

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

74. Jahrgang · 1. Dezember 2021

23-2021

**Digitaler
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

CRR

GREEN BONDS

**DIGITALE
TRANSFORMATION**

**Green Bonds – cui bono?
Christoph Enders / Saskia Kröger**

Christoph Enders / Saskia Kröger

Green Bonds – cui bono?

350 Milliarden Euro müssen jedes Jahr zusätzlich investiert werden, um die EU-Klimaziele bis zum Jahr 2030 erreichen zu können, so jedenfalls eine Schätzung der EU-Kommission auf der Basis der nationalen Energie- und Klimapläne aus dem September 2020.¹⁾ Allein die EU-Kommission plant im Zeitraum 2021 bis 2027 (inklusive Teile der 750 Milliarden Euro Next-Generation-EU-Finanzmittel) rund 600 Milliarden Euro – also knapp 90 Milliarden Euro pro Jahr – für das Thema „Klima“ bereitzustellen.²⁾ Alle weiteren Finanzierungsmittel müssen durch die Mitgliedsstaaten sowie den Kapitalmarkt zur Verfügung gestellt werden.

Wie bereits in der Vergangenheit geschehen, wird der private Sektor vor allem Fremdkapital beisteuern, wobei Green Bonds, sprich „grüne“ Anleihen, eine zentrale Rolle spielen dürften. Der Staatssekretär im Bundesumweltministerium Jochen Flasbarth formuliert dies wie folgt: „Investoren, die ihre Mittel wirkungsorientiert anlegen möchten, benötigen ein Angebot, das einem grünen Anspruch auch tatsächlich gerecht wird. Zugleich

derem. „eine ambitionierte Umsetzung der EU-Green-Bond-Standards und ihre Weiterentwicklung im Gleichklang mit der EU-Taxonomie.“⁴⁾

Vor diesem Hintergrund stellt sich gleichwohl die Frage des „cui bono“ von Green Bonds. „Wem nützt es?“ hat drei Sichtweisen:

- a) die Sichtweise des Emittenten (also des Schuldners) der Anleihe,
- b) die Sichtweise der Anleger/Investoren (also der Gläubiger) und
- c) die Frage nach den Umweltwirkungen.

Green Bonds sind Teil des „nachhaltigen“ Finanzanlagen-Universums. Im Jahr 2020 wurden weltweit Green Bonds im Wert von rund 223 Milliarden US-Dollar emittiert, was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr von 26 Prozent entspricht.⁵⁾ Per 30. Juni 2020 betrug das weltweit ausstehende Green-Bond-Volumen rund 892 Milliarden US-Dollar.⁶⁾ Dabei entfielen etwa 27 Prozent des gesamten Volu-

ten. Entsprechend lag das Emissionsvolumen bei zwei Drittel aller neu emittierten Green Bonds im Jahr 2020 bei über 500 Millionen US-Dollar.

Voraussetzungen für eine Zertifizierung

Generell handelt es sich bei Green Bonds um zweckgebundene Anleihen. Was ein Green Bond ist, bestimmt zunächst einmal der Emittent (Verkäufer) der Anleihe. Dieser plant Investitionen mit – aus seiner Sicht – positiven Umweltwirkungen und/oder hat derartige Investitionen bereits in der Vergangenheit realisiert. Durch externe Agenturen lässt sich der Emittent dies entsprechend bestätigen. Wie bei den klassischen Ratingverfahren durch Standard & Poor's et al. zur Beurteilung der Bonität von Unternehmen trägt der Emittent die Kosten, bezahlt also die Agentur, die die Mittelverwendung und die Umweltwirkungen bestätigt beziehungsweise zertifiziert.

Eine solche Zertifizierung funktioniert unter zwei Voraussetzungen. Zum einen muss die entsprechende Agentur neben dem erforderlichen Know-how vom (potenziellen) Auftraggeber unabhängig sein (und keine „Gefälligkeitszertifizierungen“ vornehmen). Zum anderen braucht es eine klare Definition, was „grün“, also nachhaltig ist, beziehungsweise mit welchen Finanzierungsansätzen dies erreicht werden kann.

Inwieweit die erste Voraussetzung flächendeckend erfüllt wird, ist offen. Die europäische Wertpapieraufsicht ESMA sieht in einem Brief an die EU-Kommission die

„Es gibt ein grundsätzliches Verbesserungspotenzial bei der Zertifizierung von Green Bonds.“

sind Green Bonds ein wichtiges Instrument zur Hebelung der immensen Mittel, die wir weltweit für den Übergang zu einer umweltgerechten und klimaneutralen Wirtschaft mobilisieren müssen.“³⁾ Auch der Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung empfiehlt in seinem Abschlussbericht vom 25.02.2021 unter an-

mens auf staatliche beziehungsweise staatsnahe Emittenten und circa 20 Prozent wurden jeweils von (Industrie-)Unternehmen oder Finanzinstituten emittiert. Danach folgen mit rund 16 Prozent Entwicklungsbanken wie die Weltbank. Die Emittenten von Green Bonds sind in der Regel große Institutionen oder Staa-



Qualität von ESG-Ratings (und damit auch die der jeweiligen Agenturen) durchaus kritisch: „... the risks of capital misallocation, product misselling and greenwashing are high...“.⁷⁾ Dies könnte grundsätzlich ein Indikator für Verbesserungspotenzial bei den Zertifizierungen sein.

