

Gröna obligationer i den svenska fastighetsbranschen

Hur påverkar EU:s taxonomi?

Albin Christensson

© Albin Christensson, 2022.

Fastighetsvetenskap, Institution för teknik och samhälle.
Lunds Tekniska Högskola, Lunds Universitet
Box 118
221 00 Lund

ISRN LUTVDG/TVLM 22/5499SE
Tryckort: Lund

Gröna obligationer i den svenska fastighetsbranschen

Green bonds in the Swedish real estate sector

Examensarbete utfört av/Master of Science Thesis by:

Albin Christensson, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH

Handledare/Supervisor:

Rebecka Lundgren, doktorand, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Examinator/Examiner:

Riikka Kyrö, lektor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Opponent/Opponent:

Olle Birlev, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH, Lunds Universitet

Nyckelord:

gröna obligationer, EU:s taxonomi, Green Bond Principles, gröna ramverk, miljömässigt hållbar, hållbarhetsarbete, fastighetsbolag, finansiering

Keywords:

green bonds, EU taxonomy, Green Bond Principles, green framework, environmentally sustainable, sustainability work, real estate companies, financing

Abstract

In recent years, green bonds have become a popular financing option among many Swedish real estate companies. Bonds are financial instruments and function as interest-bearing debentures with a predetermined term. The investors receive a return on capital in the form of interest and can at the same time be sure that the invested capital is used for climate and environmentally friendly investments by the companies.

The purpose of this study is to investigate whether and, if so, how green bonds contribute to intensified sustainability work at Swedish real estate companies and how the EU taxonomy affects the green bond market. The overall goal of the study is to analyze the motives for issuing green bonds and how green bonds contribute to a more sustainable real estate industry. The study is based on the following two questions:

1. Do green bonds contribute to intensified sustainability work at Swedish real estate companies and would the companies have had an equally strong focus on sustainability even if green bonds were not a financing option?
2. How does the EU taxonomy affect the Swedish real estate companies' ability to issue green bonds?

The study is carried out as a qualitative procedure and consists of a literature study and a case study of the Swedish real estate market. The literature study forms the basis of the work and has been carried out to identify previous research in the subject, relevant literature, and market news. Subsequently, a case study has been carried out on the Swedish real estate market where real estate companies that issue green bonds have been included in the study. Data collection has taken place through semi-structured interviews where company representatives have been asked to answer questions related to the study's issues. A total of 15 interviews have been conducted, transcribed, and analyzed.

The result shows that green bonds contribute to a more sustainable real estate industry by drawing attention to and making green investments with a focus on climate and environmental promotion more significant. The study has also compiled how property companies view the EU taxonomy and what impact it will likely have on the Swedish bond market. The requirements and guidelines that have so far been established in the EU taxonomy do not have a major impact on the Swedish real estate companies that currently issue green bonds. As the taxonomy is developed and clarified, it is likely that several real estate companies will adapt their operations and behave according to the taxonomy, depending on how the technical screening criteria are determined.

Sammanfattning

Under de senaste åren har gröna obligationer blivit ett populärt finansieringsalternativ bland många svenska fastighetsbolag. Obligationerna är finansiella instrument och fungerar som räntebärande skuldebrev med en förutbestämd löptid. Investeringarna erhåller därmed avkastning i form av ränta och kan samtidigt vara säkra på att det investerade kapitalet används för klimat- och miljövänliga investeringar.

Den här studien har syftet att utreda om och i så fall hur gröna obligationer bidrar till ett intensifierat hållbarhetsarbete hos svenska fastighetsbolag och hur EU:s taxonomi påverkar den gröna obligationsmarknaden. Det övergripande målet med studien är att analysera vilka motiv som finns till att emittera gröna obligationer och hur gröna obligationer bidrar till en mer hållbar fastighetsbransch. Studien utgår från följande två frågeställningar:

1. Bidrar gröna obligationer till ett intensifierat hållbarhetsarbete hos svenska fastighetsbolag och hade bolagen haft ett lika stort fokus på hållbarhet även fast gröna obligationer inte var ett finansieringsalternativ?
2. Hur påverkar EU:s taxonomi de svenska fastighetsbolagens möjlighet att emittera gröna obligationer?

Studien genomförs via ett kvalitativt förfarande och består av dels en litteraturstudie, dels en fallstudie av den svenska fastighetsmarknaden. Litteraturstudien utgör grunden till arbetet och har genomförts för att identifiera tidigare forskning inom ämnet, relevant litteratur, och marknadsnyheter. Därefter har en fallstudie genomförts på den svenska fastighetsmarknaden där fastighetsbolag som emitterar gröna obligationer har ingått i studien. Datainsamling har skett genom semistrukturerade intervjuer där bolagsrepresentanter fått besvara frågor med koppling till studiens frågeställningar. Totalt har 15 intervjuer genomförts, transkriberats och analyserats.

Resultatet visar att de gröna obligationerna bidrar till en mer hållbar fastighetsbransch genom att uppmärksamma och göra gröna investeringar med inriktning på klimat- och miljöfrämjande åtgärder mer betydelsefulla. Studien har också sammanställt hur fastighetsbolagen ser på EU:s taxonomi och vilken påverkan den troligtvis kommer att ha på den svenska obligationsmarknaden. De krav och riktlinjer som än så länge har fastställts i EU:s taxonomi medför ingen större påverkan för de svenska fastighetsbolag som i nuläget emitterar gröna obligationer. När taxonomin utvecklas och förtydligas kommer troligtvis flera fastighetsbolag att anpassa sina verksamheter och förhålla sig efter taxonomin, beroende på hur de tekniska granskningskriterierna bestäms.

Förord

Detta examensarbete utgör slutet på min utbildning till civilingenjör inom lantmäteri på Lunds Tekniska Högskola. Jag vill rikta ett stort tack till alla medverkande intervjupersoner som ställt upp och gjort detta examensarbete genomförbart. Jag vill även rikta ett stort tack till min handledare Rebecka Lundgren för ditt stöd och dina värdefulla tips längs vägen.

Det största av tack vill jag rikta till mina vänner, min familj och min älskade sambo. Utan er hade aldrig det här examensarbetet genomförts och utan er hade det heller aldrig färdigställts. Ert stöd och engagemang har betytt allt för mig.

Efter fem års studier ser jag nu framemot arbetslivet och är glad över att kunna titulera mig som civilingenjör.

Malmö, oktober 2022

Albin Christensson

Innehållsförteckning

1	Inledning	10
1.1	Bakgrund.....	10
1.1.1	Problemformulering	11
1.1.2	Tidigare forskning.....	12
1.2	Syfte	13
1.3	Frågeställningar.....	13
1.4	Avgränsningar	13
1.5	Disposition	14
2	Metod	15
2.1	Kvalitativ forskningsmetod.....	15
2.1.1	Litteraturstudie	16
2.1.2	Fallstudie.....	17
2.2	Datainsamling & dataanalys	17
2.2.1	Urval	18
2.2.2	Presentation av medverkande bolag och respondenter	20
2.2.3	Studiens validitet och reliabilitet.....	23
3	Litteraturgenomgång.....	24
3.1	Finansiering.....	24
3.1.1	Obligationer	24
3.1.2	Gröna obligationer	26
3.2	Standarder och riktlinjer för den gröna obligationsmarknaden.....	28
3.2.1	Green Bond Principles	29
3.2.2	Climate Bonds Standard.....	30
3.2.3	European Green Bond Standard.....	31
3.2.4	Extern tredjepartsgranskning	32
3.3	EU:s Taxonomi	33
3.3.1	Tekniska granskningskriterier som berör bygg- och fastighetsbranschen	35

4	Resultat	39
4.1	Gröna obligationer som finansieringsform	39
4.2	Gröna Ramverk	41
4.3	Gröna obligationers bidrag till en mer hållbar fastighetsbransch	42
4.4	Finansiering utöver de gröna obligationerna.....	44
4.5	Implementering av EU:s taxonomi	45
4.5.1	Respondenternas förslag på ändringar	48
4.6	Möjligheten att emittera gröna obligationer.....	49
4.7	Framtiden för gröna obligationer	51
5	Diskussion	54
5.1	Gröna obligationers tillväxt och vilka utmaningarna som väntar	54
5.2	Utveckling av de gröna ramverken	56
5.3	Perspektiv på de gröna obligationers bidrag	57
5.4	Kritiken mot EU:s taxonomi	58
5.5	EU taxonomins bidrag till fastighetsbranschen.....	60
5.6	Gröna obligationers framtid	61
5.7	Teoretiskt bidrag	62
5.8	Praktiskt bidrag	62
6	Slutsats	63
6.1	Förslag till vidare studier	65
7	Referenser	66
8	Bilagor	71
8.1	Bilaga A - Intervjuguide	71

1 Inledning

I det här avsnittet kommer en inledande bakgrund till studien att presenteras med en efterföljande problemformulering som tydliggör vad som behöver undersökas. Därefter formuleras studiens syfte, studiens specificerade frågeställningar, studiens avgränsningar och en disposition som tydliggör rapportens uppbyggnad.

1.1 Bakgrund

Europeiska kommissionen har för 2019–2024 tagit fram en tillväxtstrategi som benämns som EU:s gröna giv. Tillväxtstrategin beskriver kommissionens åtagande att hantera både klimat- och miljörelaterade utmaningar. Syftet med den gröna given är att göra EU och dess medlemsländer till rättvisa och välmående stater, med en modern, resurseffektiv och konkurrenskraftig ekonomi. Målet är att det inte ska förekomma några nettoutsläpp av växthusgaser år 2050 och att den ekonomiska tillväxten inte ska vara kopplad till resursförbrukningen. Därutöver ska den gröna given även bidra till att skydda, bevara och förbättra EU:s naturkapital och skydda allmänhetens hälsa och välbefinnande från miljörelaterade risker och effekter. (Europeiska kommissionen, 2019)

Som medlem i EU så lyder Sverige under EU:s klimatmål om att minska EU:s kollektiva utsläpp av växthusgaser med minst 40% till 2030 jämfört med 1990 års nivåer, öka andelen förnybar energi till minst 32% och förbättra energieffektiviteten med minst 32,5% (Europeiska kommissionen, u.å.). För att uppnå dessa mål krävs omfattande insatser på flera håll, inte minst när det kommer till bygg- och fastighetsbranschen som idag står för ca en femtedel av Sveriges totala utsläpp av växthusgaser (Boverket, 2019). Det är främst nyproduktion som står för de stora växthusgasutsläppen men övrig fastighetsförvaltning omfattar även den stora utsläpp vid drift i form av energianvändning och materialåtgång vid renoveringar/ombyggnationer (ibid). Ny forskning visar på att de största utsläppen kan reduceras genom att i första hand inte bygga nytt, i andra hand bygga mindre nytt, i tredje hand bygga smart och slutligen genom att bygga effektivt (WorldGBC, 2019). Det krävs noggranna avvägningar och beräkningar vid varje separat tillfälle för att avgöra vilket förfarande som faktiskt är nödvändigt och vilket alternativ som är bäst sett i ett långsiktigt perspektiv.

Fastighetsbranschen är en mycket kapitalintensiv bransch med flertalet olika finansieringslösningar (Finansinspektionen, 2019). Lånat kapital är vanligt förekommande för svenska fastighetsbolag där obligationsmarknaden har blivit en allt viktigare finansieringskälla de senaste åren (ibid). Till exempel så har de börsnoterade fastighetsbolagens obligationslån gått från att utgöra ca 2% av deras totala lånefinansiering 2010 till hela 27 procent 2018 (ibid). Det finns flertalet olika typer av obligationer med varierande villkor och krav. Ett obligationsalternativ som vuxit kraftigt i popularitet de senaste åren är gröna obligationer (Banga, 2019; Ferlin &

Sternbeck Fryxell, 2020). Gröna obligationer utgör ett miljömässigt hållbart finansieringsalternativ och har syftet att styra kapital mot gröna investeringar (World Bank, 2015). För att möta och motverka de klimatutmaningar som världen står inför måste hållbar finansiering bli huvudregel (Europaparlamentet, 2020). Den svenska kapitalmarknaden har tagit på sig ledartröjan och många svenska bolag ligger långt före bolag i andra länder när det gäller hållbar finansiering och emissioner av gröna obligationer (Fastighetsägarna, 2020).

1.1.1 Problemformulering

Då fastighetsbolag använder sig av gröna obligationer som finansieringsform så åtar de sig även stora skyldigheter att driva ett resultatnriktat hållbarhetsarbete. Det kan arta sig i olika former beroende på syftet med de gröna obligationerna och vilka miljömässiga mål som antas i samband med en emission. Många intressenter har olika syn på vad som menas med miljömässig hållbarhet och begreppet blir därmed flytande. För att förtydliga vad som är att anse som miljömässigt hållbara ekonomiska verksamheter har EU utvecklat en förordning som benämns som EU:s taxonomi. På så vis kan taxonomin bidra till att underlätta finansiering av hållbarhetsprojekt och användas som ett stödjande styrdokument för emittenter av gröna obligationer. Men hur tydliga är egentligen taxonomins formuleringar, på vilket sätt bidrar taxonomin till en mer hållbar fastighetsbransch och hur påverkar taxonomin den gröna obligationsmarknaden?

Fastighetsbranschen i Sverige riskerar att få längre till grön finansiering beroende på hur den Europeiska kommissionens slutgiltiga förslag till taxonomiförordning utformas. De tekniska granskningskriterier som hittills har presenterats uppges vara betydligt svårare att uppnå i Sverige jämfört med många andra europeiska länder. Ett av de stora problemen med taxonomin är hur kommissionen har tagit fasta på energideklarationer av klass A som kriterium för att fastigheter ska klassas som gröna enligt taxonomin. Det är problematiskt då energiklasserna definieras på olika sätt i EU (Hörnkvist, 2021). I Sverige ställs idag högre krav för att uppnå energiklass A än vad som är nödvändigt enligt nybyggnadskraven. Det uppges även enligt Energideklarationsregistret att endast två tredjedelar av alla fastigheter med lokaler och bostäder i Sverige uppnår en högre energiklass än F och G. Som exempel på skillnader inom EU kan franska klass G nämnas vilken ligger på 450 kWh/år och m² medan Sveriges klass G ligger på ca 176 kWh/år (Fastighetsägarna, 2021a).

Om definitionen på miljömässig hållbarhet missgynnar den svenska fastighetsmarknaden och investerare inte längre kan hitta gröna investeringar i Sverige så riskerar Sverige att förlora stora volymer investerarkapital. Det kan i sin tur leda till färre hållbara investeringar i Sverige. Det här är en problematik som behöver utredas och som den här studien har för avsikt att undersöka.

1.1.2 Tidigare forskning

Mandahl Forsberg (2018) identifierar flera fördelar med att emittera gröna obligationer. I sin studie finner skribenten att fler investerare attraheras, tydligare kommunikation upprättas såväl internt som med investerare och en förbättrad riskhantering för bolagens finansiering kan uppstå. Även Arvidsson (2017) konstaterar att nya investerare attraheras genom att emittera gröna obligationer och finner även att de emitterande bolagen profileras mer hållbara. Eliasson och Ehrensky (2019) finner att en emission av en grön obligation till stor grad påverkar bolagens beteende och tenderar att öka klimatrelaterade investeringar. Genom att emittera gröna obligationer kan nytt kapital införskaffas till hållbara projekt.

I en annan studie, av Johannesson och Stejmar (2015), identifieras flera utmaningar med finansieringsformen där de främsta uppges vara utvecklingen av framtida standarder. Bland fastighetsbolagen råder det även meningsskiljaktigheter huruvida det behövs en tuffare reglering på marknaden eller inte (Bergvall & Hämquist, 2018). Larsson (2021) finner att EU:s nya taxonomi kan orsaka utmaningar för svenska fastighetsbolag som emitterar gröna obligationer, där utmaningarna främst ligger i att förstå taxonomins kriterier och hur de ska realiseras i praktiken. Mindre bolag upplever en oro för att taxonomin leder till större utmaningar för deras hållbarhetsarbete (Backenroth & Lindqvist, 2021). Troligtvis kommer taxonomin att driva på hållbarhetsarbetet inom branschen, även fast det initialt råder vissa oklarheter kring regelverket hos de tillfrågade bolagen. Backenroth och Lindqvist (2021) förutspår att såväl gröna obligationer som potentiella nya finansiella instrument troligtvis kommer att utvecklas och kopplas samman med taxonomin.

Mandahl Forsberg (2018) menar på att gröna obligationer idag inte nödvändigtvis genererar mer kapital till gröna investeringar utan främst bidrar till att aktörer med en grön profil får sitt kapital märkt grönt. Marknaden för gröna obligationer är inte helt färdigutvecklad, men i takt med att regelverk och standarder utvecklas finns det en stor potential att mängden gröna investeringar ökar i framtiden (Mandahl Forsberg, 2018). Arvidsson (2017) har i sin studie identifierat kritik mot att kostnaderna för att emittera gröna obligationer är högre än konventionella obligationer på grund av tredjepartsgranskning och den rapporteringsprocess som tillkommer. Bergvall och Hämquist (2018) finner en oro bland de svenska fastighetsbolag som emitterar gröna obligationer att Riksbanken skulle börja höja räntorna, där en höjning befaras leda till ett minskat intresse för finansieringsformen på kapitalmarknaden.

Det har inte tidigare undersökts huruvida gröna obligationer bidrar till ett intensifierat hållbarhetsarbete och om fokus på hållbarhet inom den interna organisationen påverkas. Det är även okänt huruvida EU:s taxonomi påverkar de svenska fastighetsbolagens möjlighet att emittera gröna obligationer. Det finns därför utrymme inom den befintliga forskningen för en studie inom just detta.

1.2 Syfte

Studiens huvudsakliga syfte är att utreda om och i så fall hur gröna obligationer bidrar till ett intensifierat hållbarhetsarbete hos svenska fastighetsbolag och hur EU:s taxonomi påverkar den gröna obligationsmarknaden.

1.3 Frågeställningar

Den presenterade bakgrunden och studiens definierade syfte leder till följande frågeställningar:

1. Bidrar gröna obligationer till ett intensifierat hållbarhetsarbete hos svenska fastighetsbolag och hade bolagen haft ett lika stort fokus på hållbarhet även fast gröna obligationer inte var ett finansieringsalternativ?
2. Hur påverkar EU:s taxonomi de svenska fastighetsbolagens möjlighet att emittera gröna obligationer?

1.4 Avgränsningar

Studien avgränsas till att endast beröra den svenska fastighetsmarknaden och berör endast emittentsidan. Det är således endast fastighetsbolag med en verksamhet i Sverige och som emitterar gröna obligationer som inkluderas i studien. Investerarnas perspektiv kommer inte att ingå i studien och lämnas för en separat studie. Avgränsningen görs för att skribenten endast avser undersöka en viss bransch, i det här fallet fastighetsbranschen och genomföra en koncentrerad studie med inriktning på emittenterna av gröna obligationer. Övriga branscher där gröna obligationer förekommer som finansieringsform lämnas därmed utanför den här studien.

1.5 Disposition

Kapitel 1

Här presenteras en bakgrund till ämnet vilket leder fram till en problemformulering. Vidare presenteras studiens huvudsakliga syfte, frågeställningar och avgränsningar.

Kapitel 2

Det här kapitlet beskriver den kvalitativa forskningsmetod som använts i studien och varför detta förfarande valdes. I kapitlet presenteras vilka metoder som använts, hur insamling av data har gått till och hur urvalet av bolagsrespondenter gjordes. Slutligen förs en diskussion om studiens reliabilitet och validitet.

Kapitel 3

I det tredje kapitlet presenteras det teoretiska ramverk som utgör grunden för studien. Kapitlets syfte är att informera läsaren om olika begrepp, standarder och ramverk som analyseras i studien och som återkommer i såväl resultat- som diskussionsdel.

Kapitel 4

I kapitel 4 presenteras studiens resultat. Kapitlet utgör en sammanställning av de svar som respondenterna lämnat i intervjuer och presenteras dels som sammanfattningar av skribenten, dels i form av ordagranna citat.

Kapitel 5

Här förs en diskussion av resultatet och vad som tidigare tagits upp i teoridelen.

Kapitel 6

I det här kapitlet presenteras de slutsatser som dras utifrån studiens formulerade syfte och frågeställningar. Sist i kapitlet ges även förslag på vidare forskning inom ämnet.

Kapitel 7

Här förs en förteckning av de referenser som använts i rapporten.

Kapitel 8

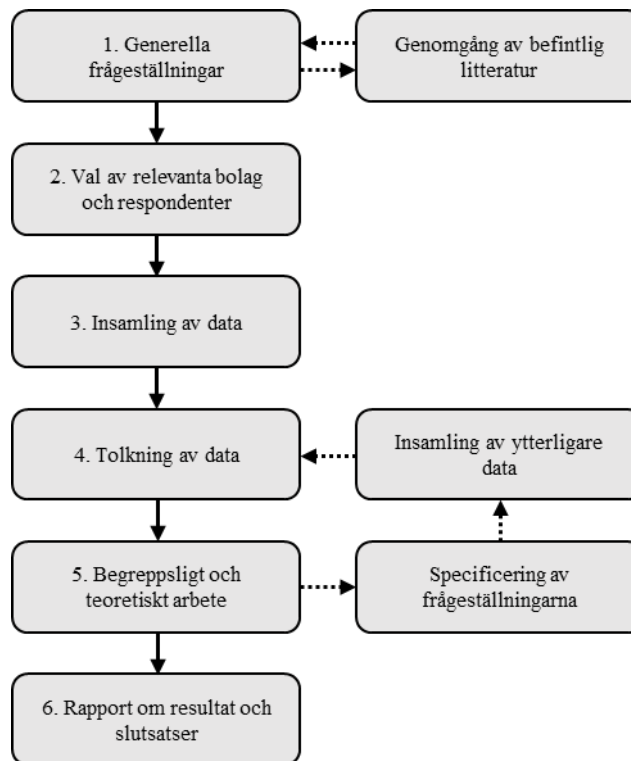
I rapportens sista kapitlet återfinns en intervjuguide med de intervjufrågor som utgjort grunden för de semistrukturerade intervjuerna.

