endast utgör den standard som krävs ur ett byggtekniskt och hållbart perspektiv, således minimalt utöver den normala standard som råder i branschen.

En av respondenterna intygar att det förekommer intern diskussion om huruvida de ska göra en mindre volym projekt mörkgröna, jämfört med att göra en större volym som de då inte har möjlighet att ställa lika höga krav på. Det är av stor vikt vilken standard företagen väljer och då hur resurserna ska fördelas. Ska företagen emittera färre obligationer av väldigt hög rang eller snarare en större mängd, med en mer standardiserad nivå?

Företagen har vid intervjutillfällena uttryckt att de är betydligt "grönare" än vad nedanstående diagram visar. I vissa fall till och med att företagen utgörs av hundra procent grön finansiering, antingen via inlånad grön likvid eller eget, grönt kapital. Tabell och diagram är skapade för att åskådliggöra de aktiva, gröna obligationer företagen har på marknader och sätta dessa i relation till övrig finansiering. Resultatet tyder på att de gröna obligationerna utgör en förhållandevis liten andel av företagens finansiering.

Företag	Gröna obligationer	Totalt värde	Fastighetsbestånd	Procentandel gröna obligationer	Miljöcertifieringssystem
Atrium Ljungberg	12 st	5,4 mdkr	49 mdkr	11,02%	BREEAM, Miljöbyggnad
Fabege	13 st	6,15 mdkr	74 mdkr	8,30%	BREEAM
Kungsleden	7 st	4,3 mdkr	38 mdkr	11,30%	LEED
Vasakronan	21 st	10,55 mdkr	156 mdkr	6,76%	LEED

Tabell 1. En översikt av företagens emittering av gröna obligationer. Från vänster till höger; Företag, antalet gröna obligationer emitterade på Nasdaq OMX Nordic, följt av det totala värdet av dessa. Det totala värdet på företagens fastighetsbestånd, procentandel gröna obligationer; en variabel framtagen med värdet av de gröna obligationerna på Nasdaq OMX Nordic 2020-04-30, satt i relation till värdet på fastighetsbeståndet. Sist följer en redogörelse av de miljöcertifieringsystem som företagen använder sig av, samtliga för kommersiella fastigheter, med undantag Miljöbyggnad hos Atrium Ljungberg som används för att miljöcertifiera bostäder.

Diagrammen nedan är baserade på siffrorna i tabell 1, vilket ger en procentsats beräknad utifrån företagets aktiva gröna obligationers totala värde på marknaden Nasdaq OMX Nordic (2020-04-30), satt i relation till företagets totala värde av fastighetsbeståndet. Variablerna för uträkningen är hämtade från samma källor som i *kapitel 2 Metod*, rubrik *2.2.4 Intervjuade företag*.

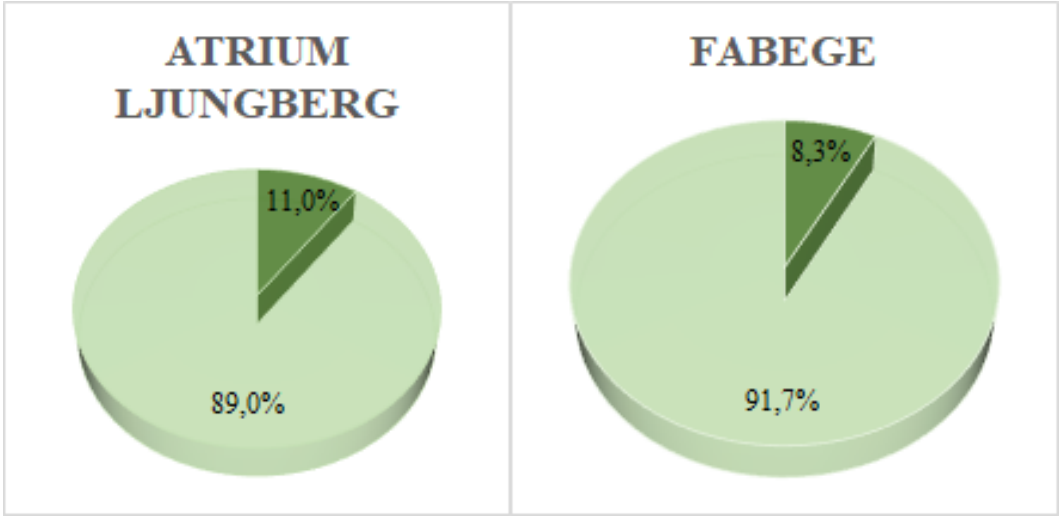

Illustration 2 och 3. Cirkeldiagram över Atrium Ljungberg respektive Fabeges andel aktiva gröna obligationer 2020-04-30, i förhållande till det totala värdet på företagets fastighetsbestånd.

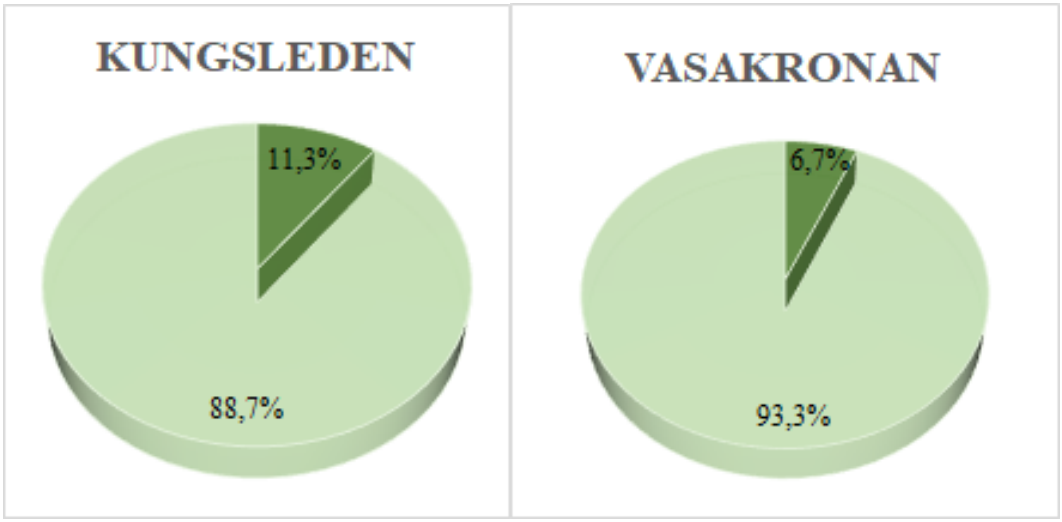

Illustration 4 och 5. Cirkeldiagram över Kungsleden respektive Vasakronans andel aktiva gröna obligationer 2020-04-30, i förhållande till det totala värdet på företagets fastighetsbestånd.

