

2018-04-27

R E M I S S V A R



Finansdepartementet
103 33 Stockholm

FI Dnr 18-1955
(Anges alltid vid svar)

Finansinspektionen
Box 7821
SE-103 97 Stockholm
[Brunnsgatan 3]
Tel +46 8 408 980 00
Fax +46 8 24 13 35
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115) (Fi2018/00116)

Sammanfattning

Finansinspektionen (FI) välkomnar utredningens ambition att främja en *väl fungerande* grön obligationsmarknad genom förbättrad information och ökad transparens. De finansiella marknaderna kan spela en viktig roll för att uppnå en hållbar utveckling, inte minst på klimatområdet. Gröna obligationer har på senare år tilldragit sig allt större intresse både från emittenter och från investerare, och marknaden har växt snabbt. Det speglar det växande intresset för hållbarhet som finns på finansmarknaden. FI bedömer att gröna obligationer kan bidra till den omställning som behövs, förutsatt att marknaden är transparent och fungerar väl. En väl fungerande marknad utgör också en viktig bas för fortsatt tillväxt. Fokus för statliga åtgärder bör därför vara att skapa förutsättningar för en sund och trovärdig marknad, snarare än direkta åtgärder för att främja marknadstillväxten.

Finansiell reglering och tillsyn, och därmed FI, har en viktig roll att spela när det kommer till att säkerställa väl fungerande finansiella marknader. God information och transparens är centralt i detta arbete och betydelsen av det ökar i takt med att marknaden växer. Brister i dessa avseenden kan vilseleda konsumenter och investerare. Obligationer som ges ut på felaktiga premisser kan också skada förtroendet för marknaden och försämra förutsättningarna för gröna obligationer att bidra till en hållbar utveckling.

FI tillstyrker mot den bakgrunden förslaget att FI ska ge marknadsplatserna i uppdrag att formulera krav på de gröna obligationernas hållbarhetsegenskaper och instämmer i bedömningen att en harmonisering av informationskraven för marknadsnoterade gröna obligationer bör hanteras med självreglering.

FI konstaterar också att det pågår arbete på EU-nivå som bl.a. syftar till att förbättra just informationen och transparensen. Det är av stor vikt att Sverige deltar aktivt i det arbetet.

Utredningen presenterar också ett antal förslag till statliga åtgärder som syftar till att mer direkt främja en ytterligare tillväxt av den gröna obligationsmarknaden. FI anser att sådana insatser ska vara kopplade till en väl underbyggd förväntan om att de kommer att ha en effekt på omfattningen av hållbara investeringar i den reala ekonomin. FI anser att en sådan analys behöver genomföras innan eventuella åtgärder av det slaget övervägs.

FI avstyrker förslaget att FI ska ta fram en struktur för öronmärkning av tillgångar för gröna obligationer med säkerhet i hållbara tillgångar. Förslaget är otydligt, men kan tolkas som att FI ska ta fram en finansiell struktur för säkerställda obligationer med säkerhet i olika typer av gröna tillgångar. Utredningen har inte analyserat om det är motiverat att staten genomför åtgärder för att underlätta en öronmärkning. Inte heller har utredningen utrett vilka ytterligare kriterier som bör gälla för en öronmärkning, och vilka konsekvenser det kan ha på bl.a. riskbilden i tillgångarna.

FI avvisar även utredningens tankar att utreda möjligheterna till differentiering av kapitalkraven på basis av hållbarhetsaspekter, och trycker på vikten av att kapitaltäckningsreglerna inte används som ett verktyg för att uppnå andra mål än finansiell stabilitet. FI vill poängtera att nuvarande regelverk ger vissa möjligheter att beakta hållbarhetsrelaterade aspekter. FI anser att den fortsatta analysen av risknivån i gröna tillgångar bör ske inom ramen för det pågående internationella arbetet på området, som FI också är engagerad i. En naturlig del av det arbetet bör också vara att analysera om vissa typer av tillgångar, p.g.a. sin negativa klimatpåverkan, på motsvarande sätt har en systematiskt högre risknivå.

FI avstyrker slutligen utredningens förslag att utveckla ett ramverk för att emittera statliga gröna obligationer.

Finansiella marknader och hållbarhet – FI:s utgångspunkter

Staten och dess myndigheter ska bidra till att klimat- och hållbarhetsrelaterade problem hanteras på ett samhällsekonomiskt effektivt sätt. I det här sammanhanget är frågan om och under vilka förutsättningar åtgärder inom området finansiell reglering och tillsyn utgör effektiva medel för att uppnå en hållbar utveckling och, om så är fallet, hur sådana åtgärder då bör utformas.