2 Metod

I det här avsnittet presenteras en teoretisk genomgång om metodval, vilken metod som applicerats för studiens genomförande samt ett avsnitt som kommenterar studiens reliabilitet och validitet.

2.1 Kvalitativ forskningsmetod

Den kvalitativa forskningen kännetecknas av att den vanligtvis lägger mer vikt vid ord och inte kvantifiering av data (Bryman & Bell, 2017). Tyngden vid kvalitativ forskning läggs ofta vid generering av teorier och tolkning av hur individer eller organisationer uppfattar sin sociala verklighet i en viss miljö (ibid). Det som utgör utgångspunkten i den kvalitativa forskningen är deltagarnas perspektiv. Det är deras perspektiv som undersöks och analyseras där det som deltagarna tycker är viktigt och betydelsefullt lyfts fram. Figur 1 illustrerar den ordningsföljd och de huvudsakliga steg som tillämpats vid utformning av den här studien. En mer specifik förklaring eller avgränsning av de ingående stegen är inte nödvändig då den kvalitativa forskningen kännetecknas av att vara en öppen forskningsstrategi, där forskaren ges stort utrymme för flexibilitet.



Figur 1, visar en överskådlig bild av den ordningsföljd och de huvudsakliga steg som tillämpats vid utformning av den här studien.

Först genomfördes en litteraturstudie där relevant forskning, litteratur, marknadsnyheter, information och kunskap samlades in. Litteraturstudien tog initialt ett brett avstamp inom grön finansiering. Det material som samlades in sammanställdes, granskades och analyserades för att därefter ligga till grund för studiens formulerade syfte och frågeställningar. Därefter fortsatte en mer fokuserad litteraturgenomgång där de specificerade frågeställningarna styrde litteratursökningen. Det är viktigt att ha tydligt formulerade frågeställningar då de styr litteratursökning, påverkar beslutet om vilken forskningsdesign som ska användas och avgör vilken typ av data som ska samlas in och från vem man ska göra detta (Bryman & Bell, 2017).

Efter litteraturstudien genomfördes en fallstudie på den svenska obligationsmarknaden, med fokus på gröna obligationer som emitterats av fastighetsbolag med en huvudsaklig verksamhet i Sverige. Teoriutveckling och genomgång av litteratur är avgörande som en del av designfasen, oberoende av om fallstudiens syfte är att utveckla eller pröva en teori (Yin, 2007). Fallstudier är generellt sett en lämplig metod då forskaren avser besvara frågor som ”hur” eller ”varför” (Yin, 2007). Fallstudier kan fungera som enda metod men lämpar sig även väl till att kombineras med andra metoder för att genomföra mer omfattande projekt (ibid).

2.1.1 Litteraturstudie

Litteraturstudien utgör en mycket viktig del i arbetet. En litteraturgenomgång utgör ofta grunden för ett berättigande av forskningsfrågorna och ger en utgångspunkt för vilka metoder som är lämpliga att använda för sitt fortsatta arbete (Bryman & Bell, 2017). Litteraturstudien är ett viktigt inslag i arbetet då den identifierar vad som redan undersökts och analyserats tidigare så att arbetet inte görs i onödan. Genom att genomföra en litteraturstudie kan man på ett vetenskapligt sätt försäkra sig om vad som redan är känt på området, vilka teorier som är relevanta, vilka metoder som tidigare har tillämpats, om det finns inkonsekventa resultat och vilka frågor inom ämnet som inte har besvarats (Bryman & Bell, 2017).

För att söka efter material har flera söktjänster använts för att på så vis öka träffsäkerheten och sökraden. Söksidor som LUBsearch och Google Scholar har använts för att finna vetenskapliga rapporter och publikationer med koppling till ämnet. Genom att granska angivna källor i tidigare arbeten och publikationer har sökandet resulterat i en snöbollslignande effekt där ett stort utbud av material har identifierats. I de fall då fysisk litteratur gick att finna har denna lånats från något av Lunds bibliotek. Därutöver har diverse nyhetssidor och organisationers hemsidor använts för att insamla material. Den fysiska litteraturen tillsammans med vetenskapliga rapporter, myndighetspublikationer och publikationer från branschorganisationer har gemensamt utgjort en bred och informativ bas till genomförandet av litteraturstudien.

2.1.2 Fallstudie

Studien utformas som en fallstudie på den svenska fastighetsmarknaden. En fallstudie kännetecknas av en detaljerad och ingående analys av ett ensamt eller ett fåtal fall, som analyseras i jämförande syfte (Bryman & Bell, 2017). Användningen av en fallstudie som metod är vanligt förekommande då man ämnar besvara frågor som ”hur” eller ”varför” (Yin, 2007). Dessa frågor rör de operationella kopplingar som uppstår och som behöver granskas över tid (ibid). Målet med en fallstudie är att utveckla och generalisera teorier, inte att beskriva frekvenser, varför den lämpar sig väl som metod inom den kvalitativa forskningen. En central tendens i alla typer av fallstudier är att de försöker belysa ett beslut eller en uppsättning av beslut: hur de genomfördes, varför de fattades och vad konsekvenserna blev (Yin, 2007).

2.2 Datainsamling & dataanalys

Användningen av intervjuer är sannolikt den mest använda metoden för datainsamling i kvalitativ forskning (Bryman & Bell, 2017). Det som gör metodvalet så attraktivt är den flexibilitet som intervjun rymmer. Inom den kvalitativa forskningen är det önskvärt att låta intervjuerna röra sig i olika riktningar för att fånga upp en hög grad av respondenternas egna uppfattningar och synsätt angående vad som är relevant och viktigt (Bryman & Bell, 2017). Intresset är riktat mot den intervjuades ståndpunkter. I kvalitativa intervjuer är det tillåtet att avvika från den intervjuguide som formulerats, följa upp med följdfrågor på respondenternas svar och även variera ordningsföljden i frågorna (ibid). På så vis styrs den kvalitativa forskningen i den riktning som intervjupersonernas svar går i. Det är därför önskvärt med fylliga och detaljerade svar.

Ett vanligt intervjuförfarande att använda sig av vid kvalitativa intervjuer är en semistrukturerad intervju (Bryman & Bell, 2017). I den semistrukturerade intervjun används ofta en intervjuguide där förhållandevis specifika teman och frågor som avses besvaras till viss del har strukturerats. Vid intervjun är det däremot inte något krav att intervjuguiden följs och frågorna behöver heller inte komma i samma ordning. Intervjuaren har även friheten att ställa frågor som anknyter till något som respondenten har sagt utan att frågan finns med i intervjuguiden. Det kan också vara en bra idé att ställa frågor där respondenten bes formulerar sina egna uppfattningar och idéer om en specifik företeelse för att sedan använda detta som utgångspunkt för den fortsatta utfrågningen (Yin, 2007). Det finns därmed en stor flexibilitet i det semistrukturerade intervjuförfarandet vilket gör det till ett attraktivt val av metod för datainsamling. Därför valdes detta förfarande för den här studien.

Samtliga intervjuer genomfördes digitalt med hjälp av det digitala mötesverktyget Microsoft Teams. Detta då majoriteten av respondenterna befann sig på annan ort, utspridda över Sverige. Respondenterna fick erbjudandet om en fysisk intervju men samtliga valde alltså det digitala formatet. Det digitala förfarandet är fördelaktigt då det spar skribenten tidskrävande och kostsamma resor, samtidigt som respondenterna får valmöjligheten att helt fritt välja en avslappnad och lugn miljö för genomförandet av

intervjun. Det är osannolikt att det digitala förfarandet skulle ha en negativ inverkan på resultatet, det har snarare ökat kvaliteten på intervjuerna.

Samtliga intervjuer har spelats in efter godkännande från respondenterna och har därefter transkriberats av skribenten. Det gjordes för att skribenten skulle ha ett större fokus på själva intervjun, vad respondenterna sa och hur det sådes, för att därefter kunna ställa lämpliga följdfrågor som kompletterar respondenternas svar. Det faktum att intervjuerna spelades in möjliggjorde även att skribenten lättare kunde analysera och sammanställa resultatet i efterhand. Ljudinspelning möjliggör en korrekt och fullständig återgivning av vad som sådes i intervjun (Yin, 2007).

När samtliga intervjuer var genomförda och transkriberade så påbörjades arbetet med att sammanställa och analysera den information som samlats in. Det gjordes med hjälp av det transkriberade materialet där samtliga svar på respektive fråga sammanställdes i kolumner i ett arbetsblad i Excel. Därefter kunde samtliga svar jämföras och analyseras, där likheter och olikheter i respondenternas resonemang identifierades. I de fall då respondenternas svar och resonemang haft hög vikt till att besvara frågorna har ordagranna citat använts.

2.2.1 Urval

Inom kvalitativ forskning är det vanligt med ett målinriktat urval av något slag där valet av undersökningsobjekt görs på grundval av kriterier som gör det möjligt att besvara forskningsfrågorna (Bryman & Bell, 2017). För att nå studiens syfte och besvara de formulerade frågeställningarna har de svenska fastighetsbolag som emitterar gröna obligationer identifierats. Bolagen har identifierats genom Nasdaqs hemsida¹ där bolag med gröna obligationer finns listade. De fastighetsbolag som emitterar gröna obligationer har därefter valts ut att inkluderas i studien. Bolagen har kontaktats via de kontaktuppgifter som gick att finna via bolagens respektive hemsidor.

En första kontakt upprättades med bolagen via e-post, där likvärdiga e-postmeddelande skickades ut till samtliga bolag. Bolagen fick en kort beskrivning av examensarbetet, dess syfte och en förfrågan om personen i fråga eller någon annan representant för deras organisation var intresserad av att ställa upp på en intervju. De personer som angetts som kontaktpersoner för bolagens gröna obligationer har haft varierande yrkesroller. Därför gjordes även en uppmaning om att hänvisa skribenten vidare till den person inom organisationen med mest kunskap och erfarenhet inom ämnet om den initiala kontaktpersonen inte ansåg sig lämpad. I ett fåtal fall blev skribenten hänvisad till en annan person inom organisationen. På så vis kunde de personerna med mest kompetens och erfarenhet inom ämnet hos respektive organisation identifieras och kontaktas. Att de intervjuade bolagens representanter kommer från olika delar av de interna organisationerna och med olika yrkesroller anses skapa en bredd i studien då fler potentiella erfarenheter, åsikter och kunskapsområden därmed fångas upp. Samtliga respondenter har uppgett att de besitter goda eller övergripande kunskaper om både gröna obligationer och EU:s taxonomi.

¹ <http://www.nasdaqomxnordic.com/obligationer/sustainable-debt>

Av 38 kontaktade bolag har 24 bolag besvarat skribentens förfrågan. Av de bolag som besvarat förfrågan har 15 bolag valt att ställa upp på en intervju och därmed medverka i studien. Vid två av intervjutillfällena medverkade två representanter från samma bolag, vilket innebär att totalt 17 personer har intervjuats. En lämplig urvalsstorlek är svår att definiera inom den kvalitativa forskningen då det beror på frågeställningens karaktär och omfång (Bryman & Bell, 2017). En utgångspunkt är att urvalsstorleken inte bör vara så liten att det är svårt att uppnå en datamättnad eller informationsreduktion och urvalet bör samtidigt inte vara så stort att det blir svårt att genomföra en djupgående fallorienterad analys (ibid). Av de bolag som valt att inte ställa upp har anledningar som främst kan kopplas till tids- eller kunskapsbrist angetts. Skribenten har då efterfrågat andra personer inom dessa organisationer men utan att nå något positivt resultat. I Tabell 1 återges en sammanställning av de genomförda intervjuerna och respondenternas respektive yrkesroll på bolagen.

Tabell 1, visar en sammanställning av genomförda intervjuer.

Respondent	Yrkesroll	Datum	Intervjulängd (minuter)
R1	Finansansvarig	21/6/22	45
R2	Teknisk chef	17/6/22	29
R3	Hållbarhetschef	16/6/22	33
R4	Hållbarhetsansvarig	29/6/22	27
R5	Hållbarhetschef	20/6/22	35
R6	Hållbarhetsansvarig	28/6/22	42
R7	Vice VD, ekonomi- & finanschef	01/7/22	32
R8	Hållbarhetschef	22/6/22	27
R9	CFO	29/6/22	32
R10	Hållbarhets- & IR-chef COO	29/6/22	34
R11	Hållbarhetschef	27/6/22	53
R12	Finanschef	28/6/22	50
R13	IR & Head of Sustainability Hållbarhetsanalytiker	30/6/22	30
R14	VD	27/6/22	40
R15	Finanschef	30/6/22	35

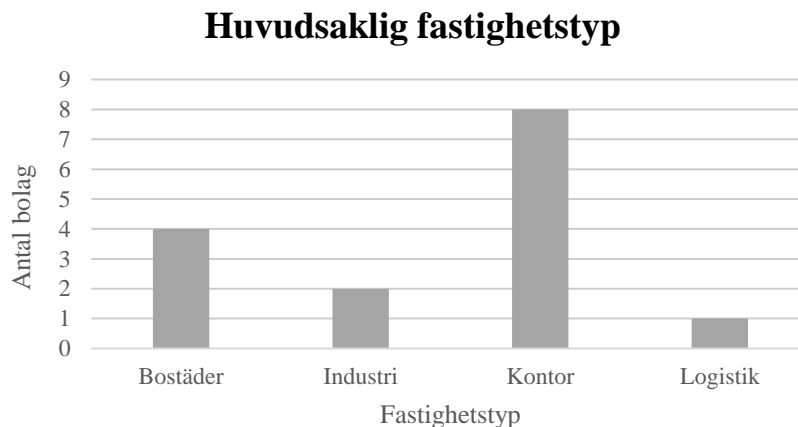
Samtliga intervjuer hölls inom en snäv tidsram och genomfördes under en cirka två veckor lång tidsperiod (16/6 – 1/7) under 2022. Detta så att snarlika

marknadsförhållanden skulle råda under samtliga intervjuer och att respondenterna skulle ha likvärdig tillgång till information i form av ränteläge och rådande lagstiftning.

Intervjuerna varierade i tidslängd där den kortaste varade i 27 minuter och den längsta pågick i 53 minuter. Variationen i tid berodde främst på hur pass pålästa respondenterna var och hur pass utförliga svar som respondenterna var villiga att ge, men även beroende på vilka följdfrågor som skribenten ställde för att få ett tydligare svar. De huvudsakliga intervjufrågorna som utgjorde en frågebaser i samtliga intervjuer och som samtliga respondenter på de olika fastighetsbolagen fick besvara finns bifogat i Bilaga A.

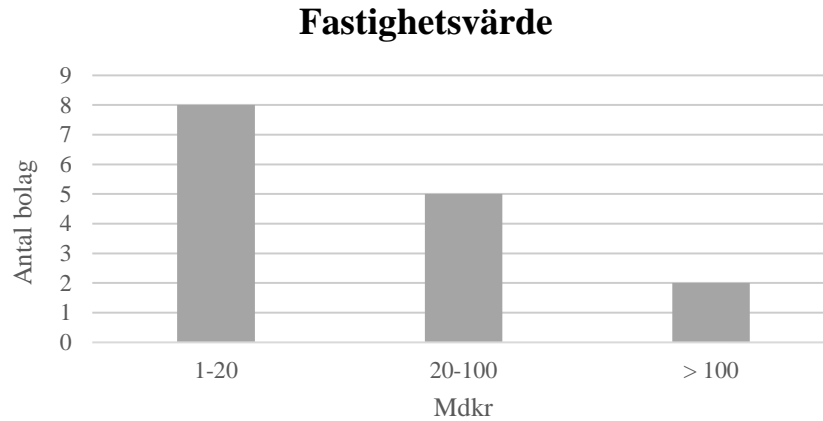
2.2.2 Presentation av medverkande bolag och respondenter

Samtliga bolag som deltagit i studien är väletablerade på den svenska fastighetsmarknaden och arbetar aktivt med gröna obligationer som en del av verksamhetens finansiering. De i studien medverkande bolagen är av olika karaktär, där en viss variation i affärsidé och huvudsaklig fastighetstyp förekommer, vilket visualiseras i Figur 2. Värt att nämna är att majoriteten av bolagen besitter flertalet fastighetstyper i sina respektive bestånd, det som avgjort indelningen i Figur 2 är endast den dominerande fastighetstypen sett utifrån bolagens senaste publicerade rapport.



Figur 2, visar de medverkande bolagens huvudsakliga fastighetstyp

Bolagen varierar även i storlek sett till fastighetsvärde, vilket visualiseras i Figur 3. Att de undersökta bolagen varierar i storlek sett till fastighetsvärde har också medfört en bredd till studien som därmed omfattar såväl stora och kapitalstarka bolag, som mindre och mer resursbegränsade bolag. Nio av bolagen är dessutom börsnoterade i Sverige.



Figur 3, visar fördelningen av de medverkande bolagens storlek med avseende på fastighetsvärde

Respondenternas bakgrund, kunskapsnivå och nuvarande yrkesroll

I studiens inledande fas upprättades en kontakt med fastighetsbolagen där den personen med mest kunskap inom det aktuella ämnet efterfrågades. De personer som valts ut att representera respektive bolag i den här studien har haft varierande bakgrund, kunskapsnivå och nuvarande yrkesroll. Samtliga respondenter är eller har varit involverade i bolagens framtagande eller aktiva arbete med de gröna obligationerna. Samtliga respondenter har mångårig erfarenhet av fastighetsbranschen där flertalet även arbetat inom finans- eller byggbranschen.

Nio av de totalt 17 intervjuade bolagsrepresentanterna har yrkesroller med fokus på hållbarhetsfrågor och titlar som *hållbarhetschef*, *hållbarhetsansvarig* eller liknande. Beskrivna arbetsuppgifter kopplade till deras yrkesroller har varit: framtagande av arbetsrutiner med koppling till hållbarhetsarbete, utformande av hållbarhetsstrategier, energiuppföljning och rapportering av hållbarhetsdata.

De resterande åtta bolagsrepresentanterna har yrkesroller med ett större fokus på finans och titlar som *finansansvarig*, *VD*, *vice VD*, *finanschef* eller liknande. Beskrivna arbetsuppgifter kopplade till deras yrkesroller har varit att: arbeta med de gröna bitarna inom finansiering, utreda finansieringsfrågor, utvärdera finansieringsrisker, utforska olika alternativ för kapitalanskaffning och sammanställa ekonomiska rapporter.

Bolagsrepresentanterna har varierande utbildning där flertalet är utbildade till civilingenjörer, civilekonomer eller jurister. Innan respondenterna började på sina respektive bolag har flera tidigare arbetat på bank eller som konsulter med uppdrag inom fastighetsbranschen eller revisionsbranschen.

När det kommer till hur respondenterna har varit eller är involverade i arbetet med bolagens gröna obligationer, förekommer det en bred variation. Respondenterna R2, R3, R4, R5, R6, R8 och R15 uppger alla att de är eller har varit involverade i att utforma bolagens individuella gröna ramverk. Ramverken har utvecklats genom samarbeten med de banker eller institutioner som stöttat bolagen i samband med själva emissionen. Respondenterna R1, R3, R5, R12 och R13 uppger att de är involverade i processen att identifiera och analysera vilka projekt eller typer av investeringar som uppfyller kraven för att kunna finansieras med de gröna obligationerna.

Kunskapsnivån om obligationer varierar bland respondenterna. Samtliga anger att de har en övergripande och grundlig förståelse för vad en obligation är och hur obligationsmarknaden fungerar. En av respondenterna, R15, beskriver sina kunskaper som mycket goda då personen har jobbat med finansiering och obligationer under större delen av sin karriär. Samtliga respondenter har stort förtroende för de banker man samverkar med när det kommer till de tekniska bitarna i emissionen.

Samtliga respondenter uppger att de känner till taxonomin. Det förekommer en stor variation i respondenternas svar när frågan ställs om hur pass insatta de skulle vilja säga att de är:

”Tillräckligt mycket för att vara finansmänniska och inte hållbarhetsmänniska. Det finns dem som dedikerar hela sina dagar till EU:s taxonomi och ändå inte kan allt om den så på det sättet så är det ganska grund kunskap som jag har. Plus att taxonomin inte är färdig ännu så det går inte att ha en hel överblick över det. Men jag kan det utifrån ett finansperspektiv som jag tror jag behöver kunna just nu.” (R1)

”Jag försöker vara så insatt jag kan. Men jag tycker den är svår att ta sig an om man säger så. Jag sitter med i byggföretagen, vi har gått samman några stycken som är med i byggföretagen och försöker förstå oss på taxonomin. De olika aktiviteterna, vad som ska ske och göras och hur de ska tolkas. På så sätt håller jag på att lära mig allt man kan inom taxonomin och det som berör oss då. Nu är vi ett ganska litet bolag men berörs ju ändå. Men ja, det är lärorikt arbete också. Som inte heller känns klart från EU:s sida om man säger så.” (R2)

”Den är jag såklart insatt i. Jag lämnar synpunkter och är även med i den grupp hos fastighetsägarna som har jobbat fram hur man kan implementera taxonomin i Sverige.” (R15)

2.2.3 Studiens validitet och reliabilitet

Vid all typ av forskning så är det viktigt att kunna övertyga sin läsare om att resultatet är trovärdigt. Två vanliga begrepp som ofta används för att säkerställa detta är validitet och reliabilitet. Validitet innebär att forskaren undersöker det som är relevant i sammanhanget och reliabilitet avser att forskaren samlat in data på ett tillförlitligt sätt. Vid genomförandet av en studie är det viktigt att uppnå en hög grad av validitet och reliabilitet. Det är en förutsättning för att resultatet skall kunna generaliseras till att även gälla andra än de respondenter som är undersökta (Yin, 2007). I den kvalitativa forskningen berör begreppen validitet och reliabilitet både datainsamlingen och den efterföljande analysen av insamlade data. Forskaren ska kunna påvisa att data har samlats in och bearbetats på ett systematiskt och hederligt sätt (ibid).

