



**GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN**

---

**Är gröna obligationer ett finansiellt instrument som  
bidrar till en hållbar utveckling?**

---

**Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet**  
Kandidatuppsats i Industrial and Financial Management

Höstterminen 2014

**Handledare:**  
Conny Overland

**Författare:**  
Anna Adlarson  
My Hammarström

## Sammanfattning

Världen står idag inför många miljömässiga utmaningar och kapitalbehovet för att mildra effekterna av klimatförändringarna är stort. För att möta det stora kapitalbehovet måste de globala finansmarknaderna involveras. Gröna obligationer är ett nytt finansiellt instrument vars likvid är ämnad att gå till finansieringen av projekt som bidrar till en minskad klimatpåverkan. Finansieringsformen har växt i popularitet bland svenska organisationer sedan introduktionen på den svenska marknaden trots att dess affärsnytta för den utförande enheten inte är övertygande. Syftet med uppsatsen är därför att undersöka drivkrafterna bakom emitteringen av gröna obligationer samt om dessa drivkrafter är tillräckligt starka för att öka investeringarna i klimatrelaterade projekt och på så sätt bidra till en hållbar utveckling.

Baserat på uppsatsens syfte användes en kvalitativ metod vid genomförandet av den empiriska datainsamlingen utifrån emittenternas perspektiv. Studien har visat att det är ett redan välutvecklat miljöarbete som ligger till grund för emitteringen av gröna obligationer. Vidare har undersökningen visat att en ökad tillgång till kapital genom diversifiering av upplåningskällor och en förbättring av organisationens gröna profil identifierats som de främsta drivkrafterna. Dock har undersökningen även visat att en lägre kapitalkostnad för klimatrelaterade projekt inte varit ett bakomliggande motiv för emitteringen av en grön obligation. De identifierade drivkrafterna anses inte vara tillräckligt starka för att öka investeringarna i klimatrelaterade projekt och de projekt som i dagsläget finansieras av gröna obligationer hade genomförts oavsett möjligheten att emittera en grön obligation. Således har undersökningen visat att gröna obligationer inte har någon direkt inverkan på en hållbar utveckling. Dock kan gröna obligationer anses påverka den hållbara utvecklingen indirekt då gröna obligationer är agendasättande samt ökar kunskapen och medvetenheten inom organisationer.

**Nyckelord:** Gröna obligationer, Hållbar utveckling, Klimatrelaterade investeringar

## Förord

Vi vill rikta ett stort tack till dem som gjort denna studie möjlig. Först och främst vill vi tacka vår handledare Conny Overland för alla hans goda råd och det stöd han givit oss under hela uppsatsprocessen. Vidare vill vi rikta ett stort tack till de respondenter som deltagit i studiens djupintervjuer och bidragit med tankar och åsikter. Utan dessa hade studien inte varit möjlig. Avslutningsvis vill vi också tacka dem som löpande har läst uppsatsen och kommit med konstruktiv kritik.

Göteborg 2015-01-08



**Anna Adlarson**



**My Hammarström**

## **Definitioner**

*Nedan definieras de begrepp som används återkommande i följande uppsats.*

### **Grön obligation**

En grön obligation är ett räntebärande skuldebrev vars likvid ska gå till finansieringen av projekt som är ämnade att bidra till en minskad klimatpåverkan

### **Konventionell obligation**

En konventionell obligation är ett räntebärande skuldebrev vars likvid inte behöver finansiera specifika former av projekt.

### **Klimatrelaterad investering**

Klimatrelaterade projekt är projekt som avser att minska klimatpåvekan.

Klimatrelaterade projekt kan till exempel avse teknik som bidrar till en minskning i växthusgaser, sol- och vindkraftsanläggningsinstallation, ökad effektivisering för transporter, avfallshantering och konstruktion av energieffektiva byggnader.

### **Hållbar investerare**

En hållbar investerare är en investerare som endast investerar i organisationer som bedriver ett hållbarhetsarbete eller projekt som bidrar till en hållbar utveckling. Hållbara investerare beaktar etiska-, sociala- och miljörelaterade faktorer vid värdering av investeringsalternativ.

## Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b>	<b>7</b>
1.1. Bakgrund	7
1.2. Problemdiskussion	8
1.3. Syfte	11
1.4. Frågeställning	11
1.5. Avgränsning	12
1.6. Studiens bidrag och sammanfattning av resultat	12
1.7. Disposition	13
<b>2. Metod</b>	<b>14</b>
2.1. Val av ansats	14
2.2. Val av vetenskaplig teori	15
2.2.1. Litteratursökning	15
2.3. Empirisk datainsamling	16
2.3.1. Val av intervjurespondenter	17
2.3.2. Kvalitativa intervjuer	18
2.3.3. Utformning och genomförande	18
2.3.4. Behandling av insamlad data	20
2.4. Analys av data	20
2.5. Avslutande metoddiskussion och trovärdigheten i resultaten	20
2.5.1. Intern giltighet	21
2.5.2. Extern giltighet	22
2.5.3. Undersökningens tillförlitlighet	22
<b>3. Teoretisk referensram</b>	<b>23</b>
3.1. Kapitalkostnad	23
3.2. Tillgång till kapital	24
3.3. Grön profil	26
3.4. Interna processer	27
3.5. Investeringsbeslut	27
3.6. Sammanfattning och applicering på undersökningsområdet	28
3.6.1. Kapitalkostnad	28
3.6.2. Tillgång till kapital	28
3.6.3. Interna processer	29
3.6.4. Grön profil	29

3.6.5. Investeringsbeslut	29
3.7. <i>Analysmodell</i>	29
<b>4. Empiri</b>	<b>31</b>
4.1. <i>Kapitalkostnad</i>	31
4.2. <i>Tillgång till kapital</i>	32
4.3. <i>Grön profil</i>	34
4.4. <i>Interna processer</i>	36
4.5. <i>Gröna obligationer och investeringsbeslut</i>	37
<b>5. Analys</b>	<b>40</b>
5.1. <i>Kapitalkostnad</i>	40
5.2. <i>Tillgång till kapital</i>	41
5.3. <i>Interna processer</i>	43
5.4. <i>Grön profil</i>	44
5.5. <i>Investeringsbeslut</i>	45
<b>6. Slutsats</b>	<b>46</b>
6.1. <i>Studiens resultat och bidrag</i>	46
6.2. <i>Förslag till fortsatt forskning</i>	47
<b>7. Referenslista</b>	<b>49</b>
<b>8. Appendix</b>	<b>52</b>
8.1. <i>Deltagarlista för empirisk datainsamling</i>	52
8.2. <i>Intervjufrågor</i>	53

## 1. Inledning

*Följande avsnitt inleds med en beskrivning av undersökningsområdet och dess utveckling. Vidare följer en problemdiskussion gällande dess praktiska och akademiska betydelse. Avsnittet avslutas med studiens syfte, frågeställning och en sammanställning av studiens resultat och bidrag.*

---

### 1.1. Bakgrund

Fortsatt befolkningstillväxt, brist på resurser och det ständigt överhängande hotet om klimatförändringar innebär att världen idag står inför många miljömässiga och sociala utmaningar. Därför sätts stort hopp till konceptet hållbar utveckling som formulerades av Brundtland 1987. Konceptet innefattar idén om långsiktig ekonomisk välfärd i kombination med ekologisk och social hållbarhet. Då organisationer idag har en stor påverkan på klimat och miljö kommer den hållbara utvecklingen till stor del vara beroende av deras hållbarhetsarbete och integrationen av hållbarhetsrelaterade mål i deras affärsplaner (Peylo, 2012).

Den ökande betydelsen av företags och organisationers hållbarhetsarbete påverkar också de finansiella marknaderna. Det uppskattade kapitalbehovet för att mildra effekterna av de globala klimatförändringarna uppgår till 1000 miljarder dollar per år (Reichelt, 2010; Mathews & Kidney, 2012). Dessutom blir investerare allt mer intresserade av hållbarhetsrelaterade strategier och aktiviteter hos företag och organisationer (Peylo, 2012; Hofmann, Meier-Pesti & Kirchler, 2007). För att möta det stora kapitalbehovet samt investerarnas ökade intresse för hållbara investeringsalternativ måste de globala finansmarknaderna involveras och nya finansiella instrument skapas (Reichelt, 2010; Mathews & Kidney, 2012).

Det finns flera förslag till nya former av privata finansiella instrument som är avsedda att bidra till att mildra de negativa effekterna av klimatförändringarna, varav gröna obligationer är ett av dessa (Mathews & Kidney, 2012). Gröna obligationer är ett finansiellt instrument som skapades 2008 genom ett samarbete mellan Världsbanken och den svenska banken SEB (Skandinaviska Enskilda Banken). En grön obligation är ett räntebärande skuldebrev vars likvid ska gå till finansieringen av projekt som är ämnade att bidra till en minskad klimatpåverkan. Generellt ska gröna obligationer

finansiera teknik som bidrar till en avsevärd minskning i växthusgaser, sol- och vindkraftsanläggningsinstallation, ökad effektivisering för transporter, avfallshantering eller konstruktion av energieffektiva byggnader (Reichelt, 2010). I syfte att säkerställa att projekten kan klassas som klimatrelaterade ska en tredje part även granska organisationens projektplaner. Tanken är att gröna obligationer skall ha samma villkor som konventionella obligationer förutom en extra övervaknings- och rapporteringsskyldighet som den utförande enheten åtar sig för de projekt som finansieras genom en eller flera gröna obligationer (Myles et al., 2014).

På bara några månader har gröna obligationer globalt växt som finansieringsform inom privata och offentliga sektorn. Sedan november 2013, då det svenska bostadsbolaget Vasakronan blev världens första företagsemitterant av en grön obligation, har mer än 10 miljarder dollar emitterats i gröna företagsobligationer. Om man dessutom räknar med multilaterala och offentliga organ uppgår den globala emissionsvolymen till 21.5 miljarder dollar. När världsbanken i januari 2014 satte upp målet för att global emission skulle uppgå till 20 miljarder i september 2014 blev det kritiserat för att vara överambitiöst. Idag menar vissa att det här snarare var ett alltför blygsamt mål (Myles et al, 2014). I ett globalt perspektiv utgör de gröna obligationerna ännu endast en liten del av den totala obligationsmarknaden, men förutses växa snabbt de kommande åren (Worldbank.org, 2015).

Sverige är ledande gällande utvecklingen av gröna obligationer. 2013, samma år som Vasakronan emitterade världens första gröna företagsobligation, blev Göteborgs stad första offentliga organ i Norden att emittera en grön stadsobligation. Dessutom är SEB den bank med flest förmedlade företagsobligationer i världen (Bloomberg, 2014a).

## **1.2.Problemdiskussion**

En säkerhet där alla medel måste användas till miljö- och klimatrelaterade investeringar är ur ett helhetsperspektiv svårt att argumentera emot. Då tanken är att gröna obligationer ska följa samma villkor som en konventionell obligation (Reichelt, 2010), har dock diskussioner förts gällande dess affärsnytta, det vill säga huruvida den gröna obligationen leder till några strategiska eller finansiella fördelar för den utförande enheten. Ett finansiellt instrument med en begränsning gällande användningen av



medlen samt med tillkommande kostnader på grund av en övervaknings- och rapporteringsskyldighet men utan några garanterade finansiella fördelar gentemot en konventionell obligation kan kännas missplacerat på dagens vinstdrivna kapitalmarknader (Myles et al., 2014). Så, även om emitteringen av gröna obligationer ökar och likviden från en grön obligation skall finansiera projekt som bidrar till en minskad klimatpåverkan, kan man ifrågasätta om ökningen i emitteringen av gröna obligationer även leder till en ökning i klimatrelaterade projekt, då den direkta affärsnyttan som genereras av en grön obligation för den utförande enheten inte är självklar.

En del av diskussionen gällande den genererade affärsnyttan berör huruvida den gröna obligationen borde leda till finansiella fördelar för den utförande enheten eller inte. Ett argument för det här är att investerare borde vara villiga att göra avkall på avkastningen för att sänka de långsiktiga kostnaderna associerade med klimatförändring. Det här skulle i så fall innebära att den utförande enheten skulle kunna sänka sin kapitalkostnad för klimatrelaterade projekt och investeraren skulle tvingas göra avkall på sin avkastning, på samma sätt som vid inköp av många ekologiska livsmedelsprodukter idag. Ett argument mot det här är att även om vissa hållbara investerare skulle kunna tänka sig att göra avkall på avkastningen för en grön obligation skulle den stora massan av investerare, som generellt har som främsta mål att generera avkastning, inte placera sin likvid i en sådan obligation (Myles et al., 2014). Ytterligare ett vanligt finansiellt argument för de gröna obligationerna är att organisationer genom dessa kan nå en ny investerargrupp som explicit investerar hållbart samtidigt som de kan erbjuda en mer attraktiv obligation eftersom investeraren då kan säkerställa att pengarna går till klimatrelaterade projekt (Bloomberg, 2014a).

Vidare har diskussioner förts gällande kostnaden för den återrapportering som organisationerna åtar sig vid emissionen av en grön obligation. Som tidigare nämnt, åtar sig den utförande enheten att övervaka och återrapportera utvecklingen av de klimatrelaterade projekt som finansierats av en grön obligation. Beroende på organisationens tidigare miljöarbete och interna processer kan den tillkomna återrapporteringen vara en mer eller mindre kostnad process (Myles et al., 2014).

