



# En flerfallsstudie av svenska marknadens arbete med gröna obligationer

---

Lise Flarup & Anton Peiro

Examensarbete/Självständigt arbete • 15 hp

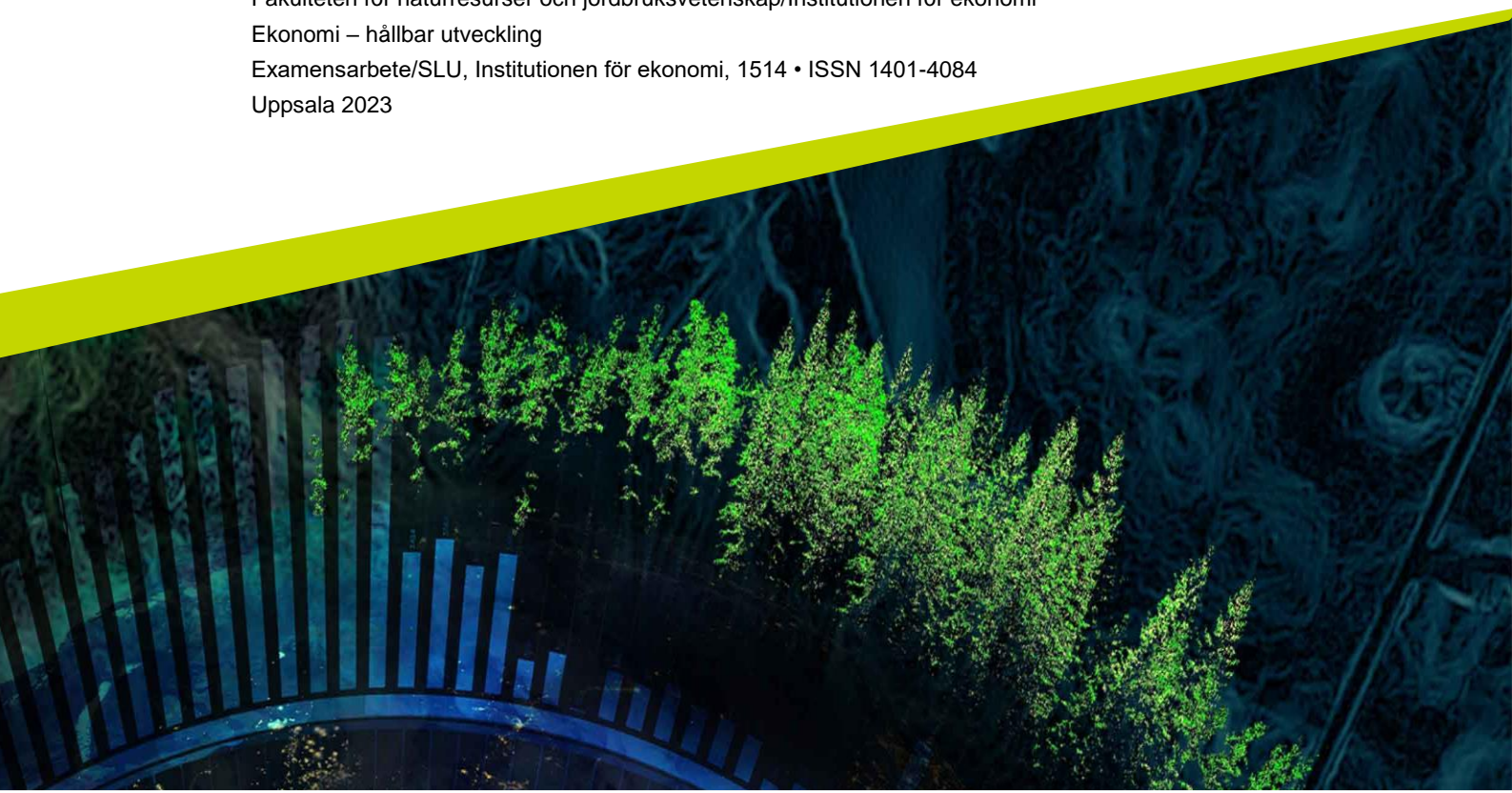
Sveriges lantbruksuniversitet, SLU

Fakulteten för naturresurser och jordbruksvetenskap/Institutionen för ekonomi

Ekonomi – hållbar utveckling

Examensarbete/SLU, Institutionen för ekonomi, 1514 • ISSN 1401-4084

Uppsala 2023



# En flerfallsstudie av svenska marknadens arbete med gröna obligationer

*A Multiple case study of the Swedish market's work with green bonds*

Lise Flarup & Anton Peiro

**Handledare:** **Ulina Gottlieb, Sveriges lantbruksuniversitet, Institutionen för ekonomi**

**Examinator:** Karin Hakelius, Sveriges lantbruksuniversitet, Institutionen för ekonomi

**Omfattning:** 15 hp

**Nivå och fördjupning:** Grundnivå, G2E

**Kurstitel:** Självständigt arbete i Företagsekonomi

**Kurskod:** EX0902

**Program/utbildning:** Ekonomi – hållbar utveckling

**Kursansvarig inst.:** Institutionen för ekonomi

**Utgivningsort:** Uppsala

**Utgivningsår:** 2023

**Upphovsrätt:** Alla bilder används med upphovspersonens tillstånd.

**Serietitel:** Examensarbete/SLU, Institutionen för ekonomi

**Delnummer i serien:** 1514

**ISSN:** 1401-4084

**Nyckelord:** Gröna obligationer, legitimitet, motivation, drivkrafter

**Sveriges lantbruksuniversitet**

Fakulteten för naturresurser och jordbruksvetenskap

Institutionen för ekonomi

## Sammanfattning

Marknaden för gröna obligationer har haft stor framväxt under de senaste åren, i Sverige såväl som internationellt. Detta beror på hållbarhetens stora roll på de finansiella marknaderna. Trots att de gröna obligationerna ses som ett nyckelinstrument för hållbar finansiell omställning är marknaden liten i förhållande till den traditionella obligationsmarknaden.

Syftet med denna studie är att undersöka vad som motiverar aktörer att engagera sig på marknaden för gröna obligationer i Sverige. Forskning visar tydligt att marknaden för gröna obligationers tillväxt hindras av bristen på en gemensamt överenskommen definition och väletablerad standard. Det är därför studien vidare ämnar undersöka hur aktörer på marknaden arbetar för att erhålla legitimitet. För att besvara studiens frågeställningar har ett teoretiskt ramverk baserat på motivations- och legitimitetsteorin använts. Detta för att undersöka och få en förståelse för vad som driver aktörer till att engagera sig på marknaden och hur de arbetar för att erhålla legitimitet. Studien ses som ett komplement till Maltais & Nykvist (2021) arbete med motivationsfaktorer på marknaden för gröna obligationer.

Denna flerfallsstudie är en kvalitativ studie med induktiv ansats. Insamlingen av empiri baseras i huvudsak på tre semistrukturerade intervjuer med tre intervjupersoner från olika företag som är aktiva på marknaden för gröna obligationer i Sverige. De tre företag som intervjupersonerna arbetar på är; Nordea, Lantmännen och Vasakronan. Vidare har empiri hämtats från respektive företags hemsidor samt publicerade dokument relaterade till gröna obligationer.

Studiens slutsatser tyder på att de främsta drivkrafterna är kopplade till affärsmässiga fördelar. Drivkrafter kopplade till legitimitet och direkta ekonomiska fördelar är inte lika omfattande. Studien visar även på legitimitetsskapande aktiviteter såsom hur alla deltagande aktörer använder sig av samma ramverk, Green Bond Principles (GBP) från International Capital Market Association (ICMA) och att rapportering är ett viktigt verktyg för legitimitet. En oberoende andrahandsgranskning är också förväntat av aktörerna.

*Nyckelord:* gröna obligationer, legitimitet, motivation, drivkrafter

## Abstract

The market for green bonds has seen great growth in recent years, in Sweden as well as internationally. This is due to the growing importance of sustainability in the financial markets. Despite seeing green bonds as a key instrument for sustainable financial transition, the market is small in relation to the traditional bond market.

The purpose of this study is to investigate what motivates actors to participate in the market for green bonds in Sweden. There is evidence that the growth of the green bond is hindered by the lack of a commonly agreed definition and well-established standard. Therefore the study furthermore intends to investigate how actors on the market work to obtain legitimacy. To answer the study's questions, a theoretical framework based on motivation and legitimacy theory has been used. This is to investigate and gain an understanding of what drives actors to participate in the market and how they work to obtain legitimacy. The study should be seen as a complement to the study by Maltais & Nykvist (2021) work on motivational drivers on the market for green bonds.

This multiple case study is a qualitative study with an inductive approach. The collection of empirical data is mainly based on three semi-structured interviews with three interviewees from different companies that are active in the market for green bonds in Sweden. The three companies that the interviewees work for are Nordea, Lantmännen and Vasakronan. Furthermore, empirical evidence has been taken from the respective companies' websites.

The study's conclusions indicate that the main drivers are linked to the business case. Driving forces linked to legitimacy and financial benefits are not as extensive. The study also shows legitimacy-creating activities such as how all participating actors use the same framework, the Green Bond Principles (GBP) of the International Capital Market Association (ICMA) and that reporting is an important tool for legitimacy. An independent second party opinion is also expected by the actors.