Ovanstående diagram åskådliggör samtliga respondenters andel aktiva gröna obligationer på Nasdaq OMX Nordic. Utöver den procentandel som utgör minoritet och således gröna obligationer, är det viktigt att ha i åtanke att resterande del av företagets totala värde på fastighetsbeståndet utgörs av allt annat än just det. Det kan handla om exempelvis eget kapital eller banklån och det kan mycket väl vara grönt, men i andra finansieringsformer än gröna obligationer som varit aktiva och emitterats via Nasdaq OMX Nordic.

5.1.2 Investeraren av gröna obligationer

När företagen valde att emittera dess gröna obligationer kunde samtliga se ett mönster som utgjordes av en större bredd på investerarna. De menar att gamla investerare som tidigare investerat i de bruna obligationerna fanns kvar, men att en mängd nya investerare då ville investera i företagens projekt.

När respondenterna fick frågan om vad det ökade intresset för gröna obligationer beror på, menar det att en större medvetenhet huvudsakligen påverkat investerare i sina val av obligationer. Det blir allt vanligare, i takt med effekterna av miljöförstöring, att investeraren efterfrågar investeringar utan fossilt eller negativt klimatavtryck.

I en av intervjuerna säger respondenten även att de gröna instrumenten håller sig stabilare jämfört med traditionella varianter. Respondenten menar att de verkar bete sig på “ett annorlunda sätt” vilket tros grundas i den höga efterfrågan. I en studie undersöks prisförbindelsen mellan gröna obligationer och den finansiella marknaden. Den resulterar bland annat i att gröna obligationer uppträder som en egen tillväxtklass, utan närmare förbindelse till aktiemarknaden. Gröna obligationer är snarare kopplad till marknaden för valutakurser och stadsobligationer, men med en större möjlighet att diversifieras från resterande marknad (Reboredo, J. C., & Ugolini, A., 2020). Det kan bidra till ett större investeringsintresse, om den gröna obligationen beter sig annorlunda mot andra investeringsalternativ under mer kritiska perioder på marknaden.

Vid flera tillfällen nämner våra respondenter hur stor påverkan investerare har på företagens beteende. Många investerare vill inte investera i "förorenade" företag, utan ser till att grönheten i obligationen är en förutsättning. Vid ett intervjutillfälle menas att företagets hållbarhetsarbete i sig kan verka som investeringsunderlag, då investeraren vill känna att hållbarhetsarbetet värderas högt och tas på allvar.

I *Journal of Financial and Quantitative Analysis* skriver Heinkel, Kraus och Zechner (2001) om effekten av gröna investerare på företags beteende redovisas en modell som tyder på att minst 20 procent av de gröna investerarna ska påvisa/uttrycka missnöje med en negativ effekt för att förorenade företag ska reformera sin verksamhet. Om det skulle tillämpas likvärdigt i vår analys kan det innebära att endast 20 procent av de som investerar i en obligation behöver uttrycka ett missnöje för att företag ska förändra sitt hållbarhetsarbete för en grön emittering (Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J., 2001).

Vi anser att det ger investerare en makt för hur företagen kan drivas till att vidareutveckla sitt hållbarhetsarbete. Genom att ta fram en efterfrågan så tvingas marknaden möta efterfrågan. Det kan leda till större positiva effekter och mindre miljöavtryck. För att investeraren ska kunna komma med en efterfrågan, krävs det dock att investeraren har en god förståelse för hållbarhetsarbetet, för att i sin tur kunna ställa utförbara krav, vilket kan vara svårt i praktiken. Initiativet måste grundas i ett intresse och en ökad förståelse för branschen, för att i sin tur kunna urskilja till den utvecklingspotential som faktiskt finns. För att investeraren ska kunna införskaffa sig en förståelse krävs det av företag en enkelhet i hur man rapporterar och en jämförbarhet mellan olika projekt och obligationer, men framförallt en öppenhet och transparens i arbetet.

Nenonen, Koski, Lassila och Lehikoinen (2019) skriver att använda gröna obligationer på detta sätt inte är nytt, men det är ett sätt för investerare och fastighetsutvecklare att ta en aktiv roll i kampen mot klimatförändringarna, öka insynen och möjligheterna. En möjlighet att genom fastighetsutveckling kunna använda sig av gröna investeringar i en hållbar livscykelhantering och en ständig utveckling av fastighetsbeståndet.

I en intervju beskriver respondenterna de investerare och banker som besöker projekten som mer engagerade. Företagen menar att det är en fördel då det bidrar till att emittenten förstår allvaret i hållbarhetsarbetet, men säger även att det inte är möjligt att utföra om antalet besökare på projekten skulle öka. Att investerare och banker engagerar sig mer för projekten är positivt men sättet att utföra det på kan bli tidsödande för emittenterna.

Vi anser att det är positivt att investerare har ett så pass stort intresse och känner ett ansvarstagande för grön byggnation kopplat till deras investeringar. Däremot kan det också tyda på att investerare inte anser rapporteringen tillräcklig eller transparent nog och därför behöver se projekten för att till viss del verifiera dessa. Ett påstående som styrker att fastighetsbranschen har ett behov av en högre transparens i återrapporteringen. För att tillmötesgå transparensen behöver återrapporteringen göras enkel, jämförbar och tillgänglig för investerare. Då tillåts involvering av investerare i en högre utsträckning än vad som råder idag, vilket sannolikt också genererar ytterligare utökat intresse och kunskap.