En grön obligation kan dock bidra till en affärsnytta för den utförande enheten då den kan vara en plattform för att kommunicera organisationernas miljöarbete och förstärka organisationens gröna profil, det vill säga intressenters positiva uppfattning om organisationens hållbarhetsarbete. Dock är det här beroende av en legitimitet och trovärdighet i begreppet. Det närmaste branschen har kommit ett övergripande ramverk lanserades i januari 2014 och benämns ”Green Bonds Principles”. Principerna har dock kritiserats för att de inte definierar vad som är ”grönt”, utan snarare fungerar som frivilliga riktlinjer för bästa praxis som föreslår processer för att utse, hantera och rapportera användningen av de gröna obligationerna. Däremot argumenterar många för att marknadens natur kommer avskräcka emittenter från dålig praxis, då det här skulle kunna påverka organisationers rykte negativt genom att leda till en minskad trovärdighet för organisationen och begreppet gröna obligationer som helhet (Myles et al., 2014).

Som tidigare nämnt är kapitalbehovet för att mildra effekterna av den globala klimatförändringen och skapa en hållbar utveckling stort (Reichelt, 2010). I juli 2014 skrev Bloomberg att gröna obligationer kan bidra till de 1000 miljarder dollar i årliga investeringar gällande klimatrelaterade projekt som krävs för att mildra effekterna av den globala klimatförändringen (Bloomberg, 2014b). Frågan är om gröna obligationer leder till att fler klimatrelaterade projektinvesteringar genomförs än vad som hade gjorts om det här finansieringsalternativet inte fanns. När Vasakronan emitterade sin första gröna företagsobligation till ett värde av 1,3 miljarder kronor gick likviden till projekt som leder till en lägre energianvändning och minskad klimatpåverkan (Vasakronan, 2013). Men, om Vasakronan inte hade haft möjlighet att emittera en grön obligation, hade de här klimatrelaterade investeringarna genomförts ändå? Hur mycket värde adderar egentligen gröna obligationer till det kapital som används för att mildra effekterna från klimatförändringarna på grund av att företag har möjlighet att emittera gröna obligationer, då affärsnyttan för den utförande enheten inte är övertygande?

Forskning har utförts på riktade obligationer som tidigare har använts för att finansiera och driva en viss typ av projekt och dess påverkan. Ett exempel är de amerikanska

”Industrial Development Bonds” som visade sig vara väldigt effektiva när det kom till att främja den industriella utvecklingen i vissa regioner (Mathews & Kidney, 2012). Eftersom gröna obligationer är ett nytt fenomen är dock tidigare forskning på denna riktade obligation och dess faktiska bidrag begränsad. Även om diskussioner har förts gällande den gröna obligationens affärsnytta samt forskning på andra riktade obligationer saknas det studier som baseras på empirisk primärdata från de utförande enheternas perspektiv som undersöker drivkrafterna bakom gröna obligationer och dess faktiska påverkan på klimatrelaterade investeringar och således den hållbara utvecklingen. Aktuell uppsats ämnar bidra med forskning på det här området och således fylla ett akademiskt gap.

Kommer gröna obligationer bidra till en minskad klimatpåverkan och hållbar utveckling, det vill säga driva svenska organisationers investeringar i klimatrelaterade projekt? För att besvara det här blir det således intressant att undersöka vilka drivkrafter som ligger bakom beslutet att emittera en grön obligation och om dessa är tillräckligt starka för att ett klimatrelaterat projekt ska väljas framför ett icke-klimatrelaterat projekt.

### **1.3.Syfte**

Syftet med undersökningen är att bidra med en förståelse för huruvida gröna obligationer bidrar till fler klimatrelaterade investeringar och en hållbar utveckling samt skapa en förståelse för de bakomliggande drivkrafterna för svenska organisationernas emittering av gröna obligationer.

### **1.4.Frågeställning**

Huvudfrågeställningen som studien ämnar att besvara är följande:

- Är gröna obligationer ett finansiellt instrument som bidrar till en hållbar utveckling?

För att den här frågeställningen ska kunna besvaras anses det nödvändigt att undersöka de drivkrafter som ligger bakom organisationers emittering av gröna obligationer samt hur starka de är. Således bröts huvudfrågeställningen ner i följande bifrågeställningar:

- Vilka drivkrafter ligger bakom valet att emittera en grön obligation?
- Är de här drivkrafterna tillräckligt starka för att öka investeringarna i klimatrelaterade projekt?

### **1.5. Avgränsning**

Undersökningen fokuserar på att undersöka drivkrafterna bakom emitteringen av gröna obligationer samt gröna obligationers koppling till klimatrelaterade investeringar. Undersökningen är avgränsad till svenska organisationer vilket innebär att svaren kommer att vara baserade på förutsättningarna på svenska marknaden, vilket kan skilja från andra länder. Dessutom syftar rapporten inte till att undersöka och kontrastera skillnader mellan olika industrier som deltar i undersökningen.

### **1.6. Studiens bidrag och sammanfattning av resultat**

Studien har visat att även om en grön obligations likvid är öronmärkt till klimatrelaterade projekt så bidrar finansieringsformen i dagsläget inte direkt till en hållbar utveckling då de projekt som finansieras av gröna obligationer hade genomförts oavsett möjligheten att emittera en grön obligation. Således har undersökningen visat att under nuvarande förhållanden på den svenska kapitalmarknaden är en ökning i emitteringen av gröna obligationer inte likställt med en ökning i klimatrelaterade projektinvesteringar. Undersökningen har istället visat att det är redan befintliga klimatrelaterade projektplaner och ett redan befintligt miljöarbete som kan nyttjas för att emittera en grön obligation i syfte att stärka organisationens gröna profil samt öka tillgången på kapital genom att nå en ny investerargrupp som annars inte hade investerat i företagets verksamhet.

Undersökningen bidrar till forskningen gällande gröna obligationer genom att undersöka, utifrån emittenternas perspektiv, vad som driver emitteringen och finansieringsformens påverkan på klimatrelaterade investeringar. Således bidrar undersökningen även till forskningen gällande riktade obligationer och dess effektivitet i syfte att driva investeringar i en viss typ av projekt. Vidare bidrar studien till forskningen gällande metoder och medel som kan användas för att öka investeringarna i projekt som bidrar till en hållbar utveckling. Vidare bidrar studien till forskningen gällande metoder och medel som kan användas för att öka investeringarna i projekt som bidrar till en hållbar

utveckling då den skapar en förståelse för huruvida gröna obligationer är ett finansiellt medel som i dagsläget för det här ändamålet. Slutligen bidrar undersökningen till forskningen gällande beslutsprocessen vid organisationers val av finansieringsform, då de underliggande faktorerna bakom beslutet att emittera en grön obligation studeras.

Även om studien är genomförd med fokus på ett fåtal företag och offentliga organisationer bidrar den med en vidare förståelse gällande för, hur och om gröna obligationer är ett finansiellt instrument som kan vara en bidragande faktor till att motverka de globala klimatförändringarna. Studien bidrar således med en förståelse för om den ökade emitteringen av gröna obligationer även leder till en ökning i klimatrelaterade investeringar.

### **1.7. Disposition**

Resterande delen av uppsatsen är indelad i kapitel och börjar med ett metodkapitel 2. *Metod*, där forskningsmetod och dataurval förklaras. Även uppsatsens interna och externa giltighet samt tillförlitligheten i uppsatsens presenterade resultat diskuteras. Vidare i kapitel 3. *Teoretisk referensram* presenteras relevant tidigare forskning uppdelad i uppsatsens fokusområden samt en sammanfattning med applicering av forskningen på fenomenet gröna obligationer. Den analysmodell som sedan används i resterande delar av uppsatsen presenteras också i detta kapitel. I kapitel 4. *Empiri* presenteras de empiriska resultaten uppdelade i uppsatsens fokusområden och i kapitel 5. *Analys* jämförs det empiriska resultatet med den teoretiska referensramen för att belysa skillnader och likheter. I kapitel 6. *Slutsats* redovisas undersökningens slutsats gällande forskningsfrågorna.

## 2. Metod

*I följande sektion presenteras och diskuteras valet av metod och inkluderar en beskrivning och motivering bakom insamlandet av tidigare forskning samt empiriskt material. Dessutom beskrivs utförandet av respektive metod samt metod för analys av insamlad data.*

---

### 2.1. Val av ansats

Uppsatsen antar en abduktiv syn på förhållandet mellan teori och empiri. En abduktiv metod är en kombination av ett deduktivt och induktivt synsätt där man utgår från empirisk fakta liksom en induktiv ansats men använder sig även av teoretiska föreställningar så som en deduktiv ansats. Då abductionen bygger på förståelse av underliggande mönster, skilje den sig från induktion och deduktion på så sätt att den skapar en större insikt för det valda forskningsområdet (Alvesson & Sköldberg, 2011). Under forskningsprocessen har således både teori och empiri till viss del justerats och förfinats med utgångspunkt i respektive område. Tidigare forskning inom olika områden som berör gröna obligationer presenteras och används för att skapa en förståelse gällande drivkrafterna bakom emitteringen av gröna obligationer. Analysen av det empiriska materialet sker sedan genom att kombinera undersökningens resultatet med den teoretiska referensramen för att belysa likheter, skillnader och skapa förståelse för upptäckta mönster. Då gröna obligationer är ett nytt fenomen ansågs det relevantt att använda teori för att skapa en förståelse kring olika faktorer samt möjliggöra en jämförelse med det empiriska materialet.

Forskningsfrågorna besvaras genom användandet av en kvalitativ ansats vid insamlandet av data. En kvalitativ metod anses vara lämpligt för att förbättra förståelsen för ett nytt eller komplext fenomen (Jacobsen, 2002), vilket motsvarar målet med den här uppsatsen. En kvalitativ metod möjliggör dessutom en djupare förståelse för undersökningsområdet och bidrar med en beskrivning över drivkrafterna bakom emitteringen av gröna obligationer samt dess koppling till klimatrelaterade investeringar. För att besvara forskningsfrågorna krävs det att en förståelse skapas gällande hur organisationer värderar olika faktorer vid finansiering av deras verksamhet, vilket kräver mer uttömmande information som underlag och en kvalitativ ansats anses därför vara fördelaktig. Då gröna obligationer är ett relativt nytt fenomen på den

svenska marknaden bedöms tillgänglig kvantitativ data vara begränsad och en kvalitativ ansats anses då vara lämplig. Dock kan den kvalitativa ansatsen kritiseras för att datainsamlingen bygger på författarnas egna åsikter gällande relevans av insamlad data samt avsaknad av objektivitet.

## **2.2.Val av vetenskaplig teori**

För att kunna beskriva hur klimatrelaterade investeringar påverkas av gröna obligationer är det väsentligt att skapa en förståelse för området samt ett tydligt ramverk för undersökning och analys. Uppsatsens abduktiva ansats innebär att en teoretisk referensram byggdes upp innan den empiriska datainsamlingen och justerades sedan med utgångspunkt i den empiriska undersökningens resultat. Den teoretiska referensramen baseras på de karaktärsdrag som skiljer den gröna obligationen från en konventionell obligation, vilka är att likviden från obligationen måste gå till klimatrelaterade projekt samt att den utförande enheten åtar sig att återrapportera projektets utveckling. Konsekvenser av nämnda karaktärsdrag kan vara att emittenten får tillgång till en ny investerarklass som endast investerar hållbart, återrapporteringskravet kan påverka de interna processerna samt att den gröna obligationen kan kommunicera organisationens gröna profil. Utefter den gröna obligationens karaktärsdrag samt vissa mönster i den empiriska datainsamlingen valdes slutligen tidigare forskning ut inom områdena: kapitalkostnad, tillgång till kapital, interna processer samt grön profil. Det här för att förstå konsekvenserna av karaktärsdragen för en grön obligation och dess implikationer för organisationen. För att förstå kopplingen mellan gröna obligationer och klimatrelaterade investeringar har tidigare forskning gällande organisationers beslutsprocess och värdering av projekt även använts. Således har tidigare forskning till viss del valts ut utifrån forskarnas egna åsikter gällande relevanta områden, vilket kan kritiseras. Dock, som tidigare nämnt, underbyggs valda områden av resultatet från den empiriska datainsamlingen.

### *2.2.1. Litteratursökning*

För att på ett tidseffektivt sätt få ett djupt innehåll användes flera typer av sekundärkällor såsom vetenskapliga artiklar och annan akademisk litteratur vid framtagandet av uppsatsens bakgrund, problemdiskussion, metodavsnitt och teoretiska referensram. Litteratursökningen genomfördes främst med hjälp av databaser som

Business Source Premier och Google Scholar där litteraturen i största möjliga mån valts ut med kriteriet "Peer Reviewed" vilket innebär att utvald litteratur publicerats i vetenskapliga journaler och därmed är referensgranskade.

Vid användandet av sekundärdata bör man vara uppmärksam på att den insamlade informationen ofta utgår ifrån en annan problemställning än den aktuella uppsatsen vilket innebär att informationen har sällats i stor omfattning redan innan ett urval av data görs för den aktuella uppsatsen (Jacobsen, 2002). Då gröna obligationer är ett relativt nytt fenomen har sekundärdata gällande andra specifika områden används och applicerats för att skapa en förståelse för uppsatsämnet, vilket kan kritiseras. Mycket vikt har således lagts vid att tolka och applicera tidigare forskning på ett korrekt sätt för att styrka uppsatsens trovärdighet. Vidare ökar trovärdigheten hos informationen om flera källor visar samma sak. När olika källor visar på olika resultat kan därför en kvalitetsbedömning göras för att identifiera den mest trovärdiga källan (Jacobsen, 2002). På grund av riskerna vid användandet har stor vikt lagts vid att kritiskt granska de valda sekundärkällorna. Vid användandet av sekundärdata som är publicerad i vetenskapliga artiklar bedöms insamlad data vara av god kvalitet och bidra med ett brett spektra av perspektiv som kan användas för att förstå uppsatsämnet. Vidare är sekundärkällor ett komplement till primärkällor vilket kan leda till intressanta kontraster när de ställs mot varandra (Jacobsen, 2002). Det anses vara viktigt att vara kritisk mot användandet av sekundärdata, även om fördelarna med användandet bedöms överstiga nackdelarna.