*Keywords:* green bonds, legitimacy, motivation, drivers

# Innehållsförteckning

<b>Förkortningar</b> .....	<b>7</b>
<b>Inledning</b> .....	<b>8</b>
1.1 Bakgrund.....	8
1.2 Problemformulering.....	9
1.2.1 Empiriskt problem .....	9
1.2.2 Teoretiskt problem .....	10
1.3 Syfte och frågeställningar .....	11
1.4 Avgränsningar .....	12
1.5 Uppsatsens struktur .....	12
<b>Teori 13</b>	
2.1 Motivationsfaktorer.....	13
2.2 Legitimitet.....	15
2.3 Teoretisk syntes .....	16
<b>Metod</b> .....	<b>17</b>
3.1 Forskningsdesign .....	17
3.2 Litteraturgenomgång.....	17
3.3 Semistrukturerade intervjuer .....	18
3.3.1 Förberedelser .....	18
3.3.2 Utformning av intervjuguide .....	19
3.3.3 Utförandet av intervjuer .....	19
3.3.4 Transkribering.....	19
3.4 Urval.....	20
3.5 Kritisk reflektion.....	20
<b>Empiri</b> .....	<b>22</b>
4.1 Ramverk.....	22
4.1.1 Nordea .....	22
4.1.2 Lantmännen.....	22
4.1.3 Vasakronan.....	23
4.1.4 Green Bond Principles (GBP).....	23
4.1.5 Sammanfattning ramverk.....	24
4.2 Motivationsfaktorer.....	25
4.2.1 Direkta ekonomiska fördelar .....	25
4.2.2 Affärsmässiga fördelar.....	25
4.2.3 Legitimitet och institutionellt orienterande incitament.....	26
4.3 Legitimitet.....	26

<b>Resultat och diskussion</b> .....	<b>27</b>
5.1 Motivationsfaktorer.....	27
5.1.1 Direkta ekonomiska fördelar .....	27
5.1.2 Affärsmässiga fördelar.....	27
5.1.3 Legitimitet och institutionellt incitament .....	28
5.2 Legitimitet.....	28
5.3 Diskussion.....	29
<b>Slutsatser</b> .....	<b>32</b>
6.1 Slutsatser utifrån syftet .....	32
6.2 Förslag till fortsatt forskning .....	32
<b>Referenser</b> .....	<b>33</b>
<b>Tack</b>	<b>36</b>
<b>Bilaga 1</b> .....	<b>37</b>

# Förkortningar

Cicero	Center for International Climate and Environmental Research
CSR	Corporate social responsibility
EU	Europeiska unionen
EUGB	Europeiska Gröna obligationer
FN	Förenta nationerna
GBP	Green Bond Principles
ICMA	International Capital Market Association
SRI	Socially responsible investing

# Inledning

*I detta kapitel presenteras bakgrunden till studien. Vidare beskrivs det empiriska- och teoretiska problemet som följs av syfte och forskningsfrågor. Avslutningsvis redogörs uppsatsens struktur.*

## 1.1 Bakgrund

Hållbar utveckling definierades i samband med Brundtlandkommissionen som “*en utveckling som möter dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillfredsställa sina egna behov*” (Brundtland, 1987). Balansen mellan miljömässiga, sociala och ekonomiska aspekter är central och nås genom att främja långsiktiga lösningar och undvika skadliga effekter på planeten. Vidare beskriver FN att kostnaderna för miljöförstöring och resursutnyttjande behöver integreras i det ekonomiska systemet och att den ekonomiska debatten bör ha hållbar utveckling i beaktning (ibid).

Finanssektorn har under de senaste åren fått en avgörande roll för att driva på omställningen till hållbarhet och klimatneutralitet (Maltais & Nykvist, 2021). Banker och andra aktörer på finansmarknaden har stora möjligheter att bidra till klimatomställningen när de väljer vilka verksamheter de investerar i och lånar ut pengar till (Naturvårdsverket, uå). Hållbarhet har fått allt större utrymme på de finansiella marknaderna (Tang & Zhang, 2020). Detta har inneburit en ökad medvetenhet om behovet av att beakta hållbarhetsrelaterade möjligheter, risker och en vilja att investera hållbart. Vilket ökat efterfrågan på produkter och investeringar som tillgodoser detta (ibid). Talan & Sharma (2019) beskriver hållbara investeringar: investeringar som integrerar miljö-, sociala och styrningsfaktorer i beslut om olika investeringar. Att investera hållbart i aktier och fonder är en möjlig lösning på frågor som rör hållbar utveckling genom att omvandla finansmarknaderna så att de tar mer ansvar för deras effekter (Maltais & Nykvist, 2021).

Ett alternativt finansiellt instrument till aktier är obligationer (Torvanger et al. 2021). Obligationer är likt aktier och fonder värdepapper som kan handlas på börsen. En obligation innebär en förbindelse då det juridiskt sett är fråga om ett •



löpande skuldebrev avsett att fritt kunna överlåtas (Beckman et al. 2015). Det fungerar som ett lån och löper på ett visst belopp där villkoren bland annat anger vilken ränta utgivaren betalar och lånets löptid (ibid). På lånesidan finns aktörer som staten och större industri- och kraftverksföretag medan försäkringsbolag och AP-fonder utgör aktörer på placeringssidan. Det finns olika sorters obligationer, och de delas in efter hur avkastningen bestäms (Beckman et al. 2015).

Ett finansiellt instrument som varit ett av de mest framträdande inom hållbar finansiering är gröna obligationer (Maltais & Nykvist, 2021). Det är obligationer där det insamlade intäkterna används för att stödja aktiviteter eller projekt som har en positiv miljöpåverkan (Mercer, 2015). De är i likhet med andra traditionella räntebärande värdepapper ett sätt att skaffa kapital för att finansiera betydelsefulla investeringar (OECD, 2016). Sedan världsdebuten år 2007 har marknaden för gröna obligationer vuxit avsevärt (Tang & Zhang, 2020). De har blivit mer uppmärksammade som ett av de nyckelinstrumenten för att finansiera en hållbar omställning till en låg utsläppsekonomi och blir ett sätt för företagen att visa sitt engagemang för hållbar utveckling (Deschryver & de Mariz, 2020). Även om den gröna obligationsmarknaden har vuxit menar Deschryver & de Mariz (2020) att marknaden är liten i relation till de utmaningar den avser att möta jämfört med den traditionella obligationsmarknaden.

På marknaden för gröna obligationer och inom hållbar finansiering anses Sverige vara en föregångare (Maltais & Nykvist, 2021). År 2018 var Sverige den sjätte största nationen globalt för emissioner av märkta gröna obligationer (Torvanger et al. 2021). Den största delen går till gröna byggnader och förnybar energi och en liten del täcker åtgärder för att anpassa sig till klimatförändringarnas effekter. Sveriges företagskultur och finansiella institutioner lägger stort fokus på hållbarhet samtidigt som det finns en stor och diversifierad företagskultur, vilka ses som troliga skäl till att landet anses vara en ledande aktör inom marknaden för gröna obligationer. Svenska företag fokuserar på offentliggörandet av sin verksamhet där hållbarheten uppmärksammas, mycket då grön och hållbar finansiering ger positiv respons och stärker företags rykte.

## 1.2 Problemformulering

### 1.2.1 Empiriskt problem

Marknaden för gröna obligationer är trots sin snabba expansion mycket liten i förhållande till den globala obligationsmarknaden och stod för mindre än två

procent av den globala obligationsemissionen 2016 (Hyun et al. 2020). Att det saknas en gemensamt överenskommen definition och väletablerade standarder är en barriär för utvecklingen av marknaden för gröna obligationer är det flertal som lyfter (Deschryver & de Mariz, 2020; G20, 2016; Sartzetakis, 2021; Hyun et al. 2020)

Sartzetakis (2021) belyser nödvändigheten av ett ramverk för att säkerställa transparens och kommunikation i form av val av projekt och tillsyn av de gröna obligationernas intäkter. Detta är nödvändigt för att underlätta interaktioner mellan emittenter och investerare för att upprätthålla trovärdigheten på marknaden. Hyun et al. (2020) skriver att oklara definitioner och standardiseringar innebär en informationsasymmetri mellan emittenter och investerare. Standarder för gröna obligationer har potential att förenkla investerares bedömning på grönheten hos en obligation och därmed allokera tillgångar för projekt med positiv miljöpåverkan (ibid).

Trots avsaknad av officiella globala standarder för gröna obligationer finns vissa internationella ramverk som fungerar som riktlinjer för emittenter och investerare (Hyun et al. 2020). Green bond principles (GBP) är ett av de vanligaste alternativen som standard för gröna obligationer och anger frivilliga riktlinjer. Det är ett initiativ av International Capital Market Association (ICMA) och syftar till att möta utmaningen att utveckla ett gemensamt ramverk (Sartzetakis, 2021). Ett annat initiativ som syftar till att möta utmaningen är införandet av europeiska gröna obligationer. Den 28:e februari 2023 meddelade det Europeiska rådet (2023) att rådet och Europaparlamentets förhandlare nått en preliminär överenskommelse gällande inrättande av så kallade europeiska gröna obligationer (EUGB). Standarden ska vara användbar både för investerare och emittenter. För investerare ska standarden underlätta bedömning och jämförelse av investeringarna samt förlita sig på att de är hållbara. Emittenterna ska kunna visa att de finansierar projekt som är legitimt gröna och att dessa följer EU:s taxonomi. Det ska poängteras att denna standard fortfarande är i ett tidigt skede av dess utveckling.

