



# CERTIFIED EXPERT IN SUSTAINABLE FINANCE

Unit 6: Nachhaltige Finanzprodukte und Dienstleistungen

**Certified Expert in Sustainable Finance**

# **Unit 6: Nachhaltige Finanzprodukte und Dienstleistungen**

**Mittel dorthin lenken, wo sie gebraucht  
werden**

## Symbole



**Definition**



**Weiterführende Literatur**



**Kernbotschaft**



**Beispiel**



**Video**



**Denkanstoß**



**Übung**



**Lösung**

Der Inhalt dieses Online-Kurses wurde von der Frankfurt School - UNEP Collaborating Centre for Climate & Sustainable Energy Finance (<http://fs-unep-centre.org/>) entwickelt.

1. Auflage 04/2023

© 2023 Frankfurt School of Finance & Management gGmbH, Adickesallee 32-34, 60322 Frankfurt am Main, Deutschland

Alle Rechte vorbehalten. Der Nutzer erkennt an, dass das Urheberrecht sowie alle weiteren geistigen Eigentumsrechte des in dieser Veröffentlichung enthaltenen Materials bei der Frankfurt School of Finance & Management gGmbH liegen. Ohne die vorherige schriftliche Genehmigung des Herausgebers darf diese Veröffentlichung weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt, in einem Abfragesystem gespeichert oder in irgendeiner Form oder auf irgendeine Weise elektronisch, mechanisch, durch Kopieren, Aufzeichnung oder anderweitig übermittelt werden. Verstöße können zivil- und strafrechtlich verfolgt werden. Zuwiderhandlungen können zivil- und strafrechtlich geahndet werden. Gedruckt in Deutschland.

## Inhalt

1	Einführung .....	5
2	Grüne Anleihen und Kapitalmärkte .....	8
2.1	Die zentrale Rolle von Anleihemärkten .....	9
2.2	Die Struktur von Green Bonds .....	11
2.3	Standards und Regulierungen.....	17
2.3.1	Private Standards.....	19
2.3.2	Der europäische Green Bond Standard (EU GBS) .....	24
2.3.3	Regulierung grüner Anleihen in Entwicklungs- und Schwellenländern .....	26
2.4	Das breitere Spektrum nachhaltiger Anleihen.....	28
2.4.1	Transition Bonds .....	29
2.4.2	Sustainability-linked Bonds .....	30
2.5	Die Landschaft der grünen Anleihenmärkte .....	34
3	Welchen Beitrag können grüne Anleihen leisten?.....	39
3.1	Vorteile für den Emittenten .....	39
3.2	Funktionsweise der Kapitalmärkte.....	42
3.3	Mobilisierung von Klimafinanzierung .....	43
4	Grüne Kredite und Verbriefungen.....	46
4.1	Green Loan Principles.....	46
4.2	Grüne Anleihen und Kreditverbriefungen der Banken.....	49
5	Green Equity .....	52
5.1	Potenzial der Green Economy.....	52
5.2	Standards im Bereich Green Equity .....	55
5.2.1	Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR).....	55

5.2.2	NASDAQ- Green Equity Principles.....	57
5.2.3	FTSE Green Revenues Classification System .....	57
5.3	Performance und Impact .....	58
5.4	Zertifizierung grüner Produkte .....	61
6	Ein eigener Markt: ESG-Produkte und Services .....	64
6.1	Externe Prüfung und Bewertung von grünen Finanzprodukten .....	65
6.2	ESG-Daten .....	66
6.3	ESG-Rating .....	68
6.3.1	ESG-Rating-Anbieter.....	68
6.3.2	Limitationen .....	70
7	Schlussfolgerung.....	74
8	Lösungen zu den Übungen .....	76
9	Literaturverzeichnis .....	78

## Abkürzungen

AIF	Alternative Investmentfonds
BIS	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
CBI	Initiative Klima-Anleihen
CBS	Klima-Anleihen Standard
EBRD	Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung
EIB	Europäische Investitionsbank
FoF	Dachfonds
GBP	Grundsätze für grüne Anleihen
GBS	Green Bond Standard (der EU)
THG	Treibhausgas
IFC	Internationale Finanz-Corporation
KPI	Leistungsindikator
PRI	Grundsätze für verantwortungsvolle Investitionen
SLB	Nachhaltigkeitsgebundene Anleihe
SPO	Stellungnahme einer zweiten ParteiOrganismen für gemeinsame
OGAW	Anlagen in Wertpapieren (OGAW)