Zur zweiten Voraussetzung hat die EU-Kommission Grundsatzpapiere veröffentlicht. Die Taxonomie-Verordnung vom 21.04.2021⁸⁾ definiert, was „grün“ ist und die EU-Green Bond Standards⁹⁾ aus dem Jahr 2020 klären den Rahmen entsprechender Finanzierungen.

Der EU-Green Bond Standard basiert auf den sogenannten „use of proceeds“-Bonds. Finanzierungszweck – das heißt der „use of proceed“ – sind (a) Sachanlagen beziehungsweise Investitionen (oder eng definierte Betriebskosten) von Unternehmen, (b) die Refinanzierung von (Förder-)Banken, also die Finanzierung von deren Kreditvergabe an Unternehmen, sowie (c) die Mittelbeschaffung für Maßnahmen staatlicher Institutionen. Die jeweilige Investition oder Maßnahme soll in Übereinstimmung mit der bereits erwähnten EU-Taxonomie substanziell zu den Umweltzielen der EU beitragen. Das Spektrum der Ziele reicht von Maßnahmen gegen den Klimawandel bis zur Wiederherstellung von Biodiversität. Insbesondere dürfen diese Ziele nicht durch eine Investition konterkariert werden.

Keine eindeutige Zweckbindung

Das wesentliche Merkmal eines „use of proceeds“-Bonds ist zwar – wie der Name sagt – die Zweckbindung, jedoch fehlt eine direkte Verbindung zwischen der Finanzierung und der Investition. Die Finanzierungsmittel, die der Emittent durch die Emission eines Green Bond erhält, fließen in die allgemeine Firmenkasse beziehungsweise den Staatshaushalt. Welche Verbindlichkeiten oder Maßnahmen daraus im Einzelnen finanziert werden, richtet sich nach dem jeweiligen Bedarf des Unternehmens, der Bank oder des Staates, und muss keineswegs direkt eine „grüne Investition“ finanzieren. Der EU Green Bond Standard Usability Guide

formuliert dies wie folgt: „... it is general market practice for green bonds to be legally no different from regular bonds, and therefore use-of-proceeds are technically for general corporate purposes and finance the entire balance sheet of a company. The issuer promises to spend an equivalent amount on the projects as outlined in the green bond framework.“¹⁰⁾ Zugespielt lässt sich sagen, ob das Geld aus dem Green Bond der Bundesrepublik Deutschland vom 2. September 2020 der Finanzierung von Umweltmaßnahmen diente oder vielleicht zum Teil zur Räumung des Dannenröder Forstes eingesetzt wurde, ist nicht nachvollziehbar. Für das Label „Green Bond“ ist nur wichtig, dass der Bund „grüne Investitionen“ tätigt (oder bereits getätigt hat), die mindestens dem Volumen des Green Bonds in Höhe von 6,5 Milliarden Euro entsprechen.

Darüber hinaus können Green Bonds für die Tilgung einer bestehenden Finanzierung einer in der Vergangenheit getätigten Investition genutzt werden. In diesem Fall besteht erst recht keine direkte Verbindung zwischen einer „grünen Investition“ und einem Green Bond. Die Investition – zum Beispiel in erneuerbare Energieerzeugung – ist bereits realisiert und damit (wie auch immer) finanziert.

Argumentieren lässt sich, dass ein Green Bond unterschiedlich stark „grün“ sein kann, das heißt je höher der Anteil des Anlage- und Umlaufvermögens eines Unternehmens ist, das zu den genannten Umweltzielen beiträgt, um so „grüner“ ist der Green Bond. Konkret: Hat ein Energieversorger beispielhaft Vermögen, das zu 80 Prozent aus Kraftwerken auf Basis fossiler Energie und zu 20 Prozent aus Kraftwerken auf Basis erneuerbarer Energie besteht, finanziert ein Green Bond de facto zu 80 Prozent fossile Kraftwerke und zu 20 Prozent erneuerbare Energien; der Green Bond wäre also zu 20 Prozent „grün“.

Green Bonds wirtschaftlich vorteilhaft?