5.1.3 Kommande regleringar

Gröna obligationer är som bekant en relativt ny finansieringsform och ett problem är att fenomenet inte är globalt utbrett, utan snarare samlat i en handfull länder (Banerjee, A., 2019).

Sverige kan enligt våra respondenter anses ligga i framkant vad det avser grön byggnation, företags hållbarhetsarbete och gröna obligationer.

Regeringen skriver; om gröna obligationer ska bli en viktig, hållbar källa för finansiering krävs också vissa ingripanden. Om tillväxten ska fortsätta öka på marknaden krävs någon form av strukturell åtgärd (SOU 2017:115). Respondenterna uttrycker att gemensamma preciseringar på marknaden kommer sannolikt bana väg för en god utveckling och höja standarden på gröna obligationer som finansiellt verktyg. De uttrycker också att det är viktigt att de regler som sannolikt kommer infrias i någon form, bör vara likriktade och tydliggöra de skillnader som faktiskt förekommer, exempelvis företag sinsemellan.

Det råder ingen tvekan om att samtliga företag ständigt bevakar och inväntar vad som ska ske på EU-nivå. Taxonomin kommer prägla och sannolikt styra den gröna obligationsmarknaden, men vad besluten konkret innebär för verksamheterna är det än så länge ingen som har exakt svar på. Riktlinjer uppifrån välkomnas och respondenterna menar att gemensamma definitioner kan bidra till en högre grad av samförståelse för grön finansiering som normalitet. Samtidigt var de tydliga med att poängtera att det är av största vikt att de utformas på rätt sätt. Det ska finnas en enkelhet i fortsatt användande av gröna obligationer, samtidigt som det måste vara transparent och förtroendeingivande, enligt en av respondenterna.

En svarande uttrycker att den vill se någon typ av förståelse gällande nyproduktion kontra befintligt fastighetsbestånd – att det inte endast ska premieras och kunna tillämpas fullskaligt när det handlar om ett nytt projekt, utan även befintliga fastigheter ska kunna allokeras grön likvid för gröna åtgärder. Att förstå förutsättningarna både vad det kommer till olika typer av projekt, men framförallt bilda en bredare uppfattning om de skillnader som förekommer mellan de olika länderna i EU. Exakt samma riktlinjer kan vara svåra att anpassa i hela EU, det tycks krävas en typ av geografisk anpassning.

För att återkoppla till vad en svarande uppgav som ett problem, att det krävs anpassningar i EU-taxonomin för bland annat geografiska lägen och hur respektive land utvecklat sig, anser vi att det kan bli problematiskt om taxonomin ska kunna nyttiggöras och tillämpas i samma, eller förslagsvis högre utsträckning, hos oss i Sverige. Att samma reglemente ska tillämpas här, som i ett EU-land som inte kommit lika långt i sitt arbete med hållbarhetsaspekter anser vi skulle vara ojämlikt. Då vi ännu inte vet resultatet av EU-taxonomin och vad det i praktiken kommer att innebära, kan utfallet både möjliggöra och hota marknaden för gröna obligationer.

En svarande understryker att en på EU-nivå än så länge endast behandlat främst energifrågor i utredningen för taxonomin, något som sätts i kontrast med hur nybyggnation faktiskt påverkar klimatavtrycket. Flera respondenter har uttryckt samma sak; nybyggnationen är en av de största utmaningarna framöver.

Bygg- och fastighetssektorn stod 2017 för 19 procent av Sveriges totala utsläpp av växthusgaser, en siffra som dessutom var högre än föregående år (Boverket, 2020a). Samtidigt stiger kunskapsnivån i branschen; Boverket skriver att kunskapen om klimatpåverkan vad det gäller drift av byggnader ökat och att en färdigställd byggnad i sig åstadkommer betydelselösa utsläpp för negativ klimatpåverkan. Däremot menar Boverket att kunskapen om utsläpp och klimatpåverkan från den faktiska byggprocessen behöver öka, hela vägen från utvinning av material till färdig byggnation (Boverket, 2020b).

Vikten av transparens när det kommer till just nybyggnation är central, som våra respondenter

uttryckt är nybyggnationen en stor utmaning framöver. Att EU ännu inte behandlat denna fråga inför något så väsentligt som taxonomin, anser vi vara ett problem. Det föreligger en problematik i att nybyggda fastigheter framställs som en välgärning gentemot miljön, när det i själva verket är faktum att all framställning av nya fastigheter har en stor negativ påverkan. Något som vi anser kan vara svårt för allmänheten att ta till sig, när ett projekt kommuniceras som en hållbar byggnad och bär en miljöcertifiering av hög kvalitet.

5.1.4 Gröna obligationers framtid och utveckling

I intervjuerna nämner respondenterna hur implementeringen av hållbarhetsmål har väckt förändring i konsumenternas beteende. Respondenterna uttryckte även att när gröna obligationer lanserades fick det större uppmärksamhet än i dagsläget då det är väletablerat på marknaden.

Vi anser att det finns en parallell till när investerare är vana vid att placera kapital i gröna obligationer. När investeraren är bekant med processen så kommer nya initiativ och lansering inom begreppet "gröna obligationer" ge förutfattade meningar, då investeraren faller tillbaka i gamla associationer. Vi tror att det kan bidra till en indirekt, negativ svårighet för företag när de släpper nya och förbättrade alternativ. Genom att de förbättrade alternativen då inte får samma uppmärksamhet och marknadsföring som vid första emitteringstillfället, utan att den snarare hamnar inom ramen för en "vanlig" grön obligation. Det gör det svårare för företag att återigen få en trendeffekt på något redan erkänt på marknaden, trots betydande förbättringar.