Detta visar på behovet av gemensamt överenskommen definition och väletablerade standarder samt att det finns initiativ på marknaden som avser att försöka lösa detta problem.

### 1.2.2 Teoretiskt problem

Lozano (2015) menar att fler och fler företagsledningar diskuterar hållbarhet vilket gör det mer och mer viktigt att undersöka drivkrafterna för hållbart företagande. Han undersöker drivkrafterna från ett internt och externt perspektiv. Maltais &

Nykvist (2021) lyfter också vikten av att förstå drivkrafterna av aktörer att engagera sig i hållbara aktiviteter, mer specifikt på marknaden för gröna obligationer. Det är viktigt att det finns god kunskap inom området gröna obligationer då detta finansiella instrument beskrivs som ett centralt verktyg för att nå klimatmålen som skrevs vid klimatmötet år 2015 (Gianfrate & Peri, 2019).

Deegan (2002) skrev att utifrån legitimitetsteorin måste företag eller organisationer fungera i överensstämmelse med samhällets förväntningar för att anses legitima. Samhällets förväntningar förändras sannolikt med tiden och geografisk plats vilket gör legitimitet till ett begrepp som är kopplat till det sociala system företaget eller organisationen verkar i. Det är därför i företagets eller organisationens intresse att praktisera i enlighet med samhällets förväntningar. Marknaden för gröna obligationer är en relativt ny marknad med världsdebuten 2007 (Tang & Zhang, 2020). Ramverket GBP från ICMA etablerades 2014 (Climate Bonds Initiative, uå) och EUGB utvecklas fortfarande i skrivande stund (Europeiska rådet, 2023). På grund av omognaden och den snabba utvecklingen på marknaden kan det vara oklart vad som anses legitimt. Legitimitet beskrivs även som en viktig drivkraft för aktörerna på marknaden av både Lozano (2015) och Maltais & Nykvist (2021)

Denna studie blir ett bidrag till den forskningsinriktning som ännu inte är utforskad för gröna obligationer. Maltais & Nykvist (2021) skriver att det finns ett begränsat antal bidrag till ett teoretiskt ramverk för motivationsfaktorer gällande incitament för emittenter att integrera med marknaden för gröna obligationer. Studien ska ses som ett komplement till Maltais & Nykvist (2021) arbete med motivationsfaktorer. Med fortsatt fokus på hur emittenter agerar för att upprätthålla legitimiteten på marknaden för gröna obligationer.

### 1.3 Syfte och frågeställningar

Syftet med studien är att undersöka vad som motiverar emittenter att engagera sig på marknaden för gröna obligationer. Vidare ämnar studien att analysera emittenternas arbete med gröna obligationer för att erhålla legitimitet. Frågeställningar som studien kommer att besvara:

1. Hur definieras gröna obligationer av emittenter på den svenska marknaden?
2. Vilka motivationsfaktorer har aktörerna för att vilja engagera sig i marknaden för gröna obligationer?
3. Vilka aktiviteter ängars sig aktörer åt på marknaden för gröna obligationer för att erhålla legitimitet?

## 1.4 Avgränsningar

Studien är avgränsad till att endast undersöka svenska aktörer som arbetar med gröna obligationer för att enklare kunna utgå från formulerade frågeställningar. Sverige har valts ut eftersom det anses vara en föregångare på marknaden för gröna obligationer och inom hållbar finansiering (Maltais & Nykvist, 2021). Intervjuerna är avgränsade till att intervjua personer som arbetar med gröna obligationer och riktar in sig på tre aktörer på marknaden: Nordea, Lantmännen och Vasakronan. Utifrån avgränsningen kan de valda aktörerna studeras mer djupgående vilket ger pålitligare redogörelser.

## 1.5 Uppsatsens struktur

Studiens inledande kapitel ger en bakgrund till det valda ämnet, följt av problemformulering som är uppdelat i ett empiriskt- samt teoretiskt problem. Därefter presenteras syftet och de frågeställningar som studien ämnar besvara. I kapitel två redovisas valda teorier, vilka är legitimitetsteorin och motivationsteori samt avslutningsvis en teoretisk syntes. Vidare beskrivs i kapitel tre vald metod vilken utgörs av forskningsdesign, litteraturgenomgång, metod för insamling av data, urval och en kritisk reflektion. I kapitel fyra presenteras den insamlade empirin från intervjuerna och information hämtad från ramverk och hemsidor. Det femte kapitlet består av resultat och diskussion. Resultatet baseras på den insamlade empirin från föregående kapitel. I diskussionen besvaras studiens forskningsfrågor. Slutligen presenteras slutsatserna i kapitel sex där skribenterna ger förslag på vidare forskning.

# Teori

*I följande kapitel presenteras teorier som ses lämpliga för att besvara studiens frågeställningar. Kapitlet presenterar motivationsfaktorer och legitimitetsteori samt en avslutande syntes av valda teorier.*

## 2.1 Motivationsfaktorer

Nedan följer en sammanställning av det teoretiska ramverk Maltais & Nykvist (2021) bidrar med. Den avser att förklara motivationsfaktorer för aktörer att engagera sig i marknaden för gröna obligationer. De lyfter tre övergripande motivationsfaktorer för organisationer att engagera sig i hållbarhetsarbete: direkta ekonomiska fördelar, affärsmässiga fördelar, legitimitet och institutionellt orienterade incitament.

### *Direkta ekonomiska fördelar*

Med direkta ekonomiska fördelar menar Maltais & Nykvist (2021) de eventuella direkta ekonomiska fördelarna med att investera i gröna obligationer. Direkta ekonomiska fördelar från perspektivet av en investerare är om obligationen ger lägre risk och/eller bättre avkastning och/eller bättre diversifieringsfördelar jämfört med andra vanliga, omärkta, obligationer eller andra tillgångar som de skulle kunnat investera i.

För emittenter är det en direkt ekonomisk fördel att emittera en grön obligation om den gröna obligationen i jämförelse med en vanlig, omärkt, obligation reducerar deras kapitalkostnad och/eller förbättrar deras tillgång till kapitalet dvs. reducerar risken för kapital tillgänglighet (Maltai & Nykvist, 2021). Tang & Zhang (2020) belyser hur processen för förstagångsemittenter att emittera en grön obligation är kostsam och besvärlig. Det är därför viktigt att förstå hur befintliga aktieägare kan dra nytta av emissionen. Det Tang & Zhang (2020) fann är att aktiekursen reagerar positivt på meddelande om gröna obligationsemissioner. Dessutom fann de att annonseringsavkastningen är större för förstagångsemittenter.

Ett annat potentiellt ekonomiskt incitament Maltais & Nykvist (2021) lyfter för investerare är kopplat till storleken på de institutionella investerarna. De stora institutionella investerarna exponeras mycket brett för ekonomin och har därför ekonomiska incitament att säkerställa ekonomisk hållbarhet. Investerare kan därför ha som motiv att engagera sig i olika former av hållbar finansiering som en del av

en strategi för att skifta investeringar mot tillgångar som anses vara förenliga med långsiktig hållbarhet och bort från tillgångar med negativa externa effekter.

### *Affärsmässiga fördelar*

Maltai & Nykvist (2021) beskriver de affärsmässiga fördelarna att investera i eller emittera en grön obligation. Dessa avser motivationsfaktorer relaterade till investerarens eller emittentens ekonomiska resultat som inte är direkt relaterade till de direkta ekonomiska fördelarna från den gröna obligationen. Fyra typer av icke finansiella affärsincitament lyfts fram: varumärke, operativ effektivitet, skapande av nya marknader och minskade risker.

Fördelar för varumärket med att engagera sig i hållbar finansiering kan vara möjligheten att attrahera nya kunder eller att behålla nuvarande kunder (Maltai & Nykvist, 2021). Bland annat lyfter Deschryver & de Mariz (2020) hur den ökade miljömedvetenheten hos investerare har ökat efterfrågan av gröna obligationer. Maltai & Nykvist (2021) skriver även att det kan handla om möjligheten att kunna ta premiumpriser för produkter och tjänster. Operativ effektivitet kan förbättras genom att exempelvis attrahera högkvalitativ personal, öka produktiviteten av personal som motiveras av organisationens hållbarhetsåtaganden eller identifiera nya operativa effektivitetsvinster. Skapandet av nya marknader innebär möjligheten att utveckla nya investeringsprodukter för kunder som är intresserade av hållbara investeringar och/eller attrahera nya kundgrupper till befintliga och nya produkterbjudanden. Minskade risker som inte är direkt relaterade till finansiella risker kan också vara en motivationsfaktor, till exempel: risk relaterat till rykte och risk relaterat till potentiella framtida regleringar relaterade till hållbarhet (ibid).

### *Legitimitet och institutionellt orienterade incitament*

Maltai & Nykvist (2021) belyser att företagens engagemang för hållbarhet kan handla om incitament kopplade till påtryckningar som rör organisationens legitimitet. Organisationer har incitament för att anpassa sig till normer och förväntningar som åläggs organisationen. Cheng et al. (2023) argumenterar även för detta. De menar att företag och länder upplever påtryckningar/förväntningar från både interna och externa intressenter att emittera gröna obligationer. På grund av hur den gröna obligationen signalerar åtaganden för en mer hållbar verksamhet. Dessa påtryckningar kan komma från institutioner, intressenter och normer/sociala förhållanden. Engagemang i hållbar ekonomi kan därför förklaras genom en organisations ansträngningar att:

- Säkra legitimitet inför påtryckningar på samhällsnivå för att påvisa hållbara affärsmetoder.