## Lernziele

Diese Unit gibt einen Überblick über die Finanzinstrumente, die zur Finanzierung der Low-carbon Transformation eingesetzt werden. Der Schwerpunkt liegt auf Schuldtiteln in den Kapitalmärkten. Dazu zählen unter anderem Green Bonds (dt. grüne Anleihen), die in den vergangenen Jahren ein besonders schnelles Wachstum erfahren haben, und andere Arten von Anleihen, die nun ebenfalls an Bedeutung gewinnen. Diese Unit kann vor allem dabei helfen, ein besseres Verständnis bezüglich der Qualitätsbewertung grüner Finanzprodukte zu erlangen, da die bestehenden Standards in vielerlei Hinsicht noch recht ungenau sind.

Im Wesentlichen geht es in dieser Unit darum, die Standards und Prozesse zu verstehen, durch die grüne Finanzprodukte auf den Markt gebracht werden, und zu erfahren, anhand welcher Kriterien bewertet werden kann, ob sich das Finanzprodukt zur Erfüllung der Präferenzen des Asset Owners eignet.

### **Die Lernziele dieses Moduls sind:**

- Verständnis des Anwendungsbereichs von „Sustainability-linked“-Instrumenten
- Erkennen der wichtigsten Trends auf dem Markt für grüne Anleihen
- Differenziertes Verständnis der verschiedenen Emittenten, für die solche Produkte in Frage kommen
- Den Zweck der Regulierung der Kapitalmärkte sowie der Standards auf EU- und internationaler Ebene verstehen

### **Zu erwerbende Schlüsselqualifikationen:**

- Bewertung der Qualität grüner und anderer „Sustainability-linked“-Instrumente in Bezug auf die Erfüllung ihrer Versprechen
- Beurteilung, wodurch zusätzliche Finanzmittel mobilisiert werden und wodurch nicht

# 1 Einführung

Wenn die globalen Klimaziele unter anderem mit Hilfe von Sustainable Finance erreicht werden sollen, erfordert dies eine massive Umschichtung von Kapital an den Finanzmärkten. Wie in den vorangegangenen Units hervorgehoben wurde, muss dafür das Kapital re-allokiert werden. Es muss **sukzessive von Sektoren und Vermögenswerten abgezogen werden, die den Risiken des Klimawandels ausgesetzt sind und vermehrt in solche investiert werden, die den notwendigen Wandel unterstützen**. In den Units 4 und 5 lag der Schwerpunkt auf Risiko- und Impactüberlegungen im Bereich des Sustainable Finance. Diese Unit befasst sich mit dem dritten Aspekt: Welche verschiedenen nachhaltigen Anlage-/ Geschäftsmöglichkeiten gibt es bei der Finanzierung des Übergangs zu einer nachhaltigen Wirtschaft? Wie kann die Finanzierung so gelenkt werden, dass sie die Transformation unterstützt? Welche Chancen ergeben sich für einzelne Akteursgruppen? Wie muss das System aufgebaut sein, damit die Bekämpfung des Klimawandels durch das Finanzwesen unterstützt werden kann, bei gleichzeitiger Erfüllung der zahlreichen regulatorischen Anforderungen?

Der Markt für grüne und nachhaltige Finanzprodukte hat sich rasant entwickelt und wird schnell größer. Heute setzen sich viele Asset Manager für die Berücksichtigung von ESG-Kriterien ein, Banken legen sich vermehrt wissenschaftsbasierte Klimaziele auf, und auch auf Anleihemärkten hat das Thema Nachhaltigkeit Einzug gehalten. In dieser Unit wollen wir:

- die Eigenschaften und die Merkmale des Marktes für grüne und andere Nachhaltigkeitsinstrumente verstehen,
- lernen zu beurteilen, ob diese Instrumente, die von den Anlegern und Vermögenseigentümern beabsichtigte Wirkung erzielen oder ob sie irreführende Versprechen aufstellen ("Greenwashing"), und
- das sich rasch ausbreitende Netz an Daten-Anbietern, Rating-Anbietern und Zertifizierungsdienstleistern im Nachhaltigkeitssektor zu verstehen, die den Anlegern helfen sollen, die Auswirkungen ihrer Investitionen verstehen.