Företagen är eniga om att gröna obligationer gett dem positiv uppmärksamhet, men snarare benämnt som ett förstärkt varumärke framför ett konkurrensmedel och att det därför är viktigt med varumärkesimage, då investerare baserar sina val på hur seriöst företaget verkar med sitt hållbarhetsarbete. En respondent nämner även vikten av varumärket och hur det påverkar individer när de väljer att söka jobb hos företag. Hur ett förstärkt varumärke ur hållbarhetsaspekter ger effekt på deras employer branding; vilket innebär hur ett företag uppfattas som arbetsgivare av potentiella, nuvarande och föredetta arbetstagare (Universum, 2020).

Vidare har vi tagit del av en rapport om hur greenwashing påverkar företaget genom dess konsumenters köpbeteende utifrån grön varumärkesimage och varumärkeslojalitet. Rapporten använder sig av empiriska data och studien utförs huvudsakligen på taiwanesiska konsumenter men även konsumenter med annan härkomst. Resultatet tyder på att greenwash har en negativ inverkan på köpbeteendet men även indirekt påverkar varumärket negativt och då även lojaliteten gentemot varumärket. Rapporten förklarar att företag genom hållbarhetsiniativ tjänar mer på att styrka sitt varumärke, då det påverkar varumärkeslojaliteten positivt (Chen, Y. S., Huang, A. F., Wang, T. Y., & Chen, Y. R., 2020).

En av respondenterna nämner även i sin intervju hur branschen ofta framställer sitt hållbarhetsarbete ur positiv benämning. Istället för att rapportera hur stort miljöavtryck ett miljöklassificerat hus faktiskt gjort kan man snarare uttrycka sig likt en energibesparing. Det är inte fel att uttrycka sig i att en energibesparing sker, men då anser vi att man bör tydliggöra vad som agerar jämförelseparameter, exempelvis i förhållande till en icke miljöklassificerad byggnad. Problematiken med att uttrycka hållbarhetsarbete ur en sådan positiv benämning blir att investeraren får en känsla av att de investerar i en positiv hållbarhetseffekt. För att citera en respondent: "Ibland känns det som att vår sektor tror att vi ska rädda världen genom att bygga en massa nya, gröna hus". Oavsett om en byggnad konstrueras och erhåller bästa miljöklassificering, kommer det generera ett avtryck på miljön. Miljöbesparingar kan bara ske

vid renovering och tillvaratagande på vårt befintliga bestånd, först då sker miljötjänsten i förhållande till ett redan existerande avtryck.

I en undersökning som utfördes av *Journal Of Behaviour and Experimental Finance* gällande hur investerare reagerar med positiv hållbarhetsmarknadsföring kontra om de möter negativ hållbarhetsmarknadsföring. Undersökningen ser till huruvida en investerare är beredd att avstå avkastning för att göra en grön investering. Det visar det sig att investeraren är mer benägen att investera i den positiva förstärkningen och att den hållbara investeringen känns som ett sätt att främja miljöskydd (Vanwalleghem, D., & Mirowska, A., 2020).

Detta kan finna förklaring i hur branschen väljer att uttrycka sig om projekt ur ett hållbarhetsperspektiv. Vi tror därför att val av ord och hur man uttrycker villkor och förhållanden i hållbarhetsrapporter, marknadsföring av hållbarhet och jämförelser av gröna obligationer behöver granskas. Valet av ord och dess betydelse är högst individuellt, vilket är ytterligare en faktor som kan försvåra jämförelsen av företag inför en investering av gröna obligationer. Respondenterna menar att samarbetet i branschen är bra eftersom alla förstår allvaret i hållbarhetsfrågorna, men en av respondenterna hade gärna sett en gemensam förändring i hur projekten kommuniceras.

I intervjuerna framför respondenterna att de gröna obligationerna kan användas som ett tillvägagångssätt för att positionera sig hos aktieinvesterare, men även hos de mer klassiska investerarna som exempelvis fondförvaltare. I en intervju framgår det att en grön obligation alltid medför ett större intresse än en brun obligation. Samtliga respondenter stämmer in i att skillnaden mellan en grön och en brun obligation kommer bli större. Med förhoppning om att dagens gröna obligation snarare fungerar som en grundläggande standard och att de med mer nytänkande och effektiva hållbarhetsinitiativen, exempelvis självförsörjande fastigheter inom energi, blir den nya gröna obligationen. Vi förutspår, likt en av respondenterna, att gröna obligationer växer som ekonomiskt instrument och då kommer investerarna fortsatt endast efterfråga grönt, när definitionen för grönt idag blivit standard och utvecklingen går framåt.

Samtidigt som företagen är stolta över sitt hållbarhetsarbete, efterfrågas samstämmighet för vad som är grönt och i vilken utsträckning som den omfattar. Företagen poängterar att den gröna obligationsmarknaden är självreglerande och att en av de negativa effekterna är att man kan använda sig av ledande ord om hållbarhet utan vidare granskning. Svårigheten med att inte ha definitioner och branschstandarder för innebörden av dessa begrepp gör att alla ord får en personlig värdering i samband med uttryckande. Om två företag exempelvis uttrycker att de har “minskat energiförbrukningen med 15 procent” så kan det ena syfta på en befintlig fastighet där en faktisk besparing skett, medan den andra menar en minskning i kontrast till deras tidigare nybyggnationsprojekt. Nybyggnation kommer alltid medföra ett avtryck i miljön.

Vi tycker oss se ett mönster i hur företag generellt uttrycker sig om sitt hållbarhetsarbete och tolkar att företag uttrycker sig ur en positiv benämning oavsett vilken del av hållbarhetsarbetet inom företagsnivå som behandlas, med undantag för när det aktuella globala eller nationella situationen skall beskrivas. I våra intervjuer bekräftas hypotesen om hur det egna arbetet beskrivs ur positiv benämning medan respondenterna har lättare att se brister när branschen eller konkurrenter förts upp till diskussion. Intervjuerna tar återkommande upp självrannsakan, men vi ifrågasätter att det endast ska ske internt, då de alla aktivt jobbar med hållbarhet och att frågor inom ämnet kan bli lite av en öm punkt, då det ofta kan vara svårt att se brister i det egna arbetet.