### **2.3. Empirisk datainsamling**

En empirisk studie och insamling av primärdata används med syftet att öka kunskapen inom ett specifikt område (Jacobsen, 2002). För att besvara forskningsfrågan är det relevant att göra en empirisk studie gällande motiven bakom emitteringen av gröna obligationer samt hur gröna obligationer påverkar organisationers val att genomföra klimatrelaterade investeringar. Därför har insamlandet av empirisk data skett genom kvalitativa djupintervjuer med olika intervjurespondenter som representerar svenska organisationer som har emitterat en eller flera gröna obligationer. Emittenter av gröna obligationer anses vara den aktör på marknaden som är relevant att undersöka för att besvara forskningsfrågan, då det är deras uppfattning om den nya finansieringsformen



som är avgörande för om gröna obligationer bidrar till fler klimatrelaterade investeringar och en hållbar utveckling.

### *2.3.1. Val av intervjurespondenter*

Eftersom undersökningen bygger på en kvalitativ metod med ett fåtal studerade organisationer, är det lämpligt att basera ett urval av respondenter på ett antal kriterier istället för ett slumpmässigt urval (Jacobsen, 2002). Urvalet av intervjurespondenter har gjorts både utifrån organisationens och den specifika intervjurespondentens koppling till gröna obligationer.

De utvalda respondenterna representerar de svenska organisationer som totalt har emitterat de högsta beloppen i gröna obligationer för offentlig och privat sektor vid den empiriska datainsamlingen (Bloomberg, 2014a). Då den svenska marknaden för gröna obligationer fortfarande är relativt liten representerar valda organisationer en betydande del av marknaden vid tidpunkten för datainsamling. Dock växer den svenska marknaden för gröna obligationer snabbt, vilket innebär att nya emittenter kan ha tillkommit på den svenska marknaden efter den empiriska datainsamlingen till den här studien. De utvalda respondenterna representerar olika perspektiv både gällande industri och sektor, vilket innebär att deras olika bakgrund och erfarenheter bidrar till ett brett analysmaterial baserat på varierande infallsvinklar.

För att säkerställa reabiliteten och validiteten gällande det empiriska materialet bestämdes vidare även kriterier gällande respondenternas kunskap och erfarenhet då det ökar trovärdigheten i svaren om respondenterna har varit med i beslutsprocessen gällande emitteringen av en eller flera gröna obligationer inom respektive organisation. Respondenterna valdes således ut med förhoppningen om en bred informationsgrund att nyttja i uppstasens analys. Slutligen valdes sju intervjurespondenter ut med relevant position från sex olika organisationer. Följande personer intervjuades:

**Magnus Borelius**, Finanschef på Göteborgs Stad

**Danijel Afolter**, Portföljförvaltare på Göteborgs Stad

**Mats Rodenfelt**, Finanschef på Örebro Kommun

**Anonym Respondent**, Projektledare Internfinans på Stockholms Läns Landsting

**Björn Lindström**, Finanschef på Vasakronan

**Pär Lageryd**, Head of Treasury på Skanska Financial Services AB

**Johan Rydin**, Senior Vice President Group Treasurer på SCA

Således finns representanter från en betydande del av emittenterna av gröna obligationer på den svenska marknaden vid tidpunkten för insamlandet av empiri. Syftet med det här är att spegla flera marknadsaktörers åsikter och öka studiens relevans. Det är dock viktigt att påpeka att trots att en betydande del av den nuvarande marknaden är representerad i urvalet kan studien inte ligga till grund för en generalisering av den fortsatta utvecklingen av gröna obligationers påverkan på val av projekt och investeringar. Trots att uppsatsen inte kan bidra med en fullständig generell bild, bidrar undersökningen och den valda metoden till en förståelse för marknadens nuvarande åsikter och kan vara till underlag för att förstå det finansiella instrumentet gröna obligationer och dess utveckling.

### *2.3.2. Kvalitativa intervjuer*

För att förstå drivkrafterna bakom emitteringen av gröna obligationer har kvalitativa djupintervjuer valts som huvudkälla till empirisk datainsamling. Kvalitativa djupintervjuer anses lämpa sig bäst när forskningsfrågan ställer krav på en metod där man vill erhålla den enskildes uppfattning och subjektiva bedömning. Vidare anses kvalitativa djupintervjuer vara lämpligt när man vill undersöka den enskilda individens tolkning av ett fenomen samt olika samband och förhållanden (Jacobsen, 2002). Då undersökningen av drivkrafter bakom emitteringen av gröna obligationer kräver en undersökningsmetod som tillåter respondenternas subjektiva åsikter samt tolkning av fenomenet, ansågs kvalitativa djupintervjuer lämpa sig bäst för datainsamlingen. Kvalitativa djupintervjuer ger dessutom möjlighet till en uttömmande informationshämtning samt möjlighet för följdfrågor vilket kan bidra till mer utvecklade och en djupare förståelse av undersökningsområdet.

### *2.3.3. Utformning och genomförande*

Tidigare forskning visar på att en intervju ansikte-mot-ansikte kan bidra till ett mer givande och öppet samtal jämfört med telefonintervjuer. Telefonintervjuer kan dock vara ett sätt att reducera kostnaden jämfört med de resurs- och tidskrävande ansikte-mot-ansikte intervjuerna (Jacobsen, 2002). Vid möjlighet har således intervjuerna skett

personligen men när det geografiska avståndet mellan respondent och intervjuare varit stort har telefonintervjuer genomförts.

Vidare ansågs en semi-strukturerad intervjumetod vara lämplig för att uppnå uppsatsens syfte. En semistrukturerad intervju baseras på ett antal förhållandevis specifika teman, där respondenten ges frihet i utformningen av svaren (Bryman & Bell, 2011; Jacobsen, 2002). Då frågeställningen ställer krav på en subjektiv bedömning utfördes intervjuerna på ett sådant sätt att intervjupersoner får fritt välja fokus och resonera kring områden som är relevanta för att besvara frågeställningen. Utgångspunkten för utformningen av intervjufrågorna var uppsatsens syfte och frågeställning och frågorna är formulerade utan påverkan av tidigare forskning utan öppna för tolkning av respondenten. Det här minimerar intervjuareffekten samt bidrar till ett empiriskt material som kan analyseras utifrån likheter och skillnader med den teoretiska referensramen. Den intervjuguide som användes under intervjutillfällena bestod av öppna och neutrala frågor för att tillåta respondenten att själv fokusera på det som ansågs vara viktigt. Intervjuerna var således flexibla och anpassades efter respektive respondent och deras svar. Följande intervjuguide användes under intervjutillfällena:

- *Varför valde ni att emittera en grön obligation?*
- *Vad är den största skillnaden mellan er gröna obligation och andra obligationer ni har emitterat?*
- *Hur upplever ni uppföljningen och rapporteringen från projekten som är finansierade av gröna obligationer?*
- *Hade ni genomfört aktuellt/-a projekt även om ni inte hade haft möjlighet att emittera en grön obligation?*

Med syfte att fördjupa informationsinhämtningen samt skapa en förståelse för respondentens svar, var följdfrågor under intervjuerna vanligt förekommande. Intervjuerna inleddes dessutom med ett antal uppvärmningsfrågor för att förbättra interaktionen mellan intervjuare och respondent. För att ytterligare försäkra att respondenten var förberedd och tillfreds med intervjusituationen bifogades ett utkast på intervjufrågorna till denne en tid innan intervjutillfället.

#### *2.3.4. Behandling av insamlad data*

Den mest kompletta och ideala formen av registrering av data är att använda sig av inspelning vid intervjusituationer (Jacobsen, 2002). Dock medföljer en risk vid inspelningen då respondenten kan bli orolig under intervjun på grund av att materialet kommer att sparas (Bryman & Bell, 2011). För att få ett så komplett material som möjligt för vidare hantering och analys har därför alla intervjuer spelats in efter godkännande från respektive respondent. Inspelningen av materialet bidrar även till att intervjuarna kan rikta sitt fulla fokus mot respondenten och på att ställa relevanta följdfrågor, utan att behöva föra löpande anteckningar. Utöver det här så klargjordes det för respektive respondent att de skulle ges möjligheten att granska materialet före publicering, för att göra respondenten bekväm gällande intervjusituationen. Vidare har transkribering skett av all data för att få ett så lättöverskådligt material som möjligt för vidare bearbetning.

### **2.4. Analys av data**

Att analysera kvalitativa data kräver att man först kategoriserar den för att reducera komplexiteten (Jacobsen, 2002; Holme & Solvang, 1991). Därför sorterades det empiriska materialet in i fem övergripande huvudämnen där skillnader och likheter mellan respondenternas svar samt vilka samband som identifierats framgår. Det här anses förenkla för läsaren att tolka likheter och skillnader mellan respondenternas åsikter inom en viss aspekt. De övergripande ämnena med respektive kategoriserad data presenteras i uppsatsens empiridel och stöds av citat som återges i sin ursprungliga form för att behålla äktheten. Analysen och kategoriseringen av data har skett i linje med ett abduktivt synsätt då kategorierna influerats av den teoretiska referensramen som skapades innan den empiriska datainsamlingen men som sedan har justeras utifrån det empiriska resultatet (Saunders, Lewis & Thornhill, 2003). De empiriska resultaten kopplas sedan samman med den teoretiska referensramen och den analysmodell som är presenterad i syfte att jämföra och kontrastera resultaten.

### **2.5. Avslutande metoddiskussion och trovärdigheten i resultaten**

När man genomför ett forskningsprojekt är det viktigt att besvara forskningsfrågan och presentera resultaten med intern och extern giltighet, inklusive tillförlitlighet. Därför

måste kvalitativa metoder granskas för att kunna avgöra om slutsatserna är tillförlitliga (Jacobsen, 2002).

### *2.5.1. Intern giltighet*

Intern giltighet handlar om att bedöma resultatens validitet (Jacobsen, 2002). Den kvalitativa metoden med semi-strukturerade intervjuer har bidragit till att uppsatsen nå en hög grad av validitet. Inledningsvis har det lagts mycket vikt vid att förstå det undersökta området, vilket minskar risken för feltolkningar. Vidare har de semi-strukturerade intervjuerna möjliggjort användandet av följdfrågor, vilket bidrar till att respondenterna kan utveckla och förklara sina svar. Ytterligare en metod för att validera det empiriska materialet är att återkoppla till uppgiftslämnarna och låta dem granska det sammanställda materialet (Jacobsen, 2002). För att säkerställa att det sammanställda materialet reflekterar uppgiftslämnarnas åsikter och validera empirisk data har således ett utkast på rapporten skickats ut till respondenterna före publicering. I vissa fall har citat justerats i efterhand, efter önskemål från respondenterna, vilket säkerställer att utvalda citat speglar uppgiftslämnarnas åsikter. Att respondenterna har gett möjlighet att justera citat i efterhand anses inte påverka uppsatsens trovärdighet nämnvärt. För att ytterligare säkerställa uppsatsens validitet har insamlad data spelats in samt transkriberats för att kunna återges på ett rättvisande sätt.

Validering av det empiriska materialet kan även ske genom kritisk granskning av källorna och den information källorna har uppgivit. Ett vanligt problem vid kvalitativa studier är att forskarna inte får tag i uppgiftslämnare som har tillräcklig kunskap och erfarenhet för att kunna ge relevant information. Vidare måste källans förmåga gällande att ge korrekt information kritiskt granskas för att säkerställa validiteten i resultatet. Därför bör respondenternas närhet till undersökningsområdet bedömmas (Jacobsen, 2002). Datainsamlingen bygger på intervjuer med respondenter som direkt är i kontakt med beslutet att emittera en eller flera gröna obligationer inom respektive organisation. Således har respondenterna en närhet och gedigen kunskap gällande det undersökta området och urvalet anses därför innefatta källor som stärker uppsatsens validitet. Dock måste även respondenternas villighet att ge riktig information kritiskt granskas (Jacobsen, 2002). Då respondenterna i undersökningen företräder sin arbetsgivare finns det en risk att respondenterna justerar svaren till bolagets fördel. För att förhindra det

här har respondenterna erbjudits anonymitet vid insamlandet av det empiriska materialet.

### *2.5.2. Extern giltighet*

Extern giltighet syftar till att bedöma i vilken grad undersökningens resultat kan generaliseras (Jacobsen, 2002). Den kvalitativa studien syftar till att fördjupa förståelsen gällande fenomenet gröna obligationer och inte att generalisera resultatet till en större grupp. Studien baserades på intervjuer med respondenter som representerar de sex organisationer med de största emissionerna av gröna obligationer i Sverige. Vid tidpunkten för undersökningen motsvarar urvalet nästintill hela svenska marknaden för gröna obligationer.

Trots ovanstående är det viktigt att påpeka att studien inte kan ligga till grund för en generalisering, då gröna obligationer vid undersökningstillfället är ett nytt fenomen och marknaden kan växa och utvecklas efter undersökningens genomförande. Dessutom baseras undersökningen endast på svenska organisationer och deras förutsättningar, vilket innebär att resultatet inte kan generaliseras till andra marknader.

### *2.5.3. Undersökningens tillförlitlighet*

Vidare är det viktigt att kritiskt granska den valda metoden och dess eventuella påverkan på resultatet. Vid genomförande av kvalitativa djupintervjuer finns det en risk att den som undersöker området har en effekt på undersökningen och därigenom det redovisade resultatet (Jacobsen, 2002). För att minimera intervjuareffekten har frågorna varit öppna och neutrala utan påverkan av den teoretiska referensramen eller förutfattade meningar. Dessutom har en mättnad i svaren uppnåtts under undersökningens gång vilket förstärker reabiliteten i studien. För att ytterligare öka uppsatsens tillförlitlighet har det samlade empiriska materialet transkriberats, sammanfattats och sparats.

