Stockholms läns landsting

32

Yttrande över betänkandet Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115)

LS 2018-0171

Landstingsrådsberedningen

SKRIVELSE
2018-04-04

LS 2018-0171

Landstingsstyrelsen

Yttrande över betänkandet Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115)

Föredragande landstingsråd: Irene Svenonius

Ärendebeskrivning

Finansdepartementet har genom remiss bjudit in Stockholms läns landsting att yttra sig över betänkandet Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115).

Förslag till beslut

Landstingsrådsberedningen föreslår landstingsstyrelsen besluta

att avge yttrande till Finansdepartementet över betänkandet Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115) i enlighet med landstingsrådsberedningens förslag till yttrande.

Landstingsrådsberedningens motivering

Stockholms läns landsting driver ett långsiktigt miljöarbete och utgav som första landsting i Sverige en grön obligation 2014. År 2013 blev Stockholms läns landsting utsedd till Sveriges miljöbästa landsting. Landstinget är också pådrivande i arbetet med att skapa en gemensam och transparent struktur för återrapportering av nyttan med miljövänliga investeringar som finansieras genom gröna obligationer.

Att emittera gröna obligationer fyller både ett finansiellt- samt ett miljösyfte. Intresset för Gröna obligationer växer bland investerare vilket innebär att vi kan nå fler investerare än annars. Med stora och viktiga investeringar framöver måste vi säkerställa att vi har investerare som i framtiden vill låna ut pengar till oss, det gör vi genom att ha en bred investerarbas. Med en stor efterfrågan på gröna obligationer har också räntan sjunkit lägre än den ”vanliga” kommunräntan. Vidare bedriver SLL ett omfattande och viktigt miljöarbete och genom att emittera en grön obligation kan vi bidra till större miljöfokus i samhället.

Alla investeringar som finansieras via gröna obligationer följer ett certifierat ramverk. En slags kvalitetsstämpel. Ramverket är genomlyst av en oberoende part.

Landstingsstyrelsen instämmer till stor del i landstingsdirektörens tjänsteutlåtande men vill tillägga följande.

Stockholms läns landsting delar betänkandets slutsatser om att åtgärderna i stort skulle främja marknaden för gröna obligationer.

Förslagets ambition är i grund och botten bra, men det är oklart om förslaget träffar rätt. Utredarens uppdrag har varit att utreda *hur* gröna obligationer kan främjas, inte *om* de ska främjas. Ett uppdrag som förvisso grundar sig i en kommuniké från ett G20-möte hösten 2016 om att stödja utvecklingen av globala och gränsöverskridande marknader för gröna obligationer samt EU-kommissionens påpekande om att främja gröna obligationer. Marknaden för gröna obligationer har växt exponentiellt. Det är inte självklart att en exponentiellt växande marknad behöver främjas. Heller inte att en finansieringsform framför andra ska premieras av staten i syfte att öka hållbarhetsinvesteringarna. Det torde i så fall vara själva investeringen som premieras. Risken är annars att lån premieras framför investeringar med egna medel, en snedfördelning som Alliansregeringen redan 2011 gav Företagsskattekommittén i uppdrag att utreda. De flesta remissinstanserna var då också positiva till att neutraliteten mellan finansiering med eget kapital och lånat kapital ökar. Nuvarande regering lämnade den 21 mars 2018 en lagrådsremiss som bland annat innefattar ökad neutralitet i beskattning mellan lånat och eget kapital. Just denna del av förslaget om gröna obligationer går stick i stäv med både Alliansregeringens och nuvarande regerings ambition.

Om det är ett problem att investerare med grön inriktning har svårt att få avsättning för sina placeringsmedel borde det påverka priset i rätt riktning och väga upp för kostnaden för emittenten att återrapportera sina gröna obligationer. Det i sig torde då driva på en tillväxt av marknaden för gröna obligationer. Om investerarna dessutom bedömer risken i investeringen som lägre, bör detta också avspegla sig i priset och därmed göra emittering av grön obligation attraktiv.