För att uppnå en hög grad av reliabilitet vid kvalitativ forskning är det viktigt att beskrivningen av hur forskaren har gått till väga görs på ett intressant, pålitligt och begripligt sätt. Det är viktigt att studien görs replikerbar så att läsaren tydligt kan följa studiens steg från metod till resultat (Yin, 2007). Om studien upprepas med liknande eller samma resultat kan slutsatsen dras att resultatet är pålitligt (Saunders et al. 2019). Vid användandet av intervjuer som metod för datainsamling kan ett tänkbart problem som påverkar pålitligheten vara i vilken miljö som intervjun sker. Det beror främst på att respondenter inte vill säga negativa saker som skulle kunna skada en själv eller den egna arbetsgivaren (ibid). För att uppnå en hög grad av pålitlighet har respondenterna därför själva fått välja en tid och plats som passar dem. Detta har resulterat i att samtliga respondenter valde ett digitalt format. För att respondenterna ska kunna tala mer frispråkigt och känna en trygghet har de lovats anonymitet. Respondenterna har även fått intervjufrågorna skickade till sig på förväg tillsammans med en beskrivning av studiens syfte, vilket ökar respondenternas förståelse för frågorna och minskar risken för missförstånd (Saunders et al. 2019).

En hög grad av validitet har nåtts genom att jämföra den information som framkommit i intervjuerna med information från litteraturstudien och tidigare forskning inom området. Vissa av frågorna som användes i intervjuundersökningen resulterade i svar som möjligen kunde tolkas som subjektiva och därmed svåra att validera med hjälp av litteratur. Därför har viss kontroll även gjorts mot bolagens respektive hemsidor för att säkerställa att informationen som lämnats är i linje med vad bolaget kommunicerar. De medverkande respondenterna kommer från olika bolag och har i vissa fall varierande yrkesroller med olika typer av arbetsuppgifter. På så vis kan flertalet olika infallsvinklar validera en gemensam uppfattning inom branschen som undersöks (Saunders et al. 2019). Därmed kan studien uppnå en hög grad av validitet.

3 Litteraturgenomgång

I det här avsnittet presenteras de begrepp och ramverk som identifierats genom studiens litteraturgenomgång och som utgör grunden för det fortsatta arbetet.

3.1 Finansiering

Fastighetsbranschen är en mycket kapitalintensiv bransch, där stora summor årligen läggs på investeringar, underhåll och nya projekt (Finansinspektionen, 2019). Många fastighetsbolag arbetar därför aktivt med att erhålla den bästa och billigaste finansieringsformen nästan dagligen. Utöver att använda eget kapital så är det även vanligt förekommande att fastighetsbolag använder sig av lånat kapital, oftast i form av banklån eller obligationsfinansiering (Bengtsson, 2018). Traditionellt sett så har bankfinansiering dominerat, men på senare tid har bankernas generositet gentemot fastighetsbolag minskat och nya finansieringsformer har därför ökat i popularitet (Tessin, 2022).

För att erhålla finansiering vänder sig många bolag till kapitalmarknaden. Kapitalmarknaden kan utnyttjas för att erhålla en tillfälligt ökad köpkraft genom att låna kapital (Bengtsson, 2018). Syftet med kapitalmarknaden är att koppla samman emittenter med kapitalbehov och investerare med placeringsbehov. På så vis kan många bolag genomföra sina investeringar först, för att därefter betala tillbaka sina skulder med hjälp av det kapital som investeringarna genererat. Kapitalmarknaden för finansiering brukar vanligtvis delas in två grenar, investeringsmarknaden och kreditmarknaden (Bengtsson, 2018). Kreditmarknaden inbegriper all bank-, obligation- och penningmarknad. Det här examensarbetet fokuserar på obligationsmarknaden och närmare bestämt gröna obligationer, därför görs nedan en närmare utvidgning om dessa begrepp.

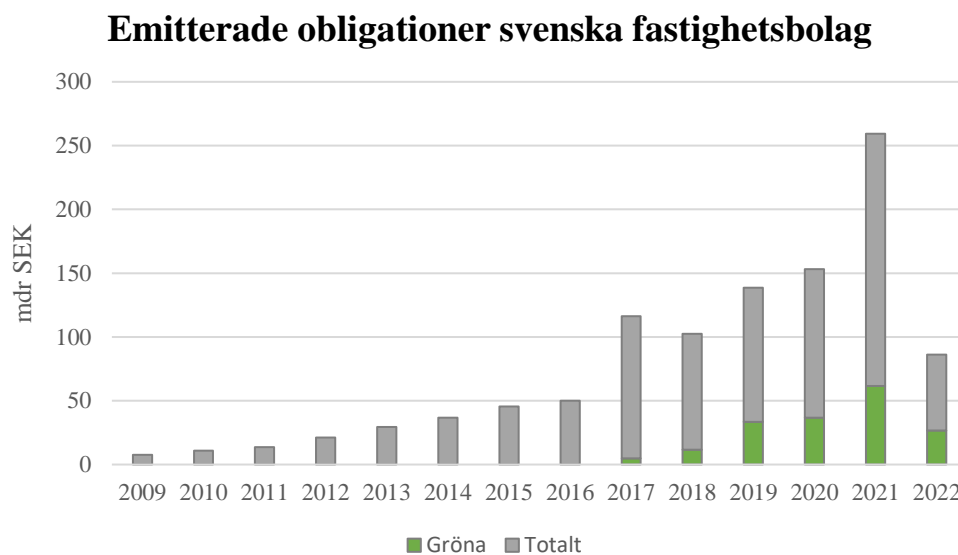
3.1.1 Obligationer

När traditionella banklån eller användning av eget kapital inte räcker till, eller av andra anledningar prioriteras bort, utgör obligationer ett möjligt finansieringsalternativ (Anjou & Oxenstierna, 2016). Obligationer är finansiella instrument och fungerar som räntebärande skuldebrev med en förutbestämd löptid och ger avkastning till investerare i form av ränta (SOU 2017:115). En obligation utgör en möjlighet för en aktör med finansieringsbehov att få in nytt externt kapital. Företag, stater, banker och kommuner är alla exempel på organisationer som kan emittera obligationer (Anjou & Oxenstierna, 2016). Genom att emittera en obligation på kreditmarknaden kan en aktör med finansieringsbehov införskaffa kapital då investerare köper obligationen. Investeraren erhåller avkastning under obligationens löptid i form av ränta och emittenten förbinder sig till att betala tillbaka det nominella beloppet vid obligationens avtalade förfalldatum (SOU 2017:115). Emittenten blir alltså en låntagare och de investerare som köper obligationen definieras som långivare (Anjou & Oxenstierna, 2016).

Gröna obligationer i den svenska fastighetsbranschen

Obligationer utgör en betydande stor andel av många pensionsfonders tillgångsportföljer (OECD, 2012).

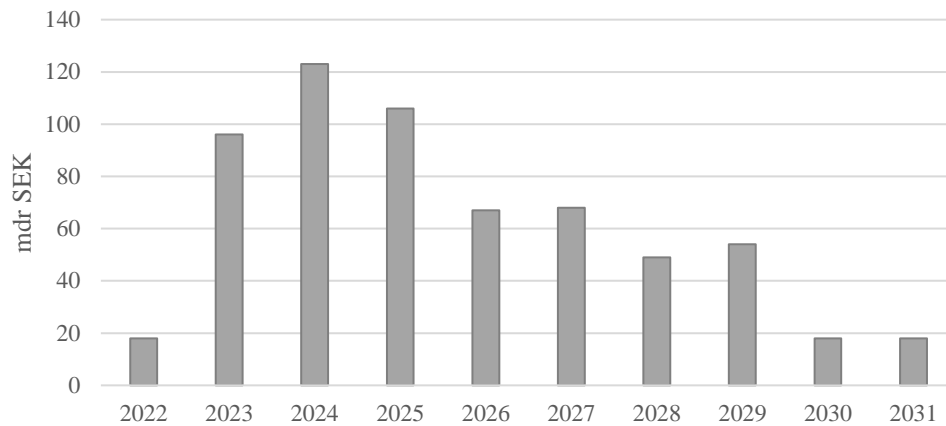
Obligationer är ett vanligt finansieringsalternativ för många fastighetsbolag. För svenska fastighetsbolag har den aggregerade emissionsvolymen stadigt ökat de senaste åren, vilket illustreras grafiskt i Figur 4. I figuren visas även hur stor andel av dessa som är gröna obligationer. Som synes i figuren så emitterade svenska fastighetsbolag obligationer under 2021 till ett totalt värde av över 250 mdr SEK, vilket är en markant ökning jämfört med alla tidigare år. Siffrorna för 2022 är inte fulländade då året ännu inte är slut.



Figur 4, illustrerar aggregerad emissionsvolym för emitterade obligationer av svenska fastighetsbolag. *Källa: Bloomberg*

Den kraftiga ökningen beror troligtvis på den starka konjunkturen och en gynnsam lågräntemiljö. En stor del av de emitterade obligationerna är gjorda på icke säkerställd basis (Landeman, 2017). Nästan 40% av den totala utestående stocken företagsobligationer i Sverige är emitterade av svenska fastighetsbolag, vilket gör det till en betydande stor del (ibid). Landeman (2017) ser det som positivt att fastighetsbolag finansierar sig på kapitalmarknaden då det ger en ökad diversifiering av deras upplåning. Flera av de större svenska fastighetsbolagen (Balder, Hemsö och Sagax, för att nämna några) har även sökt sig till den internationella obligationsmarknaden där de emitterar obligationer i Euro (ibid). Många av de svenska fastighetsbolagen har en relativt kort kapitalbindning. Inom de närmsta tio åren uppgår den aggregerade förfallovolymen till ca 600 mdr SEK, vilket illustreras i Figur 5.

Förfall obligationer svenska fastighetsbolag



Figur 5, illustrerar aggregerad emissionsvolym som förfaller årligen för emitterade obligationer av svenska fastighetsbolag. Källa: Bloomberg

Att investera i obligationer innebär alltid en risk för investeraren. För att en investerare ska vara beredd att köpa obligationer och därmed bära denna risk är kompensation i form av ränta därför nödvändigt. Den totala risken för en investerare att genomföra en investering kan delas upp i olika typer av risk. Det finns en *kredit- och motpartsrisk*, som innebär att emittenten av en obligation inte uppfyller sina åtaganden att betala ränta och vid löptidens slut det nominella beloppet. Det finns även en *ränterisk*, då räntan påverkar obligationspriset. När marknadsräntan stiger så sjunker priset på obligationen. Ränterisken ökar med obligationens löptid och det finns därför en risk att investeraren gör en förlust om obligationen planeras att säljas vidare i förtid. En tredje risk är den *likviditetsrisk* som uppstår då en tillgång inte kan avyttras tillräckligt snabbt till ett marknadsmässigt pris. Denna risk är särskilt påtaglig på mindre marknader och innehavaren kan då bli tvungen att sänka priset för att avyttra obligationen. En ytterligare risk är den *inflationsrisk* som finns i att investerarens förväntningar inte stämmer överens med det verkliga utfallet. (SOU 2017:115)

3.1.2 Gröna obligationer

Enligt International Capital Market Association, fortsättningsvis förkortat ICMA, (2021) definieras gröna obligationer som någon typ av obligationsinstrument där likviden används för att, helt eller delvis, finansiera eller refinansiera nya och/eller befintliga berättigade gröna projekt. Gröna obligationer ska inte förväxlas med sociala- eller hållbarhetsobligationer då det förekommer en definitionsmässig skillnad. Sociala obligationer avser alla typer av obligationsinstrument där likviden uteslutande används för att finansiera eller refinansiera helt eller delvis nya och/eller befintliga sociala projekt som strävar efter att hantera en specifik social fråga eller att uppnå positiva sociala resultat (Maragopoulos, 2022). Hållbarhetsobligationer avser alla typer av obligationsinstrument där likviden uteslutande används till att finansiera eller refinansiera en kombination av både gröna och sociala projekt (ibid).

Gröna obligationer möjliggör för investerare att styra kapital till klimat- och miljövänliga investeringar (Ferlin & Sternbeck Fryxell, 2020). Den huvudsakliga skillnaden mellan gröna obligationer och vanliga obligationer är att det kapital som anskaffats via gröna obligationer måste gå till miljömässigt hållbara projekt (World Bank, 2015; CBI & HSBC, 2017). Annars fungerar gröna obligationer på precis samma vis som vanliga obligationer, såväl tekniskt som finansiellt. Bland svenska fastighetsbolag är det vanligt förekommande att emittera just gröna obligationer. Fastighetsbolagens emission av gröna obligationer underlättas av att de ofta redan har en hög andel miljöcertifierade fastigheter, både under uppförande och i sina befintliga fastighetsbestånd, som därmed kan läggas till grund för de gröna obligationerna (Landeman, 2018).

Emittenter av gröna obligationer måste även ta fram ett så kallat grönt ramverk. I det gröna ramverket ska det finnas en beskrivning på hur anskaffat kapital ska användas och hur det valet görs, men även en beskrivning på kapitalets betydelse och hur det utvärderas, redovisas och slutligen rapporteras (Ferlin & Sternbeck Fryxell, 2020). Genom att emittera gröna obligationer kan emittenter signalera till marknaden att de satsar på miljömässigt hållbara projekt och aktivt försöker minska sitt miljömässiga fotavtryck (Flammer, 2021).

Det kan finnas flera olika incitament till att emittera gröna obligationer. Några av de vanligaste incitamenten till att emittera gröna obligationer uppges vara att: fler potentiella investerare nås, emissionen innebär lägre kapitalkostnader och emissionen görs för att möta investerarens efterfrågan på hållbara investeringsalternativ (Maltais & Nykvist, 2020). Två nyligen genomförda studier har även konstaterat att företag som emitterat en grön obligation har kunnat se en positiv respons på aktiepriset (Flammer, 2021; Tang & Zhang, 2020). Flammer (2021) finner också att emittenter av gröna obligationer upplever en ökning bland antalet långsiktiga investerare. Även fast det är tveksamt om gröna obligationer har en signifikant påverkan i att flytta kapital från icke-hållbara till hållbara investeringar, bidrar de gröna obligationerna till att stärka de emitterande bolagens gröna ambitioner, vilket smittar av sig på kapitalmarknaden (Maltais & Nykvist, 2020).

Den första gröna obligationen emitterades 2008 av Världsbanken i samarbete med Skandinaviska Enskilda Banken (Ferlin & Sternbeck Fryxell, 2020). Världsbankens gröna obligation omfattade 3,35 miljarder kronor och hade en löptid på sex år. Det ramverk som togs fram och låg till grund för emissionen av den gröna obligationen var det första i sitt slag och kom därmed att bli en förebild för efterföljande branschstandarder (SOU 2017:115). Även fast den första gröna obligationen emitterades med framgång så hade den nya finansieringsformen en trög start. En möjlig förklaring till den tröga starten är den finanskris som samtidigt drabbade världen, då investeringar generellt minskade och fokus på hållbarhet prioriterades bort (Banga, 2019; SOU 2017:115). Det verkliga startskottet för gröna obligationer kom först några år senare då världens första gröna företagsobligation emitterades av det svenska fastighetsbolaget Vasakronan 2013, vars gröna ramverk bygger på principer från det

ramverk som utvecklades av Världsbanken och SEB (Vasakronan, 2013). Vasakronans gröna obligation omfattade 1,3 miljarder kronor och användes bland annat till gröna sedumtak som minskar energibehovet i bolagets byggnader, laddplatser för elbilar och åtgärder som gynnade värmeåtervinning (ibid). Gröna obligationer finansierar mestadels projekt inom energi-, fastighets- och transportbranschen som 2021 tillsammans stod för hela 81% av det emitterade kapitalet (CBI, 2022).

De senaste åren har marknaden för gröna obligationer vuxit kraftigt (Banga, 2019; Ferlin & Sternbeck Fryxell, 2020). Efterfrågan på gröna obligationer uppges vara tre gånger så stor som utbudssidan (Nauman, 2020). Enligt en undersökning som Handelsbanken nyligen genomfört så uppges en klar majoritet, 66% av de tillfrågade investerarna, att de skulle köpa fler gröna obligationer om utbudet var större (Boman, 2022). En anledning till den kraftiga tillväxten är att investerare blir alltmer miljömedvetna och gärna vill visa att de investerar hållbart (Banga, 2019; Pham, 2016). För 2021 emitterades gröna obligationer världen över till ett rekordstort totalt värde motsvarande ca 522,7 miljarder USD, vilket nästan motsvarar en 75% ökning jämfört med 2020 (CBI, 2022). För jämförelse så emitterades gröna obligationer till ett värde av ca 290 miljarder USD under 2020 och till ett värde av ca 266 miljarder USD under 2019 (CBI, 2021a). Marknaden för gröna obligationer i SEK uppskattades vara den fjärde största i världen under 2018, efter USD, EUR och CNY (Landeman, 2018). För utvecklingsländer är tillväxttakten lägre, där höga kostnader i samband med en emission av gröna obligationer och bristen på lämpliga finansiella institutioner uppges vara den huvudsakliga anledningen (Banga, 2019).

3.2 Standarder och riktlinjer för den gröna obligationsmarknaden

Idag finns det inga krav på vilka obligationer som får kalla sig för gröna, varken i Sverige eller EU. Det finns däremot flera globala branschstandarder och riktlinjer som utvecklats av marknadsaktörer, vilka förtydligar vad som bör anses som grönt. Dessa utvecklas kontinuerligt och innehåller riktlinjer för processer i samband med emittering, förslag på hållbara investeringar samt hur validering och rapportering bör ske. Den vanligaste och mest använda standarden för gröna obligationer är Green Bond Principles (fortsättningsvis GBP). En standard som är mer nischad och som ställer mer detaljerade krav är Climate Bonds Standard (fortsättningsvis CBS), utvecklad av Climate Bonds Initiative (fortsättningsvis CBI). Det som skiljer nämnda standarder åt är att CBI tagit fram en tillhörande taxonomi till CBS med detaljerade kriterier för vad som anses vara miljö- och klimatmässigt hållbart. (SOU 2017:115)

Även EU har meddelat att de kommer att införa en standard för gröna obligationer, EU Green Bond Standard. Standarden som än så länge endast utgör ett förslag, ska ha syftet att harmonisera den gröna obligationsmarknaden inom EU och baseras till stor del på GBP. (Europeiska kommissionen, 2021a)

3.2.1 Green Bond Principles

GBP bygger på frivilliga riktlinjer som riktar sig till marknadsaktörerna. Ramverkets syfte är att öka transparensen i utvecklingen av den gröna obligationsmarknaden genom att förtydliga tillvägagångssättet för hur emissionen av en grön obligation bör gå till (ICMA, 2021). Ramverket vägleder emittenter av gröna obligationer kring vilka kriterier som bör uppfyllas och tillhandahåller investerare med den information som behövs för att utvärdera miljöeffekterna av deras investeringar i gröna obligationer (ICMA, 2021). GBP gavs ut för första gången 2014 och har sedan dess uppdaterats flera gånger, senast i juni 2021. GBP togs fram genom ett samarbete av flera storbanker² (SOU 2017:115). Idag övervakas och utvecklas GBP av ICMA:s medlemmar; som huvudsakligen utgörs av aktörer på finansmarknaden såsom investerare, stor- och centralbanker, legala rådgivare och emittenter (ICMA, 2021).

GBP består av fyra centrala delar:

1. Emissionslikvidens användning
2. Process för utvärdering och val av projekt
3. Förvaltning av emissionslikvid
4. Rapportering

De två huvudsakliga rekommendationerna som återfinns i GBP är att emittenter av gröna obligationer själva upprättar egna gröna ramverk i linje med GBP och som sedan genomgår en extern granskning. Den externa granskningen bör genomföras av en oberoende tredjepart, med syfte att främst följa upp att emissionslikviden gått till sådana projekt som definierats i emittentens gröna ramverk. På så vis kan en högre nivå av transparens på den gröna obligationsmarknaden nås. (ICMA, 2021)

Emissionslikvidens användning

Enligt GBP är det viktigaste vid en emission av gröna obligationer att specificera vad emissionslikviden faktiskt ska användas till. De projekt som finansieras av en grön obligation ska tydligt bidra till en bättre miljö och om möjligt bevisas numeriskt av emittenten. I GBP återges en vägledande lista av projektkategorier som stöds eller förväntas stödjas av marknaden för gröna obligationer. Några exempel är: projekt som gynnar förnybar energi, projekt som riktas till utveckling av hållbara transporter och projekt som gynnar hållbar hantering av vatten och avloppsvatten. Även projekt som innefattar energieffektivisering i form av nya och renoverade byggnader och därtill energilagring bör klassificeras som gröna. En vanligt förekommande användning av emissionslikviden är även att den används för att miljöcertifiera nya och befintliga byggnader. (ICMA, 2021)

Process för utvärdering och val av projekt

Emittenten rekommenderas att tydligt kommunicera till investerarna hur processen för att fastställa om projektet ingår i någon av de projektkategorier som tidigare nämnts,

² Bank of America Merrill Lynch, Citi, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, JPMorgan Chase, BNP Paribas, Daiwa, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, Mizuho Securities, Morgan Stanley, Rabobank och SEB.

vilka miljömässiga hållbarhetsmål som projektet avser att gynna och om några potentiella risker identifierats i samband med projektet. Emittenten bör även kommunicera hur projektet bidrar till emittentens övergripande arbete med miljömässig hållbarhet och vilka kriterier som används i processen för utvärdering av potentiella projekt. (ICMA, 2021)

Förvaltning av emissionslikvid

Emittenten ska se till att emissionslikviden enkelt kan spåras och övervakas av investerare. Investerare ska underrättas med jämna mellanrum hur den emissionslikvid som ännu inte använts till något projekt tillfälligt förvaltas av emittenten. (ICMA, 2021)

Rapportering

Emittenten bör årligen upprätta en rapport som tydliggör vad emissionslikviden använts till. Rapporten bör även innehålla en kort beskrivning av projekten som finansierats och deras förväntade bidragande nytta. Emittenten uppmanas även att rapportera kvalitativa och kvantitativa resultatmätt som emissionslikviden bidragit till i den mån det är möjligt. Syftet med rapporteringen är att öka transparensen på marknaden. (ICMA, 2021)

3.2.2 Climate Bonds Standard

Climate Bonds Standard (CBS) är en frivillig certifiering av gröna obligationer som utfärdas av Climate Bonds Initiative. De fyra övergripande principerna i GBP finns även i CBS och CBS påminner därför till stor del om GBP, men istället för frivilliga riktlinjer så bygger CBS på uppställda krav som definieras i en till standarden tillhörande taxonomi (CBI, 2021b). I den tillhörande taxonomin uppges bland annat att anläggningar som finansieras med emissionslikviden inte får ha en energianvändning på överstigande 15% från icke-förnybara energikällor och byggnader som finansieras med likviden måste tillhöra de 15% bästa i det nationella beståndet när det kommer till låga utsläpp av koldioxid (CBI, 2021b). Om en grön obligation har upprättats i linje med CBS så kan investeraren vara säker på att den gröna obligationen uppfyller kraven i GBP, att emittenten använder sig av marknadens bästa praxis för rapportering och verifiering, samt att emissionslikviden går till projekt som bidrar till att nå parisavtalets uttalade mål om att hålla den globala temperaturökningen under två grader Celsius (CBI, 2019).