I uppsatsen används dessutom både primär- och sekundärkällor eftersom informationskällorna ofta kan kontrollera och komplettera varandra vilket styrker uppsatsens resultat. Uppsatsens trovärdighet ökar även om båda typer av informationskällor används.

### 3. Teoretisk referensram

*I följande avsnitt presenteras relevant tidigare forskning som berör området och faktorer som är relevanta för att förstå drivkrafterna bakom emitteringen av en grön obligation samt kopplingen mellan gröna obligationer och klimatrelaterade investeringar. Forskning inom finansiell teori och tillgång till kapital samt teori gällande organisationers interna processer och gröna profil presenteras. Valda teorier sammanfattas till ett ramverk och en konceptuell modell som beskriver den förväntade relationen mellan drivkrafterna bakom emitteringen av gröna obligationer och klimatrelaterade investeringar.*

---

#### 3.1. Kapitalkostnad

Räntan på gröna obligationer och således den utförande enhetens kapitalkostnad beror till stor del på investerarnas avkastningskrav. Investerarens avkastningskrav påverkar räntan gällande gröna obligationer och således den utförande enhetens kapitalkostnad. Klassisk finansiell teori utgår från att investerare maximerar sin nytta genom att välja en portfölj av värdepapper som ger högst förväntad avkastning vid en given risknivå. Investerarens indifferenskurva beror således på dennes preferenser gällande dessa två faktorer. En rationell investerare kommer således investera i den portfölj som har den högsta förväntade avkastningen under villkoret att det matchar dennes riskbenägenhet (Markowitz, 1952; Sharpe, 1964). I verkligheten utgår dock inte alla investerare endast från risk och förväntad avkastning vid investeringsbeslut. Investerare som anser att det finns ytterligare faktorer som påverkar deras nytto-maximering, exempelvis att värdepappret ska bidra till hållbar utveckling, får ytterligare ett eller flera kriterier utöver risk och förväntad avkastning att förhålla sig till. Det här innebär att investeraren kan vara villig att göra avkall på möjlig förväntad avkastning i förhållande till maximal förväntad avkastning för att uppnå kriteriet att värdepappret ska bidra till hållbar utveckling (Steuer, Qi & Hirschberger, 2006).

Tidigare forskning har även visat att hållbara investerare, det vill säga de som investerar i värdepapper som ska leda till hållbar utveckling, verkar acceptera skillnader i avkastning mellan konventionella och hållbara investeringar i högre utsträckning vilket indikerar att deras nyttofunktion gällande värdepappersinvesteringar består av både finansiella och icke finansiella faktorer (Lewis & Mackenzie, 2000a, b; Webley, Lewis & Mackenzie, 2001). En anledning till att vissa investerare väljer att investera i hållbara

värdepapper är att de vill framhäva sin identitet och positiva självbild genom investeringar. Därför är det troligt att dessa investerare placerar ett monetärt värde på identitetsbyggande på samma sätt som konsumenter som betalar en premie för ekologiska livsmedelsprodukter. Således kan hållbara investerare vara villiga att göra avkall på sin avkastning i utbyte mot högre hållbarhet i större utsträckning än konventionella investerare som endast ser till finansiella mål (Glac, 2009).

Dock finns det flera studier som visar på att majoriteten av hållbara investerare även i stor utsträckning intresserade av värdepapprets finansiella resultat. Det här indikerar att de flesta av dessa investerare inte investerar av välgörenhetskäl (Cullis, Lewis and Winnett, 1992; Lewis & Mackenzie, 2000a, b; Mackenzie & Lewis, 1999; Rosen, Sandler & Shani, 1991). Därför måste också hållbara investerare generera en tillfredställande avkastning i enlighet med investeringens övergripande mål. Med andra ord innebär det här att om det konventionella investeringsalternativet ger en låg avkastning minskar den hållbara investerarens möjlighet att göra avkall på avkastningen för en hållbar investering. Det konventionella investeringsalternativets avkastning begränsar således integreringen av andra mål utöver de finansiella eftersom investerare kommer vara mindre villiga att acceptera en relativt lägre avkastning från den hållbara investeringen om avkastningen på det konventionella investeringsalternativet är låg. På samma sätt är hållbara investerare mer villiga att acceptera en relativt lägre avkastning på det hållbara investeringsalternativet om avkastningen på det konventionella investeringsalternativet är hög (Glac, 2009).

Det finns också studier som visar att organisationer med ett tydligt hållbarhetsarbete kan förbättra sin kreditvärdighet och uppnå en lägre upplevd kreditrisk vid emitteringen av en obligation. Därigenom kan de attrahera billigare finansiering från räntemarknaden och således minska sin kapitalkostnad (Oikonomou, Brooks, & Pavelin, 2014).

### **3.2. Tillgång till kapital**

De senaste åren har marknadsräntan varit låg och således har tillgången till kapital varit god för organisationer som söker finansiering då investerare i större utsträckning söker sig till investeringsalternativ som kan generera en något högre avkastning (Sveriges riksbank, 2014). Dock har möjligheten för organisationer att anskaffa kapital via banker förändrats efter finanskrisen då kraven på kapitalets kvalitet hos svenska banker har



ökat. Tillgången på bankkrediter för organisationer har därför begränsats (Gunnarsdottir & Lind, 2011). Således har både efterfrågan och utbudet på den svenska obligationsmarknaden ökat successivt de senaste åren. Stora svenska bolag med hög kreditvärdighet står för huvuddelen av emissionsvolymerna på obligationsmarknaden, men även mindre företag med lägre kreditvärdighet har nu börjat söka sig till obligationsmarknaden (Sveriges Riksbank, 2014).

Tillgången till kapital kan även påverkas av investerares preferenser och organisationers förmåga att möta nya krav från investerare. Till exempel har andelen hållbara investerare, som bara investerar i värdepapper från organisationer som bedriver hållbarhetsarbete, ökat. Vissa forskare tror att hållbara investeringsstrategier, där individer väljer eller undviker att köpa organisationers värdepapper beroende på deras hållbarhetsarbete, kommer öka i popularitet och till slut bli normen för investeringar (Dunfee, 2003). Även om det ännu inte är helt normativt så har Socially Responsible Investing (SRI), eller hållbara värdepappersinvesteringar, ökat kraftigt det senaste årtiondet. Att beakta etiska-, sociala- och miljörelaterade faktorer inom finans och investering är på väg att bli allmän praxis (Scholtens & Sievänen, 2013). Om det i framtiden skulle bli ett normativt fenomen skulle en hållbar investeringsstrategi implementeras av den typiska individuella eller institutionella investeraren (Dunfee, 2003).

Eftersom det för tillfället finns en hög efterfrågan på obligationer och räntan är låg, finner organisationer det mindre problematiskt att få tillgång till kapital (Sveriges Riksbank, 2014). Däremot kan man tänka sig att det blir allt viktigare att fånga upp de hållbara investerarna då det här är en växande grupp (Dunfee, 2003). Därför kan man se den nuvarande emitteringen av gröna obligationer som en real option då den skapar en närmre kontakt med denna växande grupp av investerare som kan utnyttjas i framtiden för att få tillgång till kapital om likviditeten på obligationsmarknaden minskar eller hållbara investeringar blir norm. En real option är investeringar som ger beslutsfattaren en möjlighet att i framtiden välja ett utfall beroende på om det är fördelaktigt eller inte och ökar organisationens strategiska flexibilitet eftersom den leder till att organisationen ges företräde till vissa framtida möjligheter. Reala optioner med en CSR-profil leder ofta till strategisk flexibilitet genererat från goodwill och tillit från intressenter vilket

kan utnyttjas vid ett framtida tillfälle för att exempelvis få tillgång till finansiellt kapital. Resonemanget bakom reala optioner ligger bakom många beslutsfattares beslut, då dessa oftast inte är baserade på historisk data utan snarare baserat på deras förväntningar om framtiden (Husted, 2005).

Att tillgången på kapital ökar och nå en ny investerarbass möjliggör för organisationer att diversifiera sin upplåning i högre utsträckning vilket innebär ökad riskspridning. Om en långgivare är oförmögen att låna ut kapital riskerar den låntagande organisationen att stå utan kapital. Genom att diversifiera sin upplåning delas den här risken upp i mindre delar och om en av lånegivarna går i konkurs blir de negativa konsekvenserna för organisationen mindre om den har fler lånekällor att vända sig till. Det här ökar den riskaverta låntagarens nytta (Lahkar & Pingali, 2014).

### **3.3. Grön profil**

Att emittera en grön obligation kan vara en plattform för att kommunicera organisationernas miljöarbete och förstärka den gröna profilen (Myles et al., 2014). Att på olika sätt bidra till en hållbar utveckling behöver inte bara grunda sig i ett ideologiskt synsätt utan det kan även generera värde till verksamheten (Du, Bhattacharya & Sen, 2007; Fombrun, Gardberg & Barnett, 2000). Tidigare forskning visar att ett utvecklat hållbarhetsarbete är viktigt för organisationens relation med olika intressenter så som kunder, anställda och investerare. Dock är de fördelar som genereras av hållbarhetsarbetet beroende av att organisationens sociala och klimatrelaterade aktiviteter kommuniceras och att en medvetenhet skapas hos företagets intressenter (Du, Bhattacharya & Sen, 2007).

Förutom att skapa en medvetenhet, är ytterligare en utmaning gällande kommunikationen av organisationens hållbarhetsarbete att försöka minimera intressenternas skepsis. Forskning har visat att intressenter generellt är känsliga gällande de underliggande motiven bakom organisationers hållbarhetsarbete och det är sannolikt att intressenternas uppfattning kan skadas om de misstänker att endast egennyttiga motiv ligger bakom hållbarhetsarbetet (Forehand & Grier 2003; Yoon, Gürhan-Canli & Schwarz, 2006). Kommunikationen av organisationers miljöarbete blir således mycket känslig och en nyckel i kommunikationen bygger på att minska skepsis samt hur man förmedlar de bakomliggande motiven bakom hållbarhetsarbetet. Organisationers

hållbarhetsarbete kan kommuniceras såväl via egna kanaler såsom organisationens hemsida och årsredovisning samt från oberoende partner såsom media och oberoende institut för validering av organisationens hållbarhetsarbete. Tidigare forskning har visat på att intressenter reagerar mer positivt om informationen om företagets hållbarhetsarbete kommer från en neutral oberoende part, därför bör företag eftersträva att få deras hållbarhetsarbete kommunicerat samt validerat av oberoende parter (Du, Bhattacharya & Sen, 2010).

### **3.4. Interna processer**

Emitteringen av en grön obligation kan kräva förändring och implementering av nya processer för emittenten för att kunna följa upp och rapportera projektets utveckling till investerare. Kraven för att ett projekt skall få finansieras av en grön obligation kan därför liknas vid en certifiering. Tidigare forskning har visat att ett viktigt incitament för svenska industriföretag att skaffa sig en miljöcertifiering, är att genom det nya regelverket förbättra nuvarande tillvägagångssätt och på så sätt förbättra de interna processerna och öka effektiviteten (Carlsson & Carlsson, 1996).

Dock visar tidigare forskning även att det kan vara en mycket kostsam och tidskrävande process att implementera en certifiering och förändra de interna processer som krävs för att uppfylla kraven (Carlsson & Carlsson, 1996). För organisationer som har ett befintligt miljöarbete och redan har interna processer utformade är det relativt enkelt att flytta dessa rapporteringsmekanismer till gröna obligationer och bidrar därför inte med någon större extra kostnad för den utförande enheten. För organisationer som inte har dessa interna processer lagda kan åiterrapporteringen blir mer komplicerad och kostsam (Myles et al., 2014).

### **3.5. Investeringsbeslut**

När organisationer beslutar om huruvida en projektinvestering skall genomföras använder de sig av ett antal verktyg och metoder för att ta fram ett beslutsunderlag. Net Present Value (NPV) och Internal Rate of Return (IRR) har visat sig vara de metoderna som ges högst prioritet vid framtagandet av beslutsunderlag för avvägning mellan olika projekt (Carr, Kolehmainen & Mitchell, 2010; Kayali, 2006). Både NPV och IRR tar hänsyn till samtliga genererade kassaflöden samt kapitalkostnaden för projektet. Kapitalkostnaden är således en viktig faktor gällande val av genomförande projekt och

en lägre kapitalkostnad har en positiv inverkan på projektets värde (Carr, Kolehmainen & Mitchell, 2010; Kayali, 2006). Dock är det inte endast finansiella värderingsmetoder som används utan organisationer värderar även investeringsmöjligheternas strategiska konsekvenser. Generellt använder sig organisationer av en kombination av finansiella och strategiska värderingsmetoder där projektets kassaflöde och kapitalkostnad ligger i fokus men värdering av strategiska implikationer av projektet också tas hänsyn till (Carr, Kolehmainen & Mitchell, 2010).

### **3.6. Sammanfattning och applicering på undersökningsområdet**

Den teoretiska referensramen skapar en övergripande bild av olika faktorer som förväntas påverka gröna obligationer och emittenter av den här typen av finansieringsform. Gröna obligationer är ett nytt fenomen, inom vilket inte mycket tidigare forskning bedrivits, vilket innebär att tidigare forskning inom andra områden appliceras för att besvara forskningsfrågan. Nedan presenteras en sammanfattning av valda teorier och deras förväntade koppling till gröna obligationer.

