

Gröna obligationer och det verkliga bidraget till hållbar utveckling

- En kvalitativ studie om hur finansiering med gröna obligationer påverkar hållbarhetsarbetet i svenska fastighetsbolag



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

**Kandidatuppsats i industriell och
finansiell ekonomi**

Vårterminen 2019

Handelshögskolan vid Göteborgs
Universitet

Handledare: Conny Overland

Författare

Isak Eliasson

Karl Ehrensky

Födelseår

960205

940226

Abstract

This study investigates how a green bond issuance may affect the sustainability activities within a Swedish real estate company. The research question is based on a discussion of additionality in terms of sustainable development. The study has been carried out by using a qualitative method and includes a dataset of 12 semi-structured interviews with primarily CFOs within real estate companies in the Swedish market. We find that green bonds' contribution to a sustainable development is ambiguous. However contradictory to previous studies we find stronger evidence that issuance of green bonds affect the behavior of the firm and tend to increase climate related investment through for example sustainability certifications of real estate. We also give alternative explanations to why some firms' sustainability activities are not affected by a green bond issuance. We explain this with CSR literature. Furthermore we divide our conclusions of the effects on sustainability activities into direct and indirect additionality which contributes to a more nuanced discussion of additionality. Finally we use agency theory and the perspective on agency benefit of debt financing and connect it to the green bond issuance in an attempt to establish a new perspective on the green commitment after issuance and how it may contribute to sustainability. The findings are of importance since they contribute to a nuanced understanding of the effect that a green bond issuance may have on the sustainability activities within a company.

Keywords: Green bonds, additionality, sustainability, agency theory

Sammanfattning

Denna studie undersöker hur en emission av gröna obligationer kan påverka hållbarhetsarbetet inom svenska fastighetsbolag. Forskningsfrågan bygger på en nyanserad diskussion om begreppet additionalitet i termer av hållbar utveckling. Studien har genomförts med en kvalitativ metod och inkluderar totalt 12 semistrukturerade intervjuer, främst med finanschefer i svenska fastighetsbolag. Vi finner att den gröna obligationens bidrag till en hållbar utveckling är tvetydig. Till skillnad från tidigare studier som ifrågasätter gröna obligationens bidrag till hållbar utveckling finner vi starkare bevis på att en grön obligationsemission påverkar företagets beteende och att det tenderar att öka klimatrelaterade investeringar genom exempelvis fler certifierade fastigheter eller en högre grad av certifiering. Vidare ges även alternativa förklaringar till varför vissa företags hållbarhetsarbete inte påverkas direkt av emissionen. Vi förklarar det med hjälp av CSR-litteratur. Våra slutsatser gällande den påverkan emissionen har på hållbarhetsarbetet delas in i indirekt och direkt additionalitet i syfte att nyansera diskussionen om begreppet. Slutligen använder vi agentteori och perspektivet om agentfördelar av skuldfinansiering och kopplar samman detta med den gröna obligationen i ett försök att skapa ett nytt perspektiv av det gröna åtagande som uppstår vid en grön obligationsemission samt hur det kan bidra till hållbar utveckling. Resultatet av studien är viktigt då det bidrar till en nyanserad förståelse om hur en grön obligationsemission kan gynna hållbarhetsarbetet i ett företag.

Nyckelord: Gröna obligationer, additionalitet, hållbarhetsarbete, agentteori,


Förord

Studien är en kandidatuppsats i industriell och finansiell ekonomi på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet skriven vårterminen 2019. Genomförandet av studien har gett upphov till många nya erfarenheter. Dels har vi haft privilegiet att intervjua 14 intressanta personer från 12 olika fastighetsbolag. Utöver att vi lärt oss mycket av processen har det också inneburit fundamentet i studien. Vi vill därmed tacka alla medverkande för öppet mottagande och intressanta samtal. Vi vill även rikta ett stort tack till alla deltagare i opponentgruppen och vår handledare Conny Overland för värdefull och givande vägledning under arbetets gång.

*Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Göteborg - Juni 2019*



Isak Eliasson



Karl Ehrensky

Innehållsförteckning

i. Definitioner	- 5 -
1 Inledning	- 6 -
1.1 Bakgrund	- 6 -
1.2 Problemdiskussion	- 8 -
1.3 Syfte	- 10 -
1.4 Frågeställning	- 10 -
2 Metod	- 11 -
2.1 Kvalitativ forskningsmetod	- 11 -
2.2 Val av ansats	- 12 -
2.3 Primärdata	- 12 -
2.3.1 Sammanställning och analys av insamlad primärdata	- 13 -
2.4 Sekundärdata	- 13 -
2.5 Urval av fallföretag	- 14 -
2.6 Etiska ställningstaganden	- 15 -
2.7 Studiens trovärdighet	- 15 -
3 Teoretisk referensram	- 17 -
3.1 Agentteori och fördelar av skuldfinansiering	- 17 -
3.2 Corporate Social Responsibility	- 19 -
3.3 Finansieringskostnad och kapitaltillgång	- 21 -
3.4 Sammanfattning och applicering av teoretisk referensram	- 23 -
3.4.1 Agentteori och fördelar av skuldfinansiering	- 23 -
3.4.2 Corporate Social Responsibility	- 23 -
3.4.3 Finansieringskostnad och kapitaltillgång	- 24 -
4 Empiri	- 25 -
4.1 Fördelar av en grön obligationsemission	- 25 -
4.2 Finansieringskostnad och kapitaltillgång	- 26 -
4.3 Gröna obligationens bidrag till hållbarhet	- 27 -
4.4 Åtagande mot investerare	- 30 -
4.5 Gröna obligationer och hållbarhet på lång sikt	- 33 -
5 Analys	- 35 -
5.1 Agentfördelar av grön skuldfinansiering	- 35 -
5.2 Varför företag bedriver CSR-arbete	- 39 -
5.3 Finansieringskostnad och kapitaltillgång	- 40 -
6 Slutsats	- 43 -
6.1 Förankring av resultat	- 44 -
6.2 Uppslag till vidare studier	- 44 -
ii. Referenser	- 45 -
iii. Appendix 1 - Intervjufrågor	- 49 -

i. Definitioner

Additionalitet: Att en aktivitet genererar ett positivt utfall jämfört med om aktiviteten inte hade utförts. I denna studie används begreppet frekvent och anknyter då till diskussionen om huruvida finansiering genom gröna obligationer de facto leder till fler miljörelaterade investeringar.

Agentfördel: Uppstår vid minskade agentkostnader förknippade med relationen mellan principal och agent.

Agentkostnad: Kostnader förknippade med relationen mellan principal och agent. Dessa består av kostnader för ökad övervakning och inflytande för principalen över agenten samt effektivitetsförluster på grund av agentens egenintresse.

Corporate Social Responsibility (CSR): Inkluderar det arbete som företag bedriver i syfte att skapa en positiv påverkan på samhället och innefattar frågor om hållbarhet, social påverkan och etik.

Covenant: Ett bindande krav i obligationen formulerat som ett finansiellt nyckeltal som syftar till skydda långgivaren.

Greenwashing: Att genom marknadsföring och enstaka miljörelaterade åtgärder felaktigt försöka framstå som grön.

Grön: Samlingsbegrepp som anknyter till något som är hållbart i ett klimat- och miljöavseende.

Grön obligation: En obligation där likviden till skillnad från en konventionell obligation är öronmärkt till miljörelaterade projekt.

Hållbar utveckling: Begrepp som innebär att dagens behov tillfredsställs utan att äventyra på kommande generationers möjlighet till att tillfredsställa sina behov.

Hållbarhetsarbete: Allt som företag gör med syftet att bidra positivt till hållbar utveckling. Inkluderar både aktiviteten i sig och utfallet därefter.

1

Inledning

I följande kapitel redogörs en bakgrundsbeskrivning av utvecklingen av den gröna obligationsmarknaden i Sverige. Därefter följer en diskussion om vad gröna obligationer ämnar att bidra med, med utgångspunkt i definitionen av hållbar utveckling. Mer specifikt beskrivs sedan globala riktlinjer för en grön obligationsemission och hur dessa generellt fungerar i svenska fastighetsbolag. Bakgrundsbeskrivningen övergår sedan i en problemdiskussion som fördjupar den praktiska och akademiska problematiken kring hur gröna obligationer kan bidra till en hållbar utveckling och varför en nyanserad diskussion av detta bidrag är av väsentlighet. Denna diskussion mynnar ut i studiens syfte och frågeställning.

1.1 Bakgrund

Världsbanken i samarbete med den svenska banken SEB emitterade 2008 världens första gröna obligation till följd av en ökad efterfrågan på klimatrelaterade investeringsmöjligheter (SEB u.å.). Sedan dess har marknaden för gröna obligationer i Sverige vuxit och under 2018 emitterades totalt 70 miljarder kronor i gröna obligationer, en ökning med hela 84% från året innan. Den gröna obligationsmarknaden 2018 utgjorde 10% av den totala svenska obligationsmarknaden och gröna företagsobligationer stod för 36% av denna volym där svenska fastighetsbolag var dominanta emittenter (Mac Key, 2019). Samtidigt understiger investeringar i hållbara projekt kapitalbehovet. Schneeweiß (2019) menar att kapitalbehovet för klimatåtgärder uppgår till 95 biljoner dollar globalt från 2015 till 2030, eller cirka 7 biljoner dollar per år. Denna siffra är endast ett estimat och innehåller således en viss osäkerhet samtidigt som den visar på en tydlig indikation på ett stort behov.

Begreppet *hållbar utveckling* vidareutvecklades på ett tydligare sätt år 1987 i Brundtlandkommissionens FN-rapport *Our Common Future* och konceptet har sedan dess haft en omdiskuterad och viktig roll inom bland annat näringslivet. I rapporten fastslogs att företags verksamhet ska gynna hållbar utveckling på ett sätt som innebär att dagens behov tillfredsställs utan att äventyra på kommande generationers möjlighet att tillfredsställa sina behov (SOU 2017:115). Idag är det Agenda 2030 (Regeringskansliet, 2016), även känd som FN:s 17 hållbarhetsmål som används av

länder men också företag som riktlinjer i hållbarhetsarbetet. Gröna obligationer är ett av många instrument som syftar till att bidra till hållbar utveckling. Framväxten av det finansiella instrumentet leder till ökat engagemang då det uppmuntrar till investeringar i hållbara projekt med hög transparens (SEB, u.å.). Det gör i sin tur att investerare tillåts skapa förståelse för vilka utmaningar som väntar företag och kan på så sätt diversifiera risk. På samma sätt kan gröna obligationer och åtagandet därefter möjliggöra en närmare dialog mellan emittenter och investerare (SEB, u.å.).

Ännu finns inget globalt regelverk som reglerar vad som krävs för att få emittera en grön obligation. Däremot finns *Green Bonds Principles* (GBP), och *Climate Bonds Standard* (CBS) vilket är det som närmast liknar ett globalt ramverk. De innehåller riktlinjer som syftar till att vägleda emittenter vid emittering av gröna obligationer (SOU 2017:115). Riktlinjerna för emittenter innebär ökad information och transparens bland annat med avseende på hur kapitalet ska användas och dess mätbara miljövänliga koppling. I riktlinjerna läggs även vikt på att emittenter bör vara transparenta med den utvärdering och de val som sker av projekten. Ett annat område handlar om återrapportering och där rekommenderas emittenten att löpande förse investerare med uppdaterad information om hur det emitterade kapitalet används (GBP, 2018). Det faktum att riktlinjerna inte har rättslig verkan har debatterats och setts som ett problem. I statens offentliga utredning om hur den svenska gröna obligationsmarknaden kan främjas lämnas explicit inga förslag om regeländringar utan det fastslås istället dels att marknadens självreglering är effektiv och att avvaktan på reformer från EU-kommissionen är mer lämpligt än nationell lagstiftning (SOU 2017:115).

För att förstå gröna obligationer och det möjliga bidraget till hållbar utveckling inom svenska fastighetsbolag är det motiverat med en diskussion om hur gröna obligationer och det gröna ramverket fungerar och samspelar. Det gröna ramverket är dokumentet som anger vilka kvalificerade gröna tillgångar som emittenten får använda för finansiering genom gröna obligationer (GBP, 2018). Ramverket utvecklas tillsammans med en bank som sedan vanligtvis agerar mäklare av obligationen. Vanligt är också att emittenten anlitar ett oberoende analyshus som ger en *second opinion* på ramverket (GBP, 2018). En anledning att många fastighetsbolag emitterat gröna obligationer kan vara att det finns en tydlig koppling mellan finansieringen och den gröna tillgången i fastighetsbolag, tack vare förekomsten av miljöcertifieringar (SOU 2017:115). Det finns flera olika miljöcertifieringar för fastigheter som Miljöbyggnad, BREEAM och LEED och inom varje certifiering kan fastigheter graderas baserat på exempelvis energianvändning, inomhusklimat, vattenförbrukning (SGBC, u.å.). I ett typiskt grönt ramverk är det stipulerat att emittenten får finansiering för användning till

fastigheter som når upp till en viss certifieringsgrad eller till investeringar som leder till energibesparingar i fastigheter om vanligtvis 20-35% (t.ex. Kungsleden, 2018; Atrium Ljungberg, 2017) på årsbasis. När kvalificerade tillgångar är identifierade kan företagen emittera gröna obligationer upp till det totala värdet av dessa. Det faktum att det existerar ledande miljöcertifieringar gör att det kan vara lättare jämfört med andra branscher att avgöra vad som klassificeras som gröna tillgångar och kan därför underlätta utformningen av det gröna ramverket. Det kan i sin tur vara en förklaring till varför svenska fastighetsbolag var dominanta emittenter av gröna obligationer 2018.

1.2 Problemdiskussion

Trots tillväxten av gröna obligationsemissioner i allmänhet och bland svenska fastighetsbolag i synnerhet, är det svårt att påvisa tydlig additionalitet mellan grön finansiering och gröna investeringar. I denna kontext innebär additionalitet att fler miljörelaterade investeringar genomförs som en konsekvens av finansiering genom gröna obligationer. Det råder därmed oklarhet i instrumentets verkliga bidrag till ökade investeringar i klimatrelaterade projekt (Vives, 2018; Grene, 2015; Shishlov et. al., 2016). DuPont et. al. (2015) framhåller att även investerare och emittenter ställer sig frågande till huruvida additionalitet skapas av gröna obligationer. Författarna menar att de flesta, om inte alla, klimatrelaterade investeringar med pengar från gröna obligationer skulle ha finansierats och genomförts även utan tillgång till grön finansiering. Ett exempel som framhålls är att Världsbanken finansierar investeringar med gröna obligationer som de redan innan har beslutat om att genomföra. Även Ullström (2019) ifrågasätter huruvida gröna obligationer leder till fler gröna investeringar och menar särskilt att det är svårt att mäta miljönyttan av de projekt som genomförs. Ett återkommande argument som Ullström (2019) använder för att ifrågasätta gröna obligationer är att de ofta används för att refinansiera projekt, till exempel byggnation av en fastighet, som redan är genomfört istället för att bidra till direkt finansiering av projekt.