Durch das **rasche Wachstum dieses Bereichs, ist Greenwashing durch Emittenten, Kreditnehmer und Asset Manager zu einem ernsthaften Problem** für seriöse Anleger geworden. Diese Unit soll Ihnen unter anderem aufzeigen, wie man bei vermeintlich grünen Finanzprodukten erkennt, was wirklich grün oder nachhaltig ist und was nicht. Mit anderen Worten: Welche Instrumente erfüllen den Nachhaltigkeitsauftrag, der von den Vermögensinhabern – „Asset Owners“ - definiert wurde? Und welche Instrumente schaffen

eine echte Wirkung in diesem Bereich (z. B. eine Reduzierung der Treibhausgase oder die Verringerung der Umweltverschmutzung)? Welche Daten gilt es zu prüfen und welche ESG-Klassifizierungen sind für Investoren relevant, um grüne oder Nachhaltige Finanzprodukte zu identifizieren?

Der Großteil der grünen und nachhaltigen Finanzinstrumente lässt sich den beiden klassischen Finanzierungsformen zuordnen: der Fremd- oder Eigenkapitalfinanzierung. Die Finanzinstrumente unterscheiden sich stark in ihren charakteristischen Merkmalen, wie z. B. den Rang (z.B. vorrangig oder nachrangig), den Kanal, über den der Finanzierungsfluss organisiert wird, die zwischengeschalteten Akteure (Arten von Investoren und Investitionsvehikeln), die Vertragsbedingungen und die Herkunft der Mittel. In den Kapiteln 2 bis 4 geht es um Instrumente der Fremdkapitalfinanzierung. Wir konzentrieren uns in Kapitel 2 auf den Anleihemarkt, insbesondere auf den Markt für grüne Anleihen (Green Bonds), die auf die Minderung des Klimawandels abzielen. Das soll nicht den Stellenwert von grünen Krediten schmälern, im Gegenteil, traditionellen Banken wird in den meisten Volkswirtschaften eine zentralere Rolle zukommen als den Kapitalmärkten. Nicht in allen Regionen der Erde ist die Kapitalmarktfinanzierung ein weitverbreitetes Mittel zur Unternehmensfinanzierung. Allerdings gelten für die Kreditvergabe der Banken bisher, anders als für Green Bonds, noch sehr viele unterschiedliche Standards.

Wir werden uns in dieser Unit mit den Finanzmärkten der entwickelten Länder befassen, ebenso wie mit den aufstrebenden Finanzmärkten in Schwellen- und Entwicklungsländern. Erstere haben bei der Entwicklung von verschiedenen Regulierungsrahmen und Entwicklungen neuer Finanzprodukte eine Vorreiterrolle gespielt. In den Entwicklungs- und Schwellenländern ist hingegen in den kommenden Jahren der Großteil der klimabezogenen Investitionen zu erwarten. Die Diskussion über grüne Anleihen kann exemplarisch die unterschiedlichen Anreize, irreführende Behauptungen und möglichen erzeugten Impact durch die Produkte verdeutlichen. Viele dieser Erläuterungen sind übertragbar und können Ihr Urteilsvermögen in Bezug auf nachhaltige Finanzinstrumente schärfen, die Ihnen auf dem Markt, bei der Arbeit oder sogar privat begegnen könnten.

In Kapitel 3 wenden wir uns der entscheidenden Diskussion über die Vorteilhaftigkeit von grünen Anleihen zu. Vor- und Nachteile könnten auf der Ebene des Emittenten, auf dem lokalen Kapitalmarkt oder für die Wirtschaft als Ganzes entstehen. Wir überprüfen die mittlerweile umfangreiche empirische Literatur zu der Frage, ob grüne Anleihen dem Emittenten finanzielle Vorteile verschaffen und gleichzeitig die vom Anleger gewünschte Wirkung auf die Nachhaltigkeit erzielen.

Kapitel 4 ergänzt einen Abschnitt über Geschäftsmöglichkeiten, die sich für Banken aus dem Sustainable Finance-Kontext ergeben. Die Kreditvergabe der Banken ist normalerweise der größte Finanzierungsstrom in jedem Finanzsystem – so bieten sich auch hier Chancen für eine Rolle in der Transformation.