- Demonstrera ansvar gentemot intressenter med hållbarhetskrav på organisationen.
- Överensstämma med andra liknande organisationers hållbarhets praxis som står inför samma institutionella tryck att engagera sig i hållbarhet.

Organisationer som möter liknande institutionella förhållanden tenderar att anta liknande policys och procedurer (isomorphism). Förklaring till detta är att organisationer måste svara till samma typer av intressenter och/eller av konkurrensskäl måste de ta till sig nya trender som andra organisationer engagerar sig i (av bland annat effektivitetsskäl, legitimitetsskäl och hantering av osäkerhet). En annan anledning kan vara att aktörerna inom en specifik sektor strävar efter att anamma nya professionella förväntningar inom den sektorn (Maltais & Nykvist, 2021).

## 2.2 Legitimitet

Legitimitetsteorin avser att förklara hur organisationen behöver ta hänsyn till normer och värdering för att verka legitima (Jacobsen & Thorsvik, 2021). I samband med att hållbarhet blivit ett allt mer aktuellt ämne påverkas företags och organisationers investeringar i allt högre utsträckning av påtryckningar från omvärlden (Maltais & Nykvist, 2021). Dessa är sällan baserade på specifika affärsstrategier utan kan istället kopplas till normer och värderingar (Maltais & Nykvist, 2021).

Legitimitetsteorin grundar sig i att organisationer som anpassar sig till samhällets normer och värderingar anses legitima (Deegan, 2002). Teorin antyder att om en organisation har samma värderingar som samhället, blir den sedd som legitim. Zimmerman & Zeitz (2002) definierar legitimitet som *“en överensstämmelse mellan samhällets värderingar, normer och förväntningar och organisationens aktiviteter och resultat”*. Legitimitet är en resurs som är minst lika viktig som andra resurser för att möjliggöra tillväxt av nya företag och marknader (ibid). Det handlar om att säkra eller stärka framgången och överlevnaden för organisationen och dess anställda (Maltais & Nykvist, 2021; Deegan, 2002). Den erbjuder en synvinkel för att förstå frivilliga miljömässiga avslöjanden från företag. Legitimiteten skiljer sig baserat på företagets geografiska placering. Något kan vara legitimt i en del av världen men inte i Sverige (Deegan, 2002).

Legitimitet bygger på att organisationen och samhället har ett socialt kontrakt med förväntningar som organisationen har från samhället (Deegan, 2002).

Organisationens överlevnad kan hotas om samhället upplever att organisationen har brutit mot detta "kontrakt". Organisationer är öppna system som är beroende av stöd och resurser från omvärlden (Jacobsen & Thorsvik, 2021). När en organisation framstår som legitim uppfattar man att den står för något bra och som bedöms vara viktigt. Organisationer är invävda i det samhälle de verkar i och behöver ta hänsyn till de normer och värderingar som finns i omvärlden. Omvärlden påverkar deras legitimitet, alltså hur de accepteras och uppfattas i omvärlden. Legitimitet bestäms av förväntningar om hur den bör se ut. Det handlar inte om hur organisationen faktiskt fungerar, utan om hur den uppfattas av centrala aktörer i omvärlden (ibid). Ng (2018) beskriver att en oberoende tredjepartsgranskning kan påvisa legitimitet i hållbarhetsrapporteringen och hållbarhetsarbetet.

## 2.3 Teoretisk syntes

Maltais & Nykvist (2021) grundar sitt ramverk för motivationsfaktorer i bland annat litteratur kring corporate social responsibility (CSR) och socially responsible investing (SRI). Denna litteratur är relevant för att förstå motivationsfaktorer för organisationer att arbeta med hållbarhet mer än det som krävs av lagen och det som är reglerat. Vilket kan hjälpa att skapa en förståelse för varför aktörer väljer att engagera sig i marknaden för gröna obligationer.

Förutom att legitimitetsteorin kan vara en del av förklaringen till varför aktörer väljer att engagera sig i marknaden för gröna obligationer på grund av påtryckningar från interna och externa intressenter (Maltais & Nykvist, 2021; Deegan, 2002). Teorin visar också hur organisationen behöver ta hänsyn till normer och värderingar som finns i omvärlden för att verka legitima (Jacobsen & Thorsvik, 2021). Detta betyder att normer och värderingar är betydelsefulla för att organisationen ska framstå som legitim på marknaden för gröna obligationer, samt kan förklara varför en aktör väljer att definiera och/eller arbeta med gröna obligationer på ett specifikt sätt.



# Metod

*I metodkapitlet beskrivs forskningsdesign och motiv till varför denna valts. Det beskrivs hur litteraturgenomgång har genomförts, hur empirisk data samlats in samt hur urval av intervjupersoner genomförts. Slutligen presenteras en kritisk reflektion.*

## 3.1 Forskningsdesign

Studien använder sig av en kvalitativ forskningsmetod med induktiv ansats för att studiens syfte och frågeställningar ska kunna besvaras (Bryman & Bell, 2017). Med en kvalitativ forskningsmetod läggs stor vikt på insamling av empiri där insamlad data beskrivs i ord och mening istället för i siffror. Metoden ger möjlighet till en djupare förståelse utifrån studiens syfte och de komplexa sociala sammanhangen blir enklare att undersöka. Vid kvantitativ forskning läggs vanligtvis tyngden på kvantifiering vid insamling och analys av data. Den typen av forskningsdesign bygger mer på en naturvetenskaplig modell för forskningsprocessen. Studien bygger på tre semistrukturerade intervjuer med tre olika företag som ligger till grund för det empiriska insamlandet (ibid). Empiri är även hämtad från respektive företags hemsida.

Undersökningar med tydligt fokus utför ofta semistrukturerade intervjuer, i syfte att ta sig an specifika frågeställningar (Bryman & Bell, 2017). Med semistrukturerade intervjuer ges intervjupersonerna stor frihet att utforma svaren på sitt eget sätt och frågorna behöver inte komma i en viss schematisk ordning. Detta medför att frågorna kan anpassas efter intervjupersonernas tidigare svar, vilket kan skapa en bredare förståelse för intervjupersonernas egna uppfattningar. Vid semistrukturerade intervjuer ges forskare även möjlighet att ställa ytterligare frågor utifrån det som uppfattas vara viktigt från intervjupersonens sida (ibid).

## 3.2 Litteraturgenomgång

Ett avgörande steg i studien är att gå igenom litteratur som rör det valda området. Två vanliga typer av litteraturgenomgångar är narrativa genomgångar och

systematiska genomgångar (Bryman & Bell, 2017). I detta fall har en narrativ litteraturgenomgång använts för att skapa en bild av existerande och användbar litteratur. Målet med en narrativ litteraturgenomgång är att komma fram till en kritisk tolkning av aktuell litteratur där forskaren får en översikt av det valda studieområdet. Denna typ av litteraturgenomgång passar bättre för kvalitativt inriktade forskare där strategin bygger på tolkningsinriktad epistemologi. Litteraturgenomgången är i huvudsak genomförd med avseende att få idéer till studien samt för att få en uppfattning om vad som redan är känt inom ämnet (ibid).

Litteraturen som använts är böcker, vetenskapliga artiklar, rapporter och webbsidor. Genomgången har främst genomförts via Google Scholar och SLU:s digitala bibliotek Primo. Artiklarna är framtagna utifrån nyckelorden: “gröna obligationer”, “legitimitet”, “motivation”, “drivkrafter”. Litteraturgenomgången är begränsade till artiklar som är vetenskapligt granskade och relevanta för studien.

### 3.3 Semistrukturerade intervjuer

Enligt Bryman & Bell (2017) kommer skribenten att använda sig av semistrukturerade intervjuer om han eller hon inleder sin forskning med tämligen tydligt fokus. Denna flerfallsstudie kräver en viss struktur för att en jämförelse mellan fallen ska vara möjlig. I detta fall har insamlingen av det empiriska materialet genomförts med semistrukturerade intervjuer då denna intervjuform möjliggör en kombination av öppna och stängda frågor i syfte att intervjupersonerna ska kunna prata öppet om sina upplevelser. Totalt har tre intervjuer genomförts med personer från de valda företagen.

#### 3.3.1 Förberedelser

Första steget i intervjuprocessen var att komma i kontakt med intervjupersonerna på de valda företagen. Kontakten inleddes via e-post där skribenterna presenterade studien och dess syfte. Intervjuerna godkändes av samtliga intervjupersoner. Inför samtliga intervjutillfällen har intervjupersonerna fått ta del av intervjuguiden en dag innan intervjutillfället vilket enligt Bryman & Bell (2017) kan stärka tillförlitligheten i undersökningen samtidigt som intervjupersonerna ges möjlighet att förbereda sig inför de kommande intervjufrågorna.

### 3.3.2 Utformning av intervjuguide

Vid utformningen av intervjuguiden har hänsyn tagits till de frågeställningar som studien ämnar besvara (Bryman & Bell, 2017). Intervjuguiden bestod i huvudsak av öppna frågor för att möjliggöra utförligare svar. Frågorna ska göra det möjligt för intervjuaren att få information om hur intervjupersonerna upplever sin sociala verklighet. Därav är det viktigt att inte ställa ledande frågor. Frågorna strukturerades i viss ordning så att frågor inom samma tema följde varandra på ett bra sätt samtidigt som hänsyn tagits till att ordningsföljden kan ändras under intervjuens gång (ibid).