När en grön obligation certifieras enligt CBS kan investeraren vara säker på att kraven är uppnådda för vad som kan klassas som grönt och miljömässigt hållbart. Certifieringen fungerar som en kvalitetsstämpel och underlättar på så vis investerarnas due diligence arbete, vilket kan spara mycket tid och kapital. För emittenter kan certifieringen främst användas i marknadsföringssyfte och för att tydligt kommunicera till marknaden att obligationen uppnår de högt ställda kraven. Certifieringen har utformats för att vara i linje med den av EU föreslagna EU Green Bond Standard.

För att behålla sin certifiering måste emittenten årligen rapportera vad emissionslikviden används till och att de projekt och tillgångar som finansieras uppnår

de krav som ställs i den tillhörande taxonomin (CBI, 2019). Emittenter uppmanas även att rapportera emissionslikvidens betydelse i form av vilka mätbara resultat som åstadkommit tack vare obligationen, men detta är inget obligatoriskt krav. En emittent kan ansöka om certifiering när som helst, då en obligation kan certifieras såväl innan den emitteras som efter den har emitterats, men även certifieras efter att obligationen löpt ut (CBI, 2019). Kostnaden för att certifieras består dels av kostnader för att ta fram processer och rutiner för utvärdering av vilka investeringar som kan godkännas, dels kostnader som uppstår i samband med förvaltning och rapportering av emissionslikviden. Själva certifieringskostnaden som betalas till CBI är 0,1 procent av obligationens nominella belopp och betalas som en engångskostnad efter att obligationen har emitterats (SOU 2017:115).

3.2.3 European Green Bond Standard

I januari 2020 kommunicerade Europeiska Kommissionen att de hade planer på att utveckla och implementera en europeisk standard för gröna obligationer (Europeiska Kommissionen, 2020). I juli 2021 presenterade Europeiska Kommissionen sitt förslag på en europeisk standard för gröna obligationer, European Green Bond Standard, fortsättningsvis förkortat EU GBS. Standarden togs fram med syftet att främja hållbar finansiering och vidareutveckla den gröna obligationsmarknaden genom att underlätta för marknadsaktörer att ta fram storskalig finansiering för klimat- och miljövänliga investeringar (Europeiska kommissionen, 2021a). Standarden ska underlätta för både publika och privata investerare med ett intresse för miljömässigt hållbara investeringar genom att minska risken för greenwashing³ med att ställa höga krav på emittenter av gröna obligationer. Det ska åstadkommas genom att fastställa tydliga definitioner för hållbarhet och vad som menas med ekonomiska verksamheter, samt genom upprättandet av ett heltäckande ramverk för registrering och tillsyn av externa tredjepartsgranskare.

EU GBS är frivillig och ingår som en del i EU:s gröna giv som har till syfte att göra EU till en modern, resurseffektiv och konkurrenskraftig ekonomi. EU GBS bygger på nuvarande marknadspraxis och har många likheter med tidigare presenterade GBP och CBS. Standarden består av fyra centrala delar:

1. Anpassning till EU:s taxonomi
2. Publicering av ett ramverk för gröna obligationer
3. Rapportering av användning och effekt
4. Genomförande av obligatorisk verifiering från externa tredjepartsgranskare

EU GBS skiljer sig från de tidigare presenterade standarderna för gröna obligationer (GBP och CBS) på tre sätt. För det första så får det allokerade kapitalet endast användas till investeringar och ekonomiska verksamheter som linjerar med definitionen av vad som är att anse som miljömässigt hållbart enligt EU:s taxonomi. De tekniska granskningskriterier som fastställs i taxonomin ska följas. För det andra så måste

³ Greenwashing är när ett företag utger sig för att vara miljömedvetet i marknadsföringssyfte medan de faktiskt inte genomför några anmärkningsvärda hållbarhetsinsatser.

emittenterna följa de stränga upplysningskrav som sätts i standarden gällande vad det allokerade kapitalet används till och vilken påverkan det fick. Detta ska säkerställas av externa tredjepartsgranskare. För det tredje så ska de externa tredjepartsgranskare som används vara registrerade hos och övervakade av ESMA⁴. Detta krav syftar till att säkerställa kvaliteten på deras tjänster och tillförlitligheten på deras utlåtanden. (Europeiska kommissionen, 2021a)

3.2.4 Extern tredjepartsgranskning

När bolag emitterar obligationer så kan de välja att emittera grönt, som tidigare beskrivet. Som ett minimum kan emittenterna själva tillhandahålla uppgifter och detaljer till investerarna om de gröna kriterierna för användningen av emissionslikviden, till exempel i ett ramverk för gröna obligationer. För mer insyn och transparens kan emittenter också använda sig av en extern tredjepartsgranskning av de gröna ramverken. Detta för att säkerställa att den gröna obligationen faktiskt kan leva upp till sitt namn som grön och säkerställa att bolagen följer det som man kommunicerar. En klar majoritet av alla emittenter väljer att tredjepartsgranska sitt gröna ramverk, främst för att kommunicera till marknaden och visa på transparens mot sina investerare (CBI, 2022).

Av de gröna obligationer som emitterats under 2021 uppges 86% ha genomgått en extern granskning för att säkerställa att de är att anse som gröna (CBI, 2022). Detta är en minskning med två procentenheter jämfört med 2020 då 88% av de emitterade gröna obligationerna uppgavs vara externt granskade (CBI, 2022).

Det finns ett flertal organisationer som genomför tredjepartsgranskningar av gröna ramverk, t.ex. Sustainalytics, Oekom och CICERO. Sedan 2008 har det norska forskningsinstitutet CICERO⁵ varit den världsledande aktören på marknaden för granskning av gröna ramverk och tredjepartsutlåtande (Clapp, 2016). Institutet har granskat en överlägsen majoritet av de gröna ramverk som finns på den svenska obligationsmarknaden (CICERO, u.å.). Vid granskning så förs en dialog med emittenten där fokus läggs på emittentens avsikt med den gröna obligationen, vad emissionslikviden ska användas till och hur pass transparent bolaget är i sitt gröna ramverk och rapportering (Clapp, 2016). CICERO:s utlåtanden går längre än GBP genom att basera sitt tillvägagångssätt på forskning. Institutet har fokus på definition av "grön" för att avslöja potentiella klimat- och miljörisker och beskriver sitt tillvägagångssätt som dynamiskt där utveckling av metoden sker i takt med att vetenskapen och marknaden utvecklas (Clapp, 2016).

⁴ European Securities and Markets Authority (ESMA) är en oberoende EU-myndighet som bidrar till att säkra stabiliteten i EU:s finansiella system genom att stärka skyddet för investerare och främja stabila och ordnade finansiella marknader.

⁵ CICERO är en förkortning och står för Center for International Climate and Environmental Research – Oslo.

3.3 EU:s Taxonomi

I juni 2020 inrättade EU en förordning (Europaparlamentets och rådets förordning 2020/852) som fortsättningsvis benämns som EU:s taxonomi. Taxonomin utgör ett redskap för klassificering av ekonomiska verksamheter. Taxonomin används för att avgöra om verksamheterna väsentligt bidrar till att nå EU:s miljömål och därmed kan anses som miljömässigt hållbara. Taxonomin utgörs av artiklar som kan likställas med en kapitelindelning och som gemensamt bildar ett ramverk. Med tiden kommer taxonomin att uppdateras med tillägg för att förbättra dess tillämplighet.

Taxonomin togs fram för att förtydliga vad som ska anses vara en miljömässigt hållbar ekonomisk verksamhet och harmonisera denna definition på unionsnivå. På så vis kan taxonomin bidra till att underlätta finansiering av hållbarhetsprojekt inom hela unionen då enhetliga kriterier används av marknaden. Syftet med taxonomin är att styra kapitalflödena mot mer hållbara investeringar. Det ska åstadkommas genom att skapa incitament för investerare att finansiera miljömässigt hållbara projekt samtidigt som företag uppmuntras att inleda nya projekt som bidrar till miljömässig hållbarhet. Ekonomiska verksamheter kan bedömas som miljömässigt hållbara om de uppfyller taxonomins vetenskapligt baserade kriterier. Taxonomin kan således användas av företag och investerare för att tydliggöra vilka projekt som är miljömässigt hållbara och därmed bidra till att finansiering för dessa projekt anskaffas på ett tillförlitligt sätt. Taxonomi ska även fungera som en grund för utveckling av framtida hållbara investeringsverktyg. (Europaparlamentet, 2020)

För att en investering ska klassificeras som miljömässigt hållbar ska den enligt EU:s taxonomi, artikel 3:

“I syfte att fastställa i vilken grad en investering är miljömässigt hållbar ska en ekonomisk verksamhet anses vara miljömässigt hållbar om den ekonomiska verksamheten

- a) Bidrar väsentligt till ett eller flera av miljömålen i artikel 9 i enlighet med artiklarna 10–16,*
- b) Inte orsakar betydande skada för något av miljömålen i artikel 9 i enlighet med artikel 17,*
- c) Utförs i överensstämmelse med de minimiskyddsåtgärder som fastställs i artikel 18, och*
- d) Överensstämmer med tekniska granskningskriterier som har fastställts av kommissionen i enlighet med artikel 10.3, 11.3, 12.2, 13.2, 14.2 eller 15.2.”*

De miljömål som anges i EU:s taxonomi, artikel 9 är:

- a) Begränsning av klimatförändringar.*
- b) Anpassning till klimatförändringar.*
- c) Hållbar användning och skydd av vatten och marina resurser.*
- d) Omställning till en cirkulär ekonomi.*
- e) Förebyggande och begränsning av miljöföroreningar.*

f) Skydd och återställande av biologisk mångfald och ekosystem.

Kriteriet om att inte orsaka någon betydande skada för något av miljömålen syftar till att undvika investeringar som kan klassificeras som miljömässigt hållbara men som samtidigt orsakar skada för något av de övriga miljömålen (Europaparlamentet, 2020). Här inkluderas även de tjänster och produkter som kan tillkomma som en konsekvens av en investering (ibid).

När företag anpassar sin verksamhet efter EU:s taxonomi kommer det innebära att mer tillförlitlig och jämförbar information om företagens hållbarhetsarbete blir allmänt tillgänglig på marknaden för intressenter och investerare (Europeiska kommissionen, 2021b). Taxonomin ställer även krav på banker, finansmarknadsbolag och noterade bolag med över 500 anställda att redovisa sin andel gröna intäkter i samband med publicering av årsredovisningarna för verksamhetsåret 2021 och framåt. Rapportering enligt taxonomin införs också stegvis. Den första rapporteringen kommer således att ske under 2022 och då endast utgå från de två första miljömålen, begränsning av- och anpassning till klimatförändringar. Från och med 2023 (rapportering för verksamhetsåret 2022) ska rapportering ske för samtliga sex miljömål, där företag och verksamheter som omfattas av taxonomin måste rapportera hur stor andel av deras omsättning som är förenlig med de krav som definieras i taxonomin, andelen gröna tillgångar enligt taxonomin, samt vilka driftsutgifter (opex⁶) och investeringar (capex⁷) som kan kopplas till dessa tillgångar. Även fast det inte är obligatoriskt för alla bolag att rapportera om hur de förhåller sig till EU:s taxonomi, finns det en förhoppning om att även mindre bolag som inte omfattas ska ta efter, med syfte att vara i framkant av en hållbar utveckling (Europaparlamentet, 2020). Ett exempel är det svenska fastighetsbolaget Vasakronan som trots att de inte behöver rapportera enligt taxonomin, väljer att göra det som en konsekvens av investerarens förväntningar (Vasakronan, 2022).

Med syfte att komplettera taxonomin och förtydliga vad som anses vara miljömässigt hållbart, har Europeiska kommissionen (2021b) tagit fram en första delegerad förordning som fokuserar på de två första av de sex angivna miljömålen. Förordningen ska användas för att avgöra under vilka villkor en ekonomisk verksamhet ska anses väsentligt bidra till begränsningen av eller anpassningen till klimatförändringarna. Förordningen ska också användas för att avgöra om den ekonomiska verksamheten inte orsakar någon betydande skada för något av de övriga miljömålen. För att göra det har kommissionen fastställt en första uppsättning tekniska granskningskriterier, vilka ska tillämpas från den 1 januari 2022 och som specificeras i den delegerade förordningen. De tekniska granskningskriterierna ska även ange de minimikrav som är nödvändiga för att undvika betydande skada för andra miljömål. De tekniska granskningskriterierna ska regelbundet ses över och om nödvändigt, anpassas i linje med vetenskapliga och tekniska framsteg (Europaparlamentet, 2020).

⁶ Opex är löpande kostnader för att underhålla en produkt, tjänst eller ett system. Det kan till exempel vara lokalhyra eller förbrukningsmaterial.

⁷ Capex är motsatsen till opex och innebär kostnader för nyutveckling eller nya investeringar.

3.3.1 Tekniska granskningskriterier som berör bygg- och fastighetsbranschen

I den till taxonomin kompletterande förordningen (Kommissionens delegerade förordning (EU) 2021/2139) anges de tekniska granskningskriterier som definierar vad som är att anse som en miljömässigt hållbar investering. De tekniska granskningskriterierna anger villkor för att avgöra om en ekonomisk verksamhet anses bidra väsentligt till de två första miljömålen (begränsning av- och anpassning till klimatförändringar). De tekniska granskningskriterierna används också för att avgöra om den ekonomiska verksamheten inte orsakar någon betydande skada för något av de övriga miljömålen. I den delegerade förordningen anges tekniska granskningskriterier för sju ekonomiska verksamheter kopplade till bygg- och fastighetsbranschen:

1. Uppförande av nya byggnader
2. Renovering av befintliga byggnader
3. Installation, underhåll och reparation av energieffektiv utrustning
4. Installation, underhåll och reparation av laddstationer för elfordon i byggnader (och parkeringsplatser i anslutning till byggnader)
5. Installation, underhåll och reparation av instrument och anordningar för mätning, reglering och kontroll av byggnaders energiprestanda
6. Installation, underhåll och reparation av tekniker för förnybar energi
7. Förvärv och ägande av byggnader

Nedan anges kortfattat de kriterier som ställs för att de ekonomiska verksamheterna ska anses väsentligen bidra till miljömålen. En mer utförlig beskrivning och vilka krav som ställs på de ekonomiska verksamheterna för att inte orsaka betydande skada på något av de övriga miljömålen, finner läsaren bäst i Kommissionens delegerade förordning (EU) 2021/2139.

1. Uppförande av nya byggnader

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *begränsning av klimatförändring* krävs att uppförandet av nya byggnader (Europeiska kommissionen, 2021b):

1. Har ett beräknat behov av primärenergi som är minst 10% lägre än det tröskelvärde som angetts för de nationella kraven på nära nollenergi-byggnader. Energiprestandan certifieras med hjälp av en energideklaration.
2. Byggnader som överstiger 5000 m²:
 - a. Ska genomgå testning för lufttäthet och termisk integritet. Om eventuella brister eller avvikelser identifieras ska investerare och kunder informeras. Ett alternativ till testning av termisk integritet är att tillförlitliga och spårbara processer för kvalitetskontroll används under byggnationen.
 - b. Ska ha en genomförd beräkning av byggnadens globala uppvärmningspotential under hela byggnadens livscykel som kan lämnas ut till investerare och kunder på begäran.

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *anpassning till klimatförändring* krävs att uppförandet av nya byggnader (Europeiska kommissionen, 2021b):

1. Har tillämpat lösningar som betydligt minskar de viktigaste fysiska klimatriskerna som är väsentliga för den specifika verksamheten.
2. För verksamheten väsentliga fysiska klimatrisker har identifierats genom en klimatrisk- och sårbarhetsanalys. Analysen ska stå i proportion till verksamhetens omfattning och förväntade livslängd.
3. Analysen ska bygga på bästa praxis och riktlinjer i enlighet med de senaste rapporterna från IPCC och andra expertgranskade vetenskapliga publikationer.
4. De lösningar som tillämpas får ej medföra någon negativ inverkan på andra människor, naturen, kulturarv, tillgångar eller annan ekonomisk verksamhet. Lösningarna ska i möjligaste mån förlita sig på blå eller grön infrastruktur, vara förenliga med lokala, regionala eller nationella anpassningsplaner och anpassningsstrategier, samt övervakas och mätas mot på förhand fastställda indikatorer.

2. Renovering av befintliga byggnader

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *begränsning av klimatförändring* krävs att renoveringen (Europeiska kommissionen, 2021b):

1. Uppfyller tillämpliga nationella och regionala byggnadsföreskrifter för ”större renoveringar”.
2. Eller att renoveringen medför att det ursprungliga behovet av primäre energi reduceras med minst 30%, vilket valideras genom ett energicertifikat.

För att renoveringen ska anses väsentligt bidra till miljömålet *anpassning till klimatförändring* tillämpas samma kriterier som i punkt 1. (Europeiska kommissionen, 2021b)

3. Installation, underhåll och reparation av energieffektiv utrustning

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *begränsning av klimatförändring* krävs att verksamheten består av en av följande individuella åtgärder (Europeiska kommissionen, 2021b, ss. 128–129):

- a) Tillägg av isolering till befintliga skalkomponenter
- b) Implementering av energieffektiva fönster
- c) Implementering av energieffektiva dörrar
- d) Implementering av energieffektiva ljuskällor
- e) Implementering av luftkonditionering- och vattenuppvärmningssystem, inklusive utrustning med koppling till fjärrvärmestjänster, med mycket effektiv teknik
- f) Implementering av vatten- och energisnåla beslag för köks- och badrumskranar

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *anpassning till klimatförändring* ställs samma krav som formulerats i punkt 1. (Europeiska kommissionen, 2021b).

4. Installation, underhåll och reparation av laddstationer för elfordon i byggnader (och parkeringsplatser i anslutning till byggnader)

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *begränsning av klimatförändring* ställs inga specifika krav.

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *anpassning till klimatförändring* ställs samma krav som för tidigare beskrivna verksamheter (Europeiska kommissionen, 2021b).

5. Installation, underhåll och reparation av instrument och anordningar för mätning, reglering och kontroll av byggnaders energiprestanda

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *begränsning av klimatförändring* krävs att verksamheten består av en av följande individuella åtgärder (Europeiska kommissionen, 2021b):

- a) Implementering av smarta termostatsystem, zontermostater eller avkännare, inklusive rörelse- och dagsljusstyrning
- b) Implementering av system för fastighetsautomation, energiförvaltning av byggnader eller belysningskontroll
- c) Implementering av smarta mätare för el, gas, kyla och värme
- d) Implementering av fasad- och takelement med skuggning eller solstyrning.

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *anpassning till klimatförändring* ställs samma krav som för tidigare beskrivna verksamheter (Europeiska kommissionen, 2021b).

6. Installation, underhåll och reparation av tekniker för förnybar energi

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *begränsning av klimatförändring* krävs att verksamheten består av installation, underhåll eller reparation av en av följande eller tillhörande teknisk utrustning (Europeiska kommissionen, 2021b):

- a) Solcellssystem
- b) Solcellspaneler för varmvatten
- c) Värmepumpar som bidrar till målen för förnybar energi
- d) Vindturbiner
- e) Solfångare
- f) Enheter för lagring av värmeenergi eller elektrisk energi
- g) Högeffektiva mikrokraftvärmeanläggningar
- h) Värmeväxlare/värmeåtervinningssystem

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *anpassning till klimatförändring* ställs samma krav som för tidigare beskrivna verksamheter (Europeiska kommissionen, 2021b).

7. Förvärv och ägande av byggnader

För att en verksamhet med koppling till förvärv och ägande av byggnader ska anses väsentligt bidra till miljömålet *begränsning av klimatförändring* krävs att (Europeiska kommissionen, 2021b):

1. Byggnader som uppförts före den 31 december 2020 måste åtminstone uppnå en energideklaration i klass A, alternativt att byggnaden är bland de 15% bästa i det nationella eller regionala byggnadsbeståndet uttryckt i behov av primärenergi vid drift. Här ska det göras en skillnad på byggnader som utgör bostäder och byggnader som inte är bostäder.
2. Byggnader som uppförts efter den 31 december 2020 måste uppfylla de krav som specificerades för den ekonomiska verksamheten *1. Uppförande av nya byggnader*.

För att tydliggöra vad som avses med att byggnaden är bland de 15% bästa i det nationella eller regionala byggnadsbeståndet har Fastighetsägarna (2021), tillsammans med företrädare för fastighetsbranschen, tagit fram gränsvärden utifrån tillgänglig statistik för energideklarationer. Gränsvärdena avses uppdateras regelbundet under fjärde kvartalet varje år. Gränsvärdena presenteras i Tabell 2.

Tabell 2, beskriver gränsvärden olika byggnadskategorier (Fastighetsägarna, 2021b).