#### *3.6.1. Kapitalkostnad*

En investerare bör vara villig att göra avkall på möjlig avkastning för att investera i en grön obligation då denne adderar ett kriterie utöver risk och förväntad avkastning i beslutsprocessen. Generellt kan ett hållbarhetsarbete dessutom innebära en bättre kreditvärdighet och att organisationen därigenom attraherar billigare finansiering. Det här innebär att en förväntad drivkraft är att organisationer, genom en grön obligation, vill uppnå en lägre kapitalkostnad för klimatrelaterade projekt. Dock förväntas möjligheten att få en lägre kapitalkostnad för klimatrelaterade projekt via en grön obligation, begränsas av storleken på den konventionella obligationens avkastning.

#### *3.6.2. Tillgång till kapital*

Eftersom marknadsräntan är låg är efterfrågan på investeringsmöjligheter, såsom obligationer, hög och organisationer förväntas anse att de inte har svårt att få finansiering till deras verksamhet. Tillgången på kapital kan dock påverkas av investerarnas preferenser och allt fler investerare förväntas övergå till att explicit använda sig av hållbara investeringsalternativ. Den här framtida förändringen förväntas tas i beaktning av emittenterna vid beslutet att emittera en grön obligation. Dessutom förväntas organisationer vilja nå den här guppen av investerare som explicit investerar

hållbart för att diversifiera sin upplåning. Att nå den här gruppen av investerare och öka tillgången till kapital förväntas, av ovanstående anledningar, således vara en drivkraft för att emittera en grön obligation.

### *3.6.3. Interna processer*

Den uppföljning och återrapportering som organisationen åtar sig vid emissionen av en grön obligation kan enligt tidigare forskning få både positiva och negativa konsekvenser. Organisationerna kan se det som ett verktyg för att förbättra de interna processerna och effektiviteten. Däremot kan uppföljningen också vara kostsam och tidskrävande. Dock är kostnaden mindre för organisationer som redan har ett befintligt miljöarbete och interna processer som stödjer den här rapporteringen. Således förväntas ett redan befintligt hållbarhetsarbete, då det här minimerar de tillkomna kostnaderna för rapporteringskravet, samt en önskan om att även förbättra de interna processerna vara drivkrafter gällande beslutet att emittera en grön obligation.

### *3.6.4. Grön profil*

Tidigare forskning visar på vikten av att kommunicera och skapa legitimitet i organisationers miljöarbete. Att emittera en grön obligation kan således vara ett verktyg för att lyfta fram en organisations miljöarbete. Den gröna obligationen bidrar till att man kan kommunicera organisationens klimatrelaterade investeringar samt öka legitimiteten genom bedömning av en oberoende part. Den här aspekten förväntas vara en drivkraft för att emittera en grön obligation.

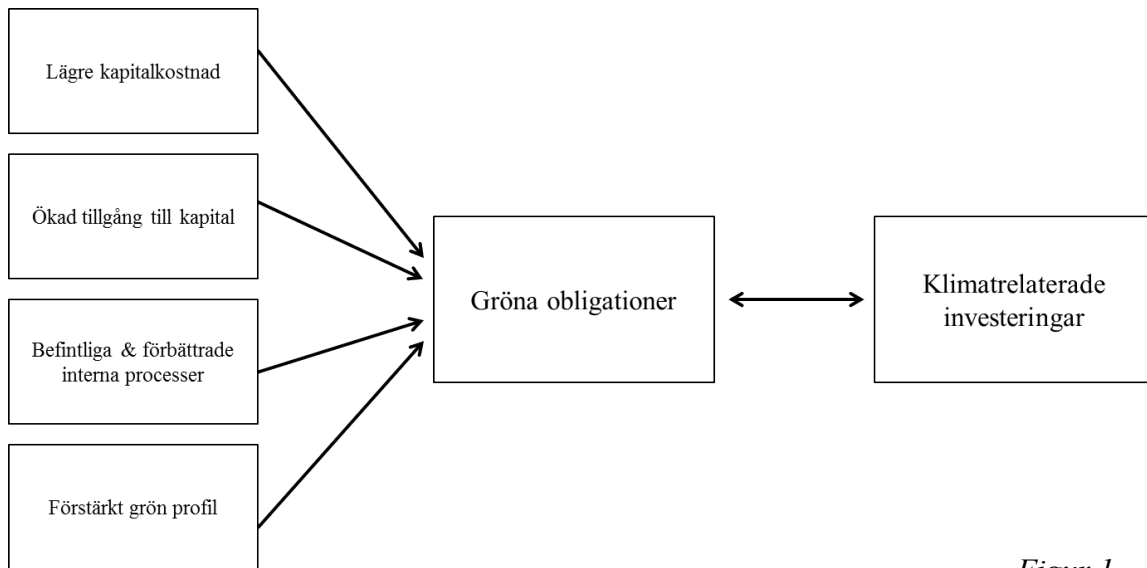
### *3.6.5. Investeringsbeslut*

Tidigare forskning har visat att kapitalkostnaden är en av de viktigaste faktorerna i de metoder som används vid värdering av projekt. Därför förväntas en lägre kapitalkostnad vara den faktor som är avgörande för om gröna obligationer bidrar till fler klimatrelaterade investeringar.

## **3.7. Analysmodell**

Nedanstående modell (se figur 1) används som utgångspunkt genom uppsatsens empiri- och analysdel. De fyra boxarna till vänster representerar de förväntade drivkrafterna bakom emitteringen av gröna obligationer. Vidare visas sambandet mellan gröna obligationer och klimatrelaterade projektinvesteringar där utgångspunkten är; för att

gröna obligationer ska driva klimatrelaterade projektinvesteringar krävs det att de drivkrafter som ligger bakom organisationers beslut att emittera en grön obligation vara tillräckligt starka för att genomföra ett grönt projekt framför ett icke grönt projekt. De förväntade drivkrafterna baserade på presenterad teori samt sambandet mellan gröna obligationer och klimatrelaterade investeringar undersöks och analyseras med utgångspunkt i nedan modell.



*Figur 1.*

## 4. Empiri

*I följande kapitel redogörs resultatet av genomförda djupintervjuer med representanter för organisationer som har emitterat en eller flera gröna obligationer. Respondenternas svar har kategoriserats i avsnitt baserat på presenterad analysmodell och redovisas genom löpande text och citat.*

---

### 4.1. Kapitalkostnad

Samtliga respondenter påpekar att villkoren för en grön och en konventionell obligation är samma vad gäller ränta. Uppfattningen hos respondenterna är att investerare generellt inte är beredda att göra avkall på avkastning för att investera i en grön obligation och att man hade förlorat för många investerare om avkastningen varit lägre.

*“Det var inga prisfördelar som gjorde att vi valde det här, vi fick uppfattningen att det var inte var möjligt jämfört med om vi hade gjort en vanlig svensk obligation.”*  
Johan Rydin, SCA

*“Om vi begär en lägre ränta tappar vi investerare. Det är inte många idag som kan acceptera en lägre avkastning för att stötta den här typen av produkten. Men vi kan tänka oss att vrida kapitalet med samma avkastning. Nästa steg kanske vi kan tänka oss ett par räntepunkter lägre för att stötta det här. Dit har vi inte kommit än.”* Magnus Borelius, Göteborgs stad

Trots att man generellt inte tror att investerare är beredda att ge upp avkastning, påpekar vissa respondenter att de vid emitteringen av en eller flera gröna obligationer har fått ett mer fördelaktigt pris än vad de hade fått vid emitteringen av en konventionell obligation. Det framkommer att de flesta emittenter har upplevt ett högt efterfrågetryck vid emitteringen av respektive gröna obligation och att det finns en hög efterfrågan på gröna investeringsalternativ på marknaden, vilket respondenterna tror bidragit till en prismässig fördel trots att det inte var det ursprungliga motivet för emitteringen av den gröna obligationen. Respondenterna påpekar dock att prisskillnaden är marginell och att det huvudsakliga målet vid emitteringen av en grön obligation inte har varit att få en lägre kapitalkostnad på kort sikt.

*“Jag tror att vi kom ut något billigare, vi fick väl en lite tightare marginal jämfört med en vanlig obligation. Men det tror jag är ett övergående fenomen. Det är viktigt att påpeka att investerare i gröna obligationer, bland annat i form av pensionspengar, inte är beredda på att ge upp avkastning. I den rådande utbuds-*

*efterfrågesituationen finns dock en prismässig fördel med att vara emittent av en grön obligation.” Pär Lageryd, Skanska*

## 4.2. Tillgång till kapital

Undersökningen har visat att gröna obligationer är en naturlig förlängning av ett redan befintligt miljöprogram och skapar möjligheter att koppla en finansiell produkt till projekt som minskar klimatpåverkan. Alla respondenter framför att det här skapar möjligheter att bredda sin investerarbas då man når investerare som explicit investerar i klimatrelaterade projekt. Då samtliga respondenter verkar i branscher med stor klimatpåverkan påpekar man att utan möjligheten att emittera en grön obligation skulle man inte nå det här investerarkollektivet. Genom den gröna obligationen kan man således diversifiera sin upplåning vilket enligt flertalet respondenter både är en riskhantering och kan leda till en bättre prisbild på organisationens totala upplåning.

*”Tack vare den gröna obligationen så får vi tillgång till ett helt nytt investerarkollektiv, vi breddar vår investerarbas och det är ju alltid positivt.” Pär Lageryd, Skanska*

*“Om vi börjar med det finansiella, så är det ju det att vi breddar vår investerarbas med hjälp av den gröna obligationen. Och det är en riskhantering. Ju fler investerare vi har tillgång till desto bättre är det ju i en risksynpunkt.” Magnus Borelius, Göteborgs Stad*

*“Och det som var drivande för finans det har ju att göra med det här att vi är ju så stora på den svenska kapitalmarknaden, att vi behöver ju hela tiden jobba med diversifiering, att hitta nya investerare, för att diversifiering kommer ju över tid leda till en lägre upplåningskostnad. Ju fler investerare vi har desto bättre prisbild får vi ju på våra obligationer.” Björn Lindström, Vasakronan*

Flera av respondenterna uppger att det vid emitteringen av en eller flera gröna obligationer har tillkommit flertalet investerare som inte tidigare har investerat i respektive organisation. Dessutom tror respondenterna att andelen investerare som explicit investerar grönt kommer att växa och att betydelsen av att använda ett finansiellt instrument som möter den här gruppens krav kommer öka. Flertalet respondenter påpekar dessutom att det kommer bli ett måste att ge investerare möjligheten att investera i miljövänliga projekt för att få tillgång till kapital, då investeringar i icke-klimatrelaterade projekt i större utsträckning kommer väljas bort.



Förutom att man når en investerarbaserad som explicit investerar hållbart, har undersökningen visat att organisationerna genom en grön obligation även kan överkomma andra krav och nå nya investerare. En respondent nämner att organisationen inte har något officiellt kreditbetyg vilket gör att de exkluderas av vissa investerarsegment som har det som krav, men den gröna obligationen har visat sig kunna gå runt det här kravet och nå den här gruppen av investerare ändå. Några av respondenterna nämner även att emitteringen av en grön obligation kan vara ett sätt att öka tillgången till kapital för hela organisationens verksamhet och efterfrågan på konventionella obligationer. Gröna obligationer bidrar till att transparensen ökar och att organisationen får en tydligare grön profil, vilket kan innebära att investerare som explicit investerar hållbart även kan tänka sig att investera i organisationernas icke-gröna obligationer.

*“Sen så har vårt korta mål inte varit att tjäna någon räntepunkt på att emittera på en lägre nivå över de gröna obligationerna utan vårt mål har varit att få nya investerare som kanske börjar med att köpa våra gröna obligationer och sedan kan de också tänka sig att köpa våra icke gröna obligationer.”* Björn Lindström, Vasakronan

Alla respondenter verkar dessutom i branscher där det, även på lång sikt, alltid kommer finnas finansieringsbehov vilket ökar betydelsen av att säkra tillgången till kapital och diversifiera upplåningen. Flertalet respondenter betonar således att förutom att de tror att gruppen som explicit investerar grönt kommer att växa, vilket förstärker betydelsen av att kunna emittera gröna obligationer, så har organisationerna även ett stort framtida upplåningsbehov.

*“Stockholms län växer kraftigt. Stockholms läns landsting gör historiskt stora satsningar inom hälso- och sjukvården med bygget av NKS samt rustar upp och bygger ut länets sjukhus. När Stockholm växer måste kollektivtrafiken hålla jämna steg för att miljövänliga, punktliga och tillgängliga resor ska kunna erbjudas även framöver. Att nå ut till fler investerare är mycket positivt då vi har ett stort långsiktigt investeringsbehov. Att nå ut till investerare som vill placera grönt känns viktigt.”* Victoria Hassel, Stockholms Läns Landsting

*“Varför vi vill bredda investerarbasen? Om vi bara avrundar siffrorna lite så är skulden i kommun Sverige ungefär fyrahundra miljarder, och om man kollar framåt så pekar prognosen på ca sjuhundra miljarder... gröna obligationer är ett steg i den här tanken. Du breddar din investerarbaserad när du erbjuder den här typen*

*av produkter, då får du bättre riskspridning och du får tillgång till kapital på ett annat sätt.” Magnus Borelius, Göteborgs Stad*

Ytterligare en effekt av emitteringen av gröna obligationer är att organisationer i större utsträckning får reda på vilka som har valt att investera i den gröna obligationen. Flertalet respondenter påpekar att det här utvecklar deras nätverk samt öppnar upp för en närmare relation och dialog mellan emitterare och investerare, vilket i längden kan påverka tillgången till kapital.

### **4.3.Grön profil**

Respondenterna uppger att emittera en grön obligation blir ett verktyg för att lyfta upp och uppmärksamma organisationernas redan befintliga klimatrelaterade investeringar och miljöarbete både intern och externt.