Kidney (2018) förklarar också att gröna obligationer snarare tenderar att refinansiera befintliga projekt istället för att bistå med direkt finansiering till nya projekt. Författaren menar att så även är fallet för konventionella obligationer och beskriver hur gröna obligationens refinansierande roll är viktig för att kunna förmedla mer kapital till hållbara investeringar. Syftet med obligationer är inte att finansiera ett riskfyllt projekt, exempelvis nybyggnation, utan instrumentet används som en säker placering. Kidney (2018) menar därför att det är felaktigt att ifrågasätta additionalitet på grund av att instrumentet sällan bidrar med direkt finansiering till projekt som ännu inte är gjorda. Flammer (2018) visar i sin studie att gröna obligationer är

effektiva både i finansiella termer och bidrar till att företag minskar sin miljöpåverkan. Frågan om additionalitet kvarstår dock fortfarande.

En förklaring till den ökade tillväxten på den gröna obligationsmarknaden skulle kunna vara att det existerar en prisfördel relativt konventionella obligationer i form av lägre finansieringskostnad för emittenten vilket flera studier visar (Baker et.al, 2018; Ehlers och Packer, 2017; Gianfrate och Peri, 2019). Prisfördelen innebär motsatt för obligationsinvestorare, med andra ord att de betalar ett högre pris för en grön obligation relativt en konventionell. Existensen av en prispremie och därmed lägre finansieringskostnad är ett tydligt incitament för fastighetsbolag att bygga grönare och genomföra gröna investeringar i befintliga fastigheter (SOU 2017:115) och i förlängningen kan detta leda till additionalitet.

Den gröna obligationens bidrag till additionalitet är uppenbart tvetydigt och därför krävs en nyanserad diskussion om begreppet för att kunna förklara den gröna obligationens verkliga bidrag till hållbar utveckling. Det kan argumenteras för att det ställs för höga förväntningar om det antas att gröna obligationer ska bidra till direkt finansiering av projekt som inte hade blivit genomförda annars, särskilt om det avser gröna obligationer utställda av företag, då projektfinansiering tenderar att ske med annan typ av finansiering (Kidney, 2018). En snäv definition av additionalitet kan leda till att instrumentet döms som greenwashing för att det inte bidrar till direkt finansiering av nya projekt. Det finns fördelar som då skulle gå förlorade. Exempelvis menar Kidney (2018) att emission av en grön obligation genererar en intern effekt för att ytterligare integrera hållbarhet i företagets övergripande strategi. Det vore därför ett misstag att reducera den gröna obligationen till greenwashing bara för att den inte uppfyller högt ställda förväntningar om den samtidigt medför andra positiva effekter. Det är motiverat att påpeka brister i instrumentet och att ifrågasätta dess bidrag till hållbar utveckling men det bör göras inom ramen av en nyanserad diskussion. En grön obligation är trots allt en finansieringsform likt en konventionell obligation där den enda skillnaden är att likviden ska investeras i miljörelaterade projekt. Det faktum att den inte skiljer sig mycket från en konventionell obligation bör ge en indikation på hur högt ställda förväntningar på additionalitet som kan ställas. Det bör därför inte förväntas att tillgången till finansiering genom gröna obligationer är den avgörande faktorn till huruvida en grön investering genomförs. Huruvida en grön emission kan vara en bidragande faktor är intressant att undersöka för att nyansera debatten. Additionalitet skapas i sin tur genom att ytterligare hållbarhetsarbete genomförs av emittenterna. Additionalitet skulle kunna påvisas om finansiering av gröna obligationer leder till fler gröna eller grönare projekt oavsett om det sker direkt eller indirekt och oavsett om det sker genom refinansiering så länge fördelarna med gröna obligationer är en bidragande faktor till beslutet.

Diskussionen om additionalitet är därmed avgörande för att förstå den gröna obligationens verkliga bidrag. Utan denna diskussion finns det en risk för att intressenter missbedömer i vilken utsträckning emittenter av en grön obligation bidrar till hållbar utveckling. Problemet angrips genom en undersökning av svenska fastighetsbolag av flera anledningar. Dels på grund av den ökande trend av emissioner av gröna obligationer från svenska fastighetsbolag. Fastighetsbolags affärsmodell tillåter dessutom generellt relativt hög belåning vilket gör dem till lämpliga studieobjekt. På grund av säkra kassaflöden genom uthyrning av fastigheter antas risken vara låg och därför antas intresset från obligationsinvestorer vara högt och därmed passande för studiens syften. Fastigheter byggs för att finnas länge och påverkar därför miljön under hela sin livstid. Fastigheter står för 40% av Sveriges energiförbrukning (Bjelkevik, u.å.) och därför anses fastighetsbolag vara passande att studera även ur ett hållbarhetsperspektiv. Studien ämnar därmed att bidra till en nyanserad diskussion om hur en grön obligationsemission kan bidra till additionalitet i termer av hållbar utveckling inom svenska fastighetsbolag.

1.3 Syfte

Studien syftar till att förklara om, och i så fall hur, en emission av gröna obligationer kan gynna hållbarhetsarbetet i svenska fastighetsbolag och därmed bidra till additionalitet. Detta avses att undersökas inom ramen för en nyanserad diskussion av konceptet additionalitet för att förstå den gröna obligationens potentiella påverkan. Studien syftar även till att, i de fall en koppling mellan förbättrat hållbarhetsarbete och en grön obligationsemissionen inte går att finna, ge andra förklaringar till varför företag bedriver ett hållbarhetsarbete.

1.4 Frågeställning

Problemdiskussion och syfte har mynnat ut i följande forskningsfråga som vi ämnar besvara inom ramen för denna studie:

- Hur påverkar emittering av gröna obligationer hållbarhetsarbetet i svenska fastighetsbolag?

2

Metod

I följande kapitel presenteras studiens metodval på grundval av relevant metodlitteratur. En kvalitativ forskningsmetod används där semistrukturerade intervjuer är studiens primära datainsamling. Motivering och presentation av urvalet för studien görs samt en beskrivning av tillvägagångssätt vid analysering av data. Slutligen förs en diskussion om etiska ställningstaganden och studiens trovärdighet.

2.1 Kvalitativ forskningsmetod

Genomförande av studien sker med hjälp av ett kvalitativt tillvägagångssätt med bakgrund i att på bästa sätt kunna besvara forskningsproblemet. Additionalitet och hur detta uppstår kan anses vara komplext och därför anses kvalitativa intervjuer vara motiverat. Kvalitativ forskning skiljer sig på flera punkter jämfört med kvantitativ forskning. Bryman och Bell (2017) beskriver några väsentliga skillnader; till en början handlar kvalitativ forskning snarare om ord än siffror, generellt antar den ett induktivt synsätt på förhållandet mellan teori och empiri och tyngden inom kvalitativ forskningen ligger främst i att förstå den sociala verkligheten utifrån hur deltagarna i den specifika miljön tolkar denna verklighet. Björklund och Paulsson (2012) beskriver dock att möjligheten till generaliseringar är lägre vid ett kvalitativt genomförande till skillnad från ett kvantitativt tillvägagångssätt. Detta är något som vi tagit hänsyn till och haft i åtanke när resultat har analyserats och vidare inget som setts som en nackdel då det ej ansetts äventyra syftet med studien. Bryman och Bell (2017) beskriver att ytterligare kritik som riktats mot kvalitativ forskning handlar om att den är för subjektiv vilket innebär att slutsatser i stor utsträckning bygger på forskarens osystematiska uppfattningar av vad som är av betydelse för studien. Även att möjligheten till replikering av undersökningen generellt sett är låg i jämförelse med kvantitativa studier på grund av olika struktur och forskarens specifika roll i undersökningen. Bristande transparens lyfts även fram och beror på problemet att inte alltid kunna urskilja hur forskaren kommit fram till sina slutsatser. Exempelvis kan det innebära oklarheter gällande urval och analysmetod. Denna kritik är viktig att beakta och målet med studien har inte varit att förebygga den utan istället att förstå dess existens och lägga vikt på vad kvalitativ forskning möjliggör. I slutändan strävar kvalitativ forskning efter att uppnå ökad förståelse i en specifik kontext och därmed är exempelvis inte generalisering det som i första hand efterfrågas. Således

är en kvalitativ forskningsmetod den metod som passar bäst för att kunna uppnå syftet och besvara studiens frågeställning.

2.2 Val av ansats

Studien antar en abduktiv ansats vilket innebär att det till skillnad från induktion och deduktion möjliggörs en nivåvandring mellan teori och empiri vid utformande och utförande av undersökningen (Björklund och Paulsson, 2012). I vårt fall innebär det att viss teori om gröna obligationer på förhand tillåter oss att beskriva hypotesen av problemet samtidigt som utrymme lämnas för justering av teori efter det att empiri inhämtats. Czarniawska (2014) beskriver en abduktiv ansats som en upptäckslogik där val av nya teorier i vissa fall kan vara mer motiverat än verifiering av redan existerande teorier och studier. Detta främst med argumentet att den sociala verkligheten ständigt förändras samt att vid studerande av samhällsvetenskapen bör en verklighetsanpassning eftersträvas. Denna typ av beskrivning har varit central för studien då ämnesområdet gröna obligationer är relativt ungt och då det på förhand har antagits att viss förändring från tidigare studier skett i takt med marknadens tillväxt. Det gör att flexibilitet i relationen mellan empiri och teori krävs och således är en abduktiv ansats mest fördelaktigt. Dessutom är konceptet additionalitet i den här kontexten komplex vilket ytterligare motiverar valet av ansats och den flexibilitet det medför. Vid genomförandet av studien har det exempelvis inneburit att teorier om en så kallad grön premie på förhand studerats och antagits vara en potentiell förklaringsvariabel och att teori om grön skuldfinansiering i en agentrelation på efterhand studerats, då som en konsekvens av den insamlade empirin.

2.3 Primärdata

Empirins huvudsakliga insamling av data sker med hjälp av kvalitativa intervjuer. Intervjuer innebär primärdata som specifikt samlats in till denna studie (Björklund och Paulsson, 2012). Totalt har 12 intervjuer genomförts varav nio har genomförts över telefon och tre har genomförts vid ett fysiskt möte. Enligt Bryman och Bell (2017) kan en intervju utformas på olika sätt i termer av struktur och förutbestämthet. I studien har intervjuerna genomförts på ett semistrukturerat sätt vilket generellt innebär att viss struktur finns och att viss struktur växer fram under samtalsgången. Det har i sin tur inneburit att samma frågeformulär använts till alla respondenter men att ordningen i vilken frågorna har ställts har tillåtits att variera samt att även följdfrågor har förekommit vilket är en av fördelarna med semistrukturerade intervjuer. I flertalet av intervjuerna har inte alla frågor explicit ställts då respondenten av sig själv har besvarat dessa. Vid tre intervjuer har respondenten fått frågorna på förhand då det efterfrågades och vid en av intervjuerna har kompletterande frågor ställts per mail. Upplägget med semistrukturerade kvalitativa intervjuer valdes då det på förhand förväntades bidra till resonerande

svar, vilket ansågs av vikt för att kunna uppnå studiens syfte. Samtidigt fanns det en tydlig idé att i största möjliga utsträckning ställa samma frågor till alla respondenter för att öka möjligheten till att kunna konstatera och förstå potentiella likheter och olikheter mellan respondenterna. Alla intervjuer har spelats in och även transkriberats för att underlätta sammanställning av empiri och analys. Intervjufrågorna bestämdes på förhand och delades in i fem delområden, se appendix. Det första området hade syftet att skapa en grundläggande förståelse för respondentens koppling till gröna obligationer och bolagets motiv till emissionen samt upplevda fördelar. Denna del möjliggjorde en bra grund inför resterande delar som handlade om det finansiella perspektivet, kopplingen till hållbarhet, åtagandet mot investerare och slutligen ett segment där respondenten fick spekulera och dela med sig av dennes tankar om hur den gröna obligationsmarknaden på längre sikt kan tänkas utvecklas och påverka den hållbara utvecklingen.

2.3.1 Sammanställning och analys av insamlad primärdata

Sammanställning av empirin har till en början skett utifrån det transkriberade materialet från intervjuerna. Att analysera data i en kvalitativ studie kan medföra vissa svårigheter då det ofta innebär en stor mängd material som dessutom är svårhanterligt (Bryman och Bell, 2017). För att genomföra detta på bästa sätt så har varje fråga analyserats enskilt och endast essensen av de olika respondenternas svar noterats. Detta har skett med hjälp av en matris men också med hjälp av markeringar i textdokumentet. Därefter har de olika svaren inom respektive huvudområde från intervjun utgjort ett område i empirikapitlet. Materialet har på så sätt sammanställts och presenterats i en löpande text som dessutom stöds av väsentliga citat. Tanken med detta tillvägagångssätt var att möjliggöra en kartläggning av likheter och olikheter mellan de studerade företagen samt att citaten återspeglar specifika exempel som är av väsentlighet för att uppnå syftet med studien. Sammanställningen har influerats till viss del av det teoretiska ramverket och valet av vad som är väsentlig empiri. Detta tillvägagångssätt stöds av den abduktiva ansatsen som möjliggör denna nivåvandring. Det empiriska resultatet har efter sammanställning analyserats med det teoretiska ramverket i syfte att kunna förklara och dra slutsatser mellan dessa.

2.4 Sekundärdata

För att skapa en rättvis bild över ämnesområdet krävs det att tidigare litteratur insamlas och bearbetas systematiskt. Denna litteratur ligger till grund för genomförandet av studien och ämnar att skapa förståelse för vad tidigare forskning kommit fram till. Då ämnesområdet är ungt ställer detta ännu större krav på att presentera en nyanserad bild av tidigare litteratur för att på bästa sätt skapa goda förutsättningar i att uppnå syftet med studien. Björklund och Paulsson (2012)

beskriver vikten av hur litteraturen från böcker, broschyrer och tidskrifter alltid måste behandlas som sekundärdata. Det innebär att förståelse och beaktande måste tas till att litteraturen varit föremål för ett eget typ av syfte och att informationen således kan vara vinklad eller inte heltäckande. Med ett kritiskt förhållningssätt vid litteratursökning och bearbetning av materialet har potentiella brister minimerats. Insamlingen av sekundärdata har vidare i största utsträckning skett med hjälp av Google Scholar och Göteborgs Universitets databaser och sökfunktioner. I första hand har artiklar som varit *Peer Reviewed* eftersträvat, vilket innebär att litteraturen är skriven av kunniga inom området och är granskad av andra experter.