För Stockholms läns landsting skulle förslaget med subventioner på lånefinansiering av hållbarhetsinvesteringar kunna medföra att endast en del av de hållbara investeringar som görs skulle omfattas av den föreslagna premien. Landstinget lånar inte, och får inte låna, till samtliga investeringar. Innebörden av en av Stockholms läns landstings definitioner

på god ekonomisk hushållning att landstinget inte får låna till ersättningsinvesteringar. Ett antal ersättningsinvesteringar torde kunna ha den efterfrågade effekten på koldioxidutsläpp, men skulle därmed inte omfattas av premien.

Det absolut viktigaste som offentlig aktör på marknaden är att alla våra investeringar finansieras på det sätt som är bäst för skattebetalarna.

Beslutsunderlag

Landstingsrådsberedningens förslag till yttrande
Landstingsdirektörens tjänsteutlåtande
Förslag till yttrande
Sammanfattning av betänkandet Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115)

Irene Svenonius

Gustaf Drougge

Landstingsstyrelsen

YTTRANDE
2018-04-04

LS 2018-0171

Finansdepartementet

Yttrande över betänkandet Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115)

Sammanfattning

Utredningens uppdrag har varit att analysera och lämna förslag på hur marknaden för gröna obligationer kan utvecklas. Utredningen föreslår flera tänkbara åtgärder för att understödja framväxten av en större och mer likvid marknad för gröna obligationer. Stockholms läns landsting anser att utredningen presenterar många förslag till åtgärder som stöder en utveckling av marknaden. Några av förslagen fokuserar på nya framtida gröna investeringar medan andra fokuserar på att finansiera befintliga investeringar med gröna obligationer. Utredningen tar dock inte ställning till huruvida det finns ett behov av att stödja marknaden eller inte. Stockholms läns landsting ställer sig bakom tankarna om att marknadens självreglering, med Green Bond Principles som bas, fungerar väl bland aktörerna på marknaden och att eventuella framtida regleringar av marknaden bör ske på en global nivå. Stockholms läns landsting är tveksamt till att gynna en finansieringsform framför andra.

Synpunkter

Stockholms läns landsting har i första hand kommenterat de förslag som är relevanta för landstingets verksamhet.

Stockholms läns landsting är positivt till gröna obligationer som ett finansieringsalternativ bland andra, det bidrar till diversifiering av skuldportföljen, och stöder utredningens slutsatser om de gröna obligationernas positiva effekter. Utredningen tar dock inte ställning till huruvida det finns ett behov av att stödja marknaden eller inte.

Landstinget anser att marknadens självreglering fungerar väl och att Green Bond Principles riktlinjer ger ett bra stöd till aktörerna på marknaden. Landstinget delar utredningens uppfattning att regelverk i marknaden bör vara på en mer global nivå, exempelvis EU-nivå, så att en gemensam standard över landsgränser skapas.

Landstinget håller med om att utredningens förslag att identifiera och konvertera tidigare gjorda investeringar, som kan klassas som gröna, bidrar till att skapa en volymmässigt större grön obligationsmarknad. Men att omvandla redan gjorda investeringar bidrar däremot inte direkt, enligt landstinget, till att uppnå framtida klimatmål.

Ett av de främjande förslagen i utredningen är att staten tar fram ett ramverk och emitterar en grön obligation. Utredningen föreslår även en översyn av de statliga bolagens finansieringsverksamhet för att främja den gröna obligationsmarknaden där det är möjligt. Landstinget anser att en statlig grön obligation och en ökad närvaro av statliga bolag på den gröna obligationsmarknaden skulle bidra till att staten tar en mer aktiv roll i utvecklingen vad gäller ramverk, uppföljning och återrapportering av gröna obligationer. Stockholms läns landsting välkomnar staten som emittent av gröna obligationer för att finansiera investeringar. Det är dock viktigt att staten, och hela den offentliga sektorn, finansierar sina investeringar på bästa sätt för skattebetalarna. Det är dock positivt om regelverket tillåter gröna obligationer för att öka statens finansieringskällor.