Det helt naturligt att man vill framhäva det arbete som riktar sig mot välgärning, då det stärker varumärket och företagets ståndpunkt. Det blir en fråga gällande image och det är en självklarhet att respondenterna stärker det egna varumärket i intervjuerna. Vi anser att likaväl som självrannsakan tycks behövas på individuell nivå hos företagen, behövs också gemensamma bestämmelser för benämningar kopplat till framförallt miljöavtryck. Detta för att öka transparensen gentemot främst investerare, men också övriga berörda parter som behöver förstå företagens arbete.

5.2 Källkritik

Under *kapitel 5 Analys och Diskussion* har vi vid återkommande tillfällen sökt publiceringar och strukturer i hur marknaden och människor agerar i anslutning till gröna obligationer. Under det här kapitlet ifrågasätter vi källor som använts och uppmärksammar läsaren kring ett mer kritiskt förhållningssätt inför de paralleller som dragits.

Under rubrik *5.1.4 Gröna obligationers framtid och utveckling* har konsumenters köpbeteende till greenwashing och grön varumärkesimage och varumärkeslojalitet studerats (Chen, Y. S., Huang, A. F., Wang, T. Y., & Chen, Y. R., 2020). Studien utförs huvudsakligen på taiwanesiska konsumenter och här bör vi ifrågasätta huruvida källan går att jämföra mellan olika länder och kulturer. Trots att rapporten använder sig av empiriska data och att resultatet tyder på att greenwash har en negativ inverkan på köpbeteendet, kan vi i det här fallet endast anta att svenska konsumenter följer samma beteende. Utifrån vad författarna till den berörda artikeln framfört, tror vi att en likvärdig studie utförd på svenska konsumenter skulle följa samma mönster. Då hållbarhetsinitiativ får företag att tjäna mer på att fortsätta styrka sitt varumärke, påverkas också varumärkeslojaliteten positivt. Vi kan dock inte visa på konkreta skillnader i hur konsumenter skiljer sig åt i olika världsdelar och då inte säkerställa att parallellen styrker argumentet.

I stycket som berör investeraren av gröna obligationer, redovisas effekten av gröna investerare på företags beteende från *Journal of Financial and Quantitative Analysis* skriven av Heinkel, Kraus och Zechner (2001). Studien visar att minst 20% av gröna investerare ska uttrycka missnöje för att det ska påverka emittenten. Kritiken mot studien landar i dess publiceringsdatum. Studien utfördes 2001 och sedan dess har stora förändringar gällande hållbarhetsinsikter och gröna obligationer skett. Vi ifrågasätter här om en studie från 2001 går att tillämpa i dagsläget och om den dessutom går att tillämpa på just gröna obligationer, då finansieringsformen inte var lika vanligt förekommande vid tidpunkten.

En respondent menar att de gröna instrumenten håller sig stabilare jämfört med traditionella varianter. Den svarande menar att de verkar bete sig på “ett annorlunda sätt” vilket hon tror grundas i den höga efterfrågan. I studien där prisförbindelsen mellan gröna obligationer och den finansiella marknaden undersöks resulterar det bland annat i att gröna obligationer uppträder som en egen tillväxtklass, utan närmare förbindelse till aktiemarknaden. Gröna obligationer är snarare kopplad till marknaden för valutakurser och stadsobligationer, men med en större möjlighet att diversifieras från resterande marknad (Reboredo, J. C., & Ugolini, A., 2020). Det tror vi kan bidra till ett större investeringsintresse då den gröna obligationen beter sig annorlunda mot andra investeringsalternativ under mer kritiska perioder på marknaden. En erkänd sägelse för att öka sprida risk av sitt sparande genom investeringar är att investeraren investerar i olika branscher, företagsstorlekar och med olika långsiktighet. Analysen kring det ökade investeringsintresset är en personlig begrundan i hur vi själva hade tänkt i försök om att sprida risk vid investeringar.

Även att poängtera är att diagrammen som visas i *bild 8* och *bild 9* under rubrik *5.1.1 Gröna obligationer* som finansiellt instrument är förhållandevis gamla i sammanhanget, då marknaden

för obligationer sannolikt utvecklats betydande sedan dess. Vi anser att bilderna ändå är talande och ger tyngd åt våra påståenden, då diagrammen trots visar att allt fler företag valt att använda sig av obligationer under de senaste åren.

5.3 Slutsats

Transparens är centralt för att tillgodose den externa förståelsen för gröna obligationer som finansiellt instrument. I dagsläget råder det en problematik då emittenter arbetar på olika sätt och att det i hög utsträckning inte finns vedertagna begrepp eller riktlinjer, för att styrka den gröna obligationsmarknadens transparens med. En väsentlig del av transparensen involverar återrapportering gentemot investerare och externa parter, vilket är nödvändigt för att verifiera att de investerat i hållbara projekt och för att undvika greenwashing. Den gröna obligationsmarknadens fortlöpande utveckling och konstanta förbättring för respektive nytt projekt har en positiv inverkan på miljön, men försvårar jämförbarheten emittenter emellan.

Ansvarskännandet ökar i fastighetsbranschen och det finns en vilja att investera, emittera och verka grönt. Vi anser att det ger investerare makt för hur företagen kan drivas till att vidareutveckla sitt hållbarhetsarbete. Sättet att uttrycka hållbarhet ur positiv benämning i branschen, trots att det i många fall också har en negativ inverkan på miljön, kräver mer eftertanke. Vi tror att det kan bidra med konkretion och förståelse om projekt snarare beskrivs gentemot en branschgemensam standard och att företag på ett tydligt sätt redovisar den miljöpåverkan som exempelvis nybyggnation medför.