Auch Eigenkapital kann ein entscheidendes Instrument sein, dass diesen Wandel beschleunigen und bewirken kann. Daher liegt der Schwerpunkt von Kapitel 5 auf grünem Beteiligungskapital, bei dem die zufließenden Mittel zur Förderung der Nachhaltigkeit eingesetzt werden. Die Unit schließt mit einem Kapitel über Daten- und ESG-Dienstleister ab, da der Erfolg von auf Impact und ESG abzielende Anleihen und Bankdarlehen entscheidend von guten Daten und einer Reihe von Prüfdiensten abhängen.



#### **Weiterführende Literatur**

*Es gibt viele Berichte, die sich im Allgemeinen an die Politik und an Investoren richten. Diese stellen einen guten Einstieg in dieses Thema dar:*

OECD (2017): Mobilisierung der Anleihemärkte für einen kohlenstoffarmen Übergang, Kapitel 1 und 2: <https://www.oecd.org/env/mobilising-bond-markets-for-a-low-carbon-transition-9789264272323-en.htm>

*Journal of Risk Financial Management, 2021, Green Bond: eine systematische Literaturübersicht für zukünftige Forschungspläne, 14, 589:* <https://www.mdpi.com/1911-8074/14/12/589>

## 2 Grüne Anleihen und Kapitalmärkte

Die vorangegangenen Units dieses Kurses haben die Wichtigkeit der uns bevorstehenden Transformation hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft unterstrichen. Neben dem Klimawandel machen auch andere **Nachhaltigkeitsthematiken, wie die Umweltverschmutzung, die lineare Wirtschaft (die eine enorme Menge an Ressourcen benötigt) sowie die Zerstörung natürlicher Lebensräume und die damit einhergehende Reduktion der Artenvielfalt, einen Wandel notwendig.**

Um die Rolle von grünen Anleihen zu verdeutlichen, schauen wir zunächst auf den Energiesektor, dem eine entscheidende Rolle zukommt, wenn es um die Transformation und im speziellen darum geht, die **Energiewende und Netto-Null-Emissionen bis 2050** zu erreichen (IEA, 2021). Wie Sie bereits gelernt haben, ist die **Stromerzeugung** derzeit die größte Quelle für **energiebedingte CO<sub>2</sub>-Emissionen und macht insgesamt 36 %** aller energiebedingten Emissionen aus. Nach dem IEA Szenario "Net-Zero emissions by 2050" (NZE), muss die weltweite Stromerzeugung aus erneuerbaren Quellen **um das Achtfache steigen, um die gesetzten Ziele zu erreichen.**

Zur Bewältigung dieser Herausforderungen werden bereits zahlreiche Mittel des öffentlichen Sektors mobilisiert (mehr darüber erfahren Sie in Unit 8, in der es um institutionelle Anleger geht). Doch die Mittel aus den nationalen Haushalten, von Entwicklungsbanken, Wohltätigkeitsverbänden oder NGOs, werden nicht ausreichen, um die Transformation zu finanzieren. Es liegt auf der Hand, dass auch privates Kapital investiert werden muss. Dies wird auf den globalen und nationalen Kapitalmärkten geschehen müssen. Ein wichtiges Instrument sind daher Anleihen, da der **Anleihemarkt das Potenzial hat, große Mengen an langfristigen Finanzmitteln zu mobilisieren**, die für den Aufbau neuer kohlenstoffarmer Energieinfrastrukturen unerlässlich sind.

Dieser Abschnitt befasst sich mit **grünen Anleihen und deren Regulierung**. Die wichtigsten Fragen, die es zu beantworten gilt, sind: Warum sind Anleihen von zentraler Bedeutung in Sustainable Finance? Warum sind bestimmte Instrumente für klassische und institutionelle Anleger (Asset Owner) attraktiv? Welche Rechte haben Anleger beim Kauf von grünen Anleihen im Vergleich zur Anlage in "traditionellen" Instrumenten? Wir befassen uns außerdem mit den Standards, die für diese Art der Produkte vorliegen. Wie Sie aus Unit 3 wissen, werden diese Standards derzeit zunehmend durch Vorschriften formalisiert. Die EU hat bereits einheitliche Vorlagen entwickelt, die das Reporting über grüne Anleihen transparenter und vergleichbarer macht. Dies ist für Schwellenländer von besonderer Bedeutung, wenn sie am weltweiten „grünem Investment Boom“ teilhaben

wollen. Für Investoren werden diese Märkte vor allem dann attraktiv, wenn sie sich den bereits akzeptierten globalen Standards annähern.