Das Problem dieser Argumentation ist, dass in diesem einfachen Beispiel auch



Prof. Dr. Christoph Enders

FOM Hochschule für Oekonomie und Management, Bonn



Saskia Kröger

Group Controller, Köln

Nachhaltig und mit gutem Gewissen Geld anlegen: Diese Idee steckt hinter den sogenannten Green Bonds. Die Nachfrage der Investoren gegenüber diesen zweckgebundenen Anleihen ist enorm und nimmt sogar kontinuierlich zu. Doch wie grün sind Green Bonds eigentlich wirklich und tragen sie tatsächlich dazu bei, dass die EU-Klimaziele bis zum Jahr 2030 erreicht werden können? Zum einen können laut den Autoren Green Bonds unterschiedlich stark „grün“ sein und es fehlt zum anderen eine direkte Verbindung zwischen der Finanzierung und der jeweiligen konkreten Investition. Und ohne eine nachvollziehbare positive Klima- und Umweltwirkung bestehe bei diesem Instrument die Gefahr des Greenwashings. Stattdessen nur die Unternehmen mit einem überdurchschnittlich geringen CO₂-Fußabdruck zu finanzieren, sei daher die sinnvolle Alternative. Die Auswahl dieser Unternehmen könnte anhand eines umweltorientierten Aktienindex getroffen werden. (Red.)

die konventionellen Finanzierungen des Energieversorgers entsprechend „grün“ wären. Damit wäre die Kategorie „grün“ für eine Finanzierung wenig aussagekräftig beziehungsweise direkt abhängig von dem jeweiligen Geschäftsmodell eines Unternehmens oder einer Bank.

Interessant sind Anleihen von Unternehmen (oder Banken), deren gesamtes Geschäftsmodell den oben genannten Umweltzielen entspricht. Anleihen von diesen sogenannten „Pure Playern“, aber auch Projekt-Anleihen, die zur Finanzierung eines bestimmten Projektes (zum

Beispiel ein Windpark) dienen, brauchen kein „grünes“ Label. Eine Zertifizierung hat in diesen Fällen keinen zusätzlichen Informationswert und kann damit – unter anderem aus Kostengründen – unterbleiben. Man kann also sagen, dass im Fall einer eindeutigen Zweckbindung an Klimaziele wie bei Pure Playern oder entsprechenden Projekten – also dann, wenn ein Green Bond wirklich „grün“ ist – kein Green Bond emittiert werden muss, sondern eine konventionelle Finanzierung eine vergleichbare Wirkung beziehungsweise Kosten hat.

Nur ein Teil der gesamten Finanzierung

Zunehmend mehr Banken, Unternehmen und Staaten begeben Green Bonds zur Finanzierung oder Refinanzierung von Aktivitäten, die ins weite Feld von „green“ fallen. Weshalb? Dass der „normale“ Kapital- und Bankenmarkt sonst keine Finanzierung bereitstellen würde, kann jedenfalls ausgeschlossen werden. Die Bonität der Emittenten ist in der Regel gut bis exzellent. Man denke zum Beispiel an Anleihen der KfW oder der Europäischen Investitionsbank, die die beste Bonitätsstufe aufweisen, oder an Unternehmen wie die Daimler AG¹¹⁾, die im September 2020 ihren ersten Zehn-Jahres-Green-Bond über 1 Milliarde Euro

in der Finanzmittelbeschaffung kostengünstiger sein als ein konventioneller Bond. Entscheidend für den Emittenten sind der Kurs und der Zins-Coupon zum Zeitpunkt der Emission. Um rechnerisch den Preisvorteil bestimmen zu können, müsste der Green Bond mit einer sogenannten Zwillingsanleihe, die zum gleichen Zeitpunkt begeben wird und die gleichen Bedingungen (insbesondere Laufzeit) hat, verglichen werden. Mit wenigen Ausnahmen wie der Bundesanleihe ist ein solcher Vergleich in der Praxis nicht möglich, da in der Regel keine direkt vergleichbare konventionelle Anleihe zeitgleich emittiert wird. In der Realität behilft man sich mit Schätzungen auf der Basis ausstehender konventioneller Anleihen.

Vor dem Hintergrund dieses methodischen Problems ist wissenschaftlich nicht eindeutig geklärt, ob beziehungsweise unter welchen Bedingungen Green Bonds überhaupt einen Preisvorteil – das sogenannte „Greenium“ – bieten.¹²⁾ Je nach Methode, betrachtetem Zeitraum und der Datengrundlage ergeben sich unterschiedliche Ergebnisse. In Einzelfällen findet sich sogar ein Preisnachteil. Tendenziell lässt sich jedoch festhalten, dass im Markt oftmals ein kleines Greenium existiert. Der Kostenvorteil beziehungsweise aus Sicht des Käufers der Renditenachteil eines Green Bond gegen-

über einbeziehen. Faktisch ist deren Relevanz gering. Die Größenordnung der Zertifizierungskosten für ein Anleihevolumen von beispielweise 300 Millionen Euro liegt bei etwa 0,01 Prozent. Hinzu kommen geringe interne Kosten des Emittenten unter anderem durch die erforderliche Aufbereitung von Unterlagen für das Rating und das laufende Reporting.