Ett annat förslag i utredningen är att staten under en begränsad tid skulle stå för de extrakostnader en grön obligation medför för emittenter i form av framtagande av ramverk och återrapportering i syfte att sänka trösklarna för potentiella aktörer att komma in på marknaden. Stockholms läns landsting ställer sig tveksamt till att kostnaden för upprättandet av ramverk och återrapportering är ett stort hinder för nya emittenter på marknaden. Landstinget har erfarenhet av att de banker som har tagit en aktiv roll i den gröna obligationsmarknaden ställer upp med sin kunskap och resurser om så behövs. Förslaget skulle enligt landstinget ha endast en marginell effekt för den gröna obligationsmarknaden. De trösklar som beskrivs för att potentiella aktörer ska gå in på marknaden bedöms av Stockholms läns landsting som marginella. Möjligen är tröskeln att gå in på obligationsmarknaden i allmänhet ett hinder, främst för mindre organisationer. Det kräver kunskap och i förlängningen ofta en rating, vilket är förknippat med viss administration. Det gäller inte enbart gröna obligationer.

Ytterligare ett förslag är att emittenter erhåller en premie i efterhand om investeringen reducerar koldioxidutsläppen till utlovad nivå i den gröna obligationen. Landstinget bedömer att detta ökar incitamenten för att minska koldioxidutsläppen. En utmaning med förslaget är, enligt landstinget, att det kan vara problematiskt att mäta faktiska koldioxidreduceringar, något utredningen inte håller med om. Därför är det viktigt att på förhand slå fast hur och vad som kommer att mätas. Speciellt svårt är det att mäta effekterna efter ett par år för investeringsprojekt som sträcker sig över en betydligt längre tidsperiod än obligationens löptid. En annan invändning mot förslaget är att det endast fokuserar på koldioxidreducerande åtgärder. Stockholms läns landsting ställer sig tveksamt till att gynna finansiering av hållbara investeringar som finansieras med en viss typ av finansiellt instrument och om just staten ska gå in med åtgärder och subventionera en finansieringsform framför andra. Det skulle kunna missgynna de verksamheter som gör

hållbarhetsinvesteringar med eget kapital eller annan typ av finansiering. Det skulle även kunna driva på lånefinansiering och därmed risken i verksamheten. Det går också stick i stäv med den lagrådsremiss som lämnades den 21 mars 2018 som bland annat går ut på ökad konkurrensneutralitet mellan eget kapital och lånat kapital för företagens investeringar.

Lägre kapitaltäckning och resolutionsavgifter för banker skulle kunna ge positiva ekonomiska incitament för framtida investeringar finansierade av gröna obligationer.

Förslaget om säkerställda gröna obligationer för nya investeringar med lägre kreditrisk och därmed lägre finansieringskostnad välkomnas av landstinget.

Landstinget delar utredningens bedömning att ökad konkurrens vad gäller tredjepartsgranskningen är önskvärd då marknaden i dag domineras av ett fåtal aktörer. Utredningen fokuserar på de ratinginstitut som i dagsläget bedömer kreditrisk. Landstinget vill framhålla att det kan finnas andra lämpliga tredjepartsbedömare än just kreditvärderingsinstituten, exempelvis de miljörevisorer som i dagsläget reviderar landstingets miljöarbete.

Utredningen anser inte att gröna obligationer i dagsläget genererar lägre finansieringskostnader för emittenter utan endast ger signalvärdet att hållbara investeringar prioriteras. Utredningen menar också att gröna obligationer har en sämre likviditet än traditionella obligationer. Stockholms läns landsting anser att ovanstående bedömning är missvisande. När jämförelser görs mellan traditionella obligationer och gröna obligationer bör jämförelsen ske utifrån samma förutsättningar. En illikvid grön obligation ska jämföras med en illikvid traditionell obligation och inte en traditionell obligation med hög likviditet. Stockholms läns landsting, som inte har en likvid obligationskurva i marknaden, upplever att landstingets gröna obligationer har såväl bättre likviditet på sekundärmarknaden som lägre låneränta i primärmarknaden jämfört med landstingets traditionella obligationer. Vid en likvärdig jämförelse finns det således, baserat på landstingets erfarenhet, även ett ekonomiskt incitament för att välja gröna obligationer.