De finansiella marknaderna har en nyckelroll i det ekonomiska systemet genom att hantera risker och att finansiera investeringar i den reala ekonomin. Den finansiella sektorn kan därmed utgöra en katalysator för en hållbar utveckling. När det gäller klimatfrågan handlar det både om att hantera klimatrelaterade risker och att effektivt slussa kapital till de investeringar som krävs för att ställa om samhällsekonomin mot en hållbar utveckling.

Det är således viktigt att de finansiella marknaderna fungerar väl. Reglering och tillsyn är viktiga medel för att bidra till detta. Samtidigt kan åtgärder på det finansiella området inte ersätta klimat- och miljöpolitiska åtgärder som

påverkar incitamentsstrukturen i hela ekonomin, genom att styra bort från sådana aktiviteter som motverkar en hållbar utveckling, till aktiviteter som bidrar positivt. Åtgärder på det finansiella området kan alltså stödja och komplettera klimatpolitiken. Det är mot den bakgrunden frågan om hur statliga åtgärder visavi marknaden för gröna obligationer ska ses.

Övergripande synpunkter

I analysen av utredningen förslag är det viktigt att skilja på åtgärder som syftar till att *främja en välfungerande marknad* för gröna obligationer och sådana åtgärder som syftar till att *främja en ytterligare tillväxt* av marknaden.

Växande marknad kräver bättre transparens

Frågor kopplade till hållbarhet har under senare tid fått ett allt större utrymme på de finansiella marknaderna, såväl i Sverige som internationellt. Både bland professionella investerare och konsumenter finns en ökad medvetenhet om behovet av att beakta hållbarhetsrelaterade risker och möjligheter samt en vilja att investera hållbart, och därmed en växande efterfrågan på produkter och tillgångar som möjliggör detta. I detta arbete har gröna obligationer tilldragit sig ett starkt växande intresse bland investerare och emittenter.

Det är angeläget att säkerställa att en grön obligation motsvarar de ambitioner som förespeglas investerarna. Sådana åtgärder bidrar till att säkerställa ett förtroende för marknaden och förbättrar också förutsättningarna för att gröna obligationer bidrar till en hållbar utveckling. FI anser att en väl fungerande grön obligationsmarknad utgör en bra och viktig bas för fortsatt tillväxt. Fokus för statliga åtgärder bör därför vara att skapa förutsättningar för en sund och trovärdig marknad.

Mot den bakgrunden är det viktigt att informationen om gröna obligationer förbättras och att marknaden görs mer transparent, i meningen att det ställs tydliga och kontrollerbara krav på vad beteckningen grön obligation ska innebära, men också på hur medlen avses användas i det specifika fallet och hur detta följs upp. Sådan information är en förutsättning för att investerare ska kunna identifiera, bedöma och hantera hållbarhetsrelaterade aspekter i en tillgång, och agera utifrån det. Det är också en förutsättning för att investerare ska kunna allokera kapital utifrån sina preferenser. Vidare kan möjligheten att följa upp hur de upplånade medlen används ge långivarna en påverkansmöjlighet besläktad med en ägarstyrning. Detta kan bidra positivt till en hållbar utveckling genom att emittenten får ett större tryck på sig att genomföra ett projekt och uppfylla de angivna hållbarhetsmålen.

Tillgänglig och jämförbar information är också en viktig komponent i att underlätta finansieringen av aktiviteter för att möta hållbarhetsmålen, inte minst genom att företag som i dag inte kan betraktas som hållbara, men vars strategi är att ställa om sin verksamhet i en hållbar riktning ges ökade möjligheter att finansiera en omställning.

FI konstaterar att några av de förslag utredningen lägger fram på olika sätt relaterar till strävan att främja en välfungerande marknad genom förbättrad information och transparens. FI välkomnar utredningens ambition i dessa avseenden.

Internationellt pågår för närvarande en omfattande aktivitet på det finansiella området kopplat till klimat och hållbarhet, bl.a. inom ramen för den handlingsplan för finansiering av en hållbar tillväxt som EU-kommissionen presenterade tidigare i vår. Åtgärderna i handlingsplanen berör i flera delar transparensrelaterade frågor. Det är av stor vikt att Sverige engagerar sig i arbetet och att eventuella åtgärder på nationell nivå beaktar det pågående arbetet.