Zusammenfassend kann die Emission von Green Bonds aus Sicht des Emittenten kaum rein wirtschaftlich begründet werden; dafür sind die „greifbaren“ Vorteile zu gering. Das Hauptargument für Green Bonds liegt im möglichen Reputationsgewinn, was mittel- bis langfristig wiederum wirtschaftliche Vorteile bringen kann. Dieser Reputationsgewinn ist additiv zu dem möglichen Reputationsgewinn aus der eigentlichen Investition eines Unternehmens oder der Kreditvergabe einer Bank für eine „grüne“ Investition. Die Emission eines Green Bond signalisiert den Stakeholdern, dass Nachhaltigkeitsaspekte wie Klimaschutz integraler Bestandteil der Unternehmensphilosophie sind.

Unternehmen und Bank im Zugzwang

Das ist fast schon zwingend, denn ohne Aktivitäten oder Investitionen im Hinblick auf Nachhaltigkeit und Klimaschutz sind Unternehmen wie Banken langfristig kaum zukunftsfähig: Unternehmen könnten ohne entsprechendes Agieren sonst zunehmend Probleme beziehungsweise höhere Kosten für Bankkredite haben und Banken sind wiederum von der Bankenaufsicht dazu aufgefordert, Klimarisiken bei der Kreditvergabe zu berücksichtigen – denn Klimarisiken sind Kreditrisiken.¹⁴⁾

Neben (potenziellen) Kunden wie bei Banken sind Beschäftigte eine weitere wichtige Stakeholder-Gruppe. In Zeiten des Arbeitskräftemangels wird Reputation wichtig: Wer freut sich nicht (ein wenig), wenn das eigene Unternehmen einen Green Bond emittiert? Dies gilt im weiteren Sinne auch für Aktionäre oder

„Das Hauptargument für Green Bonds liegt im möglichen Reputationsgewinn.“

mit einem Zins-Coupon von 0,75 Prozent begeben haben. Diese Emittenten haben Alternativen: vom Bankkredit bis zur konventionellen – nicht grünen – Anleihe. Green Bonds sind hier immer nur ein (kleiner) Teil der gesamten Finanzierung.

Da die Verfügbarkeit von Finanzierungsmöglichkeiten – weil gegeben – kein Entscheidungskriterium ist, stellt sich die Frage nach der wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit eines Green Bond. Aus Sicht des Emittenten sollte ein Green Bond möglichst einen Preisvorteil bieten, also

über einer konventionellen Anleihe liegt in der Mehrzahl der Studien zwischen 0,02 Prozent und 0,2 Prozent per annum. Bei der zehnjährigen Zwillingsanleihe der Bundesrepublik Deutschland beträgt die Renditedifferenz derzeit rund 0,04 Prozent per annum.¹³⁾

Gut für das Image

Darüber hinaus wird der Emittent in seiner Vergleichsrechnung die Kosten eines Green Bond durch eine externe Zertifizie-



den Bürger, der Stakeholder einer staatlichen Förderbank ist.

Staatlicherseits wird die Emission von Green Bonds durch Jörg Kukies (Staatssekretär im Bundesfinanzministerium) am 20. April 2021 wie folgt begründet: „Der Marktauftritt des Bundes mit Grünen Bundeswertpapieren war goldrichtig. Durch das innovative Zwillingskonzept ist es uns gelungen, den Preisvorteil für grüne Emissionen klar aufzuzeigen. Damit und durch den Aufbau einer liquiden grünen Zinskurve hat der Bund enorm zum Wachstum des nachhaltigen Anleihemarkts beigetragen und so Deutschland als Sustainable-Finance-Standort ganz weit nach vorne gebracht.“¹⁵⁾

Stranded Assets

Dem Nachteil eines Green Bond, nämlich, dass eine eindeutige, direkte Zweckbindung nicht besteht, steht der entsprechende Vorteil aus Sicht des Anlegers gegenüber. Zins- und Tilgungszahlung erfolgen aus dem gesamten Cashflow des Emittenten. Das Risiko des Green Bond wird nicht durch die zugrunde liegende grüne Investition bestimmt, sondern durch das gesamte Unternehmen. In dem zuvor genannten Beispiel des Energieversorgers kämen Zinsen und Tilgung anteilig aus den mit fossiler Energie betriebenen Kraftwerken. Dies kann sich als Nachteil erweisen, sollten sich diese Kraftwerke in Zukunft vermehrt als Fehlinvestition – also als „stranded assets“ – herausstellen (sprich nicht genügend Cashflow produzieren). Ein solches Szenario könnte zu einer Insolvenz führen, sodass auch der Green Bond nicht (voll) zurückgezahlt würde.

Die vom Investor oder Käufer einer Anleihe als notwendig gesehene Rendite hängt vor allem von der Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten ab. Ein Green Bond hat somit als Referenzpunkt die Rendite einer vergleichbaren konventionellen Anleihe. Ein Greenium findet sich nur, wenn Anleger auf Rendite verzichten und dieser Effekt nicht durch etwaige höhere Transaktionskosten, zum Beispiel für die Informationsbeschaffung und das Repor-

ting einer vermögensverwaltenden Gesellschaft, die „grüne“ Anleihefonds für Dritte auflegt, konterkariert wird.