### 3.3.3 Utförandet av intervjuer

Intervjuerna med valda personer är genomförda på Zoom eller Microsoft Teams och pågick cirka 20–40 minuter. Författarna är sedan tidigare bekanta med verktygen och behövde inte lära sig något nytt om dem. Vid samtliga intervjuer har två intervjuare varit deltagande. Bryman & Bell (2017) menar att detta kan medföra fördelar då den "passiva" intervjuaren kan gripa in när som helst om han eller hon exempelvis upplever det viktigt att få intervjun att gå i en annan riktning. Det kan också bidra till en mer avspänd atmosfär och mer efterlikna en diskussion mellan tre personer istället för två personers utbyte med varandra (ibid). Intervjupersonerna tillfrågades och godkände att intervjuerna spelades in.

### 3.3.4 Transkribering

Kvalitativa intervjuer spelas vanligen in och skrivs ut då kvalitativa forskare har för avsikt att förstå det intervjupersonerna säger och hur de säger det (Bryman & Bell, 2017). Därför har samtliga intervjuer i denna studie i efterhand transkriberats av skribenterna. Bryman & Bell (2017) menar att transkriberingen förbättrar minnet och underlättar en noggrann analys av vad intervjupersonen sagt. Tillvägagångssättet är tidskrävande och förutsätter bra utrustning (ibid). Till intervjuerna har mobiltelefoner med god batterikapacitet använts i kombination med Microsoft Words funktion "diktering". Skribenterna har gjort upprepade genomgångar av intervjupersonernas svar för att säkerställa att informationen de facto stämmer. Inspelningarna minimerar risken att intervjuaren blir distraherad av behovet att föra anteckningar om det som sägs. Empirin genomgick sedan en tematisk analys där olika teman identifierades.

## 3.4 Urval

Urval inom kvalitativ forskning handlar om vilken data som ska samlas in, från vem och var. I studien är intervjupersonerna valda utifrån ett målstyrt urval vilket utgör ett slags icke- sannolikhetsbaserat urval (Bryman & Bell, 2017). Med denna urvalsform väljs intervjupersonerna på ett strategiskt sätt så att de är relevanta för de formulerade forskningsfrågorna. Författarna ville komma i kontakt med personer, oberoende av vilka de var, som var insatta i ämnet gröna obligationer och kontaktade företagen som hänvisade till respektive person. De valdes då de var inbegripna i ämnet och hade åsikter om det då samtliga intervjupersoner arbetar med gröna obligationer på respektive företag. Detta resulterade i intervjuer med flödande diskussioner.

Studien har genomfört tre semistrukturerade intervjuer med:

- Intervjuperson 1: Ola Bladholm - Nordea
- Intervjuperson 2: Marie-Therese Bäcknäs - Lantmännen
- Intervjuperson 3: Johan Fredriksson - Vasakronan

Samtliga intervjupersoner har blivit tillfrågade och godkänt medtagande av namn och önskar således inte vara anonyma. Intervjupersonerna är informerade om att det insamlade materialet inte kommer användas till annat än som underlag för studien. Totalt tillfrågades åtta företag varav tre svarade.

Intervjuperson 1 är Chief Treasury Manager på Nordea och en del av det som är Long Term Funding. Han har gedigen erfarenhet av banksektorn. Kring gröna obligationer beskriver han att han varit med tidigt och undersökt Nordeas möjligheter att delta i branschen. Han poängterar under mötet att han inte är någon talesperson för Nordea. Intervjuperson 2 är Front Office Manager på Lantmännen där hon jobbar med Treasury och framförallt valutariskhantering, intern finansiering samt gröna frågor. Hon har haft rollen i två år men varit anställd hos Lantmännen under en längre tid än så. Intervjuperson 3 är portföljförvaltare på Vasakronan och bär ansvaret för skulder- dess upplåning och räntebindning.

## 3.5 Kritisk reflektion

För att säkra kvaliteten måste skribenterna vara reflexiva. Bryman & Bell (2017) menar att reflexivitet innebär att forskaren ska reflektera över konsekvenserna av

sina val när det gäller den kunskap och sociala verklighet de genererar. En kritisk punkt är att intervjupersoner som inte är anonyma kan tendera att i första hand nämna positiva faktorer. Detta kan bero på företagets önskvärda svar och grunda sig i att företagets image ska skyddas vilket kan ge intervjupersonen incitament att undanhålla information. Skribenterna hade kunnat utforma intervjuguiden på ett sätt så att intervjupersonerna fick lyfta fler kritiska perspektiv. Intervjuguidens utformning tror vi ledde intervjupersonerna att prata mer om motivationsfaktorer som affärsmässiga fördelar jämfört med direkta ekonomiska fördelar. Anledningen till detta tror vi kan bero på att intervjuguiden inte är utformad med inriktning mot de direkta ekonomiska fördelarna. Svaren från intervjuerna hade sannolikt sett annorlunda ut ifall intervjupersonerna varit anonyma. Intervjupersonernas namn togs trots det med då skribenterna menar att det ökar tillförlitligheten i studien.

Inom kvalitativ forskning kan det finnas stor variation i intervjuers längd. En kritisk punkt är att en av intervjuerna endast varade i ca 20 minuter. Samtidigt menar Bryman & Bell (2017) att kortare intervjuer inte behöver vara sämre men att de kan komma att bli mindre användbara.

Studien har ett begränsat antal intervjupersoner och därför kan inte resultatet generaliseras. För ett generaliserbart resultat hade flera personer från olika företag och organisationer behövt delta. De intervjuade personerna kan inte representera en hel population. Bryman & Bell (2017) menar att resultaten från forskningen istället generaliseras till teori.

Kvalitativa undersökningar är ofta ostrukturerade och beroende av forskarens uppfinningsrikedom vilket minimerar möjligheten att replikera undersökningen. Tolkningarna av data kan påverkas av forskarens sympatier och bedömningar vilket gör det svårt att replikera forskningsresultaten (Bryman & Bell, 2017).

# Empiri

*I detta kapitel presenteras empirin som är insamlad från intervjuerna samt empiri hämtad från respektive företags hemsida och publiceringar. Först presenteras intervjupersonerna, sedan presenteras empiri från intervjuerna kopplade till respektive teori: först motivationsteori, sedan legitimitetsteori.*

## 4.1 Ramverk

*Nedan presenteras och sammanfattas de ramverk som respektive företag använder och vad intervjupersonerna berättat om dem. Green Bond Principles presenteras även mer djupgående.*

### 4.1.1 Nordea

På sin hemsida skriver Nordea: *"På Nordea använder vi gröna obligationer för att finansiera tillgångar som ökar den positiva inverkan, alternativt minskar den negativa inverkan på miljön."* De säkerställer att de gröna obligationerna verkligen är gröna genom att följa sitt ramverk för gröna obligationer som i sin tur följer ICMA:s principer för gröna obligationer (Nordea, uå). Extern granskning görs av ISS ESG för att verifiera deras gröna tillgångar samt att ramverket är i enlighet med GBP från ICMA (Nordea, 2022).

### 4.1.2 Lantmännen

På sin hemsida skriver Lantmännen: *"Lantmännen strävar efter att mobilisera skuldkapital för att främja övergången till ett koldioxidsnålt och hållbart samhälle."* (Lantmännen, 2021 b). Deras ramverk och definition för gröna obligationer följer GBP från ICMA och definierar de investeringar som kan finansieras med gröna obligationer utgivna av Lantmännen. De har arbetat med Danske Bank för att utveckla ramverket. Cicero har tillhandahållit ett andraparts yttrande som bekräftar GBP från ICMA. Båda finns tillgängliga offentligt på deras webbplats. Ramverket ger möjligheter till bredare grön finansiering med fokus på

hållbarhet som går i linje med FN:s globala mål för hållbar utveckling (Lantmännen, 2021 a).

### 4.1.3 Vasakronan

På sin hemsida skriver Vasakronan: *“Gröna obligationer används enbart till investeringar som omfattas av Vasakronans ramverk för gröna obligationer”*. Ramverket följer GBP från ICMA. Cicero har gjort ett andraparts yttrande som bekräftar GBP från ICMA (Vasakronan, uå). Cicero bekräftar att Vasakronan ställer höga och progressiva krav (Cicero, 2018).

### 4.1.4 Green Bond Principles (GBP)

GBP är frivilliga riktlinjer skapade av International Capital Market Association (ICMA). De definierar gröna obligationer som en obligation där intäkterna exklusivt kommer användas för att finansiera eller återfinansiera, helt eller delvis, nya och/eller befintliga kvalificerade gröna projekt. Samt att de är i linje med de fyra kärnkomponenterna i GBP (ICMA, 2022):

#### 1. Användning av intäkter

Hur intäkterna används från gröna obligationer ska beskrivas och dokumenteras. De gröna projekten bör ha tydliga miljövinster som ska bedömas och om möjligt också kvantifieras av emittenten (ibid).