*“Man kan säga att syftet med att göra en grön obligation var att visa att vårt hållbarhetsarbete och vår gröna profil genomsyrar hela bolaget även på finansieringssidan.” Johan Rydin, SCA*

Samtliga respondenter nämner dessutom att emitteringen av en grön obligation sätter fokus på organisationens miljöarbete genom uppmärksamhet i media och pressreleaser, något som man påpekar skiljer sig från när man emitterar en konventionell obligation. Vissa av respondenterna uppger även att de aktivt har använt den gröna obligationen i olika marknadsföringsaktiviteter för att stärka organisationens gröna profil. Dessutom bidrar emitteringen av en grön obligation till att även investerarna lyfter fram deras delaktighet i obligationen, vilket ytterligare lyfter upp organisationens miljöprogram. Emittningen av en grön obligation blir således ett sätt att förstärka organisationens gröna profil då de klimatrelaterade projekten blir belysta i olika typer av sammanhang.

*“...Normalt blir det ju inte så mycket av det i en vanlig obligation, men här var det ett samarbete mellan olika avdelningar och vi la upp ett program kring olika marknadsföringsaktiviteter. Vi fick en väldigt bra effekt och med bra exponering i media. Vi var även med i Almedalen på en panel om hållbarhetsutveckling arrangerad av Citibank. Det var väldigt bra att vi kunde använda obligationsemissionen som en bas för att ytterligare marknadsföra företagets gröna profil.” Johan Rydin, SCA*

*“Samtidigt så blir det ju ett sätt för kommunen att profilera sig som en grön kommun i och med att det har blivit en marknad att så att säga, det skapas lite nya sätt, att vi till exempel kunde skicka ut en pressrelease så kunde vi lyfta fram de här*

*investeringarna som vi inte kanske hade kunnat göra annars men det här blir liksom ett naturligt sätt att lyfta fram det.” Mats Rodenfelt, Örebro Kommun*

*“Intresset var såpass stort för vår första gröna obligation att för första gången så valde många aktörer att gå ut med att man hade investerat. Det är också en annan effekt; att man ville tala om att man var med. Det sätter ju fokus på de här frågorna som man aldrig har gjort förut.” Magnus Borelius, Göteborgs Stad*

Dessutom har undersökningen visat att en förhoppning hos respondenterna är att emitteringen av en grön obligation och uppföljningen av de projekt som finanseras av den ska skapa legitimitet och transparens i organisationens miljöarbete. Samtliga respondenter använder sig dessutom av det oberoende forskningsinstitutet CICERO som granskar respektive organisations ramverk och projektplaner gällande de gröna obligationerna som emitteras.

*“Ja, och där fick vi ju väldigt bra bekräftelse av dem som varit och granskat att vi hade ett väldigt välutvecklat miljöarbete i kommunen med tydliga policys och framförallt tydliga mål. Så därför får vi ju en bekräftelse på att vårt miljöarbete är väldigt bra.” Mats Rodenfelt, Örebro Kommun*

*“Men för oss har gröna obligationer också varit en del i vårt transparensarbete. Vi har sagt att vi ska bli bäst på transparens och kommunikation mot marknaden och investerarna och då är gröna obligationer som en del i det hela. För man vet verkligen vad pengarna används till.” Danijel Afolter, Göteborgs Stad*

Respondenterna lyfter dock upp att legitimiteten i de egna klimatrelaterade investeringarna även är beroende av övriga aktörer på marknaden. Att emittera en grön obligation innebär således en så kallad “reputational risk”, det vill säga en risk för organisationens rykte, som inte bara är beroende av organisationens egna verksamhet. Trots att samtliga använder sig av en fristående aktör som validerar organisationens ramverk gällande de gröna obligationerna som emitteras, lyfter flertalet respondenter upp svårigheten i att bestämma vad som anses vara “grönt”. De positiva effekterna på organisationernas gröna profil som kan genereras av en grön obligation är således beroende av andra aktörer på marknaden samt uppfattningen och utvecklingen av begreppet “grönt”.

*“När man slår sig för bröstet och är duktig och miljövänlig, vilket gäller både oss som företag och företeelsen gröna obligationer så tar man samtidigt en risk. Den uppmärksamhet som produkten för med sig kommer och bör leda till att konceptet och aktörerna granskas. Skulle det visa sig att någon aktör ägnat sig åt såkallad*

*green washing, det vill säga att man ej lever upp till sina åtaganden och endast haft en grön "fasad" finns en betydande reputational risk för både emittenten och konceptet." Pär Lageryd, Skanska*

#### **4.4. Interna processer**

En tydlig gemensam faktor för respektive organisation är ett redan befintligt väletablerat miljöarbete. Alla respondenter framför organisationens miljöprogram och miljömål och påpekar att gröna obligationer är en naturlig förlängning av en befintlig intern process och där man ges möjlighet att koppla samman hållbarhet och de finansiella frågorna.

*"Vi har så att säga en infrastruktur och ett förhållningssätt som genomsyrar koncernens arbete. När konceptet med gröna obligationer dyker upp så är ju väldigt mycket av arbetet redan gjort. Då känns det naturligt att vi även på finanssidan kan vara med att bidra till vår gröna agenda genom att ge ut obligationer till investerare och fonder som explicit investerar i grönt." Pär Lageryd, Skanska*

Alla respondenter påpekar att det tillkommer ett rapporterings- och uppföljningskrav för det projekt som finansieras via grön obligation. Den tillkomna rapporteringen påverkar således interna processer och informationsutbytet mellan olika divisioner inom respektive organisation. Samtliga respondenter betonar att det kräver ett visst extraarbete för att skapa rapporteringsunderlaget. Vissa påpekar att den här återrapporeringen tar en del tid samtidigt som andra framför att de inte anser att det är särskilt betungande. Generellt så handlar det om att bearbeta och presentera redan befintlig information från organisationernas redan existerande miljöarbete samt att koppla samman olika delar av verksamheten.

*"Det är inget nytt som ska skrivas, det ska vi redan ha egentligen. Den stora frågan är egentligen själva arbetsordningen, vem är det som ska göra vad." Magnus Borelius, Göteborgs Stad*

*"Återrapporeringen har medfört en del medarbete för involverade personer och eftersom det inte finns några utarbetade riktlinjer kring hur återrapporeringen ska vara utformad har vi satt ihop det själv. Detta merarbete är samtidigt positivt ur den synvinkeln att vi får ökad kunskap om projekten och nya kontakter och samarbetspartners internt." Victoria Hassel, Stockholms Läns Landsting*

*"Vi upplever det som ett begränsat merarbete. Tack vare att vi har en väldigt detaljerad hållbarhetsredovisning så tar vi in den här informationen i stort sett ändå. Vi har dock formaliserat arbetet i en kommitté kring de här frågorna där vi har den som är miljöchef, energichef, jag själv och en sekreterare som ses fyra*

*gångar per år och går igenom vilka projekt som skall officiellt finansieras av de här medlen som står på ett speciellt "grönt konto" på banken." Johan Rydin, SCA*

Som tidigare nämnt påpekar vissa respondenter att den gröna obligationen inte har så stor påverkan på de interna processerna. Ett antal respondenter ser dock den gröna obligationen som ett medel för att koppla samman olika delar av organisationen och skapa förståelse mellan finans- och miljösidan, vilket i vissa fall har varit en av anledningarna att man valt att emittera en grön obligation. Några av respondenterna nämner att genom uppföljningen och rapporteringen av de projekt som finansieras av en grön obligation ökar man kunskapen inom organisationen då ett informationsutbyte mellan olika avdelningar sker. Miljösidan får en bättre förståelse för finansieringen av projekten samtidigt som finanssidan får en ökad kunskap gällande de projekt som genomförs. Uppfattningen är således att den gröna obligationen kan ha en positiv inverkan på de interna processerna och öka kunskapen om både finans och hållbarhetsfrågor inom organisationen.

*"Syftet är egentligen att koppla in hållbarhet och miljötänket inom finans och treasury funktionen. Miljöprojekten känner ett större stöd och får ett helt annat kontaktnät. Hur tar vi hänsyn till de finansiella aspekterna. Man lyfter in kunskap i organisationen på ett helt annat sätt." Magnus Borelius, Göteborgs Stad*

*"Den interna biten har varit och är en lärorik resa. Miljöfrågor ska genomsyra hela landstinget och det är inspirerande och lärorikt att koppla ihop finansavdelningen, miljöavdelningen samt verksamheterna och deras gröna investeringsprojekt" Victoria Hassel, Stockolms Läns Landsting*

#### **4.5.Gröna obligationer och investeringsbeslut**

I undersökningen framgår det tydligt att möjligheten att emittera gröna obligationer inte har någon effekt på huruvida organisationerna väljer att genomföra ett klimatrelaterat projekt eller inte. Respondenterna uppger att de klimatrelaterade projekten som idag finansieras via en grön obligation hade fått finansiering även utan möjligheten att emittera en grön obligation. Valet att genomföra ett klimatrelaterat projekt beror mer på krav från intressenter på organisationens produkter och verksamhet. Samtliga respondenter framför att de hade genomfört projekten som nu finansieras av en eller flera gröna obligationer även utan möjligheten till den nya finansieringsformen.

*“Ja, vi hade genomfört investeringarna på samma sätt och vi hade också gjort de här miljöcertifieringarna på samma sätt. Så att det är mer att finans kunde dra nytta av att vi hade den här stora projektportföljen och att vi har valt att miljöcertifiera projekt.”* Björn Lindström, Vasakronan

*“Ja, nu är det ju så att till en början är det här befintliga projekt. De här gör inte staden för att öka sin skuld eller för att möjliggöra utan det här är för befintliga projekt.”* Magnus Borelius, Göteborgs Stad

*“Ja absolut, vi har redan en befintlig obligationsutgivning som finansierar en del av projekten, en del av våra projekt finansieras dessutom genom förskottsbetalningar. De här projekten hade blivit genomförda ändå”* Pär Lageryd, Skanska

*“Ja, Vi utgick ifrån vårt befintliga, kommunens investeringsbeslut. Så att, de investeringarna hade vi beslutat om än då.”* Mats Rodenfelt, Örebro Kommun

Gällande framtiden uppger samtliga respondenter att man har som ambition att fortsätta använda gröna obligationer för att finansiera delar av deras verksamhet. Dock är det beroende av organisationernas förfallostruktur samt tillgången till klimatrelaterade projekt som man kan koppla den gröna obligationen till. Respondenterna framför att det är klimatrelaterade investeringar som ligger till grund för emitteringen av gröna obligationer och inte gröna obligationer som driver fler klimatrelaterade investeringar.

*“Ja tanken är väl det, saken är den att vi måste ha tillräckligt med projekt som har kvalifikationerna för att fungera som bas för denna typ av upplåning”* Pär Lageryd, Skanska

Det är endast om en grön obligation skulle bidra med en lägre kapitalkostnad som investeringarna i klimatrelaterade projekt skulle öka då kapitalkostnaden används vid beräkning av ett projekts lönsamhet. En lägre kapitalkostnad skulle innebära en fördel för klimatrelaterade projekt jämfört med ett icke klimatrelaterat projekt.

*“Det bästa vore ju egentligen om det här blev en så stor efterfrågan på den här typen av obligationer så att prisskillnaden mellan en grön obligation och en vanlig obligation skulle göra att man lättare skulle kunna räkna hem en grön investering.”* Johan Rydin, SCA

*“Ja det är mycket möjligt då vi får en lägre kapitalkostnad. Då får man fördelar med att göra miljöprojekt jämfört med att inte göra ett miljöprojekt. Då hade man även kunnat finansiera projekt som i dagens läge inte får finansiering.”* Magnus Borelius, Göteborgs Stad

Dock, under rådande marknad, tror flertalet respondenter att det är svårt att få en såpass betydande skillnad i kapitalkostnad att man hade genomfört fler klimatrelaterade projekt på grund av att man har möjlighet att emittera en grön obligation.

*“Jag tror nog att det är en marknad idag där det finns ganska gott om finansiering så tror jag så jag tror inte att finansieringsformen kommer vara avgörande för om man driver projekt eller inte utan de kommer man att driva ändå.”* Björn Lindström, Vasakronan

## 5. Analys

*I följande kapitel diskuteras och jämförs den redovisade teoretiska referensramen med de empiriska resultaten. Analysen utgår ifrån den analysmodell som är presenterad i uppsatsens teoretiska referensram (figur 1). De förväntade drivkrafterna bakom emitteringen av gröna obligationer analyseras. Vidare diskuteras sambandet mellan gröna obligationer och investeringsbeslut gällande klimatrelaterade investeringar.*

---

### 5.1. Kapitalkostnad

Den empiriska datainsamlingen har visat att beslutet att emittera en grön obligation inte grundar sig i en önskan om en lägre kapitalkostnad. Det här motsäger således det förväntade sambandet, baserat på tidigare forskning, mellan gröna obligationer och kapitalkostnad som presenteras i analysmodellen (se figur 1).