Die Kompensation für den Verzicht auf Rendite ist – analog der Emittenten-Sichtweise – Reputation. Dies gilt für eine

„Ein Greenium findet sich nur, wenn Anleger auf Rendite verzichten.“

Versicherung, die beispielsweise in Green Bonds investiert und durch entsprechende Reputation neue Versicherungskunden gewinnen will, wie den privaten Investor. Letzterer gewinnt – wenn über das Thema Geldanlage gesprochen wird – im privaten Umfeld oder freut sich zumindest „im stillen Kämmerlein“.

Dass das Greenium im Wesentlichen durch Reputationsgewinn determiniert wird, erklärt zum Teil die geringe Höhe des Greeniums. Ob rationale Investoren die Umweltwirkungen eines Green Bond realistisch einschätzen und deshalb nicht auf Rendite verzichten oder die grundsätzliche Bereitschaft zum Renditeverzicht wenig ausgeprägt ist, bleibt bislang eine offene Frage.

Positive Umweltwirkungen?

Wann kann eine Finanzierung eine positive Umweltwirkung haben? Streng genommen nur dann, wenn ohne diese spezifische Finanzierung eine Investition mit positiven Umweltwirkungen nicht möglich gewesen wäre. Dies erscheint aktuell wenig wahrscheinlich. Begründen¹⁶⁾ lässt sich dies wie folgt:

Die Finanzmärkte der meisten Industrieländer sind – von den Zentralbanken mit Geld geflutet – hochgradig liquide. Finanzierungsmittel in Form von Fremdkapital sind keine knappe Ressource, wie auch die erheblichen Mittel zur Bekämpfung der Covid-19-Folgen zeigen. Rund zwei Drittel der Emissionen von Green Bonds entfallen auf Finanzinstitutionen, Förderbanken und staatliche beziehungs-

weise staatsnahe Emittenten. Diese haben dank ihrer hohen Bonität keine (Re-) Finanzierungsprobleme und das zu historisch niedrigen, teilweise sogar negativen, Zinsen. Das gilt cum grano salis auch für Unternehmen wie die Daimler AG beziehungsweise ABS-Papiere.

Bei gegebener Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln könnten theoretisch die Kostenvorteile durch einen Green Bond Investitionen ermöglichen, die sonst unterbleiben würden. Dass das empirisch kaum feststellbare Greenium hier den Unterschied macht, ist unwahrscheinlich. Ein einfaches Beispiel zeigt die Dimensionen: Ein Windenergieprojekt hat eine Finanzierung über 20 Jahre mit einem Zinssatz von 2 Prozent per annum. Unterstellt man gleiche Tilgungsraten (also 5 Prozent in jedem Jahr), so muss der für den Schuldendienst verfügbare Cashflow des Projektes im ersten Jahr mindestens 7 Prozent der Fremdfinanzierung betragen. Ein Greenium als Kostenvorteil von vielleicht 0,07 Prozent fällt dabei nicht ins Gewicht. Faktisch irrelevant ist damit auch die Frage, ob eine Bank einen etwaigen Refinanzierungsvorteil aus einem Green Bond an den Kreditnehmer weitergibt oder gewinnerhöhend selbst behält.

Positive Umweltwirkungen durch eine zusätzliche Investition treten bei einer Refinanzierung – also der Tilgung bestehender Verbindlichkeiten durch einen Green Bond – nicht auf, da die Investition bereits realisiert wurde. Selbst in dem Szenario einer durch eine fehlende Refinanzierung ausgelösten Insolvenz ändert sich dies nicht: Vereinfacht gesagt hat die Insolvenz einer GmbH mit einer Windenergieanlage keinen direkten Einfluss auf die Stromerzeugung – das Windrad dreht sich weiter.

Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob mit Green Bonds indirekte positive Umweltwirkungen verbunden sind. So könn-

te das Geschäftsmodell eines Unternehmens oder einer Bank durch einen Green Bond induziert klima- oder umweltfreundlicher werden. Hier liegt jedoch ein „Henne-Ei“-Problem vor: Ob das Management durch die Möglichkeit der Emission eines Green Bond das Thema „Klimawandel und Umwelt“ erst als unternehmerische Aufgabe und Verantwortung begreift (mithin entsprechend agiert) oder ob dieses Thema Bestandteil der Unternehmensphilosophie ist (der Emittent längst seine Hausaufgaben macht beziehungsweise gemacht hat), ist nicht klar.

Eine weitere indirekte Wirkung nennt die Finanzagentur des Bundes: „Mit der Emission von grünen Bundeswertpapieren und dem damit verbundenen Reporting schafft die Bundesrepublik Deutschland eine hohe Transparenz über die grünen Ausgaben im Bundeshaushalt.“¹⁷⁾ Dass die Transparenz des Bundeshaushaltes durch eine grüne Anleihe erhöht wird, erstaunt als Argument dann doch.