Det absolut viktigaste som offentlig aktör på marknaden är att alla våra investeringar finansieras på det sätt som är bäst för skattebetalarna.

Slutligen ställer sig Stockholms läns landsting tveksamt till om staten ska gå in och intervenera på en marknad under tillväxt och utveckling. Utredningen beskriver att marknaden för gröna obligationer växer exponentiellt.

Landstingsstyrelsen
Landstingsstyrelsens förvaltning
SLL Hållbarhet
Britta Hjelt

TJÄNSTEUTLÅTANDE
2018-03-12

LS 2018-0171

Landstingsstyrelsen

Yttrande över betänkandet Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115)

Ärendebeskrivning

Finansdepartementet har genom remiss bjudit in Stockholms läns landsting att yttra sig över betänkandet Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115).

Beslutsunderlag

Landstingsdirektörens tjänsteutlåtande
Förslag till yttrande
Sammanfattning av betänkandet Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115)

Förslag till beslut

Landstingsstyrelsen föreslås besluta

att avge yttrande till Finansdepartementet över betänkandet Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115) i enlighet med förslag till yttrande.

Förvaltningens förslag och motivering

Sammanfattning
Utredningen föreslår flera tänkbara åtgärder för att understödja framväxten av en större och mer likvid marknad för gröna obligationer. Förvaltningen anser att utredningen presenterar många bra förslag till åtgärder. Några av förslagen fokuserar på nya framtida gröna investeringar medan andra fokuserar på att finansiera befintliga investeringar med gröna obligationer. För att Parisavtalets klimatmål ska uppnås anser förvaltningen att åtgärder som skapar incitament för framtida investeringar bör prioriteras. Förvaltningen ställer sig bakom tankarna om att marknadens självreglering, med Green Bond Principles som bas, fungerar väl bland aktörerna på marknaden och att eventuella framtida regleringar av marknaden bör ske på en global nivå.

Bakgrund
För att uppnå Parisavtalets klimatmål krävs stora och hållbara investeringar i framtiden. Den gröna obligationsmarknaden anses vara en viktig finansieringskälla för att främja detta. Gröna obligationer är ett sätt att låna pengar till särskilt miljöinriktade investeringsprojekt. Det är också ett verktyg för att öka medvetenheten om klimatrelaterade utmaningar och lösningar och samtidigt trygga gröna utvecklingsprojekt. Vad gäller risk, avkastning, lagstiftning och dokumentation har gröna obligationer samma egenskaper som andra investeringar med liknande villkor.

Green Bond Principles (GBP), som publicerades 2014, är en internationell branschstandard som ger riktlinjer och vägledning till marknadens aktörer vad gäller gröna obligationer. GBP innehåller riktlinjer för fyra områden; användning av obligationslikviden, utvärdering och val av projekt, förvaltning av intäkter och rapportering.

I dagsläget är den gröna obligationsmarknaden relativt ung och under utveckling. Stockholms läns landsting är idag den största svenska enskilda offentliga emittenten av gröna obligationer sett till emitterad volym (6,4 miljarder kronor) och har hittills givit ut fyra stycken gröna obligationer. Gröna obligationer är en viktig finansieringskälla för landstinget då verksamheten har möjlighet att låna till en något lägre ränta samtidigt som landstinget diversifierar sin investerarbas.

För att utreda vilka möjligheter som finns att främja tillväxten av den gröna obligationsmarknaden tillsatte regeringen i december 2016 en utredning med syftet att ta fram tänkbara förslag till åtgärder för att understödja framväxten av en större och mer likvid grön obligationsmarknad. Förvaltningen har kommenterat de förslag i utredningen som är relevanta för landstingets verksamhet.