## 2.1 Die zentrale Rolle von Anleihemärkten

Die Anleihemärkte haben das Potenzial, **große Finanzierungsvolumina mit langen Laufzeiten zu mobilisieren, was beispielsweise für den Aufbau neuer kohlenstoffarmer Energieinfrastrukturen** von entscheidender Bedeutung sein wird. Anleihen sind als handelbare Schuldtitel sehr gut für grüne Projekte geeignet, auch wenn die Liquidität auf den Anleihemärkten oft begrenzt ist. In den meisten Schwellenländern machen die Anleihemärkte nur einen einstelligen Prozentsatz des BIP aus.

Die Kapitalmarktfinanzierung ist "unvermittelt", d. h. sie **benötigt keine Bank als Intermediär**. Für einen Überblick über den Aufbau des Finanzsystems und die Akteurslandschaft können Sie sich noch einmal das WBT der Unit 2 ansehen. Eine Investmentbank strukturiert und unterstützt die primäre Ausgabe (Emission) von Schuldtiteln, obwohl das Risiko letztlich komplett beim Anleger liegt. Die **Anlegerschaft kann breit gestreut** sein, sei es in geografischer Hinsicht oder vom Anlegertyp her. Oftmals kaufen die Anleger die Schuldtitel auf der Grundlage von Angaben des Herausgebers (Emittenten) und Kreditanalysen unabhängiger Dritter (in der Regel Ratings von Ratingagenturen). Im Vergleich zu einer direkten Kreditvergabe zwischen Bank und Kreditnehmer, wo die Beziehung zwischen beiden Parteien eng sein kann, ist ein Monitoring bei Anleihen deutlich eingeschränkter möglich. Außerdem sind Anleihen im Gegensatz zu Bankkrediten eine einmalige Angelegenheit und erfordern nicht, dass man den Zeichner (Anleger/ Käufer eines Bonds) kennt: Die Anleger kennen den Emittenten möglicherweise nicht, hatten vorher keine Geschäftsbeziehung zu ihm und möchten ggf. im Anschluss auch nicht weiter involviert werden. Diese grundlegenden Merkmale werden den Markt für grüne Anleihen prägen.

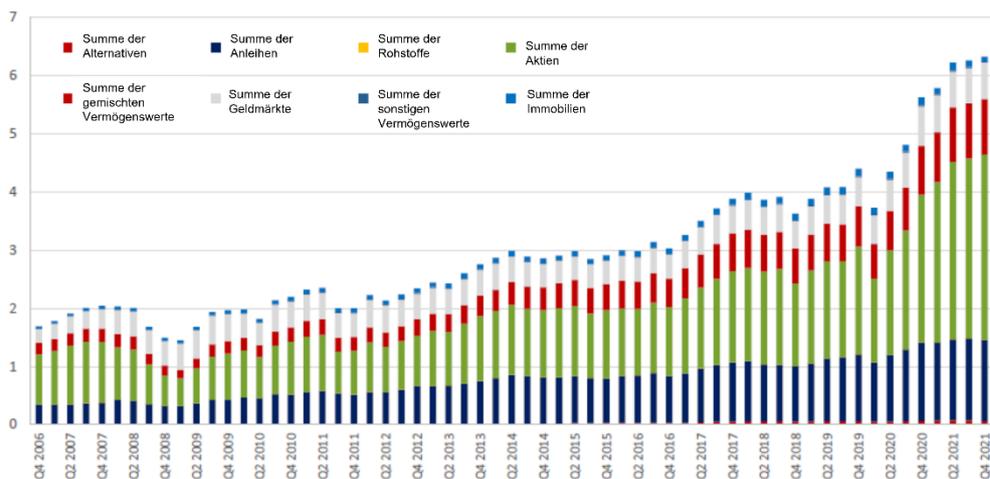
Wenn der lokale **Anleihemarkt „klein“ ist, bedeutet dies in der Regel auch, dass er illiquide** ist. Der Verkauf oder Kauf großer Positionen spiegelt sich dann unmittelbar im Preis wider, und an vielen Handelstagen gibt es möglicherweise im Vergleich zu einem „großen“ Anleihemarkt keinen Käufer, der die Anleihe zu jedem Preis abnimmt. Das ist nicht nur unattraktiv im Einzelfall, sondern wird auch die Entwicklung des lokalen Anleihemarktes einschränken. Ein Investor in einem solchen Markt wird als Ausgleich für diesen Nachteil eine Illiquiditätsprämie verlangen. In der Erwartung eines großen Abschlags, den er im Fall eines Verkaufes zu tragen hätte, wird seine Zahlungsbereitschaft zum Zeitpunkt der Herausgabe gering sein. Dies wiederum wird den Emittenten davon abhalten, eine Anleihe, geschweige denn eine grüne Anleihe, in Betracht zu ziehen (was das Problem