Byggnadskategori enligt energideklarationer	Topp 15%-gräns för byggnader uppförda före 31 december 2020 (KWh/m ² enligt BBR 29)
Flerbostadshus	75
Hotell, pensionat och elevhem	98
Restaurang	94
Kontor och förvaltning	89
Butiks- och lagerlokaler för livsmedelshandel	83
Butiks- och lagerlokaler för övrig handel	85
Köpcentrum	98
Vård, dygnet runt	96
Vård, dagtid	92
Skolor	98

För att anses väsentligt bidra till miljömålet *anpassning till klimatförändring* ställs samma krav som för tidigare beskrivna verksamheter (Europeiska kommissionen, 2021b).

4 Resultat

I det här avsnittet redovisas det resultat som undersökningen genererat.

4.1 Gröna obligationer som finansieringsform

På senare år har obligationer som finansieringsform blivit allt vanligare för fastighetsbolag och gröna obligationer är inget undantag. Detta bekräftas av respondenterna i den här studien. Det finns flera anledningar till att fastighetsbolag väljer att finansiera delar av sin verksamhet med gröna obligationer. Anledningar och motiv som framkom under undersökningen var:

- Det är ett bra sätt att marknadsföra hållbarhetsarbetet jämt mot investerare.
- Det gjorde det möjligt att få tillgång till ytterligare medel för finansiering.
- Finansieringsformen breddar den finansiella risken genom att inkludera olika typer av belåningsformer.
- Gröna obligationer medför finansiella fördelar med bra villkor.
- Man breddar investerarkretsen och attraherar fler investerare.
- Det är viktigt för varumärket och det är viktigt för att visa att bolaget påverkar världen på ett positivt sätt.
- Finansieringsformen efterfrågades av investerare.

R11 och R13 uttrycker sig så här när frågan ställs om vad de anser är det huvudsakliga motivet till att använda gröna obligationer som finansieringsform:

”Nu har det gröna blivit det nya svarta, eller det vanliga, bland banker pratar man inte om obligationer längre utan att nämna grönt eller hållbart eller hållbarhetslänkat. Så det är dels en finansieringslösning, men för oss är motivet också mycket att skapa incitament internt kring våra hållbarhetsmål och hållbarhetskriterier.” (R11)

”Den främsta anledningen är att man når en bredare investerarkrets. Man når investerare som man inte hade nått om man inte var grön. Sen är det även en liten prisfråga, men den är ganska marginell. Sen är det även bra PR och bra marknadsföring, både externt och internt.” (R13)

Att använda de gröna obligationerna som finansieringsform är ett resultat av ett ökat intresse bland investerare. Det är egentligen kapitalmarknaden och investerarna som verkligen har en möjlighet att göra skillnad genom att styra kapitalet mot mer gröna tillgångar. De gröna obligationerna är bara ett hjälpande verktyg som driver på

branschen i en grön och miljömässigt hållbar riktning. Idag finns det investerare som endast väljer att investera i gröna tillgångsklasser och då utgör de gröna obligationerna ett bra alternativ. Det finns en större efterfrågan på grönt än på icke-grönt och det upplevs som lättare att införskaffa kapital genom att emittera en grön obligation kontra en traditionell obligation som inte är grön. Det märks tydligt av att gröna investeringar även är attraktiva då kapitalmarknaden är inne i mer osäkra tider. Samtliga respondenter vittnar om att det upplevs som enklare att anskaffa kapital via en grön obligation jämfört med en traditionell.

Flera av respondenterna menar även på att det faktum att obligationerna är gröna medför att investerarna är beredda att acceptera en lägre ränta, vilket innebär att finansieringsformen ofta är ett billigare alternativ än traditionella obligationer och banklån för fastighetsbolagen. Det beror dock på rådande marknadsklimat och skillnaden uppges vara marginell, cirka 2–10 räntepunkter. Samtidigt lyfter flera av respondenterna fram att de administrativa kostnaderna, både i form av tid och pengar, ökar betydligt då man väljer att emittera gröna obligationer eftersom det medför ett större arbete i samband med rapportering.

Det lyfts också fram att finansieringsformen har hjälpt till att utveckla det interna hållbarhetsarbetet, både kommunikationsmässigt och som ett påtryckningsmedel för att kunna fortsätta utvecklas. Genom att koppla de gröna obligationernas kriterier till de interna hållbarhetsmålen kan man få organisationen att jobba mot en grönare inriktning, samtidigt som finansiella fördelar uppstår.

Nackdelarna som lyfts fram med finansieringsformen är få till antalet. Det som upplevs som problematiskt är att en emission av en grön obligation kräver mycket arbete initialt sett första gången bolaget emitterar. Det går åt både tid och pengar att utforma de gröna ramverk som behövs, men även att utvärdera kriterier och krav på vad som kan klassas som grönt. Sedan är det mer tids- och kostnadskrävande än traditionella obligationer även efter det att obligationerna har blivit emitterade då det på gröna obligationer ställs högre krav på åiterrapportering och redovisning av vad emissionslikviden har använts till.

I Sverige är det vanligt förekommande bland fastighetsbolag att emittera obligationer och just gröna obligationer har blivit extra populärt de senaste åren. Varför det är så vanligt förekommande bland just fastighetsbolag uppges vara för att det är enkelt (R15). Fastighetsbranschen är en kapitalintensiv bransch med ett stort behov av finansiering. Fastigheterna kan användas som säkerhet vid emissionen där det med relativt små medel går att verifiera och visa på att fastigheterna kan ses som gröna tillgångar tack vare det stora utbudet av miljöcertifieringar som finns inom branschen (R14). En miljöcertifiering i sig medför inte alltid att fastigheterna blir gröna tillgångar men kan utgöra underlag till den samlade bedömningen i kombination med kompletterande mätning av viktiga nyckeltal. Det är relativt enkelt att mäta och samla in data för t.ex. energiförbrukning och därmed på ett konkret sätt visa vilken nytta emissionslikviden har haft då energieffektiviserande åtgärder har genomförts. R14 och R15 formulerar sig så här:

”Därför att man har en sådan tillgång i balansräkningen som är lätt att miljöcertifiera helt enkelt och som kan uppnå en grön status. Man kan kvantifiera hur mycket fastigheterna är värda och man kan låna på fastigheterna. Så fastighetsbolag, allt annat lika, har ganska lätt att emittera gröna obligationer. Även om det kostar lite att plocka ut de här certifieringarna så är det ett bra sätt att se till att man får en kostnadseffektiv finansiering.” (R14)

”Det är lätt att mäta på just fastigheter. Du har certifieringsnivåer, du har energidata och du kan följa upp avfall och allt möjligt.” (R15)

4.2 Gröna Ramverk

Gröna ramverk upprättas inför att en grön obligation ska emitteras. Samma gröna ramverk kan ligga till grund för flera gröna obligationer om bolaget emitterar mer än en. Vid framtagandet av det gröna ramverket är det vanligt att bolagen samarbetar med en bank med erfarenhet av obligationer och kapitalmarknaden. Exempel på banker som de intervjuade bolagen har samarbetat med uppges vara flera svenska storbanker som till exempel Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank.

Samtliga respondenter uppger att deras gröna ramverk följer Green Bond Principles (GBP). Några av respondenterna uppger att de känner till andra standarder som exempelvis CBI men att de inte valt att fokusera på dessa. Två av respondenterna (R5, R9) har även valt att gå ett steg längre där man nu har på plats, eller håller på att utveckla, ett grönt ramverk som är anpassat utefter den föreslagna European Green Bond Standard och de krav som hittills fastställts i EU:s taxonomi.

Flera av respondenterna (R1, R6, R8, R13, R14, R15) ser det som nästa steg, att anpassa det gröna ramverket efter taxonomin, men avvaktar för tillfället. De inväntar en mer komplett taxonomi med färdigställda krav och vill först se hur andra aktörer på marknaden väljer att agera.

”Ramverket följer Green Bond Principles. Sen har vi en tanke på att uppdatera ramverket enligt EU:s taxonomi och koppla så den följs, kanske även EU Green Bond Standards, vi håller på att kolla på det.” (R15)

”På sikt tror jag att alla bolag kommer ha gröna ramverk som uppfyller taxonomins krav.” (R14)

Viss kritik har dock lyfts fram mot det nuvarande systemet att emittenterna själva tar fram sina egna gröna ramverk. Det krävs idag mycket jobb av investerare att försöka förstå sig på hur de gröna ramverken fungerar och vad som skiljer bolagen åt. Det är viktigt att det blir jämförbart. R3 menar på att det hade varit bättre om det fanns ett mer unisont system som gjorde ramverken mer lika och inte så spretiga.

”Som det funkar nu att alla fastighetsbolag tar fram sitt eget ramverk och sätter sina egna nivåer är egentligen... det går inte att jämföra. Jag tittade på väldigt många ramverk innan jag skrev vårt ramverk och det är ju väldigt olika vilket angreppssätt, hur många indikatorer man redovisar och på vilka nivåer man tittar på.” (R3)

Kritik har också lyfts mot EU:s taxonomi. R7 och R15 menar på att det är en allt för byråkratisk produkt där vissa punkter är väldigt specifika och detaljerade medan andra krav lämnas mer öppna för tolkning. R15 uttrycker sig så här:

”Jag skulle säga att Green Bond Principles är mer marknadsanpassat och kan användas praktiskt på ett annat sätt. Det är kanske främst för att de som har hittat på standarden vet hur det funkar på kapitalmarknaden, medan taxonomin är en ren byråkratisk produkt. Det är en stor skillnad. Så jag tror att det jag har sett hittills från EU kommer medföra att det blir mycket omständligare och dyrare att göra gröna obligationer och mer uppföljning och dokumentation.” (R15)

Angående kravet på återrapportering som finns i GBP, så uppger samtliga respondenter att rapportering sker årligen genom att publicera en investerarrapport på sina respektive bolags hemsidor. Det är enligt de riktlinjer som finns i GBP. Ingen av respondenterna har mottagit någon kritik från investerarna angående sin rapportering. R11 berättar att det kommit ett fåtal frågor på hur själva mätningarna av nyckeltal går till men inget om att det skulle vara otydligt eller otillräckligt. R12 förvånas över att det inte har inkommit några synpunkter. Även R15 är tämligen förvånad över den svaga responsen men tror det har att göra med att det saknas någon unison återrapporteringsstandard. Alla som rapporterar gör det på aningen olika sätt, där man själv väljer vilka detaljer som ska lyftas fram. Det blir därmed problematiskt för investerare att tolka och jämföra datapunkterna då det läggs mycket ansvar i att de själva är införstådda med hur olika fastigheter fungerar. R7 sticker ut då de kvartalsvis publicerar en förenklad rapportering utöver den årliga investerarrapporten.

Angående rekommendationen att låta en oberoende tredjepart granska de gröna ramverken så uppger samtliga bolag att de följt denna rekommendation. På så vis kan bolagen säkerställa och visa på att de upprättade gröna ramverken uppfyller de högt ställda hållbarhetskraven. Det oberoende analysinstitutet CICERO är den organisation som majoriteten av de intervjuade bolagen har använt sig av för tredjepartsgranskning.

4.3 Gröna obligationers bidrag till en mer hållbar fastighetsbransch

Huruvida de gröna obligationerna bidrar till en mer hållbar fastighetsbransch är inte helt solklart. Det hade säkerligen bedrivits ett medvetet hållbarhetsarbete inom branschen även fast gröna obligationer inte fanns, speciellt med avseende på ökade energikostnader, dyrare byggnadsmaterial och en högst aktuell klimatkris. R1 menar på att de gröna obligationernas syfte främst är att slussa resurser till det som är bra för

miljön, eller mindre dåligt för miljön, beroende på vad man bygger för någonting. All nyproduktion medför en viss miljöpåverkan som är oundviklig. Både R1 och R7 tror att de gröna obligationerna inte påverkar hållbarhetsarbetet inom branschen, utan vill istället poängtera att det är tvärtom. Ett fokuserat hållbarhetsarbete möjliggör nya upplåningstyper där gröna obligationer är ett attraktivt alternativ när bolag innehar stora gröna fastighetsbestånd. R1 tror att det måste bli dyrare att finansiera verksamheter som inte är gröna, då intensifieras hållbarhetsarbetet på riktigt. Även R9 är av denna åsikt och formulerar sig så här:

”Vi bedriver ett så pass intensivt och långsiktigt hållbarhetsarbete så grön finansiering i sig påverkar inte vår strategi. Vi har inte incitamentet att vi måste ha grön finansiering för att skapa förutsättning att ytterligare investera i fastigheter, utan snarare tvärtom. Vi skapar förutsättningar för grön finansiering genom det hållbarhetsarbetet vi gör och det möjliggör att vi kan bygga.” (R9)

R2 lyfter fram att miljömässigt hållbara investeringar uppmärksammas mer tack vare de gröna obligationerna, en åsikt som även delas av flera andra respondenter. R3 säger att den gröna obligationen bidrar till ett större miljömässigt intresse inom organisationen och att fler ifrågasätter varför vissa byggnader inte är miljöcertifierade. När fler blir intresserade av miljömässigt hållbara investeringar så ökar trycket på hela bolaget och miljöarbetet intensifieras. R5 poängterar även att det inte bara är internt inom den egna organisationen som de gröna obligationerna fungerar som påtryckningsmedel, utan att intresset även finns hos investerarsidan som därmed ställer krav på branschen. För att fastighetsbolag ska kunna erhålla nytt kapital via obligationer så krävs det ett visst miljötänk. R15 tycker att de gröna obligationerna ökar transparensen på kapitalmarknaden och det blir mer tydligt vad investerarnas pengar används till. Samma respondent säger att de väljer en högre standard av miljöcertifieringar tack vare de gröna obligationerna, något som även R5 knyter an till.

R10 är av uppfattningen att de gröna obligationerna driver på branschen att genomföra mer miljömässigt hållbara investeringar, när kapital som är öronmärkt för just gröna investeringar allokeras. Samma respondent vill dock poängtera att många av investeringarna troligtvis hade gjorts ändå, men att de genomförs i ett högre tempo tack vare de gröna obligationerna. R11 är av en liknande uppfattning och uttrycker sig så här:

”Innan var det att man inte trodde det var möjligt att bygga utifrån de här energikraven och så vidare, medan nu är det så att vi måste göra det för att de här investeringarna är viktiga för våra gröna obligationer.” (R11)

R14 tror att de gröna obligationerna bidrar till en mer hållbar fastighetsbransch på så vis att det är en profilfråga. Genom att emittera gröna obligationer visar bolag att de är miljömässigt engagerade vilket i sin tur kan attrahera både investerare och hyresgäster.

Några av respondenterna menar på att bolagen genomför fler och större investeringar med inriktning på miljömässig hållbarhet, medan andra menar att den typen av investeringar hade genomförts ändå, då det ingår i bolagens uttalade hållbarhetsstrategier. Energieffektiviserande åtgärder och andra typer av miljömässigt hållbara investeringar hade genomförts ändå, men kanske inte i samma takt. De gröna obligationernas största bidrag är att hållbarhetsarbetet intensifieras och går vidare då fokuset på grönt genomlyser varje beslut. Det är påtryckningar som respondenterna har märkt av, både internt inom den egna organisationen och extern från investerarna. R3 vittnar om att det blir svårare att motivera köp av fastigheter som inte har en grön profil i och med den gröna obligationen, eftersom fastigheten då inte kan finansieras med den gröna obligationen. Få fastighetsbolag vill idag äga fastigheter som inte är gröna eller som inte kan bli gröna då de troligtvis kommer vara en dålig investering på sikt. Det förekommer stora utmaningar i det äldre beståndet då byggnadstekniska hinder i många fall omöjliggör vissa typer av energieffektiviserande åtgärder.

4.4 Finansiering utöver de gröna obligationerna

Inget av bolagen som medverkat i studien förlitar sig enbart på gröna obligationer som finansieringsform, det förekommer även andra typer av finansieringsformer som t.ex. traditionella och gröna banklån. Även fast majoriteten av de miljömässigt hållbara investeringarna ryms inom bolagens gröna ramverk så används även ytterligare kapital för att finansiera verksamheten.

”Vi lånar egentligen bara grönt. Förutom gröna obligationer så har vi även gröna banklån, både via vanliga banker och med de statliga bankerna. Sen har vi gröna företagscertifikat som är lite kortare instrument som har maxlöptid på ett år.” (R15)

Även kapital som inte kan klassas som grönt används av flera av de intervjuade bolagen. Anledningen till det uppges vara de finansiella risker som följer med att enbart använda sig av kapitalmarknadsfinansiering. En annan anledning uppges vara att för vissa av bolagen så är det inte möjligt att enbart använda sig av grön finansiering. Med grön finansiering följer villkor som måste vara uppfyllda, om det inte är möjligt måste kapital som inte är grönt användas istället. Flera av respondenterna (R9, R10, R14) vittnar om att det alltid finns en finansiell risk med kapitalmarknadsfinansiering, därför är det bra att ha en kombination av olika typer av finansieringslösningar där t.ex. banklån nämns. Respondenterna uppger att kapitalmarknaden vid intervjutidpunkten är väldigt ansträngd och att det inte går att emittera obligationer till bra villkor just nu. Det beror främst på den ränteoro som just nu råder, den höga inflationen och konsekvenserna av kriget i Ukraina.

4.5 Implementering av EU:s taxonomi

När respondenterna tillfrågas om de anser att det borde vara ett krav för bolag som emitterar gröna obligationer att följa EU:s taxonomi så går åsikterna isär. R1 anser att det kan vara en god idé att göra taxonomin obligatorisk då det kan bidra till att minska risken för greenwashing, men är även beredd att revidera sin åsikt beroende på hur den slutgiltiga taxonomiförordningen ser ut. Samma respondent menar att om alla bolag följer samma typ av ramverk och riktlinjer istället för att utveckla sina egna, så skulle marknaden både bli mer transparent och även fungera bättre sett till ett finansiellt perspektiv. Det viktigaste är att de skillnader som finns i EU (sett till klimat och ekonomiska förutsättningar) jämnas ut med hjälp av ett rättvist regelverk eller standard. Det ska inte vara så komplicerat att förstå sig på och tolka olika bolags gröna ramverk, det måste bli enklare. För att jämföra en grön obligation med en annan så måste man just nu läsa ett helt ramverk, sen måste man läsa tredjepartsgranskningen på samma ramverk och sen läsa investerarrapporten. Därefter kan man själv skapa sig en egen uppfattning om det som kommuniceras av ett annat bolag innebär samma sak eller inte.

R14 tycker att taxonomin tydliggör vad som anses vara en grön och miljömässigt hållbar investering, samtidigt som taxonomin bidrar till att minska risken för greenwashing. Taxonomin har därmed en viktig uppgift att fylla och utgör en grund för striktare regler kopplat till gröna obligationer och kan användas som ett verktyg för att förbättra den gröna obligationsmarknaden. Taxonomin kan underlätta mycket för investerarna som då får en standard att hålla i handen som innebär att de slipper sitta och lusläsa mängder av ramverk som inte ser likadana ut.

R2, R3 och R11 tycker att det finns en bra ambition med att göra taxonomin obligatorisk för alla, men anser att kriterierna måste bli mer tydliga och anpassade till den svenska fastighetsmarknaden först. Taxonomin kan göra det lättare att jämföra hur gröna bolagen i branschen faktiskt är. R2 föreslår att taxonomin hade kunnat bestämma en viss miljöcertifiering som krav, då det hade gjort rapporteringen mer jämförbar mellan bolagen istället för att alla bolag själva ska välja egna nivåer av certifieringsgrad. R3 anser att den stora problematiken med taxonomin är kopplad till rapportering. Det blir ett för tungt och krävande arbete för mindre bolag med få anställda.

R4 ser ingen nackdel med att taxonomin implementeras och tror att om taxonomin lagstadgas så kommer det driva på den gröna omställningen i en accelererande takt. Det återstår dock en del arbete med de tekniska granskningskriterierna då nuvarande krav inte är fullt tillämpbara för det äldre beståndet. R5 är av en annan åsikt och anser istället att det är bra att taxonomin är frivillig. Trots det så har bolaget valt att frivilligt anpassa sig efter taxonomin och följa de riktlinjer som anges. R5 tycker också att vissa av kraven är onödigt detaljerade för sitt syfte som är att driva på utvecklingen i rätt riktning, man behöver inte gå ner på detaljnivå då. Även R10 tycker det är bra om taxonomin förblir frivillig och har inte valt att anpassa sig efter den. Även R6 tycker att det är bra att taxonomin än så länge är frivillig. R6 anser att det fortfarande finns för

stora frågetecken och oklarheter gällande de tekniska granskningskriterier som har presenterats.

”När jag går in och tittar på våra fastigheter så vet jag fortfarande inte vilka som enligt taxonomin i så fall skulle vara hållbara, utan där är det mer vårt ramverk som blir mer tydligt för vårt bestånd.” (R6)

Respondenten anser att konsekvenserna av att implementera taxonomin inte är tillräckligt utredda för att göra taxonomin obligatorisk. Störst kritik riktas mot de tekniska granskningskriterier som berör förvärv och ägande av byggnader. Byggnader som uppförts före den 31 december 2020 måste åtminstone uppnå en energideklaration i klass A, alternativt att byggnaden är bland de 15% bästa i det nationella eller regionala byggnadsbeståndet uttryckt i behov av primärenergi vid drift. Här menar respondenten på att det är en avsevärt stor skillnad mellan EU:s medlemsländer när det kommer till förutsättningar att uppföra en byggnad med energideklaration A. Det beror på klimatet och vilken typ av byggnad det är. R6 menar därmed att taxonomin inte är färdigutvecklad då den behöver anpassas efter olika typer av klimat, en åsikt som även delas med R7 och R8.

”Om man jämför olika länder i EU, säg energideklaration A och B, ja i Frankrike hade alla våra fastigheter haft A eller B i betyg för våra fastigheter är så pass mycket bättre och behöver vara det i vårt klimat. Det blir så svårt att i EU ha samma regelverk, utan att anpassa det efter klimat eller typ av byggnader.” (R6)

R6 vill dock lyfta fram att en trolig fördel med taxonomin är att den underlättar för internationella investerare att framöver jämföra bolag med avseende på miljömässig hållbarhet, när samma krav ställs unisont i hela EU.