#### 2. Process för projektutvärdering och urval

Emittenten ska tydligt kommunicera till investerare hållbarhetsmålen med det gröna projektet, processen genom vilken emittenten bestämmer hur ett projekt bedöms passa in i kategorierna för gröna projekt. Samt kompletterande information om hur emittenten identifierar och hanterar sociala risker och miljörisker förknippade med projektet (ibid).

#### 3. Förvaltning av intäkter

GBP har riktlinjer för hur förvaltningen av intäkterna ska hanteras. De uppmuntrar till en hög grad av transparens och att emittenter anlitar en extern revisor eller annan tredje part (ibid).

#### 4. Rapportering

Emittenter ska ha lättillgänglig och uppdaterad information gällande användningen av intäkterna. GBP har riktlinjer för vad som ska rapporteras och belyser vikten av transparens (ibid).

För ökad transparens rekommenderar de även:

- Ramverk för gröna obligationer

I ett dokument bör emittenter beskriva hur de förhåller sig till GBP. I dokumentet finns annan information GBP rekommenderar att emittenter inkluderar till exempelvis andra relevanta övergripande hållbarhetsstrategier för emittenten (ibid).

- Andrahandsgranskning

Det är rekommenderat att emittenten låter ramverket och/eller deras gröna obligationer granskas av en oberoende part (ibid).

#### 4.1.5 Sammanfattning ramverk

Samtliga intervjupersoner beskriver att företagen förhåller sig till ramverket GBP från ICMA. Intervjuperson 1 berättar att när de började med gröna obligationer fanns det inte någon annan princip än GBP från ICMA för att kunna skapa en produkt som investerarna var villiga att betala extra för. Situationen har förändrats i och med EU taxonomin som nu även accepteras. Detta är något som Intervjuperson 3 också säger när han får frågan om varför de valt ramverket GBP från ICMA, att det var det som fanns när de började. Detta på grund av att det var så pass tidigt de medverkade på marknaden. Han antyder även att EU taxonomin blivit en del av marknaden men att den inte är helt praktiskt användbar ännu, men tror att den kommer leda till bättre rapportering. Även Intervjuperson 2 berättar att Lantmännen använder GBP från ICMA när de definierar gröna obligationer. Att de valt GBP som ramverk beror på att det är vad som förväntas av investerare och av marknaden, säger hon. Hade EU taxonomin varit mer uppdaterad vid tillfället av emitteringen tror hon att de förhållit sig mer till den utöver GBP från ICMA.



## 4.2 Motivationsfaktorer

### 4.2.1 Direkta ekonomiska fördelar

När Intervjuperson 1 tidigt undersökte vilka möjligheter som fanns för att kunna delta i marknaden för gröna obligationer påpekar han att en viktig aspekt de var tvungna att ta hänsyn till när de skulle emittera en grön obligation var kostnaden vs. nyttan med en grön obligation. Bland annat lyfter han kostnaden av att ha en tredje part som verifierar och Intervjuperson 3 kommenterar mängden rapportering som krävs. Gemensamt för alla tre intervjupersoner är att de lyfter hur den gröna obligationen i någon aspekt också är billigare med liten premie och minskad risk. Bland annat diskuterar Intervjuperson 3 hur den reducerade risken leder till billigare lån. Den minskade risken är kopplad till de minskade miljöriskerna för gröna obligationer.

### 4.2.2 Affärsmässiga fördelar

Intervjuperson 2 berättar att den gröna obligationen passar väldigt bra för Lantmännen som företag i och med deras gröna identitet. Hon förklarar att hon tycker att den kommunikativa effekten av att ge ut gröna lån inte ska underskattas. Den gröna trenden berättar Intervjuperson 3 reflekteras i folks sparande bland annat vad gäller val av pensionsförsäkringar. Han berättar att för tio år sedan hade ingen brytt sig över innehållet i exempelvis en fond, men att det är något fler bryr sig om nu. Vidare berättar Intervjuperson 3 hur den gröna obligationen öppnade många dörrar och skapade kontaktytor för Vasakronan internationellt. De har nu skapat lån i flera olika valutor samt handlat med länder som Korea och Japan och det är något han inte tror hade skett utan den gröna obligationen. Annat positivt är deras kostnadsvinster som Vasakronan fått genom att arbeta med deras miljöpåverkan. Det handlar om sänkt förbrukning av exempelvis energi och vatten i deras fastigheter. Allt detta menar han även stärker det interna hållbarhetsarbetet på grund av de naturliga mätpunkterna som ska rapporteras. När de exempelvis minskat sitt avfall har man möjlighet att ge beröm för det arbetet. Intervjuperson 3 berättar att när de startade med gröna obligationer fick de ofta frågan om de inte nu hade massa extra jobb. Och på det svarade han att förr eller senare så kommer detta vara ett krav, antingen börjar man jobba på det nu eller så gör man det när man blir tvungen. Intervjuperson 1 berättar hur de flesta intressenterna för att kunna hävda att de köpt en grön tillgång är nöjda med att de följer EU:s taxonomin.

### 4.2.3 Legitimitet och institutionellt orienterande incitament

I och med Lantmännens gröna identitet och den mängd kommunikation de släpper kring hur gröna de är menar Intervjuperson 2 att det nästan skulle se konstigt ut om de inte emitterar en grön obligation. Hon menar på att det skapar legitimitet för deras hållbarhetsarbete som de kommunicerar mycket externt.

## 4.3 Legitimitet

Intervjuperson 1 berättar att de har en andra part som verifierar att deras gröna tillgångar är gröna och att de följer det satta ramverket. Intervjuperson 2 påpekar även vikten av att en oberoende andrahandsgranskning, detta förväntas av deras intressenter.

Intervjuperson 3 berättar att kraven som ställs på dem som emittenter beror mycket på vilken marknad de verkar på. Han menar att vi i Sverige, på grund av hur tidiga vi var med gröna och sociala obligationer, också är tidigast med att ställa krav. Kraven som ställs i Sverige kommer efter några år att sprida sig till andra marknader. Investerarna i Sverige ställer ofta högre krav gällande uppföljning och rapportering. Och nu även när EU taxonomins ingång på marknaden förväntas obligationerna vara i linje med detta. Intervjuperson 2 uttrycker att förväntningar finns bland annat på rapportering för vilken klimatnytta investeringarna har och hur mycket som allokeras till varje kategori. Hon beskriver att de förväntas vara transparenta och ärliga.

Intervjuperson 1 berättar att exkluderingssektorerna till stor del var självklart från början. Själva har de även bestämt att exkludera exempelvis små vattenkraftverk, men även detta poängterar han att det görs av de flesta. När Intervjuperson 2 tillfrågas att berätta om hur de kommit fram till exkluderingsfaktorerna säger även hon att dessa var till stor del självklart från början. Det är också något hon menar är en hygienfaktor i ett ramverk för gröna obligationer samt att fokuset inte bör ligga på vad de inte investerar i. Det viktiga menar hon istället är vart pengarna går. Vasakronan har valt att inte göra några exkluderings. Motivet till detta är att exkluderingsfaktorerna som är aktuella för exempelvis banker som investerar i flera branscher är inte relevanta för fastighetsbranschen. De handlar inte med dessa branscher som annars hade varit aktuella att exkludera exempelvis för tobak, vapen och försvar, kärnkraft m.m.

# Resultat och diskussion

*I avsnittet diskuteras den insamlade empirin tillsammans med studiens teorier, motivationsteori samt legitimitetsteori, för att uppfylla studiens syfte. Kapitlet avslutas med en diskussion som besvarar studiens forskningsfrågor.*

## 5.1 Motivationsfaktorer

### 5.1.1 Direkta ekonomiska fördelar

Maltais & Nykvist (2021) beskriver de direkta ekonomiska fördelarna som de eventuella direkta ekonomiska fördelarna med att investera i gröna obligationer. Tang & Zhang (2020) diskuterade kostnaden av att emittera en grön obligation, framför allt för förstagångs emittenter. Intervjuperson 1 belyste detta när han påpekade vikten av att undersöka kostnaden när de först skulle undersöka huruvida om de skulle emittera en grön obligation. Kopplat till de direkta ekonomiska fördelarna är också de eventuella lägre riskerna och/eller bättre avkastning i jämförelse med vanliga omärkta obligationer (Maltais & Nykvist, 2021). Även om detta inte tas upp mycket, diskuterar alla intervjupersoner hur den gröna obligationen är billigare i någon aspekt. Intervjuperson 3 berättar hur den reducerade risken gröna obligationer har leder till billigare lån.

### 5.1.2 Affärsmässiga fördelar

De affärsmässiga fördelarna är kopplade till de fördelarna att emittera en grön obligation som inte är relaterad till de direkta ekonomiska fördelarna men är relaterad till emittentens ekonomiska resultat (Maltais & Nykvist, 2021).

Att engagera sig i marknaden för gröna obligationer är en del av företagets gröna kommunikation. Detta visar Intervjuperson 2 på när hon lyfter hur den gröna obligationen är passande för Lantmännens gröna identitet samt att hon själv lyfter den kommunikativa effekten av att ge ut gröna lån. För att relatera till Maltais &

Nykvist (2021) motivationsteori och incitamentet kopplat till varumärke är detta ett exempel på hur ett företag attraherar nya eller arbetar för att behålla nuvarande kunder. Att det är en ökad medvetenhet på marknaden kring hållbara investeringar som Intervjuperson 3 lyfter visar också på en anledning till ökad motivation för företag att emittera gröna obligationer. Den ökade miljömedvetenheten hos investerare som ökar efterfrågan påpekas även av Deschryver & de Mariz (2020).