Gröna obligationer och en hållbar utveckling

Hur ett projekt finansieras påverkar i sig inte dess effekter på miljön och på målet om en hållbar utveckling. Det innebär också att subventioner eller andra statliga stödinsatser normalt måste riktas mot den faktiska aktiviteten – t.ex. en viss typ av produkt eller produktion – för att få en effektiv påverkan på det grundläggande målet.

FI anser att insatser som syftar till att mer direkt främja en ytterligare tillväxt av marknaden ska vara kopplade till en väl underbyggd förväntan om att insatserna får effekter på omfattningen av hållbara investeringar i den reala ekonomin. Vidare krävs en bedömning av åtgärdernas effektivitet och tänkbara målkonflikter.

FI bedömer att utredningens analys brister i detta avseende. Utredningen har inte närmare analyserat hur de åtgärder som föreslås för att främja en ytterligare tillväxt av marknaden relaterar till målet att öka antalet hållbara projekt i samhällsekonomin, eller deras effekter i övrigt. Att en sådan diskussion inte explicit efterfrågas i utredningsdirektiven ska inte förhindra utredningen att ta upp ett sådant resonemang. FI anser att en sådan analys behöver genomföras innan eventuella åtgärder av det slaget övervägs. FI konstaterar vidare att det i analysen av de samhällsekonomiska konsekvenserna saknas ett resonemang kring hur de föreslagna åtgärderna sammantaget kan förväntas bidra till en omställning mot fler gröna projekt och därmed till målet om en hållbar utveckling.

Synpunkter på några av utredningens förslag

Gröna obligationer med hållbara tillgångar som säkerhet och en sekundärmarknad med tydliga regler om vad som bedöms vara hållbart

Utredningen presenterar två förslag som direkt berör FI. Det ena förslaget gäller att emittenter ska uppmuntras att emittera obligationer med säkerhet i hållbara tillgångar genom att FI tar fram en struktur för öronmärkning av tillgångar för den gröna obligationen.

FI avstyrker förslaget. Det är otydligt vad utredningen föreslår, men en tolkning är att FI ska ta fram de kriterier som en grön tillgång ska uppfylla. FI har dock inte den kompetens på miljöområdet som krävs. Ska detta göras, bör uppdraget därför läggas på någon annan myndighet. FI vill också påpeka att en taxonomi för gröna tillgångar kommer att tas fram inom ramen för EU-arbetet, och att en eventuell nationell åtgärd på området behöver beakta det arbetet.

Förslaget skulle också kunna tolkas som att FI ska ta fram någon form av finansiell struktur – beaktande förmånsrättsbehandling vid insolvensförfarande, tillsyn m.m. – för gröna säkerställda obligationer med säkerhet i olika typer av gröna tillgångar, bl.a. gröna kommersiella fastigheter. Utredningen har dock inte analyserat om det är motiverat med statliga åtgärder för att underlätta en sådan öronmärkning eller om detta är något som marknaden kan hantera på egen hand. Utredningens hänvisning till ett existerande obligationsprogram som förebild talar för att det senare skulle kunna vara en framkomlig väg.

Vidare motiverar utredningen förslaget med att FI redan har motsvarande roll när det kommer till säkerställda obligationer. FI ställer sig frågande till denna parallell. Säkerställda obligationer har en lagreglerad konstruktion som bl.a. innebär att det finns en underliggande tillgångsmassa bestående av främst hypotekslån. Dessa lån håller generellt hög kreditkvalitet, bl.a. genom krav på belåningsgrader, och uppvisar betydande likheter i riskbilden. Det är inte uppenbart att gröna tillgångar kommer att ha liknande egenskaper. Utredningen analyserar inte heller de ytterligare kriterier som bör gälla för en öronmärkning. FI vill också betona att utredningen inte har utrett vilka lagstiftningsåtgärder som ett sådant förslag kräver. Om t.ex. gröna kommersiella fastigheter får ett högre marknadsvärde än fastigheter utan grön profil, kommer rådande konstruktion för säkerställda obligationer gynna gröna investeringar. På samma sätt som för kapitalkrav bör såldes hållbarhetsrisker vägas in det rådande riskbaserade ramverket, som även utgör basen för säkerställda obligationer.

Det andra förslaget innebär att FI ska ge marknadsplatserna i uppdrag att formulera krav på de gröna obligationernas hållbarhetsegenskaper. Förslaget adresserar den del av transparensproblematiken som handlar om att investerare behöver få en bättre bild av den aktivitet som finansieras via en grön obligation. Som framgår ovan är detta centralt för att säkerställa att investerarens förväntningar uppfylls, att förtroendet för gröna obligationer upprätthålls och att investeringarna bidrar till en hållbar utveckling.