„Zwei Drittel der Emittenten schneiden im Hinblick auf Umweltziele verhältnismäßig schlecht ab.“

Als weiteren Grund nennt die Finanzagentur „das Ziel, den Markt für grüne und nachhaltige Anlageformen bedeutend zu stärken und entscheidend weiterzuentwickeln“. Konkrete Umweltwirkungen der Anleihe beziehungsweise der zu finanzierenden Investitionen werden von der Finanzagentur unter der Überschrift „Gute Gründe“ nicht genannt.

Zu wenig Durchschlagskraft

Hinzu kommt, dass es sich bei den Unternehmen, die Green Bonds emittieren, keineswegs um eine Positivauswahl im Hinblick auf Klima- beziehungsweise Umweltwirkungen handelt. Eine im September 2020 erschienene Querschnittsanalyse¹⁸⁾ von Green-Bond-Emittenten kommt zu einem eher negativen Ergebnis, was deren Klima-Performance angeht. Die Emission von Green Bonds korrespon-

diert nicht mit einer signifikanten Reduktion von Treibhausgasemissionen. Hinzu kommt der Aspekt, dass die industriellen Emittenten von Green Bonds nicht notwendigerweise die mit der höchsten CO₂-Effizienz (gemessen in Tonnen CO₂ je Millionen US-Dollar Umsatz)¹⁹⁾ sind. Ähnlich sind die Ergebnisse einer kleineren Stichprobe der Ratingagentur Scope, bei der zwei Drittel der Emittenten von Green Bonds, im Hinblick auf Umweltziele, verhältnismäßig schlecht abschneiden.²⁰⁾ Die positiven – gemessen zum Beispiel in einer zusätzlichen Reduzierung von Treibhausgasen – Umweltwirkungen von Green Bonds sind bestenfalls überschaubar. Dies ist typisch für „use of proceeds“-Green Bonds.

Interessant ist der Aspekt eines möglichen Kollateralschadens durch Green Bonds. Ein solcher tritt auf, wenn diese ein Substitut für erforderliches Handeln wären: mit dem SUV zum Einkaufen, aber – kompensatorisch – in Green Bonds investieren. Das wäre nicht einmal Ab-

lass. Ablass-Briefe im 16. Jahrhundert mussten teuer gekauft werden, während Green Bonds höchstens eine minimale Minderrendite haben. Diese Frage der unerwünschten Nebenwirkungen gilt analog auch für andere Akteure wie zum Beispiel Banken, die zudem sowohl als Emittent als auch als Investor auftreten können.

Was wäre jetzt eine Alternative zu Green Bonds für Investoren, die neben einer Rendite mit ihrer Geldanlage positive Umweltwirkungen erzielen wollen? Die Alternative ist der Kauf von Anleihen von Unternehmen oder Banken, deren CO₂-Fußabdruck im Vergleich mit der jeweiligen Branche überdurchschnittlich gering ausfällt und deren Geschäftsmodell mit den Pariser-Klimazielen kompatibel ist. Dies ist ein (kleiner) Paradigmenwechsel: Statt die vom Anleger gewünschten Umwelt- und Klimawirkungen durch eine

Zweckbindung (die bei Green Bonds so nicht auftritt) erreichen zu wollen, werden die jeweils besten Unternehmen, also die mit den geringsten negativen Umweltwirkungen, finanziert. Wenn man durch die Geldanlage in einem Green Bond sowieso einen Teil der gesamten Finanzierung eines Unternehmens oder einer Bank bereitstellt, könnte man sich doch gleich auf die konzentrieren, die die beste Umwelt-/Klimabilanz haben.

Aktien- und Anleihenindizes bieten Orientierung

Die Voraussetzung hierzu ist, dass der CO₂-Fußabdruck sich zwischen Unternehmen einer Branche hinreichend differenzieren lässt. Dies ist grundsätzlich gegeben. Eine im März 2021 erschienene Studie der Unternehmensberatung Oliver Wyman kommt zu dem Ergebnis, dass die CO₂-Effizienz (das heißt direkten „Scope 1-“ und die indirekten „Scope 2-“, zum Beispiel durch Zukauf von Strom, Emissionen gemessen am Umsatz) der besten 25 Prozent der Unternehmen einer Branche doppelt so hoch ist wie die der schlechtesten 25 Prozent.²¹⁾

Während große institutionelle Anleger auf Basis eigener Datenanalyse entscheiden können, bietet es sich für wertorientierte (Klein-)Anleger an, die Auswahl der Unternehmen und Banken anhand eines umweltorientierten Aktienindex zu treffen (zum Beispiel der S&P Paris-aligned & Climate Transition Index). Alternativ wäre ein entsprechender Anleiheindex wie der Solactive ISS Paris-aligned Select Euro Corporate IG Index zu nennen. Die Rahmenbedingungen solcher Indizes hat die EU-Kommission durch eine entsprechende Verordnung am 17. September 2020 geregelt.²²⁾ Derartige Aktien- und Anleiheindizes – und damit aggregiert die darin enthaltenen Unternehmen – müssen ausgehend von mindestens 30 Prozent geringeren Treibhausgas-Emissionen als der Durchschnitt des Anlageuniversums die Treibhausgasemissionen jedes Jahr um 7 Prozent verringern. Darüber hinaus sind – anders als bei Green Bonds – kritische Branchen wie zum Beispiel



Energieerzeugung auf Kohlebasis abgeschlossen.