der Illiquidität noch verschärfen kann). Auf dieses Thema werden wir in Kapitel 6 dieser Unit zurückkommen. Im Moment sind strukturelle Probleme auf den lokalen Anleihemärkten, wie Illiquidität und mangelnde Offenlegung durch die Emittenten, besonders problematisch für spezialisiertere (gekennzeichnete) Instrumente wie grüne Anleihen.

Bevor wir uns genauer anschauen, wie Green Bonds im Detail strukturiert sind, nochmal zur Erinnerung: einige wichtige Veränderungen in der Investorenlandschaft in den vergangenen Jahren haben diesen Markt groß werden lassen. Seit einigen Jahren besteht **von Seiten der Investoren vermehrt Interesse an der Berücksichtigung von ESG-Kriterien** bei der Investitionsentscheidung. Dieser Trend kam und kommt von der Anlegerseite. Dies wird vielleicht am besten durch die Zunahme von institutionellen Investoren veranschaulicht, die erklären, dass sie sich dem **Industriestandard Principles for Responsible Investment (PRI)** verschreiben (Ende 2022 gab es mehr als 5.400 solche Finanzunternehmen). Dies spricht dafür, dass Auswirkungen von Klimarisiken und anderen Nachhaltigkeitsthemen auf den Vermögenswert zunehmend erkannt werden und Investoren vermehrt sensibilisiert sind.

Große institutionelle Anleger verlangen inzwischen von jedem Asset Manager eine gut ausgearbeitete Strategie, wie sie mit ESG-Themen umgehen. Dies spiegelt sich im stetigen Anstieg des Volumens und der Anzahl der Fonds wider, die mit "ESG" gekennzeichnet sind (Abbildung 1).

Abbildung 1. Globale ESG-Fonds nach Anlageklassen, 2006-2021.



Quelle: AFME, basierend auf Daten von Lipper.



#### **Weiterführende Literatur**

Für weitere Informationen über die Entwicklung des Marktes für Green Bonds als innovatives Instrument für Green Finance und über eine Überprüfung der politischen Maßnahmen und Optionen zur Förderung der weiteren Marktentwicklung und des Wachstums:

OECD (2017): Mobilisierung der Anleihemärkte für einen kohlenstoffarmen Übergang, Kapitel 1 und 2: <https://www.oecd.org/env/mobilising-bond-markets-for-a-low-carbon-transition-9789264272323-en.htm>

PRI, Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (PRI): <https://www.unpri.org/>

PRI, Net Zero Asset Owners Alliance, <https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/resources/member-targets/>

Climate Action 100+: <https://www.climateaction100.org/>



#### **Kernbotschaft: Anleihemärkte sind von zentraler Bedeutung für Sustainable Finance**

- ✓ Die Anleihemärkte haben das Potenzial, umfangreiche langfristige Mittel zu mobilisieren, die für den Aufbau einer neuen kohlenstoffarmen Wirtschaft unerlässlich sind.
- ✓ Anleihemärkte sind je nach Region unterschiedlich groß und liquide