FI instämmer i att det finns ett behov av bättre information i dessa avseenden och att en harmonisering av informationen om marknadsnoterade gröna obligationer bör hanteras med självreglering snarare än lagstiftning. Eftersom flera europeiska marknadsplatser redan har tagit initiativ till självreglering och standardisering bedömer FI att det finns goda förutsättningar för att dessa kan utvecklas och förbättras genom branschdialog. FI instämmer därför i slutsatsen att arbetet med en branschpraxis främst bör drivas av ett branschorgan, t.ex. Fondhandlareföreningen, i dialog med FI. Processen med självreglering beträffande informationskrav vid flytt av tjänstepension kan vara en lämplig

modell för hur detta kan utformas. FI ser dock inget behov av ett särskilt mandat för att hantera ett sådant uppdrag.

Reducerat krav på kapitaltäckning och resolutionsreserv, samt sänkt riskviktsgolv för bolån till miljö- och klimatomfattigt hållbara bostäder

Under förutsättning att den finansiella stabiliteten inte påverkas negativt borde, menar utredningen, innehav av gröna obligationer innebära ett reducerat krav på kapitaltäckning, därför att gröna investeringar anses ha en lägre risk, allt annat lika. Likalydande resonemang menar man också kan appliceras på avgifter till resolutionsreserven. Man föreslår också ett sänkt riskviktsgolv för bolån till hållbara bostäder. Utredningen lämnar inga konkreta förslag, men anser att detta bör utredas vidare.

FI har tidigare i flera sammanhang, och av flera skäl, ställt sig avvisande till tanken om att justera kapitaltäckningsreguleringen i syfte att främja andra mål vid sidan av finansiell stabilitet, vare sig det handlar om gröna obligationer eller andra typer av tillgångar. FI anser vidare att även dagens kapitaltäckningsregulering för såväl kreditinstitut och försäkringsföretag finns möjligheter att beakta hållbarhetsrelaterade aspekter när kapitalkraven bestäms.

Frågan om gröna tillgångar kan anses innebära en systematiskt lägre finansiell risk är en öppen fråga som för närvarande är föremål för studier på internationell nivå. Om en systematiskt lägre risknivå kan beläggas, skulle en koppling mellan hållbarhet och kapitalkrav anses riskbaserad och därmed i linje med regleringens intentioner. FI anser att den fortsatta analysen av risknivån i gröna tillgångar bör ske inom ramen för det internationella arbetet på området, som FI också är engagerad i. FI anser vidare att en naturlig del av det arbetet också bör vara att analysera om vissa typer av tillgångar, pga. sin negativa klimatpåverkan, på motsvarande sätt har en systematiskt högre risknivå.

Gröna säkerställda obligationer

Utredningen föreslår att en tillväxt av marknaden för gröna säkerställda obligationer ska främjas genom att införa en utökad direktåtkomst till energideklarationsregistret. Detta skulle möjliggöra en klassificering av de bostadslån som finansieras via säkerställda obligationer.

Förslaget om direktåtkomst till energideklarationsregistret skulle kunna vara positivt ur ett informationsperspektiv. FI konstaterar dock att utredningen inte har analyserat ett antal praktiska och juridiska aspekter som är kopplade till förslaget. Exempelvis har utredningen inte diskuterat hur en direktåtkomst ska utformas vad gäller omfattningen av och tidpunkten för åtkomsten. Under alla omständigheter är det enligt FI:s uppfattning nödvändigt att utreda detta innan ett eventuellt sådant förslag genomförs.

Europeiska långsiktiga investeringsfonder – Eltif

Utredningen föreslår att en aktiebolagsrättslig fondreglering etableras i Sverige enligt förslag som lagts fram 2014 av Fondutredningen. Man bedömer allmänt att detta kan bidra till att främja tillväxten av marknaden för gröna obligationer.

FI har inte gjort någon bedömning av om tillväxten av Eltif kan främja tillväxten av gröna obligationer. Vad gäller etablering av en aktiebolagsrättslig fondreglering, hänvisar FI till remissvaret på Fondutredningens förslag. Av yttrandet framgår att FI välkomnar en initiativet till en ny fondtyp av associationsrättslig karaktär som ger svenska bolag möjlighet att starta fonder i Sverige på samma sätt som de kan göra utomlands. Ur den aspekten är FI positiv till att associationsrättsliga fonder införs i Sverige. FI ansåg emellertid att Fondutredningens förslag behövde kompletteras och utredas vidare, och avstyrkte därför förslaget i dess dåvarande utformning.