Tidigare forskning har visat på att det är ett rimligt antagande att hållbara investerare i gröna obligationer borde vara villiga att göra avkall på avkastningen i utbyte mot en hållbar utveckling. Det här eftersom den hållbara investeraren adderar en faktor utöver risk och förväntad avkastning för sin nyttomaximering (Steuer, Qi & Hirschberger, 2006). Vidare finns det studier som visar att organisationer med ett tydligt hållbarhetsarbete kan förbättra sin kreditvärdighet och därigenom attrahera billigare finansiering från räntemarknaden och således minska sin kapitalkostnad (Oikonomou, Brooks & Pavelin, 2014). Att nå den här investerargruppen och därigenom möjligen få mer fördelaktiga lånevillkor med lägre ränta var således en förväntad drivkraft bakom emitteringen av gröna obligationer innan den empiriska datainsamlingen. Den empiriska datainsamlingen har dock visat att organisationerna inte förväntar sig att investerarna ska vara villiga att göra avkall på sin avkastning för en grön obligation och att uppnå en lägre kapitalkostnad på kort sikt har således inte varit ett motiv vid beslutet att emittera en grön obligation. Andelen hållbara investerare som kan vara beredda att göra avkall på sin avkastning upplevs av organisationerna i undersökningen vara för låg vilket innebär att man tror att man skulle riskera att inte uppnå en tillräckligt stor likvid om man skulle kräva en lägre ränta. Det här resonemanget styrks av traditionell finansiell teori som förklarar att investerare oftast endast ser till finansiella faktorer, det vill säga förväntad avkastning i förhållande till risk, när de värderar olika investeringsalternativ (Markowitz, 1952; Sharpe, 1964). Den stora massan av investerare, som inte explicit



investerar hållbart, skulle således kunna gå förlorade om de skulle tvingas göra avkall på sin avkastning vilket organisationerna inte vill riskera.

Den empiriska datainsamlingens resultat att organisationerna inte har en önskan att uppnå en lägre kapitalkostnad via en grön obligation, kan förklaras av det rådande ränteläget på konventionella obligationer. Tidigare forskning indikerar att avkastning är viktigt såväl för konventionella investerare som för hållbara investerare (McLachlan & Gardner, 2004). Det konventionella investeringsalternativets avkastning begränsar således integreringen av andra mål utöver de finansiella, eftersom investerare kommer vara mindre villiga att acceptera en relativt lägre avkastning från den hållbara investeringen om avkastningen på det konventionella investeringsalternativet är låg (Glac, 2009). Det här är även ett resonemang som respondenterna i undersökningen framför; det uppfattas att det, under rådande låga ränteläge på kapitalmarknaden, är svårt att få en lägre kapitalkostnad via en grön obligation. Möjligen kan man tänka sig att organisationers förväntningar gällande kapitalkostnaden vid emitteringen av gröna obligationer kommer förändras om marknadsräntan skulle stiga. Dock är det här inget som driver emitteringen av gröna obligationer i dagsläget.

## **5.2. Tillgång till kapital**

Att öka tillgången på kapital har visat sig, i den empiriska datainsamlingen, vara en av de starkaste drivkrafterna bakom emitteringen av gröna obligationer. Det här bekräftar således det förväntade sambandet, baserat på tidigare forskning, mellan gröna obligationer och tillgång till kapital som presenteras i analysmodellen (se figur 1).

Genom att emittera en grön obligation får man tillgång till en investerargrupp som explicit investerar hållbart, vilken enligt respondenterna inte hade investerat i organisationen genom en konventionell obligation. Det här innebär att man diversifierar sin investerarbas. Tidigare forskning visar att en diversifiering av upplåningskällor leder till riskspridning vilket ökar den riskaverta organisationens nytta (Lahkar & Pingali, 2014). Det här är något den empiriska datainsamlingen även har visat, då respondenterna har uppgivit att en av drivkrafterna bakom valet att emittera en grön obligation är att diversifiera sin investerarbas och öka sin riskspridning.

Undersökningen har även visat att förutom att organisationerna vill få tillgång till det här investerarsegmentet för att diversifiera investerarbasen så tror de dessutom att det blir allt viktigare att kunna erbjuda hållbara investeringsalternativ för att få tillgång till kapital. Tidigare forskning har visat att Socially Responsible Investing (SRI), eller hållbara värdepappersinvesteringar, ökat kraftigt det senaste årtiondet. Att beakta etiska, sociala och miljörelaterade faktorer inom finans och investering är på väg att bli allmän praxis (Scholtens & Sievänen, 2013). Om det i framtiden skulle bli ett normativt fenomen skulle en hållbar investeringsstrategi implementeras av den typiska individuella eller institutionella investeraren (Dunfee, 2003). Undersökningen har således visat att gröna obligationer används på ett medvetet sätt av organisationer för att möta den här växande gruppens krav.

Att respondenterna lyfter fram en diversifierad investerarbas och att de vill nå den växande investerargruppen som explicit investerar hållbart som två av de starkaste drivkrafterna bakom emitteringen av gröna obligationer tyder på ett framtidstänk. Det här eftersom respondenterna upplever att organisationerna i dagsläget inte har svårigheter att anskaffa kapital till klimatrelaterade projektinvesteringar och en hållbar investeringsstrategi ännu inte har implementerats av den typiska investeraren. Därför kan emitteringen av gröna obligationer liknas vid resonemanget gällande reala optioner. En real option är investeringar som ger beslutsfattaren en möjlighet att i framtiden välja ett utfall beroende på om det är fördelaktigt eller inte och ökar organisationens strategiska flexibilitet eftersom den leder till att organisationen ges företräde till vissa framtida möjligheter. Tidigare forskning har visat att reala optioner med en CSR-profil ofta leder till strategisk flexibilitet genererat från goodwill och tillit från intressenter vilket kan utnyttjas vid ett framtida tillfälle för att exempelvis få tillgång till finansiellt kapital (Husted, 2005). Många av respondenterna förväntar sig att intresset för hållbarhet kommer öka och att det här i framtiden kommer vara en viktig faktor som påverkar värdepappersinvesternas val av investeringsalternativ. Vissa tror till och med att man i framtiden kan få svårt att få tillgång till kapital om man inte kan erbjuda hållbara investeringsalternativ som gröna obligationer är ett exempel på. Beslutet att emittera en grön obligation fungerar således som en real option och säkerhetsåtgärd för att förbereda organisationen för förväntade framtida förändringar. Vidare visar undersökningen att det finns vissa förhoppningar om att emitteringen av en eller flera

gröna obligationer ska leda till att hållbara investerare i framtiden dessutom kommer investera organisationernas konventionella investeringsalternativ, då emitteringen av gröna obligationer har förtydligat hela organisationens hållbarhetsarbete. Det här betonar ytterligare framtidistänket gällande beslutet att emittera en grön obligation.

### **5.3. Interna processer**

Den empiriska datainsamlingen har visat att det framförallt är ett redan befintligt miljörapporteringsystem som är en av drivkrafterna bakom beslutet att emittera en grön obligation. Det här bekräftar till viss del det förväntade sambandet, baserat på tidigare forskning, mellan gröna obligationer och interna processer som presenteras i analysmodellen (se figur 1).

Alla respondenterna i undersökningen representerar stora organisationer med ett redan uttalat och implementerat miljöarbete. Urvalet representerar dessutom nästan hela svenska marknaden gällande utgivna gröna obligationer. Det här indikerar att det är organisationer med redan implementerade interna processer som stödjer rapporteringen som krävs efter emitteringen av en grön obligation som väljer att emittera just gröna obligationer, då det här begränsar det extra arbetet och kostnaderna för rapporteringen samtidigt som organisationerna kan nyttja de andra positiva fördelarna som en grön obligation bidrar med. Tidigare forskning har även visat att för organisationer som har ett befintligt miljöarbete och redan har interna processer utformade är det relativt enkelt att flytta dessa rapporteringsmekanismer till gröna obligationer. För organisationer som inte har dessa interna processer lagda kan återrapporteringen blir mer komplicerad och kostsam (Myles et al., 2014).

En förväntad drivkraft bakom beslutet att emittera en grön obligation var att förbättra de interna processerna, då rapporteringsansvaret som tillkommer kan liknas vid en certifiering och tidigare forskning har visat på att en av de stora drivkrafterna vid en certifiering är att förbättra de interna processerna inom organisationen (Carlsson & Carlsson, 1996). Den empiriska undersökningen har visat att ett motiv för emitteringen av en grön obligation kan vara att öka kunskapen inom organisationen och förbättra de interna processerna, men att den här drivkraften inte är särskilt stark. Respondenterna har framfört att emitteringen av en grön obligation har bidragit till att finans- och miljöavdelningen inom organisationerna har kopplats samman för att skapa den nya

finansieringsmöjligheten. Det här leder till att kunskapen inom organisationen ökar och att en förståelse mellan olika enheter av organisationen som tidigare inte haft en naturlig koppling till varandra har skapats.

#### **5.4.Grön profil**

Att stärka organisationens gröna profil har påvisats i den empiriska datainsamlingen vara en av de starkare drivkrafterna bakom beslutet att emittera en grön obligation. Det här bekräftar således det förväntade sambandet, baserat på tidigare forskning, mellan gröna obligationer och grön profil som presenteras i analysmodellen (se figur 1).

Gröna obligationer lyfter upp organisationens klimatrelaterade investeringar och dessutom nämner samtliga respondenter att den gröna obligationen har bidragit till publicitet från oberoende parter samt att de själva kan använda den gröna obligationen för att på ett naturligt sätt betona och marknadsföra de klimatrelaterade investeringarna som utförs. Till exempel får organisationernas miljöarbete publicitet genom att investerare väljer att annonsera att de valt att investera i organisationens gröna obligation. Förutom publicitet i media har de klimatrelaterade investeringarna och organisationernas ramverk för gröna obligationer kontrollerats av en oberoende part vilket ökar legitimiteten i kommunikationen av hållbarhetsarbetet. Tidigare forskning har visat på vikten av kommunikation och legitimitet i organisationers miljöarbete för att kunna utnyttja de positiva aspekter som ett utvecklat miljöarbete har på en organisations verksamhet. Dessutom visar tidigare forskning att kommunikation eller publicitet från oberoende parter är ett extra effektivt medel för att förstärka gröna profilen, då det bidrar till en ökad trovärdighet (Du, Bhattacharya & Sen, 2010). Gröna obligationer möter således viktiga aspekter gällande kommunikationen av organisationernas miljöarbete då det både lyfter fram de klimatrelaterade projekt som organisationen genomför men även att projekten får publicitet samt kontrolleras av oberoende parter. På det här sättet bidrar gröna obligationer till en ökad legitimitet samt publicitet för organisationernas hållbarhetsarbete. Då gröna obligationer är ett konkret sätt att möta de svårigheter som organisationer möter gällande kommunikation av deras miljöarbete, blir en förstärkning av den gröna profilen en stark drivkraft vid emitteringen av en grön obligation.

## **5.5. Investeringsbeslut**

Den empiriska datainsamlingen har visat att gröna obligationer inte har någon påverkan på beslutet att investera i klimatrelaterade projekt. Tidigare forskning har visat att kapitalkostnaden är en viktig faktor vid värdering av projekt då en lägre kapitalkostnad innebär att värdet på projektet ökar (Carr, Kolehmainen & Mitchell, 2010; Kayali, 2006). Således förväntades det att den gröna obligationen framförallt skulle bidra till att fler klimatrelaterade projekt genomförs om kapitalkostnaden hade varit lägre jämfört med en konventionell obligation. Den empiriska undersökningen har dock visat att en lägre kapitalkostnad för klimatrelaterade projekt inte varit en drivkraft för användandet av gröna obligationer som finansieringsform och en betydande skillnad i kapitalkostnad har inte heller erhållits. Därför har inte gröna obligationer bidragit till att fler klimatrelaterade projekt genomförs, då det enligt respondenterna i den empiriska undersökningen endast är just en lägre kapitalkostnad som skulle leda till att fler klimatrelaterade investeringar genomförs. Ett tydligt resultat av den empiriska undersökningen är även att de klimatrelaterade projekt som i dagläget finansieras av en eller flera gröna obligationer, hade genomförts oavsett möjligheten att emittera en grön obligation. Således är inte heller den gröna obligationens strategiska faktorer tillräckligt starka för att driva organisationernas beslut att investera i klimatrelaterade projekt. Resultatet i studien bekräftar att gröna obligationer inte leder till att fler klimatrelaterade projekt genomförs.

## 6. Slutsats

*I följande avsnitt redovisas uppsatsens resultat baserat på tidigare presenterad analys. Vidare redovisas svaren på de forskningsfrågorna som presenteras i kapitel 1. Slutligen ges förslag på fortsatt forskning inom området baserat på undersökningens resultat.*

---

### 6.1. Studiens resultat och bidrag

Studien bidrar till förståelse gällande det nya finansiella instrumentet gröna obligationers bidrag till en hållbar utveckling och om gröna obligationer ökar klimatrelaterade investeringar. Vidare identifierar undersökningen de drivkrafter som ligger bakom emitteringen av gröna obligationer och ifall dessa är tillräckligt starka för att öka investeringarna i klimatrelaterade projekt. Studien har visat att även om en grön obligations likvid är öronmärkt till klimatrelaterade projekt så bidrar finansieringsformen inte direkt till en hållbar utveckling då de projekt som finansieras av gröna obligationer hade genomförts oavsett möjligheten att emittera en grön obligation. Således har undersökningen visat att under nuvarande förhållanden på den svenska kapitalmarknaden är en ökning i emitteringen av gröna obligationer inte likställt med en ökning i klimatrelaterade projektinvesteringar. Undersökningen har istället visat att det är redan befintliga klimatrelaterade projektplaner och ett redan befintligt miljöarbete som kan nyttjas för att emittera en grön obligation i syfte att stärka organisationens gröna profil samt öka tillgången på kapital genom att nå en ny investerargrupp som annars inte hade investerat i företagets verksamhet.