Samtliga aktörer som agerat respondenter ser positivt på framtiden för gröna obligationer och även vi tror att gröna finansieringsalternativ fortsatt kommer växa sig allt starkare.

Fastighetsbranschen står inför förändring; samtliga marknadsaktörer inväntar vad för typ av riktlinjer som inom snar framtid kommer att reglera marknaden. Det råder en förväntan kring vad som sker på EU-nivå, hur detta kommer att tillämpas på nationell nivå i form av statliga ingripanden och vad det då får för påverkan på företagens eget arbete och den gröna marknaden i stort. För att branschen ska undvika att utvecklas snabbare än den hinner med, samt för att undvika en minskad effekt av hållbarhetsinitiativet gröna obligationer, tror vi att förändring kan ske i samband med kommande bestämmelser. Vi anser det vara möjligt att en idag ansedd ljusgrön nivå skulle kunna bli branschstandard och att en mörkgrön nivå i högre utsträckning ska få ta del av fördelarna.

Då många aktörer sökt sig till marknaden, tycks den behöva juridisk hjälp för att tillåtas fortsätta expandera korrekt. Den gröna obligationsmarknaden ska få fortsätta växa; dilemmat berör snarare hur man på bästa möjliga sätt ska tillgodose den stora efterfrågan som uppstått av gröna obligationer som finansiellt instrument.

Avslutningsvis vill vi framföra att alla gröna initiativ är ett steg i rätt riktning mot en mer hållbar framtid. Vi är eniga om att grönt är det nya bruna och med ökat intresse och ansvarstagande kommer även förändring.

5.4 Rekommendationer för vidare forskning

Slutligen har vi valt att sammanfatta frågeställningar och reflektioner som har kommit upp under processen för kandidatarbetet, men inte hunnit behandlas. Vi tror att följande områden kräver vidare forskning och bearbetning:

I. Vidare undersökningar som berör hur marknaden för gröna obligationer anpassar sig till en fortlöpande utvecklingstakt och hur aktörer på denna förhåller sig till transparens. Går det urskilja om det föreligger några risker med en snabbt växande marknad?

II. Undersöka hur marknaden för gröna obligationer ser ut och fungerar när den blir juridiskt styrd. Kommer marknaden att verka på samma sätt och vad kommer EU-taxonomin få för påverkan? Riskerar det intresse som byggts upp till följd av den fria marknaden att elimineras? Går det urskilja styrkor och svagheter med en lagstadgad respektive oreglerad marknad?

III. Hur ser möjligheten för gemensam rapportering ut? En utredning i vilka värden som samtliga företag behandlar och en möjlig sammanställning för investerare? En sammanställning av innebörden av en grön obligation; innefattande skiljaktigheter av miljöcertifieringar, återrapport och transparens mellan olika aktörer.

IV. Skulle en måttstock i kvantitativa variabler kunna utgöra grund för jämförelse och på längre sikt skapa värde för kvaliteten på gröna obligationer? Skulle standarden på gröna obligationer kunna höjas, vid användande av dessa?

V. Kan en högre grad av miljöcertifiering och således ett intyg på en högre miljömässig insats, ge en skillnad på de ekonomiska fördelarna kopplat till gröna obligationer?

Referenser

Avanza. (2020a). *Vad är obligationer och hur fungerar de?*. Hämtad 2020-04-26 från: https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/rantebarande-vardepapper/vad-ar-obligationer-hur-fungerar-de.html

Avanza. (2020b). *Ordlista - emittentrisk.* Hämtad 2020-04-29 från: https://www.avanza.se/borshandlade-produkter/avanza-markets/utbildning/Ordlista.html

Banerjee, A. (2019). Financing the climate change through green (climate sustainable) bonds. Paper presented at the 2019 *Advances in Science and Engineering Technology International Conferences, ASET 2019*, doi:10.1109/ICASET.2019.8714408

Boverket. (2020a*). Utsläpp av växthusgaser från bygg- och fastighetssektorn.* Hämtad 2020-05-09 från: https://www.boverket.se/sv/byggande/hallbart-byggande-och-forvaltning/miljoindikatorer---aktuell-status/vaxthusgaser/

Boverket. (2020b). *Bostäder, lokaler och byggande.* Hämtad 2020-05-09 från: https://www.boverket.se/sv/PBL-kunskapsbanken/planering/oversiktsplan/allmanna-intressen/klimatpaverkan-och-oversiktsplanering/positiv-och-negativ-klimatpaverkan/bostader-lokaler-och-byggande/

Bryman, A., Bell, E. (2017). Företagsekonomiska Forskningsmetoder. Stockholm: Liber AB

Dagens Industri. (2020a). *Kungsleden B aktie.* Hämtad 2020-04-13 från: https://www.di.se/bors/aktier/kled/

Dagens Industri. (2020b). *Atrium Ljungberg B aktie*. Hämtad 2020-04-13 från: https://www.di.se/bors/aktier/atrlj-b/

Dagens Industri. (2020c). *Fabege Aktie*. Hämtad 2020-04-13 från: https://www.di.se/bors/aktier/fabg/

Capital. (2020). *Investerare: Innebörd och definition*. Hämtad 2020-04-29 från: https://capital.com/sv/investerare-definition

Chen, Y., Chang, C. Greenwash and Green Trust: The Mediation Effects of Green Consumer Confusion and Green Perceived Risk. *J Bus Ethics* 114, 489–500 (2013). https://doi.org/10.1007/s10551-012-1360-0

Chen, Y. S., Huang, A. F., Wang, T. Y., & Chen, Y. R. (2020). Greenwash and green purchase behaviour: the mediation of green brand image and green brand loyalty. Total Quality Management and Business Excellence, 31(1-2), 194-209. doi:10.1080/14783363.2018.1426450

Ekonomifokus. (2019-10-30). Nyemission- Hur man ska tänka. Hämtad 2020-04-29 från: https://www.ekonomifokus.se/ekonomi/aktieskola/nyemission-hur-man-skall-tanka