2.5 Urval av fallföretag

Till skillnad från kvantitativ forskning där sannolikhetsurval är vanligt förekommande tenderar kvalitativ forskning att kretsa kring begreppet målstyrda urval. I grunden handlar begreppet om valet av forskningsenhet med direkt koppling till studiens specifika forskningsfråga. Tanken är att forskningsfrågan ska ge en vägvisning om vad som ska stå i fokus vid urvalet (Bryman och Bell, 2017). I vårt fall är det svenska fastighetsbolag, det vill säga organisationer, som är analysenheten. Anledningen till att sannolikhetsurval är mindre vanligt vid kvalitativ forskning beskriver Bryman och Bell (2017) bland annat beror på svårigheten i att kartlägga populationen och därmed problemet att lyckas skapa en sanningsenlig urvalsram. Detta är dock inte den enda anledningen till att kvalitativ forskning inte tenderar att tillämpa ett sannolikhetsurval utan den vanligaste förklaringen är att studier som baseras på kvalitativa intervjuer ofta syftar till att få tillgång till en bred och diversifierad bild av forskningsproblemet. Urvalet för denna studie är därmed genomförd som ett målstyrt urval och är därför en form av ett icke-sannolikhetsbaserat urval där studiens forskningsfråga om svenska fastighetsbolag som genomfört en grön obligationsemission istället varit den centrala beslutsfaktorn. Totalt kartlades och tillfrågades 16 svenska fastighetsbolag på förhand med hjälp av Nasdaq Sustainable Bond List och branschtidningen Fastighetsnytt. Till vår vetskap med hjälp av dessa källor så inkluderar urvalet alla svenska fastighetsbolag som emitterat gröna obligationer minst en gång fram till och med 5 april 2019. En avgränsning i urvalet gjordes till att exkluderar kommuner som även varit aktiva emittenter på den gröna obligationsmarknaden för fastighetsfinansiering. Detta för att i största möjliga utsträckning kunna jämföra likheter och skillnader mellan företagen och därför ansågs det mer lämpligt om alla de intervjuade fallen var så lika som möjligt i termer av organisationsstruktur och affärsmodell. Liknande tankesätt användes vid val av intervjuperson då vi primärt valde att kontakta finanschefen i respektive bolag. Samtidigt gavs personen möjlighet att hänvisa oss vidare till någon annan inom bolaget om ett sådant behov fanns. Urvalet mynnade slutligen ut i totalt 12 svenska fastighetsbolag som hade möjlighet att medverka och majoriteten av

respondenterna i respektive bolag arbetar som finanschef eller liknande vilket har skapat bra förutsättningar för jämförelse sinsemellan. I två av intervjuerna medverkade två respondenter. Tabell 1 redogör urvalet samt information om intervjun.

Tabell 1. Redogörelse av intervjupersoner

Företag	Respondent	Datum	Telefon/Fysiskt - Tid
Fastighetsbolag X	Respondent 1, Finanschef	2/4 - 2019	Telefon - 30 minuter
Fabege	Åsa lind, Finanschef	8/4 - 2019	Telefon - 40 minuter
Vacse	Henrik Molin, Vice VD/Finanschef & Fredrik Linderborg, VD	9/4 - 2019	Telefon - 45 minuter
Atrium Ljungberg	Martin Lindqvist, CFO	10/4 - 2019	Telefon - 35 minuter
Vasakronan	Thomas Nystedt, Finanschef	11/4 - 2019	Telefon - 45 minuter
Willhem	Peter Malmén, Finansdirektör & Ann Sofi Salomon, Finansekonom	12/4 - 2019	Fysiskt - 50 minuter
Fastighetsbolag Y	Respondent 2, Portföljförvaltare	12/4 - 2019	Fysiskt - 45 minuter
Kungsleden	Fredrik Sandell, Finanschef	15/4 - 2019	Telefon - 40 minuter
Rikshem	Christina Fernström, Finanschef	15/4 - 2019	Telefon - 25 minuter
Specialfastigheter	Kristina Ferenius, Vice VD & CFO	16/4 - 2019	Telefon - 40 minuter
Platzer fastigheter	Fredrik Sjudin, CFO	17/4 - 2019	Fysiskt - 35 minuter
Samhällsbyggnadsbolaget i Norden	Marika Dimming, IR & Head of Sustainability	23/4 - 2019	Telefon - 30 minuter

2.6 Etiska ställningstaganden

En kvalitativ studie medför även flera etiska ställningstaganden, främst kopplat till de genomförda intervjuerna. Bryman och Bell (2017) menar att det är viktigt att ta hänsyn till bland annat eventuell konfidentialitet för respondenterna i studien och att samtycke råder om vad som publiceras i respondentens namn. För att inte bryta mot dessa etiska principer har respondenter fått godkänna inspelning av intervju på förhand. De citat som därefter ämnades att användas har respektive respondent fått ta del av per mail för kontroll att samtycke råder. Samtidigt har respondenterna även fått ta ställning till huruvida anonymitet önskas eller ej.

2.7 Studiens trovärdighet

Reliabilitet, validitet och objektivitet kan användas som tre olika mått på en studies trovärdighet som alltid bör tas i beaktande vid forskning (Björklund och Paulsson, 2012). Respektive mått mäter i sig trovärdigheten på olika sätt där validitet handlar om till vilken grad studien mäter det den avser att mäta. Reliabilitet handlar om

exaktheten i mätverktyget och således graden av möjlighet till replikering av studien. Slutligen handlar objektivitet om studiens påverkan av värderingar (Björklund och Paulsson, 2012). Hög trovärdighet har eftersträvats vid genomförandet. För att nå en hög validitet har personer med liknande position inom respektive fastighetsbolag intervjuats i största möjliga utsträckning. Hög reliabilitet har möjliggjorts genom användning av en välutformat intervjuguide där vissa frågor överlappar varandra för att verkligen säkerställa att respondenten fått chans att beskriva sitt perspektiv. En hög objektivitet har i undersökningen uppnåtts genom att bland annat presentera empiri med hjälp av citat och i den mån det tillåts även namngett dessa. Citaten har, som tidigare presenterat, alla blivit godkända i efterhand och således har tolkningsfel minimerats. Genomgående i empiri och analys har en rättvist och jämnt fördelad bild hela tiden varit målet. Med andra ord har perspektiv och synpunkter från alla intervjuer i största möjliga mån tagits i beaktande och presenterats.

3

Teoretisk referensram

I följande kapitel presenteras teorier som anses vara relevanta för analysering av den insamlade empirin för att på bästa uppfylla studiens syfte. Studiens teoretiska referensram består därför av tre separata teoretiska områden. Det första området grundas i företags val av kapitalstruktur och hur valen påverkas av en agentrelation. Agentrelationen är relevant för gröna obligationer för att kunna analysera åtagandet emittenten har mot investerare och hur egenskaper i denna relation kan påverka hållbarhetsarbete. Det andra området inkluderar CSR-litteratur som bland annat förklarar varför företag bedriver hållbarhetsarbete och är av intresse för att kunna analysera varför hållbarhetsarbetet i vissa företag inte påverkas av en grön obligationsemission. Det tredje området presenterar teorier om finansieringskostnad, studier om en grön prispremie, förklaringar till varför den existerar och en diskussion om kapitaltillgång. Denna del möjliggör en analys om hur en grön prispremie och kapitaltillgång kan påverka hållbarhetsarbetet. Teorikapitlet avslutas med en del som sammanfattar respektive teoretiskt område samt beskriver hur dessa avses appliceras i studien.

3.1 Agentteori och fördelar av skuldfinansiering

Ett område som har undersökts extensivt är företags val av kapitalstruktur, det vill säga hur företaget väljer en fördelning mellan eget kapital och skuld som finansiering. En teori som förklarar hur företag väljer optimal kapitalstruktur är trade-off-teorin. Kraus och Litzenberger (1973) menar att företag avgör optimal kapitalstruktur genom en avvägning av skattefördelar av skuld och kostnader för konkurs. Trade-off-teorin har utökats för att innefatta fler kostnader och fördelar relaterade till val av kapitalstruktur. Ett område relaterat till trade-off-teorin som är av särskild relevans för gröna obligationer är agentteori. Det är av särskild relevans eftersom det är liknande mekanismer som styr emittentens åtagande mot investerare, det vill säga aktieägare och långgivare, i obligationen. Agentteori fokuserar på företagsledningens informationsövertag mot investerare och hur det kan ge upphov till motstridiga intressen mellan dem och teorin bygger på att ledningen har anledning att inte alltid agera i investerares intressen (Frank och Goyal, 2009). Jensen och Meckling (1976) definierar en agentrelation mellan en agent och en principal som ett kontrakt där agenten syftar att utföra någon form av handling åt

principalen. I denna relation, förutsatt att båda parter nyttomaximerar, finns det anledning att anta att agenten inte alltid kommer agera med principalens intresse i första hand. Agentrelationer ger därmed upphov dels till problemet om att agenten och principalen har olika agendor samt problemet om att det är dyrt och svårt att påverka agentens beteende. Kostnader förknippade med detta benämns som agentkostnader.

Jensen och Mecklings (1976) bidrag till trade-off-teorin består av kopplingen mellan problemen som uppstår i agentrelationen och företags val av kapitalstruktur. De finner att agentkostnader uppstår när företagsledningen inte agerar i investerarens intresse då det är investerarna och inte ledningen som kommer att bära merparten av kostnaden för detta. Kostnader uppstår som en konsekvens av att samtliga intäkter från verksamheten inte tillfaller ledningen och inte heller bär denne alla kostnader själv. Författarnas bidrag är att agentkostnader skiljer sig i storlek beroende på företagets kapitalstruktur. De finner att företag kan minska agentkostnader genom att använda skuldfinansiering vilket beror på flera saker. Skuld innebär fördelar i agentrelationen på grund av att det ökar risken för ekonomiska problem och konkurs. Ökad risk vid skuldfinansiering innebär att företagsledningen minskar slösaktigt spenderande, ökar motivationen och arbetar mer effektivt då företaget har ett åtagande om ränte- och återbetalningar till extern part, långivaren. Ledningen har därför mindre fritt kassaflöde att disponera över vilket leder till mer effektiv användning av resurser. En grön obligation kräver utöver detta att företaget öronmärker likviden för gröna investeringar vilket ytterligare begränsar företagets möjlighet att använda pengar till andra ändamål. Om företaget inte kan möta sina långivares fordringar sätts företaget i konkurs och långivarna tar kontroll av företaget. Liknande slutsats är även något som Grossman och Hart (1982) kommer fram till då de argumenterar för att ökad skuldsättning möjliggör minskade agentkostnader som en konsekvens av den ökade risken för konkurs vilket således skapar högre incitament för ledningen att agera plikttroget. Jensen och Meckling (1976) och Grossman och Hart (1982) nyanserar därmed trade-off-teorin och menar att företag även inkluderar den positiva effekten i termer av minskade agentkostnader till följd av skuldfinansiering. En grön obligation innehar samma egenskaper som all annan skuldfinansiering samtidigt som den också kräver en motprestation i form av hållbarhet och miljörelaterade åtgärder. Det innefattar att uppfylla villkoren som är stipulerade i det gröna ramverket.

Harris och Raviv (1990) undersöker hur kapitalstruktur påverkas av skuldfinansieringens effekt på investerarens information om företaget och möjligheten att övervaka företagsledningen. De utgår från att ledningen är motvillig att överge kontroll och insyn. Författarna menar att bara det faktum att företaget

finansierar sig genom lån ger information om företagets ställning till investerare. Författarna menar att skuldfinansiering är ett sätt för investerare som är osäkra på ledningens prestation, agenda, motivation, eller den övergripande strategin, att få mer information för att kunna ta informerade beslut om företagets verksamhet. Jensen (1989) argumenterar för att aktiva långgivare spelar en avgörande roll i att utbringa information från ledningen och agera som en kravställare på företaget. Grigore och Stephan-Duicu (2013) nyanserar agentteorin och menar att skuldfinansiering blir ett sätt att kontrollera företagsledningens investeringspolicy. De menar även att det externa åtagandet mot långgivarna gör att ledningen uppvisar mer information om styrningen i företaget. Skuldfinansiering har med andra ord styrande och kontrollerande egenskaper men leder också till minskad informationsasymmetri mellan investerare och företagsledning. Författarna är samtidigt kritiska till den begränsade empiriska verifikationen av de teoretiska koncepten i agentteorin.

Sammanfattningsvis innebär skuldfinansiering inte bara en kanal av kapital utan kan även medföra vissa operationella fördelar genom minskade agentkostnader på grund av förbättrad effektivitet hos ledningen på grund av ökad risk för konkurs och krav på information. En grön obligationsemission ställer ännu högre krav på transparens då likviden ska redovisas. Långgivare utövar en viktig roll i att utbringa information från företaget vilket minskar informationsasymmetri mellan företagsledning och investerare och på så sätt minskar agentkostnader.

3.2 Corporate Social Responsibility

Corporate Social Responsibility (CSR) innefattar företags interna processer i syfte att skapa en positiv påverkan på samhället i stort och inkluderar frågor om hållbarhet, social påverkan och etik. Kitzmueller och Shimshack (2012) beskriver att CSR har flera olika typer av definitioner som i sig kan innefatta flera olika dimensioner och att det därför inte finns någon universell definition. Det som går att konstatera vid ett försök i att fastställa en enhällig definition är dock att CSR består av två konceptuella funktioner. Den första funktionen innebär att ämnet innefattar något som går att observera och mäta och den andra funktionen innebär att utfallet är av den karaktär att det överstiger den lägsta nivå som eventuell reglering innebär. Ett exempel skulle kunna vara ett företag som internt uppställer ett utsläppsmål som innebär en hårdare åtstramning av utsläppen än aktuell reglering.