En annan affärsmässig fördel som Intervjuperson 3 berättade om är hur den gröna obligationen öppnade upp kontaktytor för internationella marknader. Han lyfter även de effektivitetsvinster Vasakronan får av sitt hållbarhetsarbete såsom energibesparingar. Detta är en operativ effektivitet. En ytterligare operativ effektivitet är den motivation som Intervjuperson 3 beskriver hur det interna hållbarhetsarbetet stärks och att de har möjlighet att ge beröm för detta.

Att minska risk relaterad till potentiella framtida regleringar till hållbarhet är också en affärsmässig fördel (Maltais & Nykvist, 2021). Detta kommenteras av Intervjuperson 3 som säger att förr eller senare hade man varit tvungen att börja med den mängd rapportering som den gröna obligationen kräver oavsett.

### 5.1.3 Legitimitet och institutionellt incitament

Maltais & Nykvist (2021) belyser att företagens engagemang för hållbarhet kan handla om incitament kopplade till påtryckningar som rör organisationens legitimitet. Intervjuperson 2 berättar att den gröna obligationen skapar legitimitet för Lantmännens hållbarhetsarbete, hon menar på att det nästan hade sett konstigt ut om de inte hade haft en grön obligation. Kopplat till Maltais & Nykvist (2021) motivationsteori visar detta hur företaget svarar på de förväntningar som ställs på Lantmännen av intressenter för hållbart företagande.

Vidare har intervjupersonerna främst diskuterat legitimitet i förhållande av utformandet och arbetet med gröna obligationerna och inte i form av påtryckningar att emittera gröna obligationer.

## 5.2 Legitimitet

Företagen som intervjupersonerna var verksamma i har alla använt GBP från ICMA som både grunden för deras respektive ramverk och för att definiera gröna obligationer. Intervjuperson 2 berättar att det var det som förväntades av dem att använda, vilket visar på en aktivitet kopplat till legitimitet såsom Zimmerman & Zeitz (2002) definierat det. Intervjuperson 1 och 2 berättar att när de först emitterade gröna obligationer fanns det inte någon annan valmöjlighet, detta är mer ett bevis på omognaden i marknaden än förväntningar även om det nu har utvecklats till det. Marknaden har utvecklats och det finns nu också en förväntan att de följer EU taxonomin. Organisationer som möter liknande institutionella förhållanden som dessa tre gör tenderar att anta liknande policys och procedurer, detta kallas isomorphism (Maltais & Nykvist, 2021). En oberoende granskning är också något som förväntas ska göras av ramverk och att ramverket följs, alla tre intervjupersoners företag gör detta. Ng (2018) skriver att detta påvisar legitimitet. Intressenter förväntar sig rapportering och transparens. Skulle detta inte göras är det som Jacobsen & Thorsvik (2021) beskriver det som att "bryta" ett kontrakt med samhället.

Intervjuperson 3 som har delaktighet på fler marknader än Sverige berättar hur Sverige ofta ligger före med krav gällande gröna obligationer. Detta visar på hur i den svenska kontexten har vi högre krav för att företag ska verka legitima kopplat till gröna obligationer än andra marknader. Förväntningarna på företag och organisationer är delvis baserade på den geografiska placeringen visar detta på (Deegan, 2002). Andra förväntningar som förändras med kontexten är den bransch företaget är verksam i. Intervjuperson 2 beskriver exkluderingarna de valt att göra som en "hygienfaktor" och Intervjuperson 1 beskriver deras exkluderingar som en självklarhet. Vasakronan, den tredje intervjupersonen, gör inga exkluderingar i deras ramverk. Förklaringen till detta är att de förväntade exkluderingen inte är relevanta för fastighetsbranschen.

## 5.3 Diskussion

### *Hur definieras gröna obligationer av aktörer på marknaden?*

Av samtliga aktörer som varit delaktiga i studien används definitionen i enlighet med GBP från ICMA. Detta tror vi leder till en minskad risk för informationsasymmetri mellan emittenter och investerare (Hyun et al., 2020). Båda parter skapar en bra kännedom av definitionen som kan ses som en branschstandard. Att detta blivit en branschstandard tror vi, utifrån studiens legitimitets teorier (Deegan, 2002; Jacobsen & Thorsvik., 2021; Zimmerman & Zeitz., 2002), kan vara kopplat till företagets vilja att verka legitima. Detta går

också i linje med Maltais & Nykvists (2021) resultat där de såg ett driv för legitimitetsskapande på den svenska marknaden.

*Vilka motivationsfaktorer har aktörerna för att vilja engagera sig i marknaden för gröna obligationer?*

Studien har identifierat flera motivationsfaktorer till varför aktörerna vill engagera sig i marknaden för gröna obligationer kopplat till Maltais & Nykvists (2021) teoretiska ramverk. Direkta ekonomiska fördelar identifieras som en motivationskraft hos alla intervjupersoner. Även om den inte diskuteras mycket i intervjuerna är det uppenbart att den är viktig för företagen. Detta resultat är i linje med Maltais & Nykvists (2021) resultat. De såg att de dominerande motivationsfaktorerna för aktörer på den svenska marknaden inte var drivet av direkta ekonomiska incitament utan mer av de affärsmässiga fördelarna. I denna studie ser vi samma bevis för detta även om vi tror det har en del med utformandet av intervjuguiden att göra.

De affärsmässiga fördelarna tar upp störst del av studiens empiri. Lozano (2015) undersökte drivkrafterna från ett internt och externt perspektiv. Hans resultat visade på att det är lättare att identifiera de externa drivkrafterna (som i detta fall är kopplat till de affärsmässiga fördelarna) än de interna drivkrafterna (kopplat till de direkta ekonomiska fördelarna). Detta kan vara en förklaring till de resultat vår och Maltais & Nykvist (2021) studie fått. Maltais & Nykvist (2021) såg ett driv för legitimitetsskapande på den svenska marknaden. Vårt resultat visar också på detta men mer i processen för utformandet av de gröna obligationerna och mindre som en drivkraft att emittera gröna obligationer även om detta kommenteras av en intervjuperson. Legitimitetsskapande som sker i utformandet av gröna obligationer diskuteras mer under nästa fråga.

*Vilka aktiviteter ägnars sig aktörer åt på marknaden för gröna obligationer för att erhålla legitimitet?*

Utifrån den insamlade empirin framgår det att alla företag använder ramverk som utgår från GBP från ICMA. Det finns även en förväntan att aktörerna är i linje med EU taxonomin. Detta menar vi är principer de utgår från för att erhålla legitimitet genom att överensstamma med samhällets förväntningar (Deegan, 2002). Vi menar även att detta kan vara isomorphism då dessa förväntningar ser likadana ut för alla emittenter som delaktigt i studien (Maltais & Nykvist, 2021).

Alla företagen har publicerat ett eget ramverk för gröna obligationer. Detta är inte ett krav som GBP ställer, det är en rekommendation för att öka transparensen.

Rapporteringen blir också en vägledande princip för att erhålla legitimitet. I Sverige ställs stora krav och förväntningar på marknaden att rapportera, något Intervjuperson 2 menar beror på en förväntan av ärlighet och transparens. Detta är i linje med Ng (2018) som visar på hur hållbarhetsinformation bidrar till legitimitet. Dock är rapporteringen ett krav för företagen som använder sig av GBP men skapar ändå legitimitet och visar på vilja att vara transparent genom att dela med sig av information till intressenter.

En annan aktivitet som visar på en legitimitetsskapande aktivitet är hur alla tre företag som delaktigt i studien använder en andrahandspart för en oberoende granskning. Detta är speciellt intressant då detta inte är ett krav utan en rekommendation från GBP för ökad transparens. Även om det inte är ett krav menar vi att detta också är en förväntning och hade det inte genomförts hade det kunnat skada företagets legitimitet. Detta är i linje med Ng (2018) som visar på hur aktörer använder sig av andrahandsparter för att påvisa legitimitet.

Vår studie visar också att det är förväntat att i ramverket ha vissa exkluderingar för investeringsprojekt. Dessa exkluderingar är ofta kopplat till specifika branscher som till exempel vapen och försvar, tobak, kärnkraft m.m. och gör därför att de inte alltid är aktuella för företag som är verksamma i fastighetsbranschen att tillämpa. Sartzekais (2021) belyste vikten av att säkerställa transparens och kommunikation för att upprätthålla trovärdigheten på marknaden. Detta bidrar de ramverk som undersökts i denna studie då de följer ett legitimt ramverk. Vi har också i studien sett bevis på hur legitimitet kan skilja sig beroende på kontexten, i detta fall på grund av geografisk placering (Deegan, 2002). I svensk kontext har vi högre krav och förväntningar jämfört med andra marknader på till exempel rapportering.

# Slutsatser

## 6.1 Slutsatser utifrån syftet

Syftet med studien var att undersöka vad som motiverar aktörer att engagera sig på marknaden för gröna obligationer. Slutsatsen blir således att de främsta drivkrafterna är kopplade till affärsmässiga fördelar. Det vill säga att den gröna obligationen används som ett kommunikationsverktyg, för att attrahera nya/behålla befintliga kunder, öppnandet av nya marknader, för operativ effektivitet, minskade risker kopplat till ryktet och framtida regleringar samt är kopplat till företagets resterande miljöarbete. Andra drivkrafter kopplade till direkta ekonomiska fördelar och legitimitet är inte lika omfattande.