Undersökningen har identifierat ett antal drivkrafter bakom emitteringen av gröna obligationer. Det har påvisats att det är ett redan befintligt välutvecklat miljöarbete som ligger till grund för emitteringen av en grön obligation. Vidare är det en ökad tillgång till kapital samt en förstärkning av organisationernas gröna profil som har varit de starkaste drivkrafterna. Dessutom har ett betydande framtidsänk urskilts gällande tillgången till kapital då man vill diversifiera sina upplåningskällor samt nå en ny investerargrupp för att förbereda organisationen för förväntade framtida förändringar. Studien har även visat att erhålla en lägre kapitalkostnad via en grön obligation inte har varit ett bakomliggande motiv för emitteringen. Undersökningen har dessutom visat att då gröna obligationer inte innebär att emittenten får en lägre kapitalkostnad, genomförs

inte fler klimatrelaterade investeringar än vad som hade gjorts om möjligheten att emittera en grön obligation inte fanns. Således är de identifierade drivkrafterna bakom beslutet att emittera en grön obligation inte tillräckligt starka för att driva investeringar i klimatrelaterade projekt. Det här indikerar att gröna obligationer som finansieringsform i dagsläget inte bidrar till att fler klimatrelaterade genomförs och bidrar således inte direkt till en hållbar utveckling. Det är dock viktigt att ta hänsyn till att resultatet gällande gröna obligationer och kostnaden för kapital förmodligen är starkt påverkat av den nuvarande kapitalmarknaden och marknadsräntan, då investerares vilja att ge upp avkastning för att investera i en grön obligation kan vara påverkat av det rådande ränteläget.

Även om studien har visat att gröna obligationer inte bidrar till att fler klimatrelaterade projekt genomförs, har ett antal andra faktorer identifierats som indirekt kan bidra till en hållbar utveckling. Undersökningen har visat att gröna obligationer är ett finansiellt instrument som kopplar samman den finansiella- och miljörelaterade sidan av en organisations verksamhet, vilket kan bidra till en hållbar utveckling då det sätter fokus på hållbarhetsfrågorna och ökar kunskapen inom organisationen. Dessutom bidrar gröna obligationer till ett ökat fokus på organisationers klimatrelaterade investeringar vilket kan vara agendasättande och på så sätt även påverka övriga aktörer på marknaden. Vidare säkerställs de klimatrelaterade investeringarnas faktiska inverkan genom de rapporterings- och uppföljningskrav som följer av emitteringen av en grön obligation.

Sammanfattningsvis leder studien till slutsatsen att även om likviden från en grön obligation är öronmärkt till klimatrelaterade projekt driver gröna obligationer, på nuvarande kapitalmarknad, inte investeringar i klimatrelaterade projekt och bidrar således inte direkt till att fylla det kapitalbehov som krävs för att mildra de globala klimatförändringarna. De identifierade drivkrafterna bakom beslutet att emittera en grön obligation; ökad tillgång till kapital, förstärkt grön profil och förbättrade interna processer, har visat sig inte vara tillräckligt starka för att organisationer skall välja att genomföra ett klimatrelaterat projekt framför ett icke-klimatrelaterat projekt.

## **6.2.Förslag till fortsatt forskning**

Aktuell undersökning är fokuserad på det nya finansiella instrumentet, gröna obligationer, utifrån den utförande enhetens perspektiv. Att vidare även undersöka

investerarernas perspektiv på gröna obligationer som investeringsalternativ skulle öka förståelsen för området och om gröna obligationer kan användas för att driva klimatrelaterade projektinvesteringar. Då gröna obligationer är ett nytt fenomen betonas vikten av att undersöka fler aktörer på marknaden perspektiv. Mer specifikt skulle det vara intressant att undersöka hur stor den investerarbas är som kan tänka sig att göra avkall på avkastningen för ett hållbart investeringsalternativ och generellt undersöka vad som krävs för att organisationen skall kunna få en lägre kapitalkostnad via en grön obligation. Vidare skulle det vara intressant att mer specifikt undersöka de faktiska kostnaderna för rapporteringskravet då de eventuellt borde inkluderas i kapitalkostnaden för emittenten. Undersökningen har även visat att en förstärkning av organisationernas gröna profil har varit en stark drivkraft gällande emitteringen av en grön obligation. Därför skulle det vara intressant att undersöka vilken effekt emitteringen av en grön obligation har haft på organisationens gröna profil samt legitimitet.



## 7. Referenslista

- Alvesson, M. och Sköldberg, K. (1994). *Tolkning och reflektion*. Lund: Studentlitteratur.
- Bauer, R. och Hann, D. (u.å.). Corporate Environmental Management and Credit Risk. *SSRN Journal*.
- Bhattacharya, C., Korschun, D. och Sen, S. (2008). The role of corporate social responsibility in strengthening multiple stakeholder relationships: a field experiment. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34, ss.158–166.
- Bloomberg, (2015) a. *Green Bonds Market Outlook*. [online] Tillgänglig: <http://about.bnef.com/white-papers/green-bonds-market-outlook-2014/content/uploads/sites/4/2014/06/2014-06-02-Green-bonds-market-outlook-2014.pdf> [Hämtad 11 Nov. 2014].
- Bloomberg, (2014) b. *Green Bonds Show Path to \$1 Trillion Market for Climate*. [online] Tillgänglig: <http://www.bloomberg.com/news/2014-06-26/green-bonds-show-path-to-1-trillion-market-for-climate.html> [Hämtad 4 Jan. 2015].
- Bryman, A., Bell, E. och Nilsson, B. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber ekonomi.
- Carlsson, M. och Carlsson, D. (1996). Experiences of implementing ISO 9000 in Swedish industry. *Int J Qual & Reliability Mgmt*, 13(7), ss.36-47.
- Carr, C., Kolehmainen, K. och Mitchell, F. (2010). Strategic investment decision making practices: A contextual approach. *Management Accounting Research*, 21(3), ss.167-184.
- Cullis, J., Lewis, A. och Winnett, A. (1992). Paying To Be Good? U.K. Ethical Investments. *Kyklos*, 45(1), ss.3-23.
- Du, S., Bhattacharya, C. och Sen, S. (2007). Reaping relational rewards from corporate social responsibility: The role of competitive positioning. *International Journal of Research in Marketing*, 24(3), ss.224-241.
- Du, S., Bhattacharya, C. och Sen, S. (2010). Maximizing Business Returns to Corporate Social Responsibility (CSR): The Role of CSR Communication. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), ss.8-19.
- Dunfee, T. (2003). Social Investing: Mainstream or Backwater?. *Journal of Business Ethics*, 43(3), ss.247-252.
- Fombrun, C., Gardberg, N. och Barnett, M. (2000). Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk. *Business & Society Review*, 105(1), ss.85-106.
- Foreh, M. och Grier, S. (2003). When Is Honesty the Best Policy? The Effect of Stated Company Intent on Consumer Skepticism. *Journal of Consumer Psychology*, 13(3), ss.349-356.
- Glac, K. (2008). Understanding Socially Responsible Investing: The Effect of Decision Frames and Trade-off Options. *Journal of Business Ethics*, 87(S1), ss.41-55.
- Gunnarsdottir, G. och Lindh, S. (2011). Markets for swedish non-financial corporations' loan-based financing. *Sveriges Riksbank Economic Review*.

- Hofmann, E., Meier-Pesti, K. och Kirchler, E. (2007). The decision process for ethical investment. *J Financ Serv Mark*, 12(1), ss.4-16.
- Holme, I. och Solvang, B. (1991). *Forskningsmetodik - Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur.
- Husted, B. (2005). Risk Management, Real Options, Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 60(2), ss.175-183.
- Jacobsen, D. och Sandin, G. (2002). *Vad, hur och varför*. Lund: Studentlitteratur.
- Kayali, M. (2006). Real Options as a Tool for Making Strategic Investment Decisions. *Journal of American Academy Of Business, Cambridge*, 8(1), ss. 282-286.
- Lahkar, R. och Pingali, V. (2014). Risk diversification through multiple group membership in microfinance. *Applied Economics Letters*, 21(9), ss.622-625.
- Lewis, A. och Mackenzie, C. (2000). Morals, Money, Ethical Investing and Economic Psychology. *Human Relations*, 53(2), ss.179-191.
- Lewis, A. och Mackenzie, C. (2000). Support for Investor Activism Among U.K Ethical Investors. *Journal of Business Ethics*, 24(3), ss.215-222.
- MacKenzie, C. och Lewis, A. (1999). Morals and Markets: The Case of Ethical Investing. *Business Ethics Quarterly*, 9(3), s.439.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7(1), ss.77-91.
- Mathews, J. och Kidney, S. (2012). Financing climate-friendly energy development through bonds. *Development Southern Africa*, 29(2), ss.337-349.
- McLachlan, J. och Gardner, J. (2004). A Comparison of Socially Responsible and Conventional Investors. *Journal of Business Ethics*, 52(1), ss.11-25.
- Myles, D., Varriale, G., Lee, A., Thomas, Z. och Young, T. (2014). Green bonds' growing pains. *International Financial Law Review*, 33(9), s.4.
- Oikonomou, I., Brooks, C. och Pavelin, S. (2014). The Effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Ratings. *Financial Review*, 49(1), ss.49-75.
- Peylo, B. (2012). A Synthesis of Modern Portfolio Theory and Sustainable Investment. *The journal of investing*, 21(4), ss.33-46.
- Reichelt, H. (2010). Green bonds: a model to mobilise private capital to fund climate change mitigation and adaption projects. *The Euromoney Environmental finance handbook*.
- Rosen, B., Sandler, D. och Shani, D. (1991). Social Issues and Socially Responsible Investment Behavior: A Preliminary Empirical Investigation. *Journal of Consumer Affairs*, 25(2), ss.221-234.
- Saunders, M., Lewis, P. och Thornhill, A. (2003). *Research methods for business students*. Harlow, England: Prentice Hall.
- Scholtens, B. och Sievänen, R. (2012). Drivers of Socially Responsible Investing: A Case Study of Four Nordic Countries. *Journal of Business Ethics*, 115(3), ss.605-616.

- SEB Group, (2013). *Göteborg först i Norden med gröna obligationer*. [online] Tillgänglig: <http://sebgroup.com/sv/press/pressmeddelanden/2013/seb-goteborg-forst-i-norden-med-grona-obligationer> [Hämtad 11 Nov. 2014].
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), s.425.
- Steuer, R., Qi, Y. och Hirschberger, M. (2006). Suitable-portfolio investors, nondominated frontier sensitivity, and the effect of multiple objectives on standard portfolio selection. *Ann Oper Res*, 152(1), ss.297-317.
- Sveriges riksbank, (2015). *Den svenska kapitalmarknaden 2014*. [online] Tillgänglig: [http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2014/rap\\_finansm\\_140829\\_sve.pdf](http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2014/rap_finansm_140829_sve.pdf) [Hämtad 12 Dec. 2014].
- Delmas, M. och Burbano (2011). The Drivers of Greenwashing. *California Management Review*, 54(1), ss.64-87.
- Vasakronan, (2013). *Vasakronan ger ut världens första gröna företagsobligation*. [online] Tillgänglig: <http://vasakronan.se/pressmeddelande/vasakronan-ger-ut-varldens-forsta-grona-foretagsobligation> [Hämtad 18 Dec. 2013].
- Webley, P., Lewis, A. och Mackenzie, C. (2001). Commitment among ethical investors: An experimental approach. *Journal of Economic Psychology*, 22(1), ss.27-42.
- Worldbank.org, (2014). *Green Bonds Attract Private Sector Climate Finance*. [online] Tillgänglig: <http://www.worldbank.org/en/topic/climatechange/brief/green-bonds-climate-finance> [Hämtad 5 Jan. 2015].
- Yoon, Y., Gürhan-Canli, Z. och Schwarz, N. (2006). The Effect of Corporate Social Responsibility (CSR) Activities on Companies With Bad Reputations. *Journal of Consumer Psychology*, 16(4), ss.377-390

## 8. Appendix

### 8.1. Deltagarlista för empirisk datainsamling

**Magnus Borelius & Danijel Afolter** - Finanschef & Portföljförvaltare, Göteborgs Stad  
Göteborgs stad har hittills emitterat två gröna obligationer och var första aktör i Norden och den första staden i världen att ge ut gröna obligationer. Intervjun hölls på statsledningskontoret i Göteborg den 25 november 2014.

**Mats Rodenfelt** - Finanschef, Örebro kommun

Örebro kommun har hittills emitterat en grön obligation. Telefonintervjun hölls den 28 november 2014.

**Victoria Hassel** - Projektledare Internfinans, Stockholms Läns Landsting

Stockholms Läns Landsting har som första landsting emitterat en grön obligation. Respondenten ville vara anonym vilket har tagits hänsyn till. Telefonintervjun hölls den 25 november 2014.

**Björn Lindström** - Finanschef, Vasakronan

Fastighetsbolaget Vasakronan emitterade världens första gröna företagsobligation i november 2013. Företaget har hittills emitterat sex gröna obligationer. Telefonintervjun hölls den 27 november 2014.

**Pär Lageryd** - Head of Treasury Skanska Financial Services

Skanska är ett av världens ledande projektutvecklings- och byggföretag med expertis inom byggande, utveckling av kommersiella lokaler, bostäder och projekt i offentlig-privat samverkan. Företaget har emitterat en grön obligation. Telefonintervjun hölls den 26 november 2014.

**Johan Rydin** - Senior Vice President, Group Treasurer SCA

SCA är ett ledande globalt hygien- och skogsindustriföretag som blev det första svenska börsnoterade företaget att emittera en grön obligation. Företaget har hittills emitterat två gröna obligationer. Telefonintervjun hölls den 4 november 2014.

## **8.2.Intervjufrågor**

1. Varför valde ni att emittera en grön obligation?
2. Vad är den största skillnaden mellan er gröna obligation och andra obligationer ni har emitterat?
3. Hur upplever ni uppföljningen och rapporteringen från projekten som är finansierade av gröna obligationer?
4. Hade ni genomfört aktuellt/-a projekt även om ni inte hade haft möjlighet att emittera en grön obligation?