Benabou och Tirole (2009) menar att CSR ofta används som ett samlingsbegrepp för olika koncept där vissa CSR-förespråkare anser att ett bra CSR-arbete är ekonomiskt försvarbart och kan generera en mer lönsam affär. Andra menar istället att CSR-arbete endast handlar om att göra avkall på lönsamheten till förmån för ett

ansvarstagande i samhället. För att förstå exakt vad CSR innebär och vad som gör att företag vill bedriva CSR utvecklar Benabou och Tirole (2009) tre olika synsätt på CSR. Det första, *win-win*, utgår från idén om att ett företag som tar samhällsansvar även kan bli ett mer lönsamt företag i längden. Vad som hindrar bolag från att göra detta är att bolag idag är kortsiktiga i dels sättet som prestationen mäts på och även vid valet av företagsledning. Med ett sådant tillvägagångssätt riskerar bolag att långsiktigt minska aktieägarvärde när kortsiktig lönsamhet eftersträvas. Ett exempel skulle kunna vara att ett företag bryter mot ett kollektivavtal för att minska kostnader, vilket är något som skadar företagets anseende. Det innebär i förlängningen att företaget kommer ha svårare att anställa kompetent personal som en effekt av det kortsiktiga handlandet. Som ett alternativ till ett sådant betende skulle ett företag på kort sikt istället kunna öka kontrollen av deras utsläpp vilket på längre sikt kan minimera risken för framtida potentiella miljöförpliktelser. Författarna menar således att CSR, utifrån det här synsättet, handlar om att anta ett långsiktigt perspektiv och på så sätt maximera vinsten. Att anta ett mer långsiktigt perspektiv kan även generera en starkare position på marknaden och därefter, som en konsekvens, ökad lönsamhet. Det andra synsättet av CSR, *delegated philanthropy*, inkluderar idén om att ett bolag kan fungera som en kanal för socialt ansvarstagande åt sina intressenter. Intressenter efterfrågar att bolaget engagerar sig i sådana frågor på deras vägnar och är i viss mån även villiga att göra avkall på avkastning för det. I sig handlar det för bolag inte om att skänka pengar till välgörenhet utan snarare om att avstå från ett visst agerande, t.ex. i form av stora utsläpp. Det tredje synsättet, *insider-initiated corporate philanthropy*, tolkar CSR som något som inte drivs på av intressenterna utan istället ledningen och styrelsens egna intressen. Det kan handla om ekonomiskt stöd till diverse stiftelser som i sig då inte innebär maximering av vinsten. Detta agerande är det som blivit mest ifrågasatt då det inte maximerar aktieägarvärdet. Sammanfattningsvis menar Benabou och Tirole (2009) att alla tre tolkningar av vad CSR är kan uppfattas som vaga och att viss tvetydighet sinsemellan existerar.

Kitzmueller och Shimshack (2012) presenterar istället CSR utifrån två motsatta perspektiv som till stor del liknar det Benabou och Tirole (2009) beskriver. Det första perspektivet handlar om hur CSR kan utgöra investeringar i innovation som på sikt, allt annat lika, antas medföra nettonyttan. Perspektivet liknar således det första synsättet som Benabou och Tirole (2009) beskriver. Kitzmueller och Shimshack (2012) menar att det här perspektivet, där investeringar i sociala och miljömässiga problem, leder till en minskning i negativa externaliteter eller möjliggörande av bättre produkter. Investeringarna antas samtidigt förbättra produktivitet och processer internt och således stärka företagets konkurrenskraft. I det andra perspektivet beskrivs CSR istället som en utgift som företag frivilligt ådrar sig. Det

perspektivet förklaras dels av aktieägares vilja av att göra avkall på viss vinst till förmån för CSR-initiativ och på så sätt använda företaget som en kanal för detta, till stor del likt det andra perspektivet som Benabou och Tirole (2009) beskriver. Den andra förklaringen till frivilliga utgifter för CSR handlar om hur intressenter kan vara präglade av sociala, ekologiska eller etiska preferenser och hur dessa inte kan förbises av företagen. I förlängningen innebär det att CSR blir relevant för företagets lönsamhet och också som en del i ett företags strategi. Den andra förklaringen grundar sig i det som Baron (2001) benämner som *strategisk CSR*, ett koncept där vinstmaximering drivs av egenintresse och således inte av CSR i sig. Utfallet är ändå positivt i termer av CSR, något som författaren menar sker genom att något görs utöver de regleringar eller det marknaden efterfrågar, i enlighet med den andra funktionen av CSR som Kitmueller och Shimshack (2012) presenterar. Syftet med *strategisk CSR* är därmed främst att skapa konkurrensfördelar. Ett exempel på området som Baron (2001) beskriver gäller efterfrågan på ekologiska produkter och hur konsumenter är villiga att betala ett högre pris för dessa. Företag som säljer produkterna gör det snarare på grund av efterfrågan och ett egenintresse framför viljan av att bedriva CSR-arbete, trots att det samtidigt blir utfallet. Baron (2001) konstaterar vidare i sin studie att företag aktivt borde söka efter möjligheter till att bedriva *strategisk CSR* i samma utsträckning som de söker efter potentiella nya marknader och ökad lönsamhet.

Sammanfattningsvis går det att konstatera att trots avsaknaden av en enhällig definition av CSR nämner flera författare liknande anledningar till vad som kan förklara företags drivkrafter i ett aktivt CSR-arbete. Däribland hur CSR kan vara kopplat till ett företags kärnverksamhet och innebära en lönsam affär. Potentiellt kan det även möjliggöra en förklaring till varför företags hållbarhetsarbete inte skulle påverkas av en grön obligationsemission.

3.3 Finansieringskostnad och kapitaltillgång

Klassisk finansiell teori som *Capital asset pricing model* förutspår att investerare maximerar avkastning givet en viss risknivå (Berk and DeMarzo, 2017). Förekomsten av en skillnad i avkastning mellan en konventionell obligation och en grön obligation indikerar att investerare överväger fler faktorer i investeringsbeslutet än endast avkastning och risk, eller att gröna obligationer innebär en lägre risk. Lewis och Mackenzie (2000) finner stöd för att socialt ansvarstagande investerare uppvisar högre acceptans för skillnader i avkastning mellan vanliga investeringar och de som investeraren anser vara etiska eller hållbara. Författarna menar att det tyder på att investeraren värderar och genererar nytta av andra faktorer än endast finansiella. Avkastningspremien, eller räntespreaden, är skillnaden i avkastning mellan en grön obligation och en likvärdig konventionell obligation. Zerbib (2019) undersöker

premien mellan gröna och konventionella obligationer mellan 2013-2017 och finner att gröna obligationer säljs till en negativ premie om två räntepunkter, det vill säga två räntepunkter billigare ränta för gröna obligationer, vilket anses vara en liten premie. Att den däremot konsekvent är negativ från maj 2015 och framåt kan visa på att institutionella investerare är mer och mer benägna att göra avkall på viss avkastning, eller att gröna obligationer ger lägre risk exempelvis på grund av högre likviditet. Författaren menar att det bör ge incitament för emittenter att emittera gröna obligationer för att diversifiera sin investerarbas.

Baker et. al. (2018) når samma slutsats som Zerbib (2019), att gröna obligationer säljs till en premie och därmed till lägre förväntad avkastning. De förklarar det genom teorin om *Sin Stocks* av Hong och Kacperczyk (2009), en teori som undersöker sociala normers påverkan på investeringsbeslut hos institutionella investerare och hur besluten i sin tur påverkar så kallade *Sin Stocks*, vilket är aktier som på grund av sociala normer svartlistas av institutionella investerare. Hong och Kacperczyk (2009) finner att *Sin Stocks* ger en högre förväntad avkastning eftersom institutionella investerare aktivt väljer bort dessa aktier. Teori om arbitrage förutspår att hedgefonder och liknande naturliga arbitrage-sökare på marknaden skulle investera i aktien och sänka dess förväntade avkastning till en nettoeffekt om noll. Författarnas slutsats är att detta inte sker i den utsträckning som tidigare teori förutspår. Sociala normer har därför påverkan på ett värdepappers pris och därmed dess förväntade avkastning. Baker et. al. (2018) förklarar räntespreaden på gröna obligationer och konventionella obligationer med att institutionella investerare, som är vanligt förekommande investerare i gröna obligationer, till högre utsträckning efterfrågar socialt ansvarsfulla investeringar medan räntespreaden inte justeras av arbitrage-sökare.

Relaterat till Hong och Kacperczyks (2009) fynd om *Sin Stocks* undersöker Heinkel et. al. (2001) effekten av exkluderande etiska investeringar och hur dessa påverkar företags beteende. Exkluderande etiska investeringar är investeringar som görs i etiska företag med avseende på miljö och sociala aspekter och exkluderar icke etiska företag. Författarna finner att när icke etiska företag ägs av färre investerare, vilket sker om de exkluderas av vissa, leder det till lägre aktiekurs och högre kapitalkostnad på grund av lägre riskdelning. Företagen kan välja att minska sin icke etiska påverkan, exempelvis miljöfarliga utsläpp, om kostnaden för att minska utsläppen understiger kostnaden för dyrare finansiering. Vad som är avgörande för huruvida förändring sker är hur stor del av kapitalet som etiska investerare äger. Författarna menar att mer än 20% av kapitalet behöver exkluderas från icke etiska företag för att de ska genomföra nödvändiga förändringar för att få tillgång till allt typ av kapital. Företag kommer att genomföra förändringar för att framstå som "acceptabla" för

etiska investerare om prisdifferensen mellan etiskt och icke etiskt blir tillräckligt stor. Exkluderande etiska investeringar kan därför förändra företags beteende.

Sammanfattningsvis kan sägas att investerares beslut att inkorporera andra värden än endast finansiella och därmed välja att exkludera icke etiska bolag leder till att aktiekursen för dessa sjunker till följd av sämre riskspridning för icke etiska bolag. Samma tankesätt kan appliceras på gröna obligationer. De köps just för att de är gröna vilket leder till att investerare istället betalar mer för dem. I takt med att mer kapital svartlistas för icke etiska bolag blir effekten större och därmed också incitamentet att förändras av ekonomiska skäl.

3.4 Sammanfattning och applicering av teoretisk referensram

Den teoretiska referensramen presenterar tre separata områden som syftar till att förklara hur den gröna obligationen påverkar hållbarhetsarbete i svenska fastighetsbolag. Nedan följer en sammanfattning av vad som anses mest väsentligt från respektive avsnitt och hur teorierna appliceras på studieområdet samt vad de förväntas förklara.

3.4.1 Agentteori och fördelar av skuldfinansiering

Genom en minskning av fritt kassaflöde minskas agentkostnader till följd av att ledningens incitament till icke vinstmaximerande agerande reduceras. Det sker som en effekt av dels åtagandet om ränte- och återbetalningar av skulden i sig men också som en effekt av att obligationslikviden öronmärks till miljörelaterade investeringar vilket ytterligare begränsar ledningens utrymme. Minskade kostnader förknippade med agentrelationen är en agentfördel av skuldfinansiering. För gröna obligationer är mekanismerna desamma som för all annan skuld till skillnad från att obligationslikviden är öronmärkt för miljörelaterade investeringar och att emittenten även ska utföra en motprestation i form av att investeringen ska ha en miljönytta som ska redovisas. Skuldfinansiering har även informationsgivande egenskaper vilket leder till högre transparens och möjlighet till mer informerat beslutsfattande av aktieägare och långivare. I diskussionen om huruvida gröna obligationer leder till additionalitet förväntas agentteori kunna förklara hur emittentens åtagande mot obligationsinvesteraren att uppfylla de gröna villkoren leder till att emittenten är mer angelägen att uppfylla vad som tidigare var ett hållbarhetsmål.

3.4.2 Corporate Social Responsibility

Studier om CSR möjliggör en förståelse för vad som driver företag till att bedriva CSR-arbete och hur dessa drivkrafter kan variera. För svenska fastighetsbolag kan möjligheten till att nå en mer lönsam affär vara en potentiell förklaring till varför dessa företag bedriver hållbarhetsarbete. Exempelvis skulle incitament kunna finnas

för fastighetsbolag att genomföra energibesparingar då det leder till ett bättre driftnetto. I diskussionen om huruvida gröna obligationer bidrar till additionalitet förväntas det här teoretiska området därmed att förklara varför vissa fastighetsbolags hållbarhetsarbete inte på en direkt nivå påverkas av den gröna obligationsemissionen. Genom att belysa denna aspekt så nyanseras den gröna obligationens verkliga bidrag och ökad förståelse skapas för hur den gröna obligationen påverkar hållbarhetsarbetet.

3.4.3 Finansieringskostnad och kapitaltillgång

Studier visar att det existerar en premie på priset av gröna obligationer vilket kan förklaras dels av att socialt ansvarstagande investerare prissätter andra faktorer än avkastning och risk samt att institutionella investerare uppvisar högre villighet att äga gröna obligationer och mindre villighet att äga *Sin Stocks* vilket driver upp priset på sådana gröna tillgångar. Varför företag emitterar gröna obligationer anses viktigt för att förstå hur det kan påverka hållbarhetsarbetet och leda till additionalitet. Lägre finansieringskostnad och större kapitaltillgång antas vara anledningar till varför företag emitterar gröna obligationer.

4

Empiri

I följande kapitel presenteras den insamlade empirin från intervjuerna. Uppdelningen sker med avsikt på de områden som behandlats i intervjuerna. Respektive avsnitt inkluderar de fördelar som respektive fastighetsbolag erfarit av den gröna obligationsemissionen, den finansieringskostnad och kapitaltillgång som gröna obligationer innebär, gröna obligationens koppling till hållbarhet, åtagandet mot investerare och slutligen gröna obligationer och hållbarhet på lång sikt.

4.1 Fördelar av en grön obligationsemission

Den höga efterfrågan från investerare på gröna obligationer och den ökade kapitaltillgången är några av fördelarna som fastställts efter den gröna obligationsemissionen hos hälften av respondenterna. En pridfördel är en annan fördel som beskrivs. Utöver detta menar flertalet respondenter att en grön obligationsemission skapar varumärkesfördelar och externa signaleffekter i hur bolaget bedriver sina hållbarhetsfrågor och hur detta kommuniceras utåt.

“Fördelarna är dels finansiella, att på längre sikt är det ingen tvekan om att kapitaltillgången för gröna emittenter kommer att öka. Nu på kort sikt är det även en pridfördel. Det är de rent krasst finansiella fördelarna. Sen finns det tydliga fördelar varumärkesmässigt, både som arbetsgivare och aktiv del i den stad vi utvecklar, mot kommuner till exempel.” - Martin Lindqvist, Atrium Ljungberg.

“Dels är det ju ett signalvärde, man åtnjuter kanske något billigare finansiering, men framförallt så breddar man investerarbasen när man emitterar grönt. Samt man ökar likviditeten i obligationerna.” - Marika Dimming, Samhällsbyggnadsbolaget i Norden

“Det är klart att genom att emittera gröna obligationer så syns det ju, i media och även på aktiesidan så är det någonting som väcker intresse. Och det blir ju en väldigt tydlig stämpel på att bolaget tar hållbarhetsarbetet på allvar.” - Fredrik Sandell, Kungsleden.

En annan fördel som fem respondenter framhåller är de interna effekter som uppstått. Det handlar bland annat om ett skärpt hållbarhetsarbete, ökat intresse från medarbetare av att lära sig mer om kopplingen mellan certifieringar och finansiering,

att det driver stolthet internt, samt att gröna obligationer driver på den hållbara utvecklingen på grund av ökat krav på transparens. En respondent menar att få företag är helt hållbara och att den gröna obligationen på ett effektivt sätt kan göra att företag blir mer hållbara och att emissionen bidrar med detta genom exempelvis ökat krav på transparens.