## **2.2 Die Struktur von Green Bonds**

Der Markt für grüne Anleihen ist im Vergleich zu traditionellen Finanzprodukten noch jung. Grüne Anleihen wurden um 2007 von großen supranationalen Institutionen wie der Weltbank, der International Finance Corporation (IFC) und der Europäischen Investitionsbank (EIB) begeben. Jeder dieser ersten institutionellen Emittenten definierte Green Bonds für sich unabhängig und entsprechend leicht unterschiedlich. Emittenten aus dem Privatsektor traten erst etwa ab 2013 auf den Markt für grüne Anleihen in Erscheinung. Gleichzeitig ist der Markt für grüne Staatsanleihen (Green Sovereign Bonds) stark gewachsen, und es wird erwartet, dass die Europäische Union (EU) in den kommenden Jahren zum weltweit größten Emittenten grüner Anleihen aufsteigt. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung ist es für jeden Anleger von großer Wichtigkeit, verschiedene grüne Anleihen bewerten zu können. Dies gilt auch für Anleger, die keinen gesonderten Wert auf Nachhaltigkeitsfaktoren legen.

Die Idee für grüne Anleihen ist simpel: Sobald ein großes Portfolio von scheinbar grünen Projekten entstanden ist, können Schuldtitel zur Refinanzierung dieser Portfolios und zur Finanzierung neuer Projekte ausgegeben werden. Dies wiederum dürfte das wachsende Anlegerinteresse an nachhaltigen Produkten ansprechen, so wie sich das bereits in den Anlagemandaten großer institutioneller Investoren widerspiegelt.

Damit ist das Instrument der grünen Anleihe bereits beschrieben: **Grüne Anleihen sind im Grunde genommen nichts anderes, als normale ("plain-vanilla") Anleihen, allerdings verpflichtet sich der Emittent hier, den Erlös aus der Anleiheemission zweckgebunden zu verwenden:** für ein bestimmtes **grünes Projekt oder Asset**. Es geht dabei um das zugrundeliegende Projekt; nicht darum, wie „grün“ der Emittent insgesamt ist oder werden möchte. Die Verwendung des Begriffs „grün / Green“ im Zusammenhang mit Anleihen erteilt den Investoren das Recht auf Transparenz über die Klimaauswirkungen oder andere grüne Aspekte des finanzierten Projekts. **Der Anleihevertrag sieht zusätzliche unabhängige Prüfungen von Dritten und eine umfassende Berichterstattung über die umweltfreundliche Verwendung der Erlöse vor.** Dies kann es Finanzinstituten ermöglichen, grüne Anleihen in Fonds aufzunehmen, die einem restriktiveren („ESG“-) Anlagemandat unterliegen. Im Idealfall können sie auch den damit **erzielten Impact dokumentieren** (z. B. THG-Reduktion während der Projektlaufzeit).

Kommt es zum Konkurs des Emittenten, kann der Anleger einer typischen grünen Anleihe genau wie bei einer regulären Anleihe auf die gesamte Bilanz des Emittenten zurückgreifen (das sogenannte "Rückgriffsrecht") und nicht nur auf projektspezifische Werte. Daher ist die Kreditqualität einer grünen Anleihe per Definition die gleiche wie die einer regulären Anleihe.

Welche Vorteile bringen grüne Anleihen also für Anleger und Emittenten? Einfach ausgedrückt: Durch das Label „grün“ sorgen die Emittenten für mehr Transparenz, indem sie projektspezifische Nachhaltigkeitsaspekte kommunizieren. Dies kann eine breitere Anlegerbasis anziehen, die möglicherweise einen langfristigeren Anlagehorizont hat, als dies bei Anlegern in traditionellen Instrumenten der Fall wäre.



**Denkanstoß**

*Ist es sinnvoll, die grüne Anleihe eines Emittenten zu halten, der nachweislich nicht grün ist? Werfen Sie einen Blick auf die grüne Anleihe Saudi-Arabiens aus dem Jahr 2021.*

*Die weltweite Nummer 1 unter den Ölexporteuren lockt ESG-Investoren mit grünen Anleihen, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-18/esg-investors-take-sides-as-saudi-arabia-readies-green-bond-sales>*

Schreibe deine Antwort auf, bevor du weiterliest.

Grüne Anleihen können verschieden strukturiert werden. Eines haben sie jedoch gemein: die Qualität und Glaubwürdigkeit, der im Vergleich zum herkömmlichen Bond zusätzlichen Transparenz über