Överväganden
Förvaltningen anser, liksom utredningen, att marknadens självreglering av den gröna obligationsmarknaden fungerar väl och att GBP:s riktlinjer är ett bra stöd till aktörerna på marknaden. Förvaltningen stödjer utredningens bedömning att eventuella regelverk bör skapas på en global nivå, exempelvis EU-nivå, så att en gemensam standard över landsgränser skapas. Detta eftersom obligationsmarknaden är global vilket innebär att en grön obligationsemission i Sverige kan attrahera investerare från andra länder.

Förvaltningen håller med om utredningens förslag att identifiera och konvertera tidigare gjorda investeringar, som kan klassas som gröna, bidrar till att skapa en volymmässigt större grön obligationsmarknad. Men att omvandla redan gjorda investeringar bidrar däremot inte direkt, enligt förvaltningen, till att uppnå framtida klimatmål.

Ett av de främjande förslagen i utredningen är att staten tar fram ett ramverk och emitterar en grön obligation. Utredningen föreslår även en översyn av de statliga bolagens finansieringsverksamhet för att främja den gröna obligationsmarknaden där det är möjligt. Förvaltningen håller med om utredningens förslag att framtagandet av en statlig grön obligation, och en ökad närvaro av statliga bolag på den gröna obligationsmarknaden skulle bidra till att staten tar en mer aktiv roll i utvecklingen vad gäller ramverk, uppföljning och återrapportering av gröna obligationer. Detta skulle vara positivt för övriga aktörer på marknaden.

Ett annat förslag i utredningen är att staten, under en begränsad tid, skulle stå för de extrakostnader en grön obligation medför för emittenter i form av framtagande av ramverk och återrapportering. Detta för att minska trösklarna för potentiella aktörer att komma in på marknaden. Förvaltningen ställer sig tveksamt till att kostnaden för upprättandet av ramverk och återrapportering är ett stort hinder för nya emittenter på marknaden. AB SLL Internfinans har erfarenhet av att de banker som har tagit en aktiv roll i den gröna obligationsmarknaden ställer upp med sin kunskap och resurser om så behövs. Förslaget skulle, enligt förvaltningen, ha en marginell effekt för den gröna obligationsmarknaden.

För att främja tillväxten av fler hållbara investeringar i framtiden anser förvaltningen att det är viktigt med förslag som ger ekonomiska incitament för såväl emittent som investerare. Förvaltningen anser att nedanstående förslag i utredningen skulle kunna bidra till detta:

- Emittenter erhåller en premie i efterhand om investeringen, som är finansierad med en grön obligation, reducerar koldioxidutsläppen till utlovad nivå. En risk med förslaget är, enligt förvaltningen, att det kan vara problematiskt att mäta faktiska koldioxidreduceringar, vilket utredningen inte håller med om. Speciellt svårt är det att mäta effekterna efter ett par år för investeringsprojekt som sträcker sig över en betydligt längre tidsperiod än obligationens löptid. För landstingets del är detta relevant att beakta då koldioxidreducering från gjorda investeringar ofta infaller efter en längre tidshorisont. En annan invändning mot förslaget är att det endast fokuserar på

koldioxidreducerande åtgärder. Om detta förslag implementeras ställer sig förvaltningen bakom att Naturvårdsverket får i uppdrag att administrera ett system där leverans av reducerade utsläpp ger en återbetalning av samhällsvinsten.

- Lägre kapitaltäckning och resolutionsavgifter för banker skulle ge positiva ekonomiska incitament för framtida investeringar finansierade av gröna obligationer. (Kapitaltäckning är ett mått som används i regelverk för bank- och försäkringsföretag rörande hur stort belopp som måste sättas av för att trygga verksamhetens möjlighet att leva upp till sina åtaganden medan resolutionsavgift är en avgift för att bygga upp en buffert som kan hantera en eventuell bankkris.)
- Förslaget om säkerställda gröna obligationer för nya investeringar med lägre kreditrisk och därmed lägre finansieringskostnad välkomnas av förvaltningen.