Integrationen mellan finansavdelning och resterande avdelningar i organisationen, som förvaltning, projektavdelning och hållbarhetsavdelning, är en fördel som lyfts fram av flertalet respondenter som en följd effekt av emittering av gröna obligationer. Den gröna obligationen skapar incitament för finansavdelningen att aktivt delta i hållbarhetsarbetet som en betydande aktör. En respondent menar att finansavdelningen nu blir en kravställare på hållbarhetsområdet.

“Jag brukar säga att jag jobbar hälften på hållbarhetsavdelningen och hållbarhetschefen brukar känna sig som att hon jobbar halvtid på finansavdelningen och det blir en relation som inte varit vanlig förr i tiden och inte bara med hållbarhetsgänget utan även andra som jobbar praktiskt med det här på projekt och i förvaltningen. Det blir en helt annan kontaktyta mellan de olika avdelningarna - finans, förvaltning och hållbarhet.” - Åsa Lind, Fabege

Samtidigt menar en respondent att de inte kunnat fastställa några specifika fördelar med det finansiella instrumentet direkt i form av lägre finansieringskostnad och inte heller indirekt i form av interna effekter såväl som externa signaleffekter. Istället menar denna respondent att de snarare upplevt att det kan ha inneburit extraarbete i termer av ökad rapportering.

“Det första jag åtminstone brukar börja säga innan jag börjar med kritiken mot instrumentet, det är att vi otvivelaktigt är väldigt positivt inställda till hållbarhetsarbetet, och jobbar med hållbarhet i verksamheten och har gjort det under lång tid [...] vi tycker dock inte att det här instrumentet så som det funkar idag ger oss några fördelar.” - Respondent 2, Fastighetsbolag Y

4.2 Finansieringskostnad och kapitaltillgång

De flesta respondenterna menar att de kunnat sänka sin finansieringskostnad vid emittering av gröna obligationer. Svaren varierar mellan 0 till 7 räntepunkter billigare ränta på deras gröna obligationer relativt en jämförbar konventionell obligation. Majoriteten uppger att de erhållit mellan 2 till 5 räntepunkter billigare finansiering. Alla respondenter menar dock att det är svårt att leda i bevis att finansieringskostnaden sänkts i och med att det aldrig finns en fullt jämförbar konventionell obligation att jämföra med. Samtidigt menar en respondent att genom att undersöka till vilka priser gröna obligationer och konventionella obligationer

handlas till på sekundärmarknaden anser denne att det är svårt att argumentera för att det existerar en prisskillnad.

“Vi brukar generellt säga ungefär 5 punkter lägre pris men sen är det oerhört svårt på kapitalmarknaden att göra den bedömningen för det är så väldigt sällan man har en grön obligation och en icke grön obligation samtidigt allt annat lika så att man kan jämföra. Det är så mycket annat, så mycket tajming som spelar in men vi har haft några tillfällen där vi tycker oss ha märkt att vi ligger ungefär där. Jag tror att alla är överens om att några punkter är det och det kanske varierar mellan 3-4 och 6-7 punkter.” - Åsa Lind, Fabege.

Hälften av respondenterna menar att få tillgänglighet till hela kapitalmarknaden och möjligheten att därefter nå fler nya investerare spelade en betydande roll vid valet att emittera. Genom den gröna emissionen utesluter företaget ingen investerare och gröna placeringar upplevs vara mer eftertraktat hos institutionella investerare vilket gör att stora volymer kan nås. En respondent nämner att det också påverkar priset direkt.

“Gröna obligationer hjälper ju till lite grann att komma lite längre fram i kön på kapitalmarknaden så att säga. Man exkluderar ju ingen investerare genom att obligationen är grön men däremot så tappar man ju alla som har som krav att det ska vara en grön obligation om den inte är det.” - Henrik Molin, Vacse

Alla respondenter uppger också att de efter emissionen kunde konstatera att de nått en bredare investerarbas. Vissa menar att detta är tydligt och otvivelaktigt medan en respondent menar att de eventuellt på marginalen nått ut till fler investerare.

“Jag skulle kunna säga att vi inte skulle kunnat gjort en så stor volym på den prisnivån som vi gjorde om det inte hade varit en grön obligation. Jag vet att en av de här institutionella investerarna var väldigt öppna med att kommentera just att de vanligtvis inte investerar i bolag som inte är så kallade ‘investment grade’ bolag men i det här fallet gjorde man ett undantag just för att det var en grön obligation.” - Fredrik Sandell, Kungsleden.

“När vi gått ut och gjort större emissioner så brukar vi fråga bankerna som arrangerar eller be dem fråga investerarna om investerarna tog det för att det var grönt eller om de skulle tagit det bara på Fabege-namnet och det brukar nästan alltid landa på att ungefär hälften säger att grönt var en förutsättning.” - Åsa Lind, Fabege.

4.3 Gröna obligationens bidrag till hållbarhet

Kopplingen mellan gröna obligationer och hållbarhet är tvetydig visar undersökningen. Majoriteten av respondenterna anser inte att det faktum att de finansieras av gröna obligationer är vad som driver bolaget till att investera hållbart. En stor majoritet menar att de hade mål om en viss grad av miljöcertifiering av

fastigheter innan de valde att emittera sin första gröna obligation. Generellt kan det sägas att gröna obligationer sällan är den drivande faktorn i företagens hållbarhetsarbete.

“Det enkla svaret på det är ju nej eftersom vårt hållbarhetsmål om miljöcertifiering har funnits sen en tid tillbaka och har inte varit kopplad till hur vår finansieringsstruktur ser ut. Sen säger vi att det skapar förutsättningar för den gröna finansieringen, inte tvärtom.” - Respondent 1, Fastighetsbolag X

“Nej, jag tror att vi hade gjort det ändå för det är sånt enormt fokus på hållbarhet inom Rikshem. En av våra viktigaste målsättningar är att jobba hållbart. Det är inte ett resultat av gröna obligationer. Det är mer andan i samhället i allmänhet.” - Christina Fernström, Rikshem

“Ja, jag vet inte riktigt om det är av den anledningen, men själva hållbarhetsarbetet och gröna projekt det drivs ju även på av marknaden och samhället i stort så jag kanske inte vill säga att det är det gröna programmet i sig som drivit på utan det är snarare omvärlden i övrigt.” - Peter Malmén, Willhem

Däremot uttrycker flera respondenter att de som en konsekvens av att de finansierat sig med gröna obligationer faktiskt har genomfört antingen fler eller grönare investeringar än de skulle ha gjort om finansieringen inte var grön. Det handlar sällan om beslut om att bygga miljöcertifierade fastigheter eller inte utan snarare kan gröna obligationer leda till att fler befintliga fastigheter miljöcertifieras eller att fastigheter miljöcertifieras till en högre klass än vad de annars hade gjort. Flera respondenter förklarar att miljöstandarden i nyproducerade fastigheter är hög och att det sällan är aktuellt att bygga eller förvärva fastigheter som inte når dessa standarder. De främsta anledningarna till detta är att hyresgäster efterfrågar miljöcertifierade fastigheter och sociala normer och förväntningar om att bolaget ska agera hållbart.

“Nja alltså vi hade vår hållbarhetsstrategi på plats innan vi gick ut och emitterade grönt för vi tyckte det var viktigt att ha gjort hemläxan först och emittera sen och inte tvärtom. Så vårt mål om att ha 100% av vårt bestånd certifierat enligt BREEAM, det målet fanns redan innan vi började emittera grönt. Vad man kan säga är att vi kan i vissa fall titta på att höja vår nivå. BREEAM har olika klasser, antingen good, very good eller excellent och där såg vi från början att very good var bra nog sett utifrån den hållbarhetsstrategi vi gjorde men nu ser vi att det kanske i vissa fall kan vara värt att sträcka sig till excellent för att man då kan koppla det projektet till en grön finansiering och få ner kostnaden. Då kan man liksom ta hem den extra kostnaden det innebär att gå från very good till excellent i BREEAM, det kan man faktiskt räkna hem med hjälp av finansieringskostnaden. Man blir så att säga mörkgrön istället för ljusgrön.” - Martin Lindqvist, Atrium Ljungberg.

En respondent menar att fördelarna med gröna obligationer bidragit till beslutet att införa ett mål om att miljöcertifiera hela fastighetsbeståndet på sikt och på så sätt successivt få fler kvalificerade gröna tillgångar att finansiera med gröna obligationer. Företaget beskriver att om en fastighet ligger på gränsen till att nå det betyget som är angett i det gröna ramverket kommer de att se till att genomföra de gröna investeringar som krävs för att fastigheten ska uppnå det högre betyget.

En annan respondent beskriver att de inte genomfört fler gröna investeringar men att de som genomförts har blivit grönare till följd av emissionen. Både vad gäller nyproduktion och befintliga fastigheter arbetar företaget för att det som genomförs ska kvalificeras till finansiering genom gröna obligationer enligt det gröna ramverket och på så sätt leda till lägre finansieringskostnader och lägre driftskostnader på grund av lägre energiförbrukning. Respondenten menar att det är i de befintliga fastigheterna som den största energiförbrukningen sker och därmed också där störst besparingar i form av energi och kostnader kan göras. Eftersom företaget kan sänka sin finansieringskostnad genom att investera i befintliga fastigheter för att få dem kvalificerade till finansiering via gröna obligationer anger respondenten att deras angelägenhet att göra detta är större. Den ekonomiska besparingen har därmed varit bidragande till att investeringar i befintliga fastigheter genomförts och lett till högre grad av miljöcertifiering.

Flera respondenter beskriver hur det gröna ramverket idag fungerar likt ett styrdokument för vilka fastigheter som kan förvärfvas, eller inte bör förvärfvas, samt vilken standard de certifierade befintliga fastigheterna bör hålla.

“Nej jag skulle säga egentligen att det gröna ramverket har medfört att vi har ett minimikrav när det gäller certifieringsstandard. Så jag skulle vilja säga att vi gör inga certifieringar som inte uppfyller de krav som ställs enligt ramverket i dagsläget. Sen historiskt så var det inte så. Vi har några fastigheter som inte uppfyller kravet som certifierades längre sedan så att säga och där skulle jag kunna tänka mig att vi kommer göra en ny certifiering av dem för att uppfylla kravet som ramverket ställer.” - Fredrik Sandell, Kungsleden.

En respondent beskriver hur energieffektivitet har kommit i fokus vid nyproduktion som en följd av det gröna ramverket. Respondenten förklarar att de inte hade varit lika strikta i kraven på energieffektivitet om de inte hade stått i det gröna ramverket. Han uppger också att de inte kommer att köpa några fastigheter som inte uppfyller kraven i det gröna ramverket. En annan respondent beskriver hur de fick påtryckningar till att uppdatera företagets energimål för att investerare skulle tycka att det gröna ramverket var tillräckligt ambitiöst.

“...när vi gjorde vårt gröna ramverk så uppdaterade vi energimålet som vi hade som var att minska energiförbrukningen per kvadratmeter med 20% mellan 2014 och 2021. Där fick vi en del pushbacks faktiskt när vi åkte runt och presenterade vårt nya ramverk från lite gröna investerare som sa: men kom igen, 20% är väl ingenting. Så vi höjde faktiskt det målet till 30% [...] Det var tydligt kopplat till den processen när vi gjorde vårt gröna ramverk, att investerare sa: hallå kom igen 20%, skärp er.” - Martin Lindqvist, Atrium Ljungberg.

En respondent anser att de på grund av att de vill utöka de kvalificerade tillgångarna, med andra ord utrymmet till grön finansiering, har företaget höjt ambitionsnivån i form av att tidigarelägga arbetet med att certifiera fastighetsbeståndet. Respondenten menar att det finns många drivkrafter till att certifiera fastigheter, som att hyresgäster efterfrågar det, men just att företaget certifierar fastigheter i en snabbare takt är direkt kopplat till ambitionen att utöka finansieringen via gröna obligationer.

En respondent beskriver hur dialogen med investerare inför en emission ger information och bekräftelse av företagets hållbarhetsarbete. Respondenten berättar hur mer “mörkgröna” fonder genomför genomgångar med företaget och att de gör en gedigen undersökning innan de köper obligationen och att företaget lär sig mycket i den processen.

4.4 Åtagande mot investerare

En majoritet av respondenterna är överens om att det externa åtagande som fastställs i det gröna ramverket gör att målen sätts i en mer skarp och konkret kontext. I vilken utsträckning varierar dock till viss del mellan respondenterna. Hälften av respondenter menar att åtagandet innebär att bolaget nu lovat en extern part att uppfylla något och att det finns en betydande ryktesrisk om målen inte uppfylls. Åtagandet beskrivs bland annat som en extra kravställare som kräver en transparent process där arbetet inte tillåts falla mellan stolarna. Det handlar om att skapa och upprätthålla hög trovärdighet mot investerare. En respondent beskriver det som att hållbarhetsarbetet nu blir mer på riktigt, att det går från mål till ett åtagande vilket skapar ytterligare fokus.

“Jag tror att det blir lättare eftersom vi lovar investerare att vi ska leverera någonting. Det är lätt att ha ett mål men om du ska följa upp det också och visa externt vad vi har gjort, det blir lite skarpare faktiskt då. Det är som när vi bygger nytt, om vi finansierar det genom Nordiska investeringsbanken med gröna lån, då säger vi såhär: vi ska nå LEED platina som är den högsta nivån, och då måste vi göra det. Annars kan man ha ett mål: vi siktar på högsta nivån, men nu har vi faktiskt någon som ställer upp på finansieringen också och då blir det skarpare.” - Thomas Nystedt, Vasakronan.

“Det blir ju ett bredare mål inom bolaget och vi får ju ytterligare en extern kravställare på kvalitén i hållbarhetsarbetet. Förut har vi gjort det av egen fri vilja men nu har vi ytterligare externa kravställare på oss, som vi har valt.” - Fredrik Sjudin, Platzer

“Det är ingenting som kan falla mellan stolarna utan de åtaganden så att säga vi har gjort mot investerare måste ju också uppfyllas och dessutom är det ju en extern revisor som tittar så att vi de facto har använt pengarna till det vi har sagt att vi ska använda dem till.” - Fredrik Sandell, Kungsleden

Samtidigt menar två respondenter att det gröna ramverket är i linje med bolagets hållbarhetsmål, och därför drivs hållbarhetsarbetet av andra faktorer än det externa åtagandet mot investerare.