R9 är positiv till att göra taxonomin till ett obligatoriskt regelverk för alla att följa. EU:s taxonomi skapar en förflyttning av kapital. Även fast det finns svårigheter med att skapa förtydligande och rimliga kriterier så är ambitionen helt rätt. Marknaden måste drivas av att ständigt förbättras, både när det kommer till klimatanpassning och energieffektivisering. Respondenten vill också lyfta kritik mot de tekniska granskningskriterier som berör förvärv och ägande av byggnader. Respondenten anser att kriterierna inte är tillräckligt utredda och ifrågasätter om de verkligen är implementerbara då fastigheter skiljer sig så otroligt mycket åt beroende på lokalisering, användningsområde och andra typer av förutsättningar. Det är inte helt genomtänkt hur kriterierna ska se ut, då skillnader mellan olika länder utgör en stor problematik när det kommer till fastighetssektorn.

R15 delar samma åsikt som R6 och R9, de nuvarande formulerade tekniska granskningskriterierna som berör förvärv och ägande av byggnader medför endast att de grönaste byggnaderna förblir gröna. Många investerare vill finansiera en omställning, men om bara de grönaste fastigheterna eller bolagen kan finansieras med gröna obligationer så blir det ingen riktig omställning, vilket respondenten ser som en

risk med taxonomin. R15 anser att det är för lätt att uppnå taxonomins krav vid nybyggnation men att man för befintliga fastigheter har tänkt fel. Nu blir det fokus på den lilla andel som räknas till de 15% bästa, det är resten man egentligen vill komma åt. R15 riktar även kritik mot vad som anses vara de 15% bästa och menar på att det är en flytande definition:

"Det kommer bli jätteförvirrande när vi rapporterar i ena kvartalet och har halva vårt bestånd som grönt, men sen i nästa kvartal är det en annan fastighetsägare som renoverat upp sitt bestånd och då kommer vi ha mycket mindre. Det kommer bli väldigt stökigt att hålla reda på vilka som är de 15% bästa fastigheterna." (R15)

R7 och R11 tror att det kan vara bra att ha dubbla redskap, att dels förhålla sig efter taxonomin, dels att följa GBP. På sikt tror respondenterna att taxonomin kan utvecklas till att bli det enda nödvändiga ramverket, men att den för nuvarande är för ny och oprövad. Taxonomin är välkommen då den tydliggör vilka ekonomiska verksamheter som är att anse som gröna. Respondenterna anser dock att det finns en problematik med att taxonomin för vissa punkter är extremt detaljerad medan den för andra punkter lämnar ett större tolkningsutrymme.

"Jag tycker att det här relativitetsmålet visar på att allt är relativt. Vi ska bli bättre i branschen och tävlar mot varandra på ett positivt sätt att vara bland de här 15% bästa. Men det visar också att det inte är helt vetenskapligt förankrat. Vi baserar mycket av vårt arbete på forskning, så då kan jag tycka att taxonomin har tappat lite på det som branschen hade önskat utifrån hur vi jobbar i praktiken och ha med forskningsperspektivet." (R11)

R7 kritiserar även taxonomin med att det läggs ett allt för stort fokus på nyproduktion. Respondenten menar att den största miljöpåverkan uppstår vid nyproduktion av fastigheter. Beroende på hur man tolkar taxonomin så kan det upplevas som mer miljövänligt att riva och bygga nytt istället för att förädla det befintliga beståndet, vilket är fel. R3 är av samma åsikt. Som kraven ser ut idag så är de relativt enkla att uppnå för nyproduktion av fastigheter, men i vissa fall omöjliga för det befintliga äldre beståndet. Många fastigheter i det äldre beståndet som är över 100 år gamla har på sätt och vis en avbetalad klimatskuld och är troligen bättre ur en miljösynpunkt än att bygga nytt, då det är nyproduktion som lämnar det största klimatavtrycket. Men detta är inget som taxonomin tar hänsyn till idag.

"Den stora mängden CO₂ är ju inte i det befintliga beståndet utan det är när man river gammalt och bygger nytt. Men det gynnas ju av taxonomin, riv det gamla och bygg nytt, bara det lever upp till taxonomins krav så är det jättebra. Fast att CO₂ avtrycket är tusenfalt. Så det kan ju också riskera att styra väldigt fel." (R7)

"Vårt fastighetsbestånd matchar inte riktigt kraven i taxonomin. Vi kommer ha en ganska liten del som är i linje med taxonomin med tanke på åldern på våra

fastigheter. Jag är jätteglad att det tagits fram ett gemensamt ramverk, men igen, så inriktar det sig mer på nya fastigheter än äldre." (R3)

R1, R2, R5, R6 och R10 uppger att de håller på att utreda hur taxonomin kan komma att påverka deras bolagsstrategier och hållbarhetsarbete, främst med fokus på rapportering. Det är ett omfattande arbete som tar mycket tid för bolagens anställda. R9 har redan anpassat sig efter taxonomin och arbetar ständigt med att kontrollera att bolaget förblir i linje med angivna riktlinjer. Bolaget har även varit engagerat i att utforma taxonomin genom att skicka in en remiss till EU om tilläggsändringar till tidigare presenterade versioner av taxonomin. R11 har också valt att anpassa sig efter taxonomin i ett tidigt skede då de aktivt ville vara med och bidra till en hållbar utveckling inom branschen. Det är en stor utmaning men det kommer troligen bara bli jobbigare om man inte är med från början då taxonomin blir mer och mer komplex och utökas med fler kriterier. Detta är även något som bolagets investerare vill se.

4.5.1 Respondenternas förslag på ändringar

Majoriteten av respondenterna är kritiska till taxonomin på ett eller annat vis. R2 tycker att taxonomin borde bli mer tydlig i de tekniska granskningskriterierna och mer anpassad efter svensk standard så den blir lättare att tolka. R3 och R12 hade främst velat se en ändring i taxonomin angående hur man ser på nyproduktion jämfört med det äldre fastighetsbeståndet. Ett förslag är att det blir skilda krav på nyproduktion och det befintliga beståndet, som idag har svårt att leva upp till de satta kriterierna. R4 och R7 vill se tydligare formuleringar på vad som avses med topp 15% bästa i det nationella eller regionala byggnadsbeståndet och hur det ska verifieras. R6 föreslår att man kan använda sig av taxeringsuppgifter för att skilja olika fastigheter åt och därmed sätta olika typer av krav. En problematik som uppstår då är att det inte finns samma information eller liknande förutsättningar hos resten av EU:s medlemsländer.

R5 är av en annan åsikt och anser istället att taxonomin är för detaljerad för sitt eget syfte. Syftet är att driva arbetet i en riktning, inte att gå ner och kontrollera bolag på detaljnivå. De mest detaljerade kriterierna anses därmed som onödiga.

R9 tycker att taxonomins tekniska granskningskriterier som rör energi är alldeles för låga för nyproduktion. För det äldre beståndet finns det stora utmaningar men inte när det kommer till nyproduktion. Därför borde dessa omarbetas.

R11 anser att om taxonomin ska göras tvingande så behövs det bättre formulerade konsekvenser på vad som händer om man som emittent inte följer eller lever upp till ramverket. Det behövs bättre och mer validering av data, där bättre kontroll görs över vad pengarna som allokeras faktiskt går till. Det är viktigt att de bolag som inte kan leva upp till vad de har lovat får ta konsekvenser.

4.6 Möjligheten att emittera gröna obligationer

EU:s taxonomi är idag inte obligatorisk för alla bolag inom EU utan endast för finansmarknadsaktörer, börsnoterade företag samt andra stora företag av allmänt intresse som ska ta fram en hållbarhetsrapport i samband med årsredovisningen. Ytterligare aktörer kommer även att omfattas i framtiden. Det åligger därför bolagen att frivilligt anpassa sina verksamheter, vilket vissa är angelägna om medan andra väljer att avvakta. De krav och riktlinjer som än så länge har fastställts medför ingen större påverkan för de svenska fastighetsbolag som i nuläget emitterar gröna obligationer.

Flera respondenter vittnar om att de hittills inte märkt av någon markant påverkan när det kommer till möjligheten att emittera gröna obligationer. Något som däremot märkts av är ett ökat intresse från investerarna, där det förs diskussioner om hur pass linjerade bolagen är med taxonomin. Än så länge har taxonomin varken gjort det lättare eller svårare för bolagen att emittera gröna obligationer. Även R5 upplever ett stort intresse från investerare när det gäller hållbarhetsfrågor med koppling till taxonomin. Så länge kraven är uppnåbara så kommer det driva på fastighetsbranschen i en positiv riktning. Om kraven blir för tunga att administrera så kommer taxonomin däremot att få motsatt effekt. Det görs redan idag mycket på hållbarhetsfronten, men om taxonomin skulle sätta för höga krav som inte är uppnåbara så kommer de åtgärderna ändå att komma i skymundan från att taxonomin inte är uppfylld. Trots det tror R5 inte att tuffare krav leder till att färre gröna obligationer emitteras, bolagen kommer ändå att göra vad som krävs för att allokera kapital. R2 är rädd för att taxonomin kommer innebära ett ökat arbete för främst många mindre bolag när den implementeras, något som även R5, R6 och R8 uttrycker en oro för.

”I redovisningarna så kommer det bli mer jobb och framför allt i det inledande skedet där vi ska försöka förstå oss på allt det här. Det är såklart också ett arbete att få alla rutiner och processer på plats som krävs för att följa EU:s taxonomi.” (R2)

Trots det vill R2 lyfta fram att taxonomin är bra då den skapar en tydlighet på kapitalmarknaden och bidrar till att definiera vad som anses vara en miljömässigt hållbar investering. Fördelen med taxonomin är att samma definition görs gällande för hela EU. Tuffare krav lär leda till ett intensifierat hållbarhetsarbete då fler bolag vill visa att de är duktiga och kan leva upp till vad som förväntas. R12 är orolig över att taxonomins eventuellt tuffare krav kan leda till att vissa bolag inte kommer kunna komma åt kapitalmarknadsfinansiering då tröskeln blir för hög. Det kommer dock inte bli någon större nettoförändring i kronor, utan snarare att färre bolag emitterar gröna obligationer.

Trots att R6 riktar kritik mot taxonomin så anser respondenter att taxonomin intensifierar hållbarhetsarbetet för många bolag då den medför att miljökraven ständigt höjs, vilket också återspeglas i bolagens gröna ramverk. R4 är av en annan åsikt. Bolaget inledde ett arbete med att anpassa det gröna ramverket efter taxonomin men insåg att det ännu inte var nödvändigt, så därför pausades arbetet. En anledning var

också att bolaget anser att taxonomin fortfarande är otydlig och inte helt färdigutvecklad. De har ännu inte märkt av någon påverkan när det gäller möjligheten att emittera. R4 tror dock att taxonomin kan leda till att fler bolag inom fastighetsbranschen intensifierar arbetet med att minska energiförbrukningen. Speciellt om bankerna också tar fasta på taxonomin och trycker på branschen. Ett bra hållbarhetsarbete kan då fungera som konkurrensmedel mot andra aktörer i branschen.

R6 tror att taxonomin kommer leda till högre krav på vad som anses vara miljömässigt hållbart och grönt. R11 tror att inget bolag vill vara sämre än sin konkurrent. Om branschen börjar röra sig mot att följa taxonomin så kommer fler och fler att haka på, vilket leder till att hållbarhetsarbetet inom hela branschen intensifieras. Respondentens förhoppning är att taxonomin även ska driva på andra frågor runt omkring ESG⁸ då arbetet uppmärksammas mer internt. R1 tror att taxonomin kommer innebära att flera hållbarhetsfrågor får en större uppmärksamhet. För att det ska bli möjligt måste de tekniska granskningskriterierna dock tydliggöras.

"Vi hoppas i alla fall att omställningen till en cirkulär ekonomi tar fasta på att det är bättre att använda byggnader som redan finns än att riva och bygga nya byggnader." (R1)

R9 poängterar att det viktigaste är att investerarsidan uppmärksammar taxonomin och tar på sig ledarrollen. Det är avgörande eftersom fastighetsbranschen är så pass kapitalintensiv och beroende av investerare.

"Om kapitalet tror på taxonomin och investerarna tror på taxonomin, så kommer den att påverka i rätt riktning och bli ett påtryckningsmedel från dem att kunna erbjuda finansiering med lägre riskpremie och således lägre ränta för att man bidrar till långsiktigt hållbara tillgångar och bygger upp den typen av fastigheter som är hållbara över tid." (R9)

R15 tror att taxonomins största bidrag till fastighetsbranschen blir att fler aktörer vill energieffektivisera sina fastigheter. Taxonomin kommer troligtvis även leda till en ökad transparens på marknaden när det kommer till hållbarhetsredovisning. R7 är av en liknande åsikt och tror att taxonomin kan påverka bolagens vilja till att visa upp sitt hållbarhetsarbete än mer när man kan visa på att man är i linje med taxonomin.

"Jag tror det kan ha en effekt att pusha bolag i rätt riktning. Det är liksom dels en varumärkesfråga men speciellt om man där igenom kan få lite billigare finansiering, att det finns ett ekonomiskt incitament till det också." (R7)

⁸ ESG är en förkortning och står för "environmental, social and governance", det vill säga miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning.

4.7 Framtiden för gröna obligationer

I en föränderlig värld finns det alltid en risk med att spelreglerna för bolag förändras, då politik och miljömässiga utmaningar till viss del styr lagstiftares och beslutsfattarens intressen. Därför har respondenterna tillfrågats om de ser några övergripande risker med att framtida krav, regler eller lagar med koppling till obligationsmarknaden införs som eventuellt kan försvåra deras arbete med gröna obligationer.

R3 ser det som naturligt att så är fallet när ny information görs tillgänglig och forskning visar på ett tuffare klimat. Då måste finans- och fastighetsmarknaden visa vägen och samverka för en grönare omställning. R4 anser att det är bra med hårda krav, men de måste fortfarande vara rimliga att uppnå. Endast då kan det ske en positiv marknadsutveckling. R15 uttrycker en mild oro för att EU Green Bond Standard ska bli tvingande. För större bolag med mycket resurser skulle konsekvenserna bli hanterbara men för mindre emittenter kan det bli problematiskt då de inte har samma förutsättningar när det kommer till resurser och kapital. R5 tror inte att några nya krav i närtid kommer försvåra deras arbete med gröna obligationer.

R1 uttrycker också en viss oro för att taxonomin görs tvingande via EU Green Bond Standard som är under utveckling. Den vill man ha god tid på sig att tolka och anpassa sig efter ifall det som är grönt idag inte är att anse som grönt i framtiden. R2 hoppas att EU Green Bond Standard kan förtydliga taxonomin och vara lösningen på de oklarheter som idag oroar många bolag. Även R6 delar denna oro och uttrycker sig så här:

"Att ställa om utifrån de kraven som är nu är ett jättejobb och kostar pengar. Sen om utvecklingen går väldigt snabbt och kraven så att säga förändras och man behöver börja om med samma fastigheter igen inom överskådlig tid, då någonstans blir det att branschen känner att det ändå inte spelar roll vad vi gör, vi hinner ändå inte i kapp." (R6)

R12 tror att framtida regler och lagar kan vara positiva för kapitalmarknaden, bara de inte tas fram och verkställs för fort för då finns det en risk med att marknaden inte hinner med att anpassa sig. R8 vill poängtera att när det kommer nya standarder eller lagkrav så måste lagstiftarna bli bättre på att anpassa dem efter det befintliga beståndet och inte lägga ett för stort fokus på nyproduktion. R9 är av samma åsikt och anser att det är viktigt att nya regler och lagar utvecklas i samförstånd med marknaden. Det är viktigt att obligationsmarknaden eller kapitalmarknaden generellt är så rörlig och fri som möjligt för att säkerställa att det finns en frekvens i de obligationsemissioner som görs. R14 anser att om nya standarder införs för fastighetsmarknaden och kapitalmarknaden som får branschen att efterleva dem, så är det extremt viktigt att man inte håller på att förändra spelreglerna för tätt. Det är inte till gagn för vare sig emittenter eller investerare att tjänstemän eller politiker förändrar förutsättningarna för långsiktigt arbete. Långsiktiga stabila regler är extremt viktigt för en trögrörlig bransch som fastighetsbranschen.

Om inga större förändringar införs som väsentligt ändrar marknadsförhållandena så tror flera av respondenterna (R1, R5, R6) att emissioner av gröna obligationer kommer fortsätta öka bland de svenska fastighetsbolagen även framöver. R4 tror att även räntorna kommer utgöra en avgörande faktor för fastighetsbolagens val av finansieringsform i framtiden. R9 är av en liknande åsikt och tror att emissioner av gröna obligationer kommer fortsätta öka på sikt, men kanske inte med en lika kraftig tillväxttakt som tidigare då det just nu råder stor osäkerhet på kapitalmarknaden. Respondenten tror även att andra typer av grön finansiering kommer öka, som gröna banklån och liknande typer av hållbarhetslänkade finansiella produkter. R10 tror att utvecklingen främst kommer att påverkas om det uppstår en större prisskillnad på vad som är grönt och vad som inte kan klassas som grön finansiering. Om grön finansiering erhåller större rabatter i form av lägre räntor så kommer de gröna obligationerna att gynnas och utvecklingen fortsätta i samma höga takt. R14 är av en liknande åsikt och anser att det är investerarna som driver marknaden. När hållbarhetstänket styr beslutsprocessen så kommer de gröna obligationerna att dominera. Då fler investerare fokuserar på att investera i gröna verksamheter och väljer gröna obligationer så bortprioriteras de klassiska obligationerna. Även R15 tror att priset är den avgörande faktorn för den gröna obligationsmarknadens utveckling. Priset för val av finansieringsform är rörligt och varierar över tid beroende på räntorna, ibland är det billigare att låna i bank och ibland är det billigare med kapitalmarknadsfinansiering. Respondenten anser att en fördel med kapitalmarknaden är att det oftast går snabbare att allokera kapital.

R7 anser att taxonomins utformning kommer spela en direkt avgörande roll på hur den gröna obligationsmarknaden utvecklas. Respondenten tolkar taxonomins nuvarande formuleringar som att endast 15% av landets alla fastigheter kommer vara att anse som gröna. Det skulle kraftigt minska möjligheterna för finansiering via gröna obligationer. Det som blir avgörande är hur taxonomin formuleras, implementeras och om den görs tvingande. Respondenten är även övertygad om att andra typer av obligationer som t.ex. sociala och hållbarhetslänkade kommer att öka i framtiden hos de svenska fastighetsbolagen.

Respondenterna fick även svara på vad de tror att gröna obligationer kan bidra med till fastighetsbranschen på längre sikt. R1 och R2 tror att hållbarhetsfrågor kommer aktualiseras på ett annat vis när de binds mer till bolagens finansiering. Även R7 är av denna åsikt men respondenten tror att de gröna obligationerna måste ha en mer fördelaktig ränta för att det verkligen ska synas en stor skillnad. R3 tror att de gröna obligationerna medför att flera bolag genomför fler gröna investeringar, som i sin tur leder till bättre fastigheter med lägre energiförbrukning, vilket gynnar miljön. R6 anser att de gröna obligationerna bidrar till en mer framtida hållbar fastighetsbransch genom att öppna upp möjligheten för investerare att finansiera gröna verksamheter i fastighetsbranschen, investerare som kanske inte hade varit intresserade annars. Då fastighetsbranschen är beroende av investerare och en stor mängd kapital så är det även kapitalmarknaden som styr branschens hållbarhetsutveckling. R9 uttrycker det så här:

"Om kapitalmarknaden blir stringent för vad man kräver av en grön obligation, och det också avspeglas i finansiell risk, då driver det att man kan skapa lönsamhet genom att investera i klimatåtgärder för att säkerställa en hållbar byggnad över tid. Då får du lägre riskpremie och billigare finansiering och högre värden på dina tillgångar. " (R9)

Samtliga respondenter vittnar om ett stort intresse för gröna obligationer bland investerare. Respondenterna är överens om att intresset kommer bestå och att investerare även framgent kommer vara intresserade av att finansiera gröna obligationer inom fastighetsbranschen. R6 tror även att sociala obligationer kommer att öka och bli en populär finansieringsform i fastighetsbranschen. Det ställs lite annorlunda krav på den här typen av obligationer och det passar därmed inte alla typer av fastighetsbolag. Enligt respondenterna så är det främst fastighetsbolag som fokuserar på bostäder som har den största möjlighet att använda sig av sociala obligationer, där sociala insatser för att förbättra de boendes levnadskvalité kan genomföras. Det svåra med den här typen av obligationer är att det är svårare att mäta och följa upp vad man har åstadkommit, vilket det i många fall ställs höga krav på från investerarsidan. Där anges gröna obligationer vara betydligt mer konkreta då det är enklare att visa på vilket resultat man uppnått genom att mäta t.ex. energi- och värmeförbrukning.

R11 anser att en av de största utmaningarna för den gröna obligationsmarknaden är problematiken med redovisning. Det finns en stor förbättringspotential när det kommer till redovisning av vad det allokerade kapitalet faktiskt använts till och vad man lyckats åstadkomma tack vare det gröna kapitalet. Det är extremt viktigt med tredjepartsgranskning och att kompetenta revisorer används utifrån ändamålet. R15 föreslår att det hade varit bättre om alla bolag räknade och redovisade på samma sätt.