Wenn Investoren eine Präferenz für Unternehmen und Banken mit im Vergleich zum jeweiligen Sektor überdurchschnittlichen positiven Klima-/Umweltwirkungen („best-in-class“) entwickeln, werden diese einen Wettbewerbsvorteil haben. Allerdings sollte man auch diesen Effekt im Hinblick auf Umweltwirkungen nicht überschätzen: Staatliche Rahmenbedingungen – ein Stichwort ist der CO₂-Preis – und eine geänderte Nachfrage der Konsumenten müssen die Voraussetzungen für klimafreundliche Investitionen schaffen – deren Finanzierung durch Anleihen oder Bankkredite ist das kleinere Problem.

Fußnoten

- 1) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0564&from=EN> abgerufen am 16.2.2021
- 2) <https://www.consilium.europa.eu/en/infographics/mff2021-2027-ngeu-final/> abgerufen am 9.4.2021
- 3) Presseerklärung 4.2.2021: <https://www.bmu.de/pressemitteilung/investitionen-in-green-bonds-werden-verstetigt/> abgerufen am 18.2.2021.
- 4) https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2021/02/210224_SFB_-_Abschlussbericht-2021.pdf (S.14)
- 5) Refinitiv, Sustainable Finance Review 2020.
- 6) Für diese und die folgenden Daten: <https://www.climatebonds.net/market/data> abgerufen am 26.01.2021.
- 7) Brief vom 28.01.2021: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf abgerufen am 19.3.2021
- 8) https://ec.europa.eu/info/law/sustainable-finance-taxonomy-regulation-eu-2020-852/amending-and-supplementary-acts/implementing-and-delegated-acts_en abgerufen am 22.04.2021.
- 9) https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf abgerufen am 14.2.2021.
- 10) https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf (Fußnote 22) abgerufen am 18.2.2021
- 11) <https://www.daimler.com/investoren/refinanzierung/gruene-finanzierung/> abgerufen am 2.2.2021.
- 12) Vgl. z.B.: Climate Bonds Initiative, Green Bond Pricing in the Primary Market: July - December 2020 https://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/cbi_pricing_h2_2020_01e.pdf?file=1&type=node&id=56174&force=0 abgerufen am 19.3.2021.
- 13) Kapraun, J. und C. Scheinsz, (In-)Credibly Green: Which Bonds Trade at a Green Bond Premium? Paris December 2019 Finance Meeting EUROFIDAI – ESSEC
- 14) Liaw, T.K., Survey of Green Bond Pricing and Investment Performance. In: Journal of Risk and Financial Management, 13, 2020.
- 15) Ma, C. et al., Are green bonds different from ordinary bonds? A statistical and quantitative point of view. Working Paper Research October 2020; Nr 394; National Bank of Belgium.

- Partridge, C. und F.R. Medda, Green Bond Pricing: The Search for Greenium. In: The Journal of Alternative Investments. Summer 2020. S. 49-56.
- Zerbib, O.D., The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds. In: Journal of Banking and Finance, (98) 2019, S. 39-60.
- 13) <https://www.deutsche-finanzagentur.de/de/factsheet/sheet-detail/productdata/sheet/DE0001030708/> abgerufen am 29.01.2021
- 14) Die EZB hat detaillierte Richtlinien für das Risikomanagement von Banken im Hinblick auf Klimarisiken im November 2020 herausgegeben und wird deren Anwendung überwachen (<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr2011127-5642b6e68d.en.html> abgerufen am 2.2.2021). Die Bank of England z.B. plant einen Klima-Stresstest für Juni 2021 (<https://www.bankofengland.co.uk/climate-change> abgerufen am 2.2.2021).
- 15) <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2021/04/2021-04-20-bund-veroeffentlicht-allokationsbericht.html> abgerufen am 21.04.2021
- 16) Vgl. auch: Südwind, Große Erwartungen – Glaubwürdigkeit und Zusätzlichkeit von Green Bonds, 2018.
- 17) <https://www.deutsche-finanzagentur.de/de/institutionelle-investoren/bundeswertpapiere/gruene-bundeswertpapiere/> abgerufen am 3.2.2021
- 18) Ehlers, T. et al., Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level. In: BIS Quarterly Review, Sept. 2020, S. 31-47, S. 38.
- 19) Ebd. S. 36 f.
- 20) <https://www.scooperatings.com/ScopeRatingsApi/api/downloadstudy?id=40854ca6-49a7-40df-965e-67a2c59530d0> abgerufen am 2.2.2021.
- 21) <https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2021/mar/Running-hot-Accelerating-Europes-path-to-Paris.pdf> (S.13) abgerufen am 3.4.2021
- 22) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R1818> abgerufen am 16.2.2021