“...vi har en hållbarhetspolicy, ett hållbarhetsarbete som pågår ändå och som drivs framåt [...] Det är inte finanssidan som driver på det utan det står på egna ben” - Respondent 2, Fastighetsbolag Y

Att åtagandet mot investerare påverkar det interna hållbarhetsarbetet är majoriteten av respondenterna överens om, dock råder delade meningar i hur det tar sig uttryck. Det som framförallt lyfts fram är en numera tydligare koppling mellan finansavdelning och hållbarhetsavdelning och hur de arbetar och kommunicerar mer tillsammans vilket leder till ett gemensamt fokus med ett gemensamt mål. En respondent beskriver arbetet med gröna obligationer som ett tvärfunktionellt sådant som binder samman olika avdelningars fokusområden.

“Kanske att det knyter ihop frågan lite mer och att det blir mer samlat och gemensamt fokus på det. När det ska rapporteras, granskas av revisorer osv. då blir det lite mer fokus än att bara uppfylla ett mål.” - Henrik Molin, Vacse

“Ja men i och med att vi får gemensamma mål i detta, jag menar finans är lika intresserad som drift och förvaltning att få det här att fungera så det blir gemensamma mål och då behöver vi prata med varandra. Nu menar jag inte att vi inte gjorde det förut men här är det väldigt tydligt att vi har samma mål i de här delarna.” - Fredrik Sjudin, Platzer

En respondent menar att nya kommunikationsvägar, som en effekt av emissionen, bidrar till att finansavdelningen aktivt kan vara med och diskutera med hållbarhetsavdelning och projektavdelning kring kommande projekt och påverka exempelvis ambitionsnivån av certifieringen.

“Ja det finns ju en tydlig koppling mellan finansiering, hållbarhet och för vår del projektutveckling. Där vi på ett helt annat sätt från finansieringshåll nu kan vara med och diskutera till exempel ambitionsnivån på BREEAM certifieringen i ett givet projekt.” - Martin Lindqvist, Atrium Ljungberg

Två respondenter menar att åtagandet möjligtvis har en indirekt påverkan, en bidragande faktor till att hållbarhetsarbetet arbetas med i fler delar av organisationen än tidigare men att det inte är något som primärt driver utvecklingen. Den indirekta påverkan kan potentiellt utgöras av ökad kunskap hos exempelvis projektledare. En annan bidragande faktor som nämns är hur rapporteringen och de krav som denna innebär, även bidragit till ökad kompetens inom området internt.

“Det kanske har en indirekt påverkan för att man vet att det finns andra intressen än att vi ska uppnå våra miljömål, att det också finns en möjlighet att finansiera dem grönt. Jag tror att det tankesättet har säkert kommit in både hos projektledare och de som jobbar med energieffektiviseringar absolut. Men det är inte det som driver deras arbete det skulle jag inte säga, det är våra miljömål.” - Kristina Ferenius, Specialfastigheter

“Spontant skulle jag sagt nej men det kanske inte riktigt stämmer i och med det här som jag var inne på att vi behöver en stringens och vi behöver vara väldigt tydliga och säkra på att det vi rapporterar är rätt så har vi ju lagt ner väldigt mycket möda, på energisidan framförallt, bland personal som är väldigt kompetenta på det här. Så i viss mån kanske det har gjort det. Det kan ha varit en bidragande faktor i alla fall” - Åsa Lind, Fabege

Tre respondenter menar, på frågan om huruvida emissionen med avseende på åtaganden mot investerarna ökat incitamentet till ett bra hållbarhetsarbete, att gröna obligationer tillför en ytterligare dimension av hållbarhetsarbetet. Att det är ett ytterligare steg som gör att fokus på hållbarhetsfrågorna breddas inom bolaget och att det blir ännu en sak att hänga upp budskapet på.

“Jag tycker också att i den bilden hur vi vill vara och hur vi förmedlar den, att vi vill vara ett bolag med högt hållbarhetsfokus och att vi vill förmedla en långsiktighet i allt vi gör även vad gäller miljöpåverkan. De gröna obligationerna ger ju också ytterligare en fråga eller sak till som man kan hänga upp det budskapet på.” - Henrik Molin, Vacse

En respondent ser att gröna obligationer gjort att hållbarhetsfrågorna har kommit upp på styrelsens agenda på ett mer konkret och tydligt sätt samt att en förståelse för hur ett aktivt och bra hållbarhetsarbete faktiskt även kan påverka lönsamheten. En annan respondent menar också att arbetet blir mer konkret, att finansavdelningen blir en till kravställare som en effekt av det externa åtagandet mot investerarna.

“Det har blivit en dimension till. Jag tror att det är bra att vi har blivit ytterligare en kravställare på miljöområdet för det är väldigt specifika krav. Antingen uppnår vi dem eller inte.” - Peter Malmén, Willhem

“Det har kommit upp på styrelsens agenda tydligare och det var just med den gröna obligationen som blev väldigt konkret, hur arbetet med hållbarhetsfrågor de facto kan leda till positiva resultat.” - Fredrik Sandell, Kungsleden

Även om det är viktigt att uppfylla de mål som står i det gröna ramverket påpekar en respondent att det i obligationsprospektet framgår att om detta inte skulle ske är det trots allt inte grund för att kräva återlösen av obligationen, det vill säga att investeraren har rätt att kräva att emittenten köper tillbaka obligationen, men att det ändå i slutändan framförallt handlar om en stor förtroendefråga vilket i sig reglerar åtagandet. En annan respondent menar att den gröna obligationsmarknaden är i behov av gröna covenant som reglerar de gröna kriterierna lika strikt som de finansiella i en vanlig covenant. Det skulle innebära att obligationen kan komma att återlösas om de gröna åtaganden inte uppfylls.

4.5 Gröna obligationer och hållbarhet på lång sikt

Tre av fastighetsbolagen har ett uttalat mål om 100% grön finansiering inom en snar framtid. Två respondenter menar att de avser att ha all finansiering grön över tid medan drygt hälften av respondenterna inte har något uttalat specifikt mål. Många talar dock om att ha så mycket grön finansiering som möjligt. En respondent menar att grön finansiering är en del i ekvationen när deras strategiplan för framtiden fastslås och då vid frågor om ut-, ny- och ombyggnad. Vidare betonar en stor andel av respondenterna om hur tillgången till grön finansiering i framtiden kommer utgöra en hygienfaktor.

“Det blir en hygienfaktor som du måste förhålla dig till. Det är inte säkert att alla kommer emittera grönt framöver, men alla bolag kommer behöva bedriva ett seriöst hållbarhetsarbete.” - Marika Dimming, Samhällsbyggnadsbolaget i Norden

“Det blir ju en hygienfaktor. Vem vill jobba med bruna fastigheter och bruna obligationer på sikt?” - Fredrik Sjudin, Platzer

Det kommer vara mer naturligt att finansiera sig med grönt kapital, det gröna blir den nya standarden på längre sikt och att så kallade bruna tillgångar kommer snarare bli svårare att finansiera. En respondent är övertygad om att utveckling går ditåt och menar därför att det inte i framtiden bara kommer vara frågan om en finansiering utan snarare en fråga om refinansiering för bolag som inte tagit hållbarhetsfrågorna på allvar.

“...jag tror att grönt blir nya standarden och det kommer att bli svårt för projekt eller företag som inte agerar på ett hållbart sätt att över huvud taget hitta finansiering och i den mån man gör det så kommer den att vara dyrare.” - Åsa Lind, Faberge

“Sen tror jag att tillgången på kapital kommer att, eller jag är fullständigt övertygad om, hundra procent säker, att kapitaltillgången kommer att öka för de bolag som har koll på ESG-agendan (environmental, social, governance. reds. anm.) i framtiden kontra de som inte har det. Och då blir det en refinansiering fråga i samma andetag som man säger det.” - Martin Lindqvist, Atrium Ljungberg

En annan respondent menar att det i framtiden inte kommer pratas om grön finansiering utan snarare pratas om den finansiering som inte är grön. Med en sådan utveckling kan en större prisskillnad potentiellt uppstå. En respondent menar att det är först när mer kapital skiftar till hållbara och miljörelaterade investeringar som den stora förändringen sker.

“I den bästa av världar ska man inte ens prata om grön finansiering. Det ska vara så naturligt. Man ska mer prata om det som inte är grönt. Vi diskuterar internt bruna tillgångar. Det är där det kanske kommer att börja kosta pengar, att behöva finansiera dem. Jag tror att utvecklingen kan gå ditåt.” - Kristina Ferenius, Specialfastigheter

“Ja men mer pengar till det gröna och mindre till det bruna. Och det där tror jag att när kapitalet fattar, det är då det börjar hända grejer.” - Thomas Nystedt, Vasakronan

Flertalet respondenter menar vidare att hållbarhetsfrågor måste integreras i affärsmodellen och tas på allvar. Det handlar dels om möjligheten till finansiering men också om annat som påverkar verksamheten direkt. En respondent menar att en grön fastighet leder till lägre vakansgrad och säkrare kassaflöden. Flera respondenter menar även på att investering som leder till energieffektiva fastigheter framförallt bidrar positivt till driftnettot, något en respondent menar kommer påverka mycket då energipriser enligt denna respondent antas öka de kommande åren.

“Man kan säga såhär att om man får förmånen att bygga upp ett fastighetsslag nästan från grunden så skulle min rekommendation vara att inte köpa något annat än gröna hus för att det påverkar inte bara finansieringen utan det påverkar även möjligheten att hyra ut. Därmed värdet på huset så att säga. Stora hyresgäster vill bara hyra i gröna hus eller certifierade hus och då kommer vi få en lägre vakansgrad på de husen och då kommer vi få ett högre värde och säkrare inflöde av pengar i form av hyror.” - Fredrik Linderborg, Vacse

5

Analys

I följande kapitel kopplas det teoretiska ramverket samman med den insamlade empirin i syfte att förstå den sistnämnda och på så sätt kunna besvara den underliggande frågeställningen. Det första avsnittet i analysen avser att koppla samman empiri med agentteori och fördelar vid skuldfinansiering. Fokus är då på åtagandet mot investerare och den dimension det medför. Det andra avsnittet gör ett försök att förklara varför vissa företag menar att den gröna obligationsemissionen inte påverkar hållbarhetsarbetet och det görs med teori om varför företag bedriver CSR. Den sista delen avser att analysera hur finansieringskostnaden och tillgången till kapital påverkar hållbarhetsarbetet med teori om bland annat den gröna prispremien.

5.1 Agentfördelar av grön skuldfinansiering

En majoritet av respondenterna menar att det faktum att de genom emission av gröna obligationer har fått ett externt åtagande med avseende på hållbarhet mot sina investerare gör att det blir viktigare och ännu mer angeläget att uppfylla villkoren i det gröna ramverket. Flera respondenter menar att företaget nu lovar något till skillnad mot att ha ett internt mål, att de har ytterligare en extern kravställare och att ingenting nu får falla mellan stolarna. Däremot är villkoren oftast en kopia av de hållbarhetsmål som företagen hade innan de upprättade det gröna ramverket vilket innebär att det i sig, med vissa undantag presenterade i empirin, inte skapar additionalitet såvida inte företagen ökar antalet gröna fastigheter. Det kan också argumenteras för att additionalitet kan skapas endast genom att hållbarhetsmålen nu är ett hållbarhetsåtagande om antagandet görs att alla företag inte alltid kommer att uppnå sina mål. Trots att företagen sällan uppdaterar sina hållbarhetsmål när de upprättar det gröna ramverket har det gröna åtagandet mot investerare egenskaper som gör det till ett viktigt bidrag i diskussionen om förbättrat hållbarhetsarbete och således additionalitet.

Det finns uppenbara likheter mellan fastighetsbolags gröna åtagande mot investerare och hur Jensen och Meckling (1976), Grossman och Hart (1982), Harris och Raviv (1990) och Grigore och Stefan-Duicu (2013) menar att skuldfinansiering påverkar agentkostnader. Hur åtagandet kan bidra till ett bättre hållbarhetsarbete kan förklaras

av författarnas teorier. Den mest uppenbara fördelen i att minska agentkostnader som skuldfinansiering för med sig är att visst kapital för räntebetalningar ska ut ur bolaget samt att risken för konkurs ökar, på grund av långivarens fordran, och därmed indirekt företagsledningens anställning. Detta bidrar till ökad motivation och stringens och minskar därför kostnaderna av agentrelationen eftersom differensen mellan principalens och agentens intressen minskar. En grön obligation innehar samma egenskaper men har dessutom egenskapen att den påverkar företaget att uppfylla dess åtagande med avseende på hållbarhet utöver åtagandet om räntebetalningar. Det innebär att åtagandet inte endast berör räntebetalningar vilket Jensen och Meckling (1976) menar minskar agentkostnader genom att det fria kassaflödet minskar. Det kan även argumenteras för att företagets fria kassaflöden minskas ytterligare på grund av kravet att öronmärka likviden till specifika gröna projekt. Det innebär att investeringsbeslut görs på förhand vilket kan minska ledningens utrymme för investeringar som inte är i investerarens intressen. Grigore och Stephan-Duicu (2013) menar att skuldfinansiering blir ett sätt för investerare att kontrollera företagets investeringspolicy eftersom det leder till att mer information tillgängliggörs. Utöver detta leder en grön obligation till att emittenten på förhand även behöver berätta hur likviden ska användas vilket kan ge investerare ytterligare information. Åtagandet mot investerare påverkar även emittenten att uppfylla sina utlovade hållbarhetsmål. I fallet om svenska fastighetsbolag innebär det att uppfylla de villkor som är stipulerade i det gröna ramverket vilket informerar investerare om hur företaget ämnar använda likviden från obligationen. Skuldfinansiering ökar risken för konkurs och grön skuldfinansiering för också med sig betydande ryktesrisk om emittenten inte uppfyller villkoren om miljöcertifiering eller energieffektivitet. Sex respondenter berättar att det är just ryktesrisken som till stor del reglerar åtagandet och att det är så trots att emittenten inte krävs att återlösa obligationen om företaget inte uppfyller kraven i det gröna ramverket. Ryktesrisken uppfattas som en tillräckligt stor risk för att effektivt reglera åtagandet.