Under 2022 har det diskuterats flitigt i media, bland banker, investerare och fastighetsbolag vad som kommer att ske med räntorna. Det råder en stor osäkerhet för framtiden och vilka konsekvenser räntehöjningar kommer få för samhället i stort och särskilt för fastighetsmarknaden. Respondenterna har därför fått besvara frågor om hur eventuella räntehöjningar kommer att påverka deras val av finansieringsform. R3 uppger att de märker en stor skillnad i pris jämfört med föregående år. R7 berättar att bolaget är relativt räntekänsligt, samtidigt vill man ha en bred variation av finansieringskällor och inte enbart förlita sig på kapitalmarknaden eller enbart bankerna, utan det är en kombination som möjliggör bäst kapitalstruktur och riskfördelning. Beroende på hur räntorna rör sig avgör det vilken typ av finansieringskälla som väljs framöver. Flera respondenter anser att det just nu inte går att emittera på obligationsmarknaden då villkoren är alldeles för ofördelaktiga. Utvecklingen den närmsta tiden kommer vara fortsatt stökig men oron kommer att avta med tiden och marknaden kommer återgå till tidigare nivåer. R12 oroar sig inte enbart för räntehöjningar utan uttrycker även en oro över vem som ska hjälpa bolagen när det uppstår refinansieringsproblem i samband med att obligationernas löptid löper ut. Om inte bankerna kan eller vill hjälpa till så finns det en risk att många bolag framöver får problem.

5 Diskussion

I det här avsnittet analyseras och diskuteras undersökningens resultat.

Syftet med den här studien är att utreda om, och i så fall hur, gröna obligationer bidrar till ett intensifierat hållbarhetsarbete hos svenska fastighetsbolag. Därutöver ska studien även utreda hur EU:s taxonomi påverkar den gröna obligationsmarknaden. Genom att besvara studiens huvudsakliga syfte kan målet med att kartlägga hur gröna obligationer bidrar till en mer hållbar fastighetsbransch uppnås.

Studien har genomförts via ett kvalitativt förfarande där en litteraturstudie i kombination med en fallstudie på den svenska fastighetsmarknaden utgör studiens metod. För insamlande av data har semistrukturerade intervjuer med insatta bolagsrepresentanter genomförts, vilket presenterats i *Avsnitt 2.2.1* och *Tabell 1*. Genom att ta del av fakta, synpunkter och erfarenheter från dessa respondenter kan en ökad förståelse för de gröna obligationerna som finansieringsform nås. De insikter som framkommit genom de genomförda intervjuerna har presenterats i rapportens resultatdel. Nedan presenteras en diskussion av denna resultatdel där de motsägelser, iakttagelser och eventuella oklarheter som framkommit belyses. De tidigare arbeten med koppling till ämnet som presenterats i teoridelen lyfts fram i jämförande syfte.

5.1 Gröna obligationers tillväxt och vilka utmaningarna som väntar

De senaste åren har gröna obligationer som finansieringsform kraftigt ökat i popularitet hos svenska fastighetsbolag, något som bolagsrepresentanterna i studien bekräftar. Det blir även tydligt enligt statistiken i Figur 4 som presenterades i *avsnitt 3.1.1*. För bara ett par år sedan var det knappt några svenska fastighetsbolag alls som emitterade gröna obligationer. Idag har de gröna obligationerna vuxit till att utgöra ca 25% av den totala obligationsvolymen bland svenska fastighetsbolag. Respondenterna anser att de gröna obligationerna utgör den nya standardformen när det kommer till obligationsfinansiering inom branschen. Även Boman (2022) har uppmärksammat att efterfrågan bland investerare är mycket stor. Det beror med största sannolikhet på den stora uppmärksamhet som branschen har fått på senare tid i samband med en allt värre klimatkris, där gröna investeringar med inriktning på energieffektivisering och klimatförbättrande åtgärder ökar i popularitet.

Under intervjuerna har det framkommit flera motiv till att emittera gröna obligationer: marknadsföring av hållbarhetsarbetet jämt mot investerare, möjlighet att få tillgång till ytterligare finansieringsmedel, diversifiering av finansiell risk genom olika typer av belåningsformer, finansiella fördelar med bra villkor, finansieringsformen breddar investerarkretsen och attraherar fler typer av investerare, det stärker varumärket och framför allt då det efterfrågades av investerare. Flera av dessa motiv är sedan tidigare kända och bekräftas genom tidigare studier. Ferlin och Sternbeck Fryxell (2020) finner precis som Maltais och Nykvist (2020) också att de gröna obligationerna attraherar fler

investerare och Flammer (2021) finner att emissioner av gröna obligationer är positivt ur ett marknadsföringssyfte då det signalerar ett aktivt hållbarhetsarbete. Något som framkom men som inte har undersökts noggrannare i den här studien är de finansiella fördelar som uppstår i samband med att emittera just en *grön* obligation. Detta kan dock bekräftas genom tidigare kvantitativa studier där såväl Flammer (2021) som Tang och Zhang (2020) undersöker detta hos börsnoterade bolag där resultatet pekar på stigande aktiepriser. Flera av respondenterna har även angett att de erhåller en viss rabatt genom att emittera gröna obligationer jämfört med att emittera traditionella obligationer. Det är uppenbart att bolagen emitterar gröna obligationer av flera anledningar och det skulle vara felaktigt att tro att det görs av enbart en ensam anledning, utan det uppstår synergieffekter som emittenterna är väl medvetna om.

Sedan tidigare nämnda studier genomfördes har förutsättningarna på såväl kapital- som fastighetsmarknaden förändrats. Klimatkrisen har blivit alltmer uppmärksam, där media nästan dagligen rapporterar allt dystrare siffror. Samtidigt står den svenska fastighets- och kapitalmarknaden inför enorma utmaningar i takt med en skenande inflation och högre räntor, vilket medför ett tuffare marknadsklimat. Högre bygg-, underhålls- och driftskostnader i kombination med högre räntor gör det tuffare för fastighetsbolagen att nå sina finansiella mål, även fast många bolag har indexklausuler i sina hyresavtal. Högre räntor påverkar även möjligheten att emittera obligationer till rimliga villkor. Den här studien visar dock på att de bakomliggande motiven trots detta ännu inte har förändrats. Investerar och fastighetsbolag fokuserar trots den skakiga marknaden på miljö- och klimatförbättrande investeringar där de gröna obligationerna utgör en stabil grund. Hur detta kommer att förändras i framtiden är ännu oklart och inget som den här studien kan dra någon slutsats om. Respondenternas kvalificerade gissningar tyder dock på att bolagen själva tror att den positiva gröna trenden kommer att fortsätta.

En utmaning för den gröna obligationsmarknaden är de merkostnader som tillkommer i samband med en emission. Att emittera gröna obligationer skiljer sig gentemot traditionella obligationer då emittenterna måste utarbeta gröna ramverk, vilket uppges vara en kostsam och tidskrävande process för många bolag. Det läggs även mycket resurser på att leva upp till de tuffa rapporteringskrav som uppstår som en konsekvens av att emittera grönt. För större bolag med stora finansiella resurser är detta inget problem men för mindre bolag kan höga merkostnader innebära stora hinder för ny finansiering. En förutsättning för att den gröna obligationsmarknaden ska utvecklas och förbli ett populärt finansieringsalternativ även i framtiden är att kostnaderna hålls nere och inte överstiger nyttan. Annars finns det en risk för att bolagen inte anser det som ekonomiskt försvarbart och istället väljer att emittera traditionella obligationer vilket skulle kunna leda till ett minskat hållbarhetsfokus.

5.2 Utveckling av de gröna ramverken

De gröna ramverken utgör grunden vid en emission av gröna obligationer. Dels utgör de oftast ett krav för att uppnå någon typ av standard, dels är det viktigt för bolaget internt att såväl utreda som redovisa hur och till vad de gröna obligationerna ska användas för. Det bidrar till att utveckla emittentens interna kommunikation för hållbarhetsfrågor. De gröna ramverken kan variera i utseende och omfång men fyller oavsett en viktig funktion för bolagen. Det är vanligt att emittenter uppdaterar sina gröna ramverk med löpande mellanrum vilket visar på att de är anpassningsbara till rådande branschpraxis och marknadsutveckling när ny forskning läggs fram, eller då makroekonomiska händelser förändrar förutsättningarna. GBP beskrivs som en välutvecklad branschstandard som funnits under många år och som majoriteten av alla emittenter följer. GBP har haft en avgörande roll för utvecklingen av den gröna obligationsmarknaden och används inte bara som stöd för emittenter och investerare, utan används även av EU för utveckling och framtagandet av nya standarder som EU GBS, vilket tidigare nämnts i avsnitt 3.2.3. Av intervjuundersökningen har det framkommit att flertalet emittenter är väl insatta i EU:s pågående arbete och följer noggrant vilka förändringar som kan komma att påverka förutsättningarna på obligationsmarknaden. Det är högst troligt att EU GBS kommer innebära flera utmaningar för de svenska fastighetsbolagen som antingen frivilligt avser att uppnå standarden eller som blir tvingade om den skulle lagstadgas. Detta med anledning av att regelverket bygger på EU:s taxonomi som med nuvarande utseende och formuleringar innebär att flera av de svenska fastighetsbolagen inte kommer kunna leva upp till de krav som ställs, främst med avseende på kravet att byggnaderna ska uppnå energideklaration klass A alternativt vara bland de 15% bästa i det nationella eller regionala byggnadsbeståndet. En vidare diskussion om EU:s taxonomi kommer längre fram i diskussionen.

I intervjuundersökningen har det lyfts kritik mot att det inte finns någon unison standard för hur de gröna ramverken faktiskt ska se ut. Varje emittent utvecklar sitt eget gröna ramverk vilket har lett till en stor variation i vilka nivåer av nyckeltal och krav som bolagen avser uppnå med likviden från de gröna obligationerna. Det gör det svårt för investerare att jämföra olika gröna obligationer, att förstå sig på vad som skiljer obligationerna åt och vilka bolag som faktiskt gör bäst ifrån sig när det kommer till klimat och miljöfrämjande åtgärder. Respondenterna har uttryckt att det hade varit fördelaktigt med en unison standard på hur ramverken ska se ut. Det skulle kunna utgöra en lösning på problemet med olika nivåer på nyckeltal och underlätta för både emittenter och investerarsidan.

Det är förvånande att emittenterna inte fått mer respons på sin återrapportering. De högt ställda kraven om återrapportering i till exempel i GBP är till viss del för att främja investerarsidan. Även fast det handlar om positiv feedback så borde det föras en mer aktiv dialog mellan bolag och investerare. Om investerarna faktiskt bryr sig så mycket som de vill ge sken av genom att i många fall endast investera i gröna obligationer och utesluta traditionella obligationer. Det borde vara högaktuellt att följa upp vad bolagen faktiskt åstadkommer och uppmärksamma åtgärderna mer.

Gällande tredjepartsgranskningen, som samtliga emittenter har genomgått, så uppger nästan samtliga av respondenterna att man har använt sig av det oberoende analysinstitutet CICERO. Det tolkas som positivt då det därmed går att säkerställa att samtliga bolag har rättvist bedömts efter samma kriterier av samma analysinstitut. Det lägger även ett stort ansvar på CICERO att genomföra korrekta tolkningar och utföra noggranna bedömningar. Det tyder på att CICERO är den mest populära tredjepartsgranskaren hos svenska fastighetsbolag. Något som utelämnats från den här studien är att undersöka hur det ser ut utanför fastighetsbranschen och utanför Sverige. Trots att fastighetsbolagen har använt sig av samma tredjepartsgranskare så är en intressant iakttagelse i den här studien att det ändå förekommer stora variationer och olikheter i bolagens gröna ramverk, något som respondenterna också lyft fram.

5.3 Perspektiv på de gröna obligationers bidrag

Diskussionen om de gröna obligationernas bidrag till en mer hållbar fastighetsbransch kan grovt delas upp utifrån två olika perspektiv. Även fast de inte säger emot varandra så finns det en viss skillnad. Det första perspektivet som framkommit under studien är att de gröna obligationerna bidrar till en mer hållbar fastighetsbransch genom att öka fokuset på miljömässigt hållbara investeringar såväl internt som externt. När den interna organisationen fokuserar på en grönare verksamhet samtidigt som investerarsidan trycker på och vill se ett större hållbarhetsarbete i form av lägre utsläpp och bättre energiprestanda, då intensifieras arbetet inom branschen när samtliga parter agerar efter samma agenda. Tack vare de gröna obligationerna så ökar även transparensen på marknaden och det blir tydligt vilka investeringar som bolagen genomför som är kopplade till miljömässig hållbarhet. De gröna obligationerna skapar därför förutsättningar för flera gröna investeringar.

Det andra perspektivet är att ett aktivt hållbarhetsarbete möjliggör grön finansiering och inte tvärtom. Genom att förädla eller förvärva fastigheter som redan är hållbara och miljöcertifierade så ökar man andelen gröna tillgångar. Dessa fastigheter kan sedan utgöra en säkerhet för finansiering och då specifikt för grön finansiering i form av gröna obligationer. Det i sin tur kan innebära en fördelaktig finansiering i form av lägre räntor som vissa av respondenterna har lyft fram. Att gröna obligationer skulle vara billigare för fastighetsbolagen än traditionella obligationer har även bekräftats genom tidigare studier av bland annat Flammer (2021) samt Tang och Zhang (2020). Ränterabatten uppges dock vara marginell och kan därmed inte tänkas vara den huvudsakliga anledningen till att emittera en grön obligation.

5.4 Kritiken mot EU:s taxonomi

EU:s taxonomi utgör ett redskap för klassificering av ekonomiska verksamheter och kan underlätta för många aktörer, både emittenter av gröna obligationer och investerare men även andra intressenter. Syftet med taxonomin är att tydliggöra vad som är att anse som en grön och miljömässigt hållbar investering och taxonomin ska på så vis bidra till att transparensen på den gröna obligationsmarknaden ökar. Men om detta syfte inte uppnås och fel kriterier eller formuleringar används så kan taxonomin istället få motsatt effekt. Det krävs att taxonomin bygger på den senaste forskningen, där noggranna och välgenomtänkta beräkningar utförs på hela fastighetsbeståndet. Som tydliggjorts av WorldGBC (2019) så är det nyproduktion som står för de största utsläppen av växthusgaser och något som ofta glöms bort är ett längre livscykelperspektiv. Det skulle därmed vara direkt motsägelsefullt av taxonomin att premiera nyproduktion istället för investeringar i det befintliga beståndet. Detta är en problematik som lyfts fram av flertalet respondenter som anser att taxonomin idag har fel fokus.

Majoriteten av respondenterna är positiva till taxonomin men anser att det är bra att den för tillfället är frivillig. Flera respondenter tycker att EU:s taxonomi är bristfällig och inte helt färdigställd. Med nuvarande formuleringar skulle det enligt respondenterna innebära att det anses mer miljömässigt hållbart att riva en gammal fastighet för att därefter bygga en ny med miljöcertifiering. Istället för att förädla och renovera en befintlig fastighet, vilket i många fall är ett betydligt bättre alternativ för miljön. Det är i majoriteten av fallen nyproduktion som är dåligt för miljön då det innebär hög materialåtgång och därmed utsläpp i samband med tillverkning och transport. Flera av respondenterna poängterar att taxonomin just nu premierar bolag med fokus på nybyggnation och missgynnar bolag som jobbar med äldre fastighetsbestånd. Det är en stor brist med nuvarande taxonomi att allt för stort fokus läggs på förvaltning av fastigheter istället för att fokusera på att minska det klimatavtryck som uppstår i samband med nyproduktion. Olika länder i EU har betydande olika förutsättningar och det blir därmed problematiskt när fastigheter i olika länder ska jämföras. Det råder en stor variation i såväl vädermässiga förutsättningar som branschstandarder, kunskap och ekonomiska förutsättningar. Ett exempel som lyfts fram i intervjuerna är kravet på energideklarationer, där klass A skiljer sig markant mellan olika länder i EU vilket är problematiskt då länderna heller inte uttrycker energiprestanda på samma sätt. Som det är just nu möjliggör taxonomin en jämförelse mellan olika byggnader och bolag inom samma land, men så fort en landsgräns passeras blir jämförbarheten betydligt mer komplicerad och tillförlitligheten lägre.

En lösning på problematiken hade kunnat vara att kriterierna omformuleras och anpassas efter någon form av klimatzoner, då det stora problemet är de regionala klimatskillnader som finns i EU. Skillnaden i klimat och temperatur gör det väldigt enkelt att uppnå kraven i vissa delar av EU medan det blir i princip omöjligt i andra delar beroende på vilka typer av fastigheter man fokuserar på. Genom att implementera olika kriterier för olika områden med likartat klimat hade spelreglerna därmed jämnats ut för samtliga aktörer. Det hade även inneburit att alla fastigheter på så vis får nåbara klimatmål vilket troligen kommer driva fastighetsbranschen mot en mer hållbar

bransch. På så vis kan taxonomin påverka den gröna obligationsmarknaden på ett positivt vis. Hur en sådan indelning praktiskt ska gå till och implementeras kan bli problematiskt men bör utredas.

De två miljömål som hittills har förtydligats i taxonomin, som handlar om att begränsa klimatpåverkan och om anpassning utifrån klimatförändringar, innebär stora utmaningar för det äldre fastighetsbeståndet som i regel inte är lika energieffektivt som nyproduktion. Ett kriterium som satts upp i taxonomin och som återkommit i flera intervjuer är att om en emittent avser använda emissionslikviden till att renovera en befintlig fastighet så måste renoveringen innebära att behovet av primärenergi reduceras med minst 30%, för att investeringen ska klassas som miljömässigt hållbar. Det är ett krav som innebär en stor utmaning för flertalet aktörer, speciellt om man äger fastigheter med byggnadstekniska begränsningar gällande utformning och gestaltning. Även om emittenten skulle lyckas med besparingar på exempelvis 25%, vilket är mycket, så når emittenten ändå inte upp till taxonomin. Trots att 25% kan uppfattas som en hög siffra så är det alltså inte tillräckligt, vilket skulle kunna leda till att åtgärderna inte genomförs då finansiering via den gröna obligationen inte är möjligt. På så vis kan taxonomin ha motsatt effekt än vad som är avsett då den leder till att fler byggnader rivs istället för att förädlas. Detta har även kritiserats av en av respondenterna som anser att taxonomin är onödigt detaljerad för sitt syfte.

Ett annat av de tekniska granskningskriterierna som fått ta emot stor kritik från respondenterna är det kriterium som berör förvärv och ägande av byggnader. Nuvarande formulering säger att för ett förvärv eller ägande av byggnad ska innebära en begränsning av klimatförändring så måste byggnader som uppförts före den 31 december 2020 åtminstone uppnå en energideklaration i klass A, alternativt att byggnaden är bland de 15% bästa i det nationella eller regionala byggnadsbeståndet uttryckt i behov av primärenergi vid drift. Vad som är att anse som de 15% bästa i det svenska beståndet har förtydligats genom organisationen Fastighetsägarna (2021), se avsnitt 3.3.1. Trots det anser flera av respondenterna att formuleringen är otydlig och väldigt problematisk att efterleva. Fastighetsbeståndet är dynamiskt och vad som är att anse som de 15% bästa fastigheterna blir därmed väldigt flytande. Det skulle även kunna innebära flera kryphål för emittenter då emittenten endast behöver tillhöra de 15% bästa vid själva emissionen av en grön obligation. Med en lång löptid så kan detta sedan ändras och flera av fastigheterna i beståndet kan stanna i utveckling. Vad blir egentligen konsekvensen om en emittents fastigheter då inte längre tillhör de 15% bästa? Det finns idag inga beskrivna konsekvenser på detta problem och heller inga föreslagna lösningar, något som bör tydliggöras innan taxonomin fullt ut kan implementeras.

Huruvida taxonomin bör göras obligatorisk att följa för alla emittenter av gröna obligationer är däremot svårt att svara på. Det skulle innebära många fördelar i form av ökad transparens, tydligare definitioner på vad som anses vara miljömässigt hållbart, tydligare kriterier och att alla parter mäter framgångsfaktorer på samma vis. Men det skulle även innebära stora utmaningar för mindre bolag då kostnader som uppstår i samband med en emission av gröna obligationer förmodligen kommer att öka. Trots att

det främst är större fastighetsbolag som emitterar gröna obligationer så förekommer finansieringsformen även hos mindre aktörer och det skulle vara olyckligt om dessa fick längre till grön finansiering enbart på grund av dess storlek. Detta är något som bör utredas vidare för att taxonomin inte ska bidra till att skapa hinder för bolags hållbarhetsarbete.

Flertalet respondenter har uttryckt att de ser det som nästa steg i sitt arbete med gröna obligationer att anpassa sig efter EU:s taxonomi. I flera av intervjuerna har det framkommit att bolagen avvaktar med att agera då man först vill se hur andra aktörer i branschen agerar. Detta kan vara den största anledningen till att omställningen går trögt. Ett fåtal av respondenterna har inlett arbetet med att anpassa sina verksamheter efter taxonomin. Det har även framkommit att ett av bolagen inledde ett arbete med att anpassa det gröna ramverket efter taxonomin, men insåg att det ännu inte var nödvändigt så därför pausades arbetet. Det är ett tydligt tecken på att fastighetsbranschen är avvaktande och inväntar kommande förtydliganden. Det kommer bli direkt nödvändigt att flera aktörer tar nya initiativ och tar på sig ledartröjan för att resten av fastighetsbranschen ska våga att haka på.

5.5 EU taxonomins bidrag till fastighetsbranschen

EU:s taxonomi påverkar troligen inte möjligheten att emittera gröna obligationer särskilt mycket. Eftersom taxonomin inte är obligatorisk för alla så finns det inget krav på att alla emittenter måste förhålla sig till de krav som ställs. De fastighetsbolag som har medverkat i studien har hittills inte märkt av att taxonomin skulle göra det svårare för dem att emittera gröna obligationer. Respondenterna har dock märkt av ett kraftigt ökat intresse för miljömässig hållbarhet bland investerare och andra intressenter i samband med att taxonomin utvecklats. Intresset har även uppdagats inom de interna organisationerna där såväl medarbetare som beslutsfattare alltmer inser vikten av klimatanpassning och miljömässigt hållbara verksamheter. Det är troligt att det är just det som kommer bli taxonomins största bidrag till fastighetsbranschen, ett ökat intresse och en tydligare inriktning mot gröna verksamheter. Men det beror även mycket på hur taxonomin utvecklas i framtiden, vilka nya kriterier som tas fram och vilka nivåer av nyckeltal som sätts till minimum. Taxonomin bidrar även genom att förtydliga vad som anses vara miljömässigt hållbara investeringar och genom att öka transparens på marknaden när det kommer till hållbarhetsredovisning. Det blir avgörande huruvida taxonomin görs obligatorisk för alla emittenter av gröna obligationer, antingen direkt eller via EU GBS. För högt ställda krav på till exempel rapportering kommer utgöra stora utmaningar för mindre bolag då det kräver mycket resurser.