Utredningen anser inte att gröna obligationer i dagsläget genererar lägre finansieringskostnader för emittenter utan endast ger signalvärdet att hållbara investeringar prioriteras. Utredningen menar också att gröna obligationer har en sämre likviditet än traditionella obligationer. Förvaltningen anser att ovanstående är missvisande. När jämförelser görs mellan traditionella obligationer och gröna obligationer bör jämförelsen, anser förvaltningen, ske utifrån samma förutsättningar. En illikvid grön obligation ska jämföras med en illikvid traditionell obligation och inte en traditionell obligation med hög likviditet. Stockholms läns landsting har inte likvida obligationer på marknaden. Förvaltningen anser därför att landstingets gröna obligationer har såväl bättre likviditet på sekundärmarknaden liksom lägre låneränta i primärmarknaden jämfört med landstingets traditionella illikvida obligationer. Vid en likvärdig jämförelse finns det således, baserat på landstingets erfarenhet, även ett ekonomiskt incitament för att välja gröna obligationer.

Ekonomiska konsekvenser
Beslutet att avge yttrande har inga ekonomiska konsekvenser.

Malin Frenning
Landstingsdirektör

Carl Rydingstam
Chef Ledningsstaben

Beslutsexpediering:
Akt
Finansdepartementet
SLL Hållbarhet

Godkänd av Malin Frenning, 2018-03-12

Landstingsstyrelsen

YTTRANDE
2018-04-10

LS2018-0171

Finansdepartementet

Yttrande över betänkandet Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115)

Sammanfattning

Utredningen föreslår flera tänkbara åtgärder för att understödja framväxten av en större och mer likvid marknad för gröna obligationer. Stockholms läns landsting anser att utredningen presenterar många bra förslag till åtgärder. Några av förslagen fokuserar på nya framtida gröna investeringar medan andra fokuserar på att finansiera befintliga investeringar med gröna obligationer. För att Parisavtalets klimatmål ska uppnås anser Stockholms läns landsting att åtgärder som skapar incitament för framtida investeringar bör prioriteras. Stockholms läns landsting ställer sig bakom tankarna om att marknadens självreglering, med Green Bond Principles som bas, fungerar väl bland aktörerna på marknaden och att eventuella framtida regleringar av marknaden bör ske på en global nivå.

Synpunkter

Stockholms läns landsting har kommenterat de förslag som är relevanta för landstingets verksamhet.

Landstinget anser att marknadens självreglering fungerar väl och att Green Bond Principles riktlinjer ger ett bra stöd till aktörerna på marknaden. Landstinget delar utredningens uppfattning att regelverk i marknaden bör vara på en mer global nivå, exempelvis EU-nivå, så att en gemensam standard över landsgränser skapas.

Landstinget håller med om att utredningens förslag att identifiera och konvertera tidigare gjorda investeringar, som kan klassas som gröna, bidrar till att skapa en volymmässigt större grön obligationsmarknad. Men att omvandla redan gjorda investeringar bidrar däremot inte direkt, enligt landstinget, till att uppnå framtida klimatmål.

Ett av de främjande förslagen i utredningen är att staten tar fram ett ramverk och emitterar en grön obligation. Utredningen föreslår även en översyn av de statliga bolagens finansieringsverksamhet för att främja den gröna obligationsmarknaden där det är möjligt. Landstinget anser att en statlig grön obligation och en ökad närvaro av statliga bolag på den gröna obligationsmarknaden skulle bidra till att staten tar en mer aktiv roll i utvecklingen vad gäller ramverk, uppföljning och återrapportering av gröna obligationer. Detta skulle vara positivt för övriga aktörer på marknaden som ett viktigt signalvärde.