Skuldfinansiering har också informationsgivande egenskaper vilket minskar agentkostnader i och med att företagsledningen annars är restriktiv med att delge information som kan innebära konkurs, likvidering eller avskedning (Jensen, 1989; Grigore och Stefan-Duicu, 2013; Harris och Raviv, 1990). Emission av gröna obligationer är informationsgivande på samma sätt och det ger också intressenter information om företagets hållbarhetsarbete på flera sätt. Gröna obligationer ger information om att företaget har kvalificerade tillgångar. Vilka investerare som köper obligationen ger även information om hållbarhetsarbetet i företaget då investerare kan ha olika krav på det gröna ramverket. En respondent berättar hur vissa investerare sagt att de inte köper obligationen om emittenten inte höjer kraven i ramverket. Samma respondent beskriver hur det är ett bevis på ett bra

hållbarhetsarbete och att de lär sig mycket när mer “mörkgröna” fonder köper obligationen. Efter emissionen skapar emittenten en årlig investerarrapport där de redogör för hur likviden har använts och vilka miljö- och energibesparingar som har genomförts. Även detta är informationsgivande för allmänheten men också för emittenten själv då det läggs vikt vid att mäta energi- och vattenförbrukning och koldioxidutsläpp bland annat. Det gröna åtagandet mot investerare är med andra ord informationsgivande för intressenter som efterfrågar information om hur hållbart företaget är, vad de anser är hållbart och huruvida de genomför vad de lovar. Åtagandet är även informationsgivande för emittenten själv. Den gröna obligationens informationsgivande egenskaper gör att emittentens hållbarhetsarbete kan förbättras som en följd av ökade krav på transparens. Risker för skadat rykte om emittenten inte uppfyller villkoren är större för företag som emitterat gröna obligationer vilket påverkar företag att genomföra utlovade investeringar. Additionalitet skapas genom att emittenten nu anser det vara viktigare och mer angeläget att uppfylla de gröna villkoren i obligationen vilket ökar sannolikheten för att villkoren uppfylls.

Genom att applicera Jensen och Mecklings (1976) teori om agentfördelar av skuldfinansiering till gröna obligationer ger vi förslag om ett nytt perspektiv. Agency benefit of green debt, eller agentfördelar av grön skuldfinansiering som adderar en grön aspekt till den ursprungliga agentteorin om fördelar vid skuldfinansiering och ämnar att förklara hur det gröna åtagandet kan leda till additionalitet. Jensen och Meckling (1976) menar att genom att finansiera företaget med lån minskas kostnader förknippade med agentrelationen genom att förändra ledningens intressen och därmed beteende mer i linje med aktieägarnas. Med grön finansiering agerar investerare ett slags ombud åt principalen vilket är samhället och invånarna, som har preferenser om att företag, agenten, ska agera hållbart och använda likviden på det sätt som utlovats. Vi gör ett antagande om att obligationsinvestorerna, vilka är institutionella investerare och ofta pensionsbolag, inte har preferenser om hållbart agerande utan endast tillgodoser sina kunders preferenser, t.ex pensionssparare som placerar i gröna fonder. Därför agerar investerare ombud åt samhället och invånare som har preferenser om att företag ska agera hållbart. I agentteorin regleras förhållandet mellan principal och agent av ett kontrakt mellan dem. För gröna obligationer består detta kontrakt dels av det gröna ramverket som reglerar vad likviden ska användas till men också det finansiella åtagandet i form av räntebetalningar till investerare. Vad som framförallt ger verkställighet och kraft till kontraktet är den betydande ryktesrisk det innebär att inte fullgöra den förpliktelse som det gröna ramverket anger.

En relevant skillnad mellan Jensen och Mecklings (1976) syn på skuldfinansiering och agentproblem är att differensen mellan principalens och agentens, det vill säga samhället och emittentens, intressen är begränsade i fallet om gröna obligationer även om det antas att emittenten är vinstmaximerande. Intervjuundersökningen visar att majoriteten av emittenterna ser finansiella fördelar av gröna obligationer i form av lägre finansieringskostnad och att de når fler investerare. Det är därför ekonomiskt försvarbart och även motiverat att finansiera verksamheten med gröna obligationer. Företag verkar emittera gröna obligationer av flera anledningar, bland annat av finansiella skäl och i positioneringssyfte. I litteraturen om agentproblem skiljer sig principalens och agentens intresse mer eftersom agentens egenintresse inte nödvändigtvis är att agera vinstmaximerande åt aktieägarna. I fallet gröna obligationer antas agentens intresse om vinstmaximering vara mindre skilt från principalens intresse om miljörelaterade investeringar på grund av de finansiella fördelarna som finansiering genom gröna obligationer innebär i majoriteten av fallen i intervjuundersökningen. Det är också viktigt att ha i åtanke att företagen väljer att anta det gröna åtagandet frivilligt mot investerare vilket också bör innebära att principalens och agentens intressen skiljer sig mindre än vad som vanligtvis beskrivs i litteraturen. Principal-agent-förhållandet spelar oavsett en betydande roll i att kontrollera att emittenten uppfyller villkoren. Den funktionen är viktig även om många företag bedriver ett seriöst hållbarhetsarbete. Detta gäller eftersom i frånvaro av kontroller finns begränsad övervakning över om företag genomför vad de lovar. Flera respondenter har uttryckt att det är uppenbart att de nu måste uppfylla vad de lovat investerare.

Huruvida gröna obligationer verkligen bidrar till hållbar utveckling är ifrågasatt. Vi argumenterar för att perspektivet om agentfördelar av grön skuldfinansiering är ett betydande bidrag i diskussionen om additionalitet och gröna obligationer eftersom det kan ge en förklaring på hur instrumentet kan bidra till förbättrat hållbarhetsarbete genom ökad transparens och genom att säkerställa att villkor kopplade till emissionen uppfylls och att företag öronmärker kapital till gröna investeringar. Detta är något som annars är svårt att säkerställa, likt hur Harris och Raviv (1990) menar att ledningen är restriktiv till att överge kontroll och insyn. Däremot är det rimligt att anta att företag vill kommunicera sitt hållbarhetsarbete. Vad gröna obligationer bidrar med är att det möjliggör en mer transparent granskning och uppföljning av detta arbete vilket i sin tur också bör påverka hållbarhetsarbetet i sig. Som flera respondenter uttryckt sig får hållbarhetsfrågor i och med det externa åtagandet en ny dimension och sätts i ett skarpare sammanhang.

5.2 Varför företag bedriver CSR-arbete

Trots att bevis på att emittering av gröna obligationer påverkar hållbarhetsarbetet positivt till viss grad i flertalet av fallen, menar flera respondenter att emittering av gröna obligationer inte medför att hållbarhetsarbetet förbättras eller att exempelvis ambitionsnivån vid certifiering blivit högre som en konsekvens av det finansiella instrumentet. Med andra ord menar dessa respondenter att hållbarhetsarbetet inte påverkas av den gröna emissionen. Att gröna obligationer enskilt skulle vara en drivande kraft till att bedriva ett seriöst hållbarhetsarbete har med andra ord inte påvisats, något som inte heller var förväntat. En vanlig förklaring av de respondenter som inte menar att gröna obligationer driver hållbarhetsarbetet handlar om vad som kom först. Det vill säga att det pågående hållbarhetsarbetet och målen kopplade till detta redan var implementerade inför den första emissionen och inte tvärtom. En av respondenterna framhöll det tydligt att hållbarhetspolicyn står på egna ben oberoende den gröna emissionen. Med andra ord finns det respondenter som menar att emissionen inte påverkar hållbarhetsarbetet nämnvärt och det som då blir intressant att förstå är varför detta är fallet. Om inte gröna obligationer påverkar vissa bolags hållbarhetsarbete är det relevant att undersöka vad som driver det.

Beneabou och Tribole (2009) beskriver detta till viss del. Det första av deras synsätt om vad CSR kan innefatta handlar om hur vissa företag drivs av att bedriva CSR då det kan leda till en lönsam affär. Författarna benämner det som en "win-win" situation. Även Kitzmueller och Shimshack (2012) och Baron (2001) beskriver liknande idéer om netto nyttan av CSR och egenintresset i att maximera vinsten vilket i sig också kan generera ett positivt CSR-utfall. Beskrivningen passar till stor del in på fastighetsbolagen i allmänhet och den bild som i många av fallen förklaras, framförallt av de respondenter som menar att den gröna emissionen inte driver på hållbarhetsarbetet. Flera av respondenterna menar istället på att den primära drivkraften till att göra klimatrelaterade investeringar i fastigheter bygger på att det just finns en lönsam affär av att göra det. Genom att exempelvis investera i energieffektiviserande åtgärder, något som leder till ett bättre driftnetto i förlängningen och större vinst. En respondent menar även att en grön fastighet leder till lägre vakansgrad och därmed säkrare kassaflöden.

En annan aspekt som benämns av vissa respondenter är samhällets påverkan och hur det snarare är denna som driver hållbarhetsarbetet. Vad exakt samhällets påverkan innebär och till vilken grad den påverkar går inte att fastslå men om vi för argumentet att samhället går att likställa med fastighetsbolagens alla intressenter, innebär det att bland annat aktieägare och kunder är de som efterfrågar CSR-arbetet. Möjligtvis går detta att förklara utifrån det andra synsättet av Beneabou och Tribole (2009) som handlar om hur företaget fungerar som en kanal för CSR åt sina intressenter. Genom

att vissa av fastighetsbolagen endast köper nya fastigheter som är certifierade, trots att det medför ett högre pris vilket även innebär att viss avkall från kortsiktig lönsamhet görs, sker detta som en effekt av samhällets utveckling. Med andra ord är det inte alltid så att, vilket flera respondenter nämner, certifiering av fastigheter är något som exempelvis drivs på av emissionen av gröna obligationer, utan skulle snarare kunna förklaras av samhällets påverkan, det vill säga intressenternas påverkan, och vidare fastighetsbolagens möjlighet att fungera som en kanal för gröna åtgärder åt dessa. Liknande förklaring till varför företag bedriver CSR ger Kitzmueller och Shimshack (2012) då de menar att företag kan fungera som en kanal för intressenters CSR-intresse men också i hur bolag måste ta hänsyn till de preferenser som samhället har i termer av bland annat hållbarhet, i syfte att stärka bolagets marknadsposition. Denna förklaring är något vi kan se hos flera av respondenterna. Ett exempel handlar om hyresgästernas krav, specifikt vid kontorsfastigheter, när det gäller miljöcertifiering av fastigheten. Att fastighetsbolagen genomför en certifiering av en kontorsfastighet i ett sådant fall handlar mycket om att möta samhällets, i det här fallet hyresgästens, preferenser som en effekt av ett vinstmaximerande intresse. Detta perspektiv beskriver Baron (2001) än mer ingående och benämner det hela som *strategisk CSR*, något som, i kombination med att det finns en *win-win* situation som Benebou och Triboule (2009) menar, troligtvis är det som till stor del förklarar varför hållbarhetsarbetet i vissa fastighetsbolag inte påverkas av en grön emission.

I diskussionen om additionalitet och hur en grön emission påverkar hållbarhetsarbetet blir bevisen för en positiv påverkan på vissa av fastighetsbolagen därför överifierade. Det går dock att konstatera att emissionen, även för bolagen som uttryckligen inte menar att den påverkat hållbarhetsarbetet direkt, kan medföra andra interna effekter, som nya kommunikationskanaler och att organisationen i vissa fall blir mer förenad. Vilken påverkan detta har på hållbarhetsarbetet har inte kunnat fastslås i denna studie. Däremot bör diskussion föras angående effekten av att ha en mer sammansvetsad organisation som jobbar mot gemensamma hållbarhetsmål, mål som efter emissionen även fått relevans för exempelvis finansavdelningen och hur det potentiellt har påverkan på företagets hållbarhetsarbete. Med det resultatet i beaktande kan det på marginalen vara så att dessa fastighetsbolag blir lite mer hållbara som en naturlig effekt av den gröna obligationsemissionen trots att den i sig inte påstås vara en underliggande drivkraft till ett bra hållbarhetsarbete.

5.3 Finansieringskostnad och kapitaltillgång

Vid emission av gröna obligationer är de flesta av respondenterna överens om att finansieringskostnaden blivit marginellt lägre. Denna bild verifieras även med de kvantitativa studier som genomförts på ämnet (Zerbib, 2019; Ehrlers och Packer,

2018; Baker et. al, 2018; Gianfrate och Peri, 2019). Samtliga menar att gröna obligationer säljs till en negativ premie. Storleken på premien varierar dock mellan studierna. För vissa emittenter har denna premie inneburit en drivkraft till att genomföra fler gröna emissioner och för andra har den uppfattats som en bonus. Vissa respondenter menar att det är svårt att fastställa en skillnad i finansieringskostnad men alla menar att kostnaden för gröna obligationer är lika med eller lägre än för en konventionell obligation. Prisskillnaden kan förklaras med det motsatta perspektivet av Hong och Kacperczyk (2009) teori om *Sin Stocks*. Sociala preferenser och normer påverkar hur institutionella investerare genomför investeringsbeslut till fördel för att i detta fallet investera i gröna obligationer vilket driver upp priset på obligationen och därmed sänker emittentens finansieringskostnad. Det är också tydligt att samtliga respondenter menar att de med gröna obligationer når fler investerare än genom en konventionell obligation. Vissa påpekar att skillnaden är marginell medan andra svarar att de har fått kommentarer från investerare i den gröna obligationen att de inte hade investerat i bolaget om obligationen inte varit grön. De finansiella fördelarna med gröna obligationer innebär i sig inte ett direkt förbättrat hållbarhetsarbete i fastighetsbolagen och därför heller inte additionalitet. Däremot visar vår intervjuundersökning att de kan vara en drivkraft till att emittenten väljer en högre ambitionsnivå i det gröna ramverket, miljöcertifierar fler fastigheter, miljöcertifierar fastigheter i en snabbare takt och väljer bort att förvärva fastigheter som inte uppfyller kraven i det gröna ramverket. Det finns därför uppenbara bevis på att de finansiella fördelarna av gröna obligationer bidrar till att vissa av de 12 intervjuade fastighetsbolagen gör mer för hållbarhet i form av miljöcertifieringar och energibesparingar.

Ett flertal respondenter uppger att de ser ett företags hållbarhetsarbete som en hygienfaktor och framförallt att det kommer att vara det i framtiden. Vissa tror inte att de kommer att göra en distinktion mellan grönt och vanligt kapital utan snarare mellan vanligt och icke grönt. De menar att företag som inte bedriver ett gediget arbete för att minska sin miljöpåverkan kommer att få sämre tillgång till finansiering. Den synen på risken i icke gröna tillgångar och företag är i linje med hur Heinkel et. al. (2001) menar att när mer kapital exkluderas från företag som inte tar ansvar för sin miljöpåverkan kommer dessa företag att prestera sämre och erhålla en högre finansieringskostnad. En respondent menar att det blir en fråga om huruvida företag som inte agerar hållbart kommer kunna refinansiera sina lån i framtiden och till hur mycket högre kostnad. Bolagens vilja att emittera gröna obligationer kan förklaras av en vilja att positionera sig grönt dels i marknadsföringssyfte men också i syfte att diversifiera sin upplåning för att minska risken kopplad till finansiering.