Europeiska kommissionen. (u.å). Hållbar finansiering. Hämtad 2020-01-14 från: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/green-finance_sv

Europeiska kommissionen. (2019). *COMMISSION DECISION of 2019-12-11 A European Green Deal.* Hämtad 2020-04-06 från: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en

Europeiska Kommissionen. (2019a). *En europeisk grön giv.* Hämtad 2020-04-26 från: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_sv

Europeiska kommissionen. (2019b). *Hållbar finansiering: Kommissionen offentliggör riktlinjer för att förbättra företagens rapportering av klimatrelaterad information och välkomnar tre nya viktiga rapporter inom hållbar finansiering inom hållbar finansiering från ledande experter.* Hämtad 2020-04-26 från: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/sv/IP_19_3034

Europeiska kommissionen. (2019c). *TEG report on Green Bond Standard*. Hämtad 2020-04-26 från: https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en

Environmental Performance Index. (2018). EPI results 2018. Hämtad 2020-04-07 från: https://epi.envirocenter.yale.edu/2018/report/category/hlt

Fabege. (2019). *Om oss snabbfakta.* Hämtad 2020-04-13 från: https://www.fabege.se/om-fabege/

FI Dnr 18-1955. *Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115).* Stockholm: Finansinspektionen. Hämtad 2020-05-05 från: https://www.fi.se/contentassets/c57d42e3db024a3bb9aea30ded692f23/remissvar_grona_obligationer_20180427.pdf

FN. (2016). FN-fakta: *Hållbar utveckling, omställning till hållbar värld brådskar.* Hämtad 2020-04-29 från: https://fn.se/wp-content/uploads/2016/08/Faktablad-2-12-Hållbar-utveckling.pdf

FN-förbundet. (2020). *Globala målen för hållbar utveckling*. Hämtad 2020-04-29 från: https://fn.se/globala-malen-for-hallbar-utveckling/

Globala målen. (2020). Hämtad 2020-04-29 från: https://www.globalamalen.se

Globala målen. (2019). *För företag*. Hämtad 2020-04-29 från: https://www.globalamalen.se/for-foretag/

GRESB. (2020). *About GRESB*. Hämtad 2020-04-24 från: https://gresb.com/about/

Handelsbanken. (2020). *Obligationer*. Hämtad 2020-04-10 från: https://www.handelsbanken.se/sv/privat/spara/aktier-och-andra-vardepapper/obligationer

Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001). The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36*(4), 431-449. doi:10.2307/2676219

ICMA Group. (2018). *Principer för gröna obligationer (GBP) 2018*. Hämtad 2020-04-20 från: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Swedish-GBP_2018-06.pdf

KPA Pension. (2020). *Gröna obligationer.* Hämtad 2020-04-10 från: https://www.kpa.se/om-kpa-pension/hallbarhet-och-etik/vart-hallbarhetsarbete/grona-obligationer/

Kungsleden. (2019). *Årsredovisning 2019*. Hämtad 2020-04-12 från: https://www.kungsleden.se/globalassets/dokument/finansiella-rapporter/2020/kl_arsredovisning_2019_se.pdf

Lundin, E. & Rönnow, C. (2016). *Miljöcertifiering, vad innebär det?- Företags kunskaper om miljöcertifieringar av byggnader* (Kandidatuppsats). Helsingborg: LTH Ingenjörshögskolan, Lunds Universitet. Hämtad 2020-04-29 från: http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordOId=8880986&fileOId=8961873

Moody's. (2020). *Moody's- Better decisions; WHO WE ARE*. Hämtad 2020-04-29 från: https://about.moodys.io

Nasdaq OMX Nordic. (2020). *Obligationer Sverige,* vald instrumenttyp "Hållbara obligationer". Hämtad 2020-04-13 från: http://www.nasdaqomxnordic.com/obligationer/sverige/?languageId=3

Naturskyddsföreningen. (2017). *Cirkulär ekonomi - istället för slängsamhället*. Hämtad 2020-04-26 från: https://www.naturskyddsforeningen.se/cirkular-ekonomi

Naturvårdsverket. (2019). *Parisavtalet*. Hämtad 2020-04-29 från: https://www.naturvardsverket.se/Miljoarbete-i-samhallet/EU-och-internationellt/Internationellt-miljoarbete/miljokonventioner/Klimatkonventionen/Parisavtalet/

Nenonen, S., Koski, A., Lassila, A. P., Lehikoinen, S. (2019). Towards low carbon economy - green bond and asset development. Paper presented at the IOP Conference Series: Earth and Environmental Science, 352(1) doi:10.1088/1755-1315/352/1/012028

Nordea. (2020). *Spara i fonder*. Hämtad 2020-04-29 från: https://www.nordea.se/privat/produkter/spara-investera/fonder/

Placera pengar. (2020). *Investera i obligationer.* Hämtad 2020-04-10 från: http://placerapengar.nu/obligationer/

Reboredo, J. C., & Ugolini, A. (2020). Price connectedness between green bond and financial markets. *Economic Modelling, 88*, 25-38. doi:10.1016/j.econmod.2019.09.004

Regeringskansliet. (2019). *Parisavtalet*. Hämtad 2020-04-29 från: https://www.regeringen.se/regeringens-politik/parisavtalet/

Riksgälden. (2020). *Gröna obligationer.* Hämtad 2020-04-24 från: https://www.riksgalden.se/sv/var-verksamhet/statens-upplaning/emissioner/grona-obligationer/#

Sveriges Radio. (2020). *Företagsobligationer populärare än nånsin*. Hämtad 2020-05-09 från: https://sverigesradio.se/sida/artikel.aspx?programid=83&artikel=7388811

Sveriges Riksbank. (2019). *Flodén: Riksbanken säljer obligationer av klimatskäl.* Hämtad 2020-05-09 från: https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/tal-och-presentationer/2019/floden-riksbanken-saljer-obligationer-av-klimatskal/