Literaturverzeichnis

- Bank of England, Climate change. 2021. <https://www.bankofengland.co.uk/climate-change>
- Bundesministerium der Finanzen, Bund veröffentlicht ersten Allokationsbericht für Grüne Bundeswertpapiere. Pressemitteilung 20.04.2021. <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2021/04/2021-04-20-bund-veroeffentlicht-allokationsbericht.html>
- Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit. Investitionen in Green Bonds werden verstetigt. Presseerklärung 4.2.2021. <https://www.bmu.de/pressemitteilung/investitionen-in-green-bonds-werden-verstetigt/>
- Climate Bonds Initiative, Interactive Data Platform. O.J. <https://www.climatebonds.net/market/data/>
- Climate Bonds Initiative, Green Bond Pricing in the Primary Market: July - December 2020. https://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/cbi_pricing_h2_2020_01e.pdf?file=1&type=node&id=56174&force=0
- Daimler AG, Grüne Finanzierung, o.J. <https://www.daimler.com/investoren/refinanzierung/gruene-finanzierung/>
- Ehlers, T. et al., Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level. In: BIS Quarterly Review, Sept. 2020, S. 31-47.
- European Central Bank, Guide on climate-related and environmental risks - Supervisory expectations relating to risk management and disclosure. November 2020. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks-58213f6564.en.pdf>
- European Securities and Markets Authority (ESMA), Brief an Ms Mairead McGuinness. 28.01.2021. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/libra->

[ry/esma30-379-423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf)

Europäische Kommission, Commission Delegated Regulation (EU) 2020/1818 of 17 July 2020 supplementing Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council as regards minimum standards for EU Climate Transition Benchmarks and EU Paris-aligned Benchmarks, o.J. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R1818>

Europäische Kommission, Eine EU-weite Bewertung der nationalen Energie- und Klimapläne. Brüssel 17.9.2020. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf

Europäische Kommission, Taxonomy regulation. 2021. https://ec.europa.eu/info/law/sustainable-finance-taxonomy-regulation-eu-2020-852/amending-and-supplementary-acts/implementing-and-delegated-acts_en

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, Usability Guide – EU Green Bond Standard. March 2020. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf

European Council, Infographic – Multiannual financial framework 2021-2027 and Next Generation EU, o.J. <https://www.consilium.europa.eu/en/infographics/mff2021-2027-ngeu-final/#>

Finanzagentur, 0,00% Grüne Bundesanleihe 2020 (2030), o.J. <https://www.deutsche-finanzagentur.de/de/factsheet/sheet-detail/productdata/sheet/DE0001030708/>

Finanzagentur, Grüne Bundeswertpapiere – die grünen Zwillinganleihen des Bundes, o.J. <https://www.deutsche-finanzagentur.de/de/institutionelle-investoren/bundeswertpapiere/gruene-bundeswertpapiere/>

Kapraun, J. und C. Scheinsz, (In-)Credibly Green: Which Bonds Trade at a Green Bond Premium? Paris December 2019 Finance Meeting EUROFIDAI – ESSEC

Liaw, T.K., Survey of Green Bond Pricing and Investment Performance. In: Journal of Risk and Financial Management, 13, 2020.

Ma, C. et al., Are green bonds different from ordinary bonds? A statistical and quantitative point of view. Working Paper Research October 2020; Nr 394; National Bank of Belgium.

Mullin, K., Tracking the environmental footprints of corporate green bond issuers. Scope Group. 1.2.2021. <https://www.scooperatings.com/ScopeRatingsApi/api/downloadstudy?id=40854ca6-49a7-40df-965e-67a2c59530d0>

OliverWyman, Runnnig hot. Accelerating Europe's path to Paris. March 2021. <https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2021/mar/Running-hot-Accelerating-Europes-path-to-Paris.pdf>

Partridge, C. und F.R. Medda, Green Bond Pricing: The Search for Greenium. In: The Journal of Alternative Investments. Summer 2020. S. 49 -56.

Refinitiv, Sustainable Finance Review 2020.

Südwind, Große Erwartungen – Glaubwürdigkeit und Zusätzlichkeit von Green Bonds, 2018. <https://www.suedwind-institut.de/alle-verfuegbaren-publikationen/gruene-erwartungen-glaubwuerdigkeit-und-zusaetzlichkeit-von-green-bonds.html>

Sustainable-Finance-Beirat, Shifting the Trillions – Ein nachhaltiges Finanzsystem für die große Transformation. 2021. https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2021/02/210224_SFB_-_Abschlussbericht-2021.pdf

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

Die Autoren geben in diesem Beitrag ihre persönliche Meinung wieder.