Utökad hållbarhetsrapportering och CO₂-genomlysning

Utredningen anser att regleringen om hållbarhetsrapportering borde omfatta fler verksamheter. Utredningen anser vidare att rapporteringen bör kompletteras med en särskild informationsplikt om verksamhetens växthusgasutsläpp, därför att en sådan informationsplikt anses öka medvetenheten och därmed insikten om att kunna emittera grönt, vilket i förlängningen främjar den gröna obligationsmarknaden. Man menar att detta bör utredas vidare.

Detta förslag berör inte FI eller de finansiella företagen specifikt, men har en stor indirekt betydelse för den finansiella sektorns faktiska möjligheter att konkret kunna bidra till bl.a. klimatomställningen. Att även icke-finansiella företag förbättrar sin analys och information om klimat- och hållbarhetsrelaterade risker och möjligheter gör det möjligt för finansiella företag att bättre kunna identifiera, bedöma och hantera hållbarhetsrelaterade aspekter i sin verksamhet, och också bättre informera om dessa. Samtidigt är det viktigt att påpeka att nuvarande regler behöver utvärderas innan det är möjligt att bedöma behovet och utformningen av eventuella justeringar av kraven. Som utredningen påpekar pågår ett sådant arbete för närvarande på EU-nivå. Utan att ta ställning till hur rapporteringen bör förändras, ställer sig FI generellt positiv till att utvärdera om nuvarande rapportering behöver revideras för att förbättra informationen och transparensen.

Projektkategorier och identifiering av gröna projekt

Utredningen anser att det är olämpligt att specificera i detalj vilka typer av investeringar som lämpar sig att finansiera via gröna obligationer eftersom kunskapen och åsikterna om vad som är hållbart ändras över tid. Man listar ändå några framtida projekt som skulle kunna finansieras på det sättet.

FI ser skäl att även här lyfta fram det pågående EU-arbetet med en taxonomi, som också ska ligga till grund för framtagningen av en standard för gröna obligationer. Syftet är att på ett tydligt och rättvisande sätt definiera vad hållbarhet är, och bidra till att aktörer får en enhetlig bild av innebörden. Det är

en viktig uppgift. Risken är annars att trovärdigheten i systemet undergrävs, och att syftet med åtgärderna inte nås. Samtidigt får en taxonomi inte innebära en oönskad låsning av hur aktiviteter definieras, utan utrymme behöver finnas för en anpassning till utvecklingen på området. FI kommer att fortsätta att aktivt följa EU-arbetet på området.

Statliga gröna obligationer

Utredningen diskuterar frågan om svenska staten ska emittera gröna obligationer och drar slutsatsen att detta är möjligt, men att vissa hinder behöver hanteras. Utredningen lämnar förslag om att svenska staten, som en åtgärd för att främja tillväxten av marknaden för gröna obligationer, ska hantera dessa hinder och ta fram ett ramverk för att emittera gröna statsobligationer. Frågan diskuteras också i de särskilda yttrandena i betänkandet, där man dock drar motsatt slutsats.

FI har inte för avsikt att närmare diskutera de juridiska och andra aspekterna som avgör om en sådan väg är möjlig. Dock vill FI betona att det bör krävas starka och väl underbyggda motiv om man ska frångå den gällande principen att statliga medel och upplåning inte ska öronmärkas för specifika ändamål. Som framgått ovan har utredningen inte presenterat några sådana argument. Om det inte kan påvisas en tydlig koppling mellan upplåningen och ett positivt bidrag till en hållbar utveckling finns dessutom en risk att legitimiteten för en grön upplåning i andra sammanhang snarare urholkas än stärks, vilket går emot ett av de angivna syftena.

FI anser vidare att statliga gröna obligationer skulle kunna skapa ett prejudikat till förmån för öronmärkning av intäkter eller upplåning även på andra områden – t.ex. sjukvård, skola, försvar, polis eller infrastruktur. En sådan fragmentering skulle försämra överblicken över statens verksamhet och underlaget för beslut om hur statens medel ska fördelas. Den skulle även vara ineffektiv, bl.a. genom att fördyra upplåningen och skapa olika slag av inlåningseffekter i statens skuld- och tillgångsförvaltning.

Sammantaget ställer sig FI därför avvisande till förslaget om att öppna möjligheter för gröna obligationer i den statliga upplåningen.

FINANSINSPEKTIONEN

Erik Thedéen
Generaldirektör

Hans Bäckström
Senior analytiker