Sveriges Riksbank. (2016). *Den svenska finansmarknaden.* Hämtad 2020-05-09 från: https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/den-svenska-finansmarknaden/svenska/2016/rap_finansm_160831_sve.pdf

Swedbank. (2020a). *Om Swedbank.* Hämtad 2020-04-06 från: https://www.swedbank.se/om-oss.html

Swedbank. (2020b). *Aktieägare.* Hämtad 2020-04-13 från: https://www.swedbank.com/sv/investor-relations/aktien/aktieagare.html

Swedbank. (2019a). *2019 Års- och hållbarhetsredovisning*. Hämtad 2020-03-30 från: https://internetbank.swedbank.se/ConditionsEarchive/download?bankid=1111&id=WEBDOC-PRODE53582036

Swedbank. (2019b). *2019 Sammanställning av hållbarhetsinformation.* Hämtad 2020-03-30 från: https://online.swedbank.se/ConditionsEarchive/download?bankid=1111&id=WEBDOC-PRODE57134686

Sweden Green Building Council. (2020). *BREEAM-SE.* Hämtad 2020-04-07 från: https://www.sgbc.se/certifiering/breeam-se/?gclid=Cj0KCQjwybD0BRDyARIsACyS8mv4nCZhwWylgX_QND2DEWK4255VBOgXCJ9pEFl57sWjMEykhdO_RCoaAid2EALw_wcB

Sweden Green Building Council. (2018). *BREEAM-SE svensk manual för nybyggnad och ombyggnad.* Hämtad 2020-04-07 från: https://www.sgbc.se/app/uploads/2018/10/BREEAM-SE-sve-130501-2.0-160223.pdf

Sweden Green Building Council. (2020). *LEED.* Hämtad 2020-04-08 från: https://www.sgbc.se/certifiering/leed/

Sweden Green Building Council. (2018a). *Certifiera med LEED.* Hämtad 2020-04-08 från: https://www.sgbc.se/certifiering/leed/certifiera-med-leed/

Sweden Green Building Council. (2018b). *Certifieringsprocessen för LEED.* Hämtad 2020-04-08 från: https://www.sgbc.se/certifiering/leed/certifieringsprocessen-for-leed/

Sweden Green Building Council. (2020a). *Miljöbyggnad*. Hämtad 2020-04-08 från: https://www.sgbc.se/certifiering/miljobyggnad/

Sweden Green Building Council. (2019). *Certifiera med Miljöbyggnad.* Hämtad 2020-04-08 från: https://www.sgbc.se/certifiering/miljobyggnad/certifiera-med-miljobyggnad/

Sweden Green Building Council. (2020b). *Vad är Miljöbyggnad?* Hämtad 2020-04-08 från: https://www.sgbc.se/certifiering/miljobyggnad/vad-ar-miljobyggnad/

Swedish life cycle center. (2018). *Från vagga till grav- ny hemsida hjälper dig livscykeltänka*. Hämtad 2020-04-29 från: https://www.chalmers.se/sv/institutioner/tme/nyheter/Sidor/Från-jord-till-bord-–-ny-hemsida-hjälper-dig-förstå-livscykelperspektiv-.aspx

Synonymer. (2020). *Allokering*. Hämtad 2020-04-29 från: https://www.synonymer.se/sv-syn/allokering

The World bank. (2013). *Incidence of Graft index*. Hämtad 2020-04-24 från: https://datacatalog.worldbank.org/incidence-graft-index

Tolliver, C., Keeley, A. R., Managi, S. (2019). Drivers of green bond market growth: The importance of nationally determined contributions to the paris agreement and implications for sustainability. Journal of Cleaner Production, doi:10.1016/j.jclepro.2019.118643

Universum. (2020). *What is Employer Branding?* Hämtad 2020-05-10 från: https://universumglobal.com/what-is-employer-branding/

Vanwalleghem, D., & Mirowska, A. (2020). The investor that could and would: The effect of proactive personality on sustainable investment choice. *Journal of Behavioral and Experimental Finance, 26* doi:10.1016/j.jbef.2020.100313

Vasakronan. (2019). *Årsredovisning 2019.* Hämtad 2020-04-13 från: https://wwwvasakronanse.cdn.triggerfish.cloud/uploads/2020/03/vasa_r19_sve_bokmarken_20mars.pdf

Vasakronan. (2020a). *Kort om oss.* Hämtad 2020-03-26 från: https://vasakronan.se/om-vasakronan/foretaget/kort-om-oss/

Vasakronan. (2020b). *Grön Finansiering.* Hämtad 2020-03-26 från: https://vasakronan.se/om-vasakronan/finansiell-info/gron-finansiering/

Vasakronan. (2020c). Så arbetar vi hållbart. Hämtad 2020-04-07 från: https://vasakronan.se/om-vasakronan/hallbarhet/sa-arbetar-vi-hallbart/

Bilaga 1 - Intervjumall

- När introducerades du kontra ditt företag för grön finansiering? Var gröna obligationer den första formen?
- Hur stor andel av era projekt finansieras idag med gröna obligationer?
- Tidigare projekt där det har använts gröna obligationer, finns det något projekt som ligger i framkant? Varför?
- Hur ser emitteringsprocessen ut?
- Kan man se något mönster i vilka som investerar i gröna obligationer?
  Vad efterfrågar investerare?
- Hur kvalitetssäkrar ni era obligationer?
- Upplever ni en marknadsföringsfördel av ert arbete med gröna obligationer?
- Upplever ni ett samarbete mellan aktörer (alla som berörs av en grön obligation) kring hållbarhet idag?
- Kan ni berätta något om kommunikationen mellan parterna inom grön finansiering?
- Om ni ska förutse framtiden för gröna obligationer generellt, hur tror ni att utvecklingen kommer att se ut?
- Om ni i framtiden ska bli ännu mer mörkgröna, vad behöver ske då?
- Vad tror du behöver utvecklas för att fler företag ska använda gröna obligationer som självklart finansieringssätt?

AVANCEZ
1829
CHALMERS