Ett annat förslag i utredningen är att staten under en begränsad tid skulle stå för de extrakostnader en grön obligation medför för emittenter i form av framtagande av ramverk och återrapportering i syfte att sänka trösklarna för potentiella aktörer att komma in på marknaden. Stockholms läns landsting ställer sig tveksamt till att kostnaden för upprättandet av ramverk och återrapportering är ett stort hinder för nya emittenter på marknaden. Landstinget har erfarenhet av att de banker som har tagit en aktiv roll i den gröna obligationsmarknaden ställer upp med sin kunskap och resurser om så behövs. Förslaget skulle enligt landstinget ha endast en marginell effekt för den gröna obligationsmarknaden.

För att främja tillväxten av fler hållbara investeringar i framtiden är det viktigt med förslag som ger ekonomiska incitament för såväl emittent som investerare. Landstinget anser att nedanstående förslag i utredningen skulle kunna bidra till detta:

- Emittenter erhåller en premie i efterhand om investeringen reducerar koldioxidutsläppen till utlovad nivå i den gröna obligationen. Landstinget stödjer detta förslag då detta ökar incitamenten för att minska koldioxidutsläppen. En utmaning med förslaget är, enligt landstinget, att det kan vara problematiskt att mäta faktiska koldioxidreduceringar, något utredningen inte håller med om. Därför är det viktigt att på förhand slå fast hur och vad som kommer att mätas. Speciellt svårt är det att mäta effekterna efter ett par år för investeringsprojekt som sträcker sig över en betydligt längre tidsperiod än obligationens löptid. En annan invändning mot förslaget är att det endast fokuserar på koldioxidreducerande åtgärder. Om detta förslag implementeras ställer sig landstinget bakom att Naturvårdsverket får i uppdrag att administrera ett system där bekräftelse på reducerade utsläpp ger en återbetalning i relation till samhällsvinsten.

- Lägre kapitaltäckning och resolutionsavgifter för banker skulle ge positiva ekonomiska incitament för framtida investeringar finansierade av gröna obligationer.
- Förslaget om säkerställda gröna obligationer för nya investeringar med lägre kreditrisk och därmed lägre finansieringskostnad välkomnas av landstinget.

Landstinget delar utredningens bedömning att ökad konkurrens vad gäller tredjepartsgranskningen är önskvärd då marknaden i dag domineras av ett fåtal aktörer. Utredningen fokuserar på de ratinginstitut som i dagsläget bedömer kreditrisk. Landstinget vill framhålla att det kan finnas andra lämpliga tredjepartsbedömare än just kreditvärderingsinstituten, exempelvis de miljörevisorer som i dagsläget reviderar landstingets miljöarbete.

Utredningen anser inte att gröna obligationer i dagsläget genererar lägre finansieringskostnader för emittenter utan endast ger signalvärdet att hållbara investeringar prioriteras. Utredningen menar också att gröna obligationer har en sämre likviditet än traditionella obligationer. Stockholms läns landsting anser att ovanstående bedömning är missvisande. När jämförelser görs mellan traditionella obligationer och gröna obligationer bör jämförelsen ske utifrån samma förutsättningar. En illikvid grön obligation ska jämföras med en illikvid traditionell obligation och inte en traditionell obligation med hög likviditet. Stockholms läns landsting, som inte har en likvid obligationskurva i marknaden, upplever att landstingets gröna obligationer har såväl bättre likviditet på sekundärmarknaden som lägre låneränta i primärmarknaden jämfört med landstingets traditionella obligationer. Vid en likvärdig jämförelse finns det således, baserat på landstingets erfarenhet, även ett ekonomiskt incitament för att välja gröna obligationer.

Sammanfattning

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Avgränsning

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

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

Några av utredarens främjandeförslag

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

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

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

Emission av en svensk statlig grön obligation

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Statliga företag

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

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

Fastighetsfinansiering och säkerställda obligationer

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

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

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

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

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

Betala för leverans

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

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

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

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

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

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

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

Kopiera Singapore-modellen

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

Fungerande sekundärmarknad med tydliga regler

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

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

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

Mät och rapportera

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

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

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

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

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

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

Ingen svensk lag om gröna obligationer

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

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

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

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

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