Vidare ämnade studien att analysera aktörernas arbete med gröna obligationer för att erhålla legitimitet. Aktiviteter kopplat till legitimitetsskapande som har identifierats i studien är ett antal. Vi menar på att det existerar en branschstandard, emittenter använder sig av GBP från ICMA som ramverk/definition. Rapporteringen är ett viktigt verktyg för aktörer för att skapa legitimitet. Samma gäller för av en oberoende andrahandsgranskning som också är förväntat av aktörerna.

## 6.2 Förslag till fortsatt forskning

Vid fortsatt forskning inom ramen för området kan investerarsidan undersökas. Denna studie har utgått från emittenternas perspektiv. Vid fortsatt forskning skulle därmed investerarnas legitimitets- och motivationsfaktorer undersökas. Detta för att undersöka kopplingarna mellan de båda sidorna och vad som eventuellt skiljer dem åt. Det hade kunnat bidra till en förståelse kring varför det ser ut som det gör på emittent-sidan.



# Referenser

- Beckman, M., Björkman, M., Dahlström, R., Grundell, E., Holmstrand, E., Lundquist, L., Rydin, U., Svensson, A.P., Wiberg, J. (2015). *Rådgivning på värdepappersmarknaden*. Upplaga: 3. Stockholm: Liber.
- Brundtland (1987). *Our common future*.  
<https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>
- Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Upplaga 3. Stockholm: Liber.
- Cheng, L.T.W., Sharma, P. & Broadstock, D.C. (2023). Interactive effects of brand reputation and ESG on green bond issues: A sustainable development perspective. *Business strategy and the environment*. 32 (1), 570–586.  
<https://doi.org/10.1002/bse.3161>
- Cicero (2018). ‘*Second opinion*’ on Vasakronan’s Green Finance Framework.  
[https://www.vasakronanse.cdn.triggerfish.cloud/uploads/2018/10/vasakronan\\_green-finance-second-opinion-4sep2018.pdf](https://www.vasakronanse.cdn.triggerfish.cloud/uploads/2018/10/vasakronan_green-finance-second-opinion-4sep2018.pdf)
- Climate Bonds Initiative (uå) *Green Bond Principles & Climate Bonds Standard*  
<https://www.climatebonds.net/market/best-practice-guidelines> (2023-05-22)
- Deegan, C.M. (2019). Legitimacy theory: Despite its enduring popularity and contribution, time is right for a necessary makeover. *Accounting auditing & accountability journal*, 32 (8), 2307–2329. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2018-3638>
- Deschryver, P. & de Mariz, F. (2020). What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market? *Journal of risk and financial management*, 13 (3), 61–.
- Europeiska rådet (2023). *Hållbar finansiering: preliminär överenskommelse om europeiska gröna obligationer* [pressmeddelande]  
<https://www.consilium.europa.eu/sv/press/press-releases/2023/02/28/sustainable-finance-provisional-agreement-reached-on-european-green-bonds/> (2023-05-23)
- G20 (2016). *G20 Green Finance Synthesis Report* [https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis\\_Report\\_Full\\_EN.pdf](https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf)

- Gianfrate, G. & Peri, M. (2019). *The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds*. Vol 219. S 127-135.  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652619304019>
- Hyun, S., Park, D., & Tian, S. (2020). The price of going green: the role of greenness in green bond markets. *Accounting & Finance*. Vol 60(1). pp. 73–95. DOI: 10.1111/acfi.12515 <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/acfi.12515>
- ICMA (2022). *Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*. [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles\\_June-2022-280622.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf)
- Jacobsen, D.I & Thorsvik, J. (2021). Hur moderna organisationer fungerar. 5:e upplagan. Lund: Studentlitteratur.
- Lantmännen (2021, a). *Green Bond Framework*  
<https://www.lantmannen.se/452b1e/siteassets/documents/01-om-lantmannen/press-och-nyheter/publikationer/finansiering/lantmannen-green-bond-framework-april-2021.pdf>
- Lantmännen (2021, b). *Lantmännen växer med grön finansiering*  
<https://www.lantmannen.se/om-lantmannen/finansuell-information/finansiering/>  
 (2023-05-04)
- Lozano, R. (2015). A Holistic Perspective on Corporate Sustainability Drivers. *Corporate social-responsibility and environmental management*, 22 (1), 32–44.  
<https://doi.org/10.1002/csr.1325>
- Maltais, A. & Nykvist, B. (2021). Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. *Journal of sustainable finance & investment*, 11 (3), 233–252.  
<https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1724864>
- Mercer (2015). *Investing in a time of climate change*.  
<https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/global/investments/mercer-climate-change-report-2015.pdf>
- Naturvårdsverket (uå). *Klimatet och finanssektorn*  
<https://www.naturvardsverket.se/amnesomraden/klimatomstallningen/omraden/klimatet-och-finanssektorn/> (2023-04-06)
- Ng, A.W (2018). From sustainability accounting to a green financing system: Institutional legitimacy and market heterogeneity in a global financial centre.

*Journal of Cleaner Production*, 195, 585-592  
<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.05.250>

- Nordea (uå). *Vad är obligationer och hur fungerar de?*  
<https://www.nordea.com/sv/nyhet/vad-ar-grona-obligationer> (2023-05-15)
- Nordea (2022) *Nordea green funding framework* <https://www.nordea.com/en/doc/nordea-green-funding-framework-2022final.pdf>
- OECD (2016). *Green bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition*  
<https://www.oecd.org/environment/cc/Green%20bonds%20PP%20%5Bf3%5D%20%5Blr%5D.pdf>
- Sartzetakis, E.S. (2021). Green bonds as an instrument to finance low carbon transition. *Economic change and restructuring*, 54 (3), 755–779.  
<https://doi.org/10.1007/s10644-020-09266-9>
- Talan, G. & Sharma, G.D. (2019). Doing well by doing good: A systematic review and research agenda for sustainable investment. *Sustainability*, 11 (2), 353  
<https://doi.org/10.3390/su11020353>
- Tang, D.Y. & Zhang, Y. (2020). Do shareholders benefit from green bonds? *Journal of corporate finance (Amsterdam, Netherlands)*, 61, 101427–.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.12.001>
- Torvanger, A., Maltais, A. & Marginean, I. (2021). *Green bonds in Sweden and Norway: What are the success factors?* *Journal of cleaner production*, 324, 129177–.  
<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.129177>
- Vasakronan (uå). *Grön finansiering* <https://vasakronan.se/om-vasakronan/finansuell-info/gron-finansiering/> (2023-05-13)
- Zimmerman, M. & Zeitz, G. (2002). Beyond Survival: Achieving New Venture Growth by Building Legitimacy. *The Academy of Management review*, 27 (3), 414–431.  
<https://doi.org/10.2307/4134387>

# Tack

Vi vill rikta ett tack till alla som hjälpt oss i vårt arbete med uppsatsen. Tack till våra intervjupersoner som medverkat i intervjuerna. Utan er skulle detta inte vara möjligt! Slutligen vill vi rikta ett stort tack till vår handledare Uliana Gottlieb för all hjälp under uppsatsens gång.

# Bilaga 1

## *Intervjufrågor*

1. Vad är din roll på företaget?
2. Hur länge har du arbetat inom rollen?
3. Har du ytterligare erfarenheter av att arbeta med gröna obligationer?
4. Vilka faktorer var viktiga att ta hänsyn till när ni valde att definiera gröna obligationer på det sättet ni gör?
5. Varför har ni valt att använda ramverket Green Bond Principles från ICMA?
6. Vad har ni valt att göra för exkluderingar?
7. Varför har ni valt dessa exkluderingar?
8. Vilka är era huvudsakliga motiv till att emittera gröna obligationer?
9. Vad har intressenter för krav på era gröna obligationer?
10. Hur ser ni på den gröna obligationens roll i arbetet mot en hållbar utveckling?
11. Vilken typ av efterfråga ser ni för gröna obligationer på marknaden?
12. Anser du att marknaden behöver starkare reglering för att säkerställa att obligationerna används för grön finansiering?
13. Har ni några förslag på förbättringar på marknaden för gröna obligationer?
14. Är det något mer som du tror kan vara intressant för oss att veta?

## Publicering och arkivering

Godkända självständiga arbeten (examensarbeten) vid SLU publiceras elektroniskt. Som student äger du upphovsrätten till ditt arbete och behöver godkänna publiceringen. Om du kryssar i **JA**, så kommer fulltexten (pdf-filen) och metadata bli synliga och sökbara på internet. Om du kryssar i **NEJ**, kommer endast metadata och sammanfattning bli synliga och sökbara. Även om du inte publicerar fulltexten kommer den arkiveras digitalt. Om fler än en person har skrivit arbetet gäller krysset för samtliga författare. Du hittar en länk till SLU:s publiceringsavtal på den här sidan:

- <https://libanswers.slu.se/sv/faq/228316>.

JA, jag/vi ger härmed min/vår tillåtelse till att föreliggande arbete publiceras enligt SLU:s avtal om överlåtelse av rätt att publicera verk.

NEJ, jag/vi ger inte min/vår tillåtelse att publicera fulltexten av föreliggande arbete. Arbetet laddas dock upp för arkivering och metadata och sammanfattning blir synliga och sökbara.