5.6 Gröna obligationers framtid

Hur svenska fastighetsbolag kommer att använda sig av gröna obligationer i framtiden kommer till stor del bero på hur taxonomin utvecklas och huruvida EU GBS kommer göras obligatoriskt. För högt ställda krav kan få motsatt effekt och istället leda till att färre gröna obligationer emitteras om bolagen anser att det inte längre är värt att emittera grönt. En förhoppning både från EU:s sida och som uttrycks av respondenterna är att EU GBS i framtiden kan förtydliga stora delar av nuvarande taxonomi och därmed underlätta det fortsatta arbetet. Om tvingande lagstiftning blir aktuell så är det viktigt att aktörerna får gott om tid på sig att anpassa sig och göra sig redo för förändring. Respondenterna i den här studien har uttryckt en mild oro över detta och anger att de noggrant följer utvecklingen.

Priset på grön finansiering kommer också att avgöra framtiden för de gröna obligationerna. Om investerare går med på lägre räntor för gröna obligationer jämfört med traditionella obligationer kommer det gröna premieras och driva fastighetsbranschen mot en mer hållbar framtid. Priset kommer dock att till stor del drivas av räntemarknadens utveckling och det blir därför avgörande att nuvarande ränteläge stabiliseras för att obligationsfinansiering återigen ska utgöra ett attraktivt alternativ för fastighetsbolagen. Nuvarande räntenivåer medför att flera fastighetsbolag inte emitterar några obligationer utan istället använder sig av andra finansieringsformer.

5.7 Teoretiskt bidrag

Studien medför ett teoretiskt bidrag i form av en sammanställning av hur svenska fastighetsbolag använder sig av gröna obligationer som finansieringsform. Genom studien har det blivit tydligt att det finns flera olika motiv till att emittera gröna obligationer och att det bidrar till ett intensifierat hållbarhetsarbete i samband med en emission av en grön obligation. När fler aktörer blir medvetna och mer insatta i vilka utmaningar som fastighetsbranschen står inför när det kommer till miljömässigt hållbara investeringar kan stor skillnad åstadkommas. Den här studien visar att de svenska fastighetsbolagen är på god väg och har initierat arbetet men att det även finns utrymme för nya krafttag, där EU:s taxonomi kan leda vägen framåt.

Det har även framkommit att det ibland förekommer finansiella fördelar med att emittera gröna obligationer istället för traditionella obligationer. På så vis ökar den här studien förståelsen för fastighetsbolagens agerande på kapitalmarknaden.

5.8 Praktiskt bidrag

Studien medför ett praktiskt bidrag till fastighetsbolag, fastighetsbranschens intressenter, aktörer på kapitalmarknaden och tjänstemän som medverkar i framtagandet av nya styrdokument för miljömässig hållbarhet. Genom att ta del av studiens resultat kan hållbarhetsarbetet hos svenska fastighetsbolag utvecklas ytterligare och bolagens intressenter bli mer miljömässigt medvetna. Investerare på kapitalmarknaden kan aktivt välja att bidra till miljömässigt hållbara investeringar om de väljer att investera i miljömässigt hållbara finansieringsformer som gröna obligationer. Insikterna från den här studien visar även på att tjänstemän som arbetar med framtagandet av nya styrdokument som EU:s taxonomi måste föra en dialog med bolagen som verkar i de branscher som påverkas. Endast då kan rimliga och praktiskt genomförbara kravnivåer tillämpas och uppnås, något som den här studien belyser.

6 Slutsats

I det här kapitlet så presenteras de slutsatser som kan dras utifrån undersökningens resultat. Avslutningsvis presenteras även förslag på vidare forskning.

Den här studiens huvudsakliga syfte har varit att utreda om och i så fall hur gröna obligationer bidrar till ett intensifierat hållbarhetsarbete hos svenska fastighetsbolag och hur EU:s taxonomi påverkar den gröna obligationsmarknaden. Frågeställningen har besvarats utifrån bolagsrespondenternas perspektiv där studiens datainsamling huvudsakligen har skett genom semistrukturerade intervjuer. Respondenterna har utgjorts av både personer med en ekonomisk yrkesinriktning och personer med en mer hållbarhetsinriktad yrkesroll. Därmed har flera olika perspektiv fångats upp och förmedlats. Studien har sammanställt hur fastighetsbolagen ser på EU:s taxonomi och vilken påverkan den troligtvis kommer att ha på den svenska obligationsmarknaden. Nedan redogörs de slutsatser som kan dras utifrån studiens definierade frågeställningar.

Bidrar gröna obligationer till ett intensifierat hållbarhetsarbete hos svenska fastighetsbolag och hade bolagen haft ett lika stort fokus på hållbarhet även fast gröna obligationer inte var ett alternativ?

De gröna obligationerna bidrar till en mer hållbar fastighetsbransch genom att uppmärksamma och göra gröna investeringar med inriktning på klimat- och miljöfrämjande åtgärder mer betydelsefulla. Det faktum att obligationerna är gröna medför att vissa fastighetsbolag genomför fler miljömässigt hållbara investeringar medan andra menar på att den typen av investeringar ändå hade genomförts. Gröna obligationer medför ibland en billigare finansiering vilket för många bolag är tilltalande. Bolag som emitterat gröna obligationer upplever att det interna hållbarhetsarbetet har utvecklats då nya kommunikationsvägar växt fram när de gröna obligationerna fungerat som både ett påtryckningsmedel och ett belöningsystem. På så vis bidrar de gröna obligationerna till ett intensifierat hållbarhetsarbete hos svenska fastighetsbolag.

Hur påverkar EU:s taxonomi de svenska fastighetsbolagens möjlighet att emittera gröna obligationer?

De krav och riktlinjer som än så länge har fastställts i EU:s taxonomi medför ingen större påverkan för de svenska fastighetsbolag som i nuläget emitterar gröna obligationer. De eventuella problem som lyfts fram är att taxonomin troligtvis kommer medföra högre kostnader då mer resurser behövs för hållbarhetsrapportering och att taxonomin i dagsläget inte är det optimala verktyget för att avgöra vad som är att anse som gröna tillgångar och miljömässigt hållbara investeringar. När taxonomin utvecklas och förtydligas kommer troligtvis flera fastighetsbolag att anpassa sina verksamheter och förhålla sig efter taxonomin, beroende på hur de tekniska granskningskriterierna bestäms. Vilken påverkan som EU:s taxonomi kommer att ha på den gröna obligationsmarknaden är därmed i dagsläget för tidigt att dra någon slutsats om.

Framtidsutsikter

Det kommer bli nödvändigt för fastighetsbolagen att satsa mer på hållbarhet och ligga i framkant ur en rad olika perspektiv. Ett mer hållbarhetsinriktat fokus med energieffektiviserande åtgärder och miljösmarta lösningar leder troligtvis till lägre kostnader på sikt och därmed ett bättre finansiellt resultat. Hållbarhetsarbetet skapar även en grön image utåt mot hela kapitalmarknaden och samhället i stort. Bolag som inte lyckas ställa om och ligga i framkant kommer tappa potentiella investerare till konkurrenter, då investeringar som inte harmoniserar med taxonomin kommer att förknippas med en högre finansiell risk.

Det är ytterst avgörande att marknaden för gröna obligationer organiseras och regleras på ett större plan. Det måste tydliggöras vad som avses med en grön investering, vilka krav som ställs och vad man som investerare kan förvänta sig. Rapporteringen måste bli mer transparent och standardiserad där jämförbara nyckeltal tas fram och används unisont. Flertalet bolag rapporterar om en vid variation av olika nyckeltal men investerarna vet inte med säkerhet hur de ska tolkas eller för den delen kontrolleras. Idag kan bristen på en unison och standardiserad rapportering likställas med att redovisa finansiella nyckeltal utan att ange i vilken valuta de beräknats. Det är praktiskt taget omöjligt att tolka, jämföra och analysera.

Större marknadsaktörer har naturligt sett större finansiella möjligheter och mer resurser att allokera. Det är därmed de mindre och mellanstora aktörerna som kommer stå inför den största utmaningen då omställningen kommer innebära en stor administrativ börda och en finansiell kostnad. Det kommer med säkerhet krävas rätt kompetens och erfarenhet inom den interna organisationen.

Andra aktörer som högst troligt kommer tjäna på omställningen är revisionsbranschen. När kraven ökar kommer rätt kompetens bli viktig. Revisionsbyråerna kommer utgöra en väsentlig aktör inom fastighetsbranschen och utgöra en viktig funktion i att stödja fastighetsbolagen i samband med rapportering och tolkning av EU:s taxonomi.

6.1 Förslag till vidare studier

Undersökning med fokus på investerarsidan

Den här studien har medvetet begränsats till att undersöka emittentsidan. Även fast många synpunkter och åsikter från investerarsidan har framkommit genom bolagen så har investerarnas fulla perspektiv inte undersökts. Det vore intressant att undersöka om de delar emittenternas uppfattning om de gröna obligationernas betydelse för fastighetsbranschen och hur taxonomin påverkar hållbarhetsarbetet. Det vore även intressant att få svar på hur taxonomin påverkar investerarnas arbete och beslutsprocess när det kommer till miljömässigt hållbara investeringar.

Undersökning om taxonomin påverkat den aggregerade emissionsvolymen

När nya lagar, regler eller branschstandarder introduceras med koppling till kapitalmarknaden kan förutsättningarna för grön finansiering förändras. Det kan medföra såväl positiva som negativa konsekvenser för separata bolag och hela branscher. Lanseringen av EU:s taxonomi utgör en branschförändrande händelse som kan påverka många beslutsprocesser. Det hade därmed varit intressant att efter några år undersöka huruvida taxonomin medfört att fler eller färre gröna obligationer emitterats och hur den aggregerade emissionsvolymen har påverkats.

7 Referenser

- Anjou, M. & Oxenstierna, G. C. (2016). *Specialister på värdepappersmarknaden: kunskap för Swedsecs licensiering*. Upplaga 1. Studentlitteratur.
- Arvidsson, D. (2017). *Green Bonds – A beneficial financing form?* Tillgängligt online [2022-11-25]
<http://kth.diva-portal.org/smash/get/diva2:1158542/FULLTEXT01.pdf>
- Backenroth, S. & Lindqvist, C. (2021). *A Green New World How the Real Estate Sector is Working with Sustainable Financing in Regard to the EU Taxonomy*. Tillgängligt online [2022-11-25]
<http://kth.diva-portal.org/smash/get/diva2:1572516/FULLTEXT01.pdf>
- Banga, J. (2019). *The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries*. Journal of Sustainable Finance & Investment, 9:1, 17-32, <https://doi.org/10.1080/20430795.2018.1498617>
- Bengtsson, I. (2018). *Fastighetsvärdering: om värdeteori och värderingsmetoder*. 1. uppl. Lund: Studentlitteratur
- Bergvall, O. & Hämquist, L. (2018). *Gröna obligationer trender inom fastighetsfinansiering*. Tillgängligt online [2022-11-25]
<https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1352753/FULLTEXT01.pdf>
- Boman, D. (2022). *Investorerna vill se fler gröna obligationer*. Aktuell Hållbarhet. <https://www.aktuellhallbarhet.se/alla-nyheter/hallbara-finanser/investerare-vill-se-fler-grona-obligationer/>
- Boverket (2019). *Utsläpp av växthusgaser från bygg- och fastighetssektorn*. Tillgängligt online [2022-10-11]
<https://www.boverket.se/sv/byggande/hallbart-byggande-och-forvaltning/miljoindikatorer---aktuell-status/vaxthusgaser/>
- Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Upplaga 3. Liber.
- CBI (2022). *Sustainable Debt Global State of the Market 2021*. Climate Bonds Initiative, 2022.
https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_global_sotm_2021_02f.pdf
- CBI (2021). *Sustainable Debt Global State of the Market 2020*. Climate Bonds Initiative, 2021.
https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sd_sotm_2020_04d.pdf

- CBI (2021b). *Climate Bonds Taxonomy*. Climate Bonds Initiative, 2021.
https://www.climatebonds.net/files/files/Taxonomy/CBI_Taxonomy_Tables-08A%20%281%29.pdf
- CBI (2019). *Climate Bonds Standard Version 3.0*. Climate Bonds Initiative, 2019.
<https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v3>
- CBI & HSBC (2017). *Bonds and Climate Change: State of the Market in 2017. Annual Report*. London: Climate Bonds Initiative.
<https://www.climatebonds.net/resources/reports/bonds-and-climate-change-state-market-2017>
- Clapp, C., Alfsen, K.H., Francke Lund, H. & Pillay, K. (2016). *Green Bonds and Environmental Integrity Insights from CICERO Second Opinions*. CICERO Policy Note 2016:01
- CICERO (u.å.) *List of public reviews*. Tillgängligt online [2022-09-22]
<https://cicero.green/public-reviews>
- Eliasson, I. & Ehrensky, K. (2019). *Gröna obligationer och det verkliga bidraget till hållbar utveckling*. Tillgängligt online [2022-11-25]
https://gupea.ub.gu.se/bitstream/handle/2077/62250/gupea_2077_62250_1.pdf;jsessionid=6AE574081D9FFC54D2CE7FCE34BDDDB5B?sequence=1
- Europaparlamentet (2020). *Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2020/852 av den 18 juni 2020 om inrättande av en ram för att underlätta hållbara investeringar och om ändring av förordning (EU) 2019/2088 (EUT L 198, 22.6.2020, 13-43)*
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?uri=OJ:L:2020:198:TOC>
- Europeiska kommissionen (u.å.). *2030 climate & energy framework*
https://climate.ec.europa.eu/eu-action/climate-strategies-targets/2030-climate-energy-framework_en
- Europeiska kommissionen (2019). *Den europeiska gröna given*.
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2019:640:FIN>
- Europeiska kommissionen (2020). *Communication from the commission to the European parliament, the council, the European economic and social committee and the committee of the regions*
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/fs_20_48
- Europeiska kommissionen (2021a). *Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om europeiska gröna obligationer*
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>

Europeiska kommissionen (2021b). *Kommissionens delegerade förordning (EU) 2021/2139 av den 4 juni 2021 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2020/852 genom fastställande av tekniska granskningskriterier för att avgöra under vilka villkor en ekonomisk verksamhet ska anses bidra väsentligt till begränsningen av eller anpassningen till klimatförändringarna och för att avgöra om den ekonomiska verksamheten inte orsakar någon betydande skada för något av de andra miljömålen* (EUT L 442, 9.12.2021, 1–356)

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?uri=OJ:L:2021:442:TOC>

Fastighetsägarna (2020). *Grön finansiering kan bli svårare att uppnå - branschen kräver att regeringen agerar*. Tillgänglig online [2022-10-12]

<https://www.fastighetsagarna.se/aktuellt/nyheter/2020/sverige/gron-finansiering-kan-bli-svarare-att-uppna---branschen-kraver-att-regeringen-agerar/>

Fastighetsägarna (2021a). *Nya energikrav på befintliga byggnader på gång*. Tillgänglig online [2022-10-12]

<https://www.fastighetsagarna.se/aktuellt/nyheter/2021/nya-energikrav-pa-befintliga-byggnader-pa-gang/>

Fastighetsägarna (2021b). *Gränsvärden för hållbara byggnader enligt EU:s taxonomi klara*. Tillgänglig online [2022-06-15]

<https://www.fastighetsagarna.se/aktuellt/nyheter/2021/gransvarden-for-hallbara-byggnader-enligt-eus-taxonomi-klara/>

Ferlin, M. & Sternbeck Fryxell, V. (2020). *Gröna obligationer – stora i Sverige och med potential att växa*.

<https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ekonomiska-kommentarer/svenska/2020/grona-obligationer--stora-i-sverige-och-med-potential-att-vaxa.pdf>

Finansinspektionen (2019). *Den kommersiella fastighetsmarknaden och finansiell stabilitet*. Stockholm. Tillgänglig online [2022-10-12]

<https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/rapporter/2019/den-kommersiella-fastighetsmarknaden-och-finansiell-stabilitet/>

Flammer, C. (2021). *Corporate green bonds*, Journal of Financial Economics, 142(2), pp. 499–516 <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.01.010>

Hörnkvist, E. (2021). *Taxonomin: bråttom att lösa hoten mot svensk fastighetsbransch*. Fastighetstidningen. Tillgänglig online [2022-10-12]

<https://fastighetstidningen.se/taxonomin-brattom-att-losa-hoten-mot-svensk-fastighetsbransch/>

ICMA (2021). *Green Bonds Principles*. Tillgänglig online [2022-06-02]

<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

Johannesson, M. & Stejmar, S. (2015). *Gröna obligationer – Vägen till en mer hållbar kreditmarknad*. Tillgänglig online [2022-11-25]
<http://liu.diva-portal.org/smash/get/diva2:842132/FULLTEXT01>

Landeman, L. (2018). *Exciting sustainability trend in the Swedish corporate bond market*. Fastighetsnytt. Tillgänglig online [2022-09-21]
<https://www.fastighetsnytt.se/alla-nyheter/nordic-update/column-exciting-sustainability-trend-in-the-swedish-corporate-bond-market/>

Landeman, L. (2017). *Obligationer – en allt viktigare finansieringskälla*. Fastighetsnytt. Tillgänglig online [2022-09-21]
<https://www.fastighetsnytt.se/ekonomi-och-finans/kapitalmarknad/obligationer-en-allt-viktigare-finansieringskalla/>

Maltais, A. & Nykvist, B. (2020). *Understanding the role of green bonds in advancing sustainability*. J. Sustain. Financ. Invest., (Online), 1–20,
<https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1724864>

Mandahl Forsberg, B. (2018). *Green bonds: greening capital, organizations and potentially a building or two*. Tillgänglig online [2022-11-25]
<https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordOId=8962890&fileOId=8962891>

Maragopoulos, N. (2022). *Towards a European Green Bond: A Commission's Proposal to Promote Sustainable Finance*. European Banking Institute Working Paper Series 2022 - no. 103. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3933766>

Nauman, B. (2020). *Green bonds set to keep flying off shelves in 2020*. Financial Times.

OECD (2012). *G20/OECD Policy Note on Pension Fund Financing for Green Infrastructure and Initiatives*.

Pham, L. (2016). *Is It Risky to Go Green? A Volatility Analysis of the Green Bond Market*. Journal of Sustainable Finance & Investment 6 (4): 263–291.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1237244>

Saunders, M.K., Lewis, P & Thornhill, A. (2019). *Research methods for business students*. 8th edition. Pearson Education Limited: Harlow, United Kingdom.

SOU 2017:115 (2017). *Att främja gröna obligationer*. Stockholm: Finansdepartementet

Tang, D.Y. & Zhang, Y. (2020). *Do shareholders benefit from green bonds?* Journal of Corporate Finance., 61 <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.12.001>

Tessin. (2022). *Är små fastighetsbolag utelåsta från obligationsmarknaden?* Tillgänglig online [2022-11-24]

<https://tessin.com/sv/blogg/ar-sma-fastighetsbolag-utelasta-fran-obligationsmarknaden/>

Vasakronan. (2013). *“Gröna obligationer”*, Investerarrapport 2013-12-31. Tillgänglig online [2022-06-01]

<https://www.vasakronan.se/cdn.triggerfish.cloud/uploads/2018/02/investerarrapport-20131.pdf>

Vasakronan. (2022). *Årsredovisning 2021*. Tillgänglig online [2022-06-17]

<https://vasakronan.se/om-vasakronan/finansiell-info/finansiella-rapporter/>

World Bank. (2015). *What are green bonds?* Washington, DC: World Bank Group.

<https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/400251468187810398/what-are-green-bonds>

WorldGBC. (2019). *Bringing embodied carbon upfront - Coordinated action for the building and construction sector to tackle embodied carbon*. Tillgänglig online [2022-10-19]

<https://www.worldgbc.org/news-media/WorldGBC-embodied-carbon-report-published>

Yin, R.K. (2007). *Fallstudier: design och genomförande*. Upplaga 1. Liber.

8 Bilagor

8.1 Bilaga A - Intervjuguide

Inledning

1. Skulle du kort vilja beskriva din bakgrund och din nuvarande roll på företaget?
2. På vilket sätt är/har du varit involverad i ert arbete med gröna obligationer?

Nuvarande arbete med gröna obligationer

3. Vad är det huvudsakliga motivet för er att använda gröna obligationer som finansieringsform?
4. Vilka för- respektive nackdelar ser ni med gröna obligationer som finansieringsform?
5. Hur utvecklar ni ert gröna ramverk och vilka standarder avser ni att följa?
6. Hur anser ni att gröna obligationer bidrar till en mer hållbar fastighetsbransch?
7. Hur tror du att ert hållbarhetsarbete hade sett ut om finansiering via gröna obligationer inte var en möjlighet?

EU:s taxonomi

8. Anser ni att det borde vara ett krav att följa de krav och riktlinjer som EU:s taxonomi anger, för att kunna emittera gröna obligationer?
9. Hur påverkar EU:s taxonomi er möjlighet till finansiering genom gröna obligationer?
10. Tycker ni att EU:s taxonomi tydliggör vad som anses vara en grön investering och miljömässigt hållbar?
11. Vilka för- respektive nackdelar anser ni det finns med att EU infört en taxonomi?

Framtiden

12. Tror ni att finansiering via gröna obligationer kommer öka bland fastighetsbolag framöver?
13. På vilket sätt tror du att gröna obligationer kan bidra till en mer hållbar fastighetsbransch i framtiden?
14. Hur anser ni att marknaden för gröna obligationer skulle kunna, eller bör, utvecklas för att förbättras?
15. Kommer en eventuell höjning av räntan att påverka ert val att använda gröna obligationer som finansiering?