En effekt som de finansiella fördelarna har inneburit är att finansavdelning och förvaltningsavdelning i några av bolagen nu börjat föra dialoger om specifika investeringsbeslut. Exempelvis beskriver en respondent hur förvaltningsavdelningen idag kan fråga finansavdelningen om en miljöcertifiering av en fastighet är ekonomiskt lönsam att genomföra för att kunna utöka finansieringen genom gröna obligationer och hur finansavdelningen i en sådan situation kan avgöra huruvida det är värt eller inte med avseende på lägre finansieringskostnad. Flera respondenter anger att sådana dialoger uppstår på grund av att det går att prissätta investeringen i form av den lägre finansieringskostnaden det innebär att den specifika fastigheten efter investeringen kvalificeras för finansiering enligt det gröna ramverket. I diskussionen om additionalitet gör därmed den billigare finansieringskostnaden och viljan om diversifierad upplåning att gröna obligationer blir ett intressant finansiellt instrument. De finansiella fördelarna ses som en drivkraft till en grön obligationsemission. Additionalitet skapas bland annat när emittenten miljöcertifierar fler fastigheter, certifierar i en snabbare takt och certifierar till högre grad, det vill säga ett förbättrat hållbarhetsarbete, som en effekt av emissionen vilket visat sig hos flera av respondenterna.

6

Slutsats

Studien tillhandahåller ett utförligt försök att förklara hur en grön obligationsemission potentiellt kan påverka hållbarhetsarbetet i svenska fastighetsbolag och bidra till en mer hållbar utveckling. Resultaten består dels av praktiska bidrag men också av teoretiska sådana. De praktiska bidragen av hur en grön emission kan påverka hållbarhetsarbetet inkluderar dels direkta effekter som att ambitionsnivån i hållbarhetsarbetet eller certifieringstakten av fastigheterna höjts samt att fler miljörelaterade investeringar genomförs som en effekt av finansieringen, något vi funnit bevis på i flera av fallen. Denna typ av effekt väljer vi att se som direkt additionalitet i termer av hållbar utveckling, det vill säga en direkt effekt av emissionen och något som inte hade skett annars. De praktiska bidragen innehåller även indirekta effekter av en grön emission. De handlar om hur en stor andel av de intervjuade företagen efter emissionen upplevt att nya kommunikationsvägar uppstått, främst den mellan hållbarhetsavdelning och finansavdelning och att fokus på hållbarhetsfrågor har ökat i organisationen. Det har i sig gjort att hållbarhetsarbetet intensifieras och att det har blivit mer tvärfunktionellt. Emissionen gör att finansavdelningen blir involverad i frågor som de tidigare inte berörts av och att hållbarhetsavdelningen blir involverad i finansieringsfrågor som inte varit en del av deras arbete tidigare. Dessa indirekta effekter är svåra att mäta men det kan konstateras att de har en positiv påverkan på hållbarhetsarbetet. Exempelvis då möjligheten till grön emission blir en drivkraft till energieffektivisering och miljöcertifiering vilket gör att finansavdelning, förvaltningsavdelning och projektavdelning lättare kan mötas i diskussioner om detta. Denna indirekta additionalitet av en grön emission återfinns i majoriteten av fallen men till vilken grad går inte att fastställa.

De teoretiska bidragen består i huvudsak av en koppling mellan klassisk teori om minskade agentkostnader vid skuldfinansiering och ett grönt åtagande som emittenten åtar sig i samband med en grön emission. Vi argumenterar för att vårt bidrag ger en ny dimension av hur ett grönt åtagande kan bidra till ett bättre hållbarhetsarbete. Detta perspektivet är användbart då frågan om huruvida gröna obligationer bidrar till additionalitet fortfarande är svårbesvarad. Vi finner stöd både för och emot. Däremot konstateras det i studien att perspektivet om agentfördelar av grön skuldfinansiering på ett tydligare sätt bevisar att en grön emission kan bidra till

ett bättre hållbarhetsarbete i och med ökat krav på transparens och uppföljning av hur likviden har använts och dess effekt. Investerares utgör en viktig roll för samhället i att agera kravställare på emittentens hållbarhetsarbete.

6.1 Förankring av resultat

Med de teoretiska och praktiska bidragen i beaktande har det klargjorts hur en grön emission påverkar hållbarhetsarbetet i svenska fastighetsbolag och därmed har den underliggande frågeställningen besvarats. Syftet med studien har även varit att undersöka potentiella förklaringar till varför gröna obligationer inte, i vissa fall, påverkar hållbarhetsarbetet. Detta har skett med hjälp av litteratur om CSR och främst varför företag bedriver CSR-arbete. Med andra ord har förklaringen till varför gröna obligationer inte har någon direkt effekt på vissa bolag förklarats med att CSR-arbete i sig kan drivas av andra faktorer, dels av att det kan vara lönsamt men också av samhällets påverkan. I syfte att undersöka den gröna obligationens påverkan på hållbarhetsarbetet inom ramen för en nyanserad diskussionen om additionalitet har vi valt att bland annat belysa vikten av indirekta effekter som uppstår vid en grön emission och hur de kan leda till ett förbättrat hållbarhetsarbete, med reservation för i vilken utsträckning. Sätter vi slutsatserna i förhållande till tidigare studier bidrar denna studie med vissa nya insikter och ger ett bredare perspektiv på den gröna obligationens koppling till hållbar utveckling. Slutsatsen om agentfördelar av grön skuldfinansiering som ges skulle kunna gå att applicera på andra typer av klimatåtaganden som kräver rapportering och uppföljning och där det påverkar aktören negativt att inte leva upp till kraven.

6.2 Uppslag till vidare studier

Fastighetsbranschen är en lättstuderad bransch inom det berörda område då det är lätt att göra distinktionen mellan vad som är en grön tillgång och en icke grön bland annat med hjälp av miljöcertifieringar. Ett första uppslag till vidare studier är därmed att undersöka den gröna obligationens påverkan på hållbarhetsarbete i andra branscher där denna distinktion är mer diffus.

En av respondenterna efterfrågar striktare krav på emittentens gröna åtaganden i form av "gröna covenant", och menar att det är dit utvecklingen kan gå. Samtidigt fungerar marknadens självreglering effektivt (SOU 2017:115). Ett andra uppslag till vidare studier är därmed att undersöka huruvida striktare krav är något som marknaden behöver, om ytterligare åtaganden kan begränsa utvecklingen och om investerares efterfrågar striktare krav.

ii. Referenser

- [1] Atrium-Ljungberg. (2017). *Green Bonds Framwork*. Hämtat från Atrium Ljungberg: <https://www.al.se/globalassets/green-bond-framework-17-february-2017.pdf> den 16 maj 2019
- [2] Baker, M., Bergstresser, D., Serafeim, G., & Wurgl, J. (2018). *Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds (Working Paper 25194)*. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research.
- [3] Baron, D. (2001). Private Politics, Corporate Social Responsibility, and Integrated Strategy. *Journal of Economics & Management Strategy*, 10(1), 7–45.
- [4] Bénabou, R., & Tirole, J. (2009). Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica*, 77, 1-19.
- [5] Berk, J., & DeMarzo, P. (2017). *Corporate finance*. 4. ed., Global.
- [6] Björklund, M., & Paulsson, U. (2012). *Seminarieboken: Att skriva, presentera och opponera*. Lund: Studentlitteratur.
- [7] Bjelkevik, M. (u.å.). *Ny statistik avslöjar stora skillnader i energianvändning*. Hämtat från Indoor: <https://indoor.se/ny-statistik-avslojar-stora-skillnader-i-energianvandning/> den 25 april 2019
- [8] Bryman, A., & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder (Upplaga 3 ed.)*.
- [9] Czarniawska, B. (2014). *Ute på fältet, inne vid skrivbordet*. Lund: Studentlitteratur.
- [10] DuPont, C., Levitt, J., & Bilmes, L. (2015). *Green Bonds and Land Conservation: The Evolution of a New Financing Tool*. Harvard Kennedy School - Working Paper No. 072.
- [11] Ehrlers, T., & Packer, F. (2017). *Green bond finance and certification*. Hämtat från BIS: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm den 29 mars 2019
- [12] Flammer, C. (2018). Green Bonds Benefit Companies, Investors, and the Planet. *Harvard Business Review Digital Articles*. ss. 1-5.
- [13] Frank, M., & Goyal, V. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, 38(1), 1-37.

- [14] GBP. (2018). *Green Bond Principles*. Hämtat från ICMA: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/> den 27 mars 2019
- [15] Gianfrate, G., & Peri, M. (2019). The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds. *Journal of Cleaner Production*, (219), 127–135.
- [16] Grene, S. (2015). *The dark side of green bonds*. Hämtat från Finacial Times: <https://www.ft.com/content/16bd9a48-0f76-11e5-b968-00144feabdc0> den 28 mars 2019
- [17] Grigore, M., & Stefan-Duicu, V. (2013). Agency theory and optimal capital structure. *International Conference: CKS - Challenges of the Knowledge Soc*, ss. 862-868.
- [18] Grossman, S., & Hart, O. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives in John J. McCall, ed. *The Economics of Information and Uncertainty*, 107-140.
- [19] Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital Structure and the Informational Role of Debt. *Journal of Finance*, 45(2), 321–349.
- [20] Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001). The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of financial and quantitative analysis*, 36(4), 431-449.
- [21] Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15-36.
- [22] Jensen, M. (1989). Active Investors, Lbos, and the Privatization of Bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2(1), 35-44.
- [23] Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- [24] Kidney, S. (2018). *Green Bond Additionality: The Big Picture*. Hämtat från Boads and Loans: <http://www.bondsloans.com/news/article/2023/green-bond-additionality-the-big-picture> 24 april 2019
- [25] Kitzmueller, M., & Shimshack, J. (2012). Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility. *Journal of Economic Literature*, 50(1), 51–84.
- [26] Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.

- [27] Kungsleden. (2018). *Green Bonds Framework*. Hämtat från Kungsleden: <https://www.kungsleden.se/globalassets/dokument/kapitalmarknadsprodukt-er-prospekt-m.m/kungsleden---green-bonds-framework---8-march-2018.pdf> den 16 maj 2019
- [28] Lewis, A., & Mackenzie, C. (2000). Morals, money, ethical investing and economic psychology. *Human Relations*, 53(2), 179–191.
- [29] Mac Key, L. (2019). *Från 38 miljarder till 70 miljarder - gröna obligationer växer i Sverige*. Hämtat från Danske bank - Nextconomy: <https://nextconomy.se/fran-38-miljarder-till-70-miljarder-kronor-grona-obligationer-vaxer-i-sverige> den 28 mars 2019
- [30] Regeringskansliet. (2016). *Att förändra vår omvärld: Agenda 2030 för hållbar utveckling*. Hämtat från Regeringen: https://www.regeringen.se/49c2e4/globalassets/regeringen/dokument/finansdepartementet/agenda-2030/att-forandra-var-varld_agenda-2030-for-en-hallbar-utveckling.png.pdf den 5 maj 2019
- [31] Schneeweiß, A. (2019). *Great Expectations - Credibility and Additionality of Green Bonds*. Hämtat från <https://suedwind-institut.de/files/Suedwind/Publikationen/2018/2018-40%20Great%20Expectations.%20Credibility%20and%20Additionality%20of%20Green%20Bonds.pdf> den 6 maj 2019
- [32] SEB. (u.å.). *Green bonds*. Hämtat från <https://sebgroup.com/large-corporates-and-institutions/our-services/markets/fixed-income/green-bonds> den 29 Mars 2019
- [33] SGBC. (u.å.). *Vad är BREEM-SE?* Hämtat från Sweden Green Building Council: <https://www.sgbc.se/certifiering/breem-se/vad-ar-breem-se/> den 4 maj 2019
- [34] Shishlov, I., Cochran, I., & Morel, R. (2016). *Beyond transparency: unlocking the full potential of green bonds*. Hämtat från Institute for Climate Economics: https://www.i4ce.org/wp-core/wp-content/uploads/2016/06/I4CE_Green_Bonds-1.pdf den 4 maj 2019
- [35] SOU. (2017:115). *Att främja gröna obligationer*. Stockholm: Finasdepartementet.
- [36] Ullström, S. (2019). *Are Green Bond Projects Really Green?* Hämtat från Barcelona Laboratory for Urban Environmental Justice and Sustainability: <http://www.bcnuej.org/2019/02/07/are-green-bond-projects-really-green/> den 24 april 2019
- [37] Vives, A. (2018). *What's the true impact of green bonds?* Hämtat från GreenBiz: <https://www.greenbiz.com/article/whats-true-impact-green-bonds> den 6 maj 2019

- [38] Zerbib, O. (2019). The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds. *Journal of Banking and Finance*, 98, 39-60.

iii. Appendix 1 - Intervjufrågor

Intro och bakgrund

- Presentera dig själv - vilken roll har du i företaget?
- Vilken är din koppling till processen att emittera grönt?
- Beskriv era motiv till att emittera en grön obligation.
- Vilka fördelar har ni kunnat observera vid emittering av gröna obligationer?

Finansiellt perspektiv

- Hur har er finansieringskostnad påverkats vid emittering av gröna obligationer?
- Hur har kostnader för rapportering och regelefterlevnad påverkat er?
- Har gröna obligationer lett till en bredare investerarbas?

Kopplingen till hållbarhet

- Har ni genomfört fler eller större gröna projekt som en konsekvens av att ni emitterat gröna obligationer?
- Vilken typ av koppling finns mellan ert val att miljöcertifiera fastigheter och valet att emittera en grön obligation?
- Har beslutet att emittera gröna obligationer gjort att ni valt en högre ambitionsnivå i termer av hållbarhet bland annat vid certifiering av fastigheter?
- Har ni fastställt några andra fördelar i ert hållbarhetsarbete vid emittering av gröna obligationer?
- Har emittering av gröna obligationer gjort att hållbarhetsfrågor diskuteras mer frekvent inom ledningen?

Åtagande och rapportering

- Beskriv de åtaganden i form av rapportering ni har till investerare i den gröna obligationen samt hur viktiga dessa är.
- Har dessa åtaganden gjort att det nu är viktigare att uppfylla era hållbarhetsmål kopplade till emitteringen?
- Gör åtagandet mot investerare att hållbarhetsarbetet nu diskuteras och arbetas med i fler delar av organisationen än tidigare?
- Upplever ni att emittering av gröna obligationer har ökat incitamentet till ett bra hållbarhetsarbete?
- Har ni kunnat observera någon form av förstärkande effekt av hållbarhetsarbetet efter emittering?

På lång sikt

- Har ni en uttalad långsiktig strategi om grön finansiering?
- Kommer tillgången till grön finansiering påverka hur ni väljer vilka projekt som ska genomföras på lång sikt?
- Upplever du att ni aktivt anpassar er verksamhet på längre sikt för att kunna låna grönt?
- Tror du att ni kommer att göra det i framtiden?
- Hur tror du att den gröna obligationsmarknaden kan bidra till hållbar utveckling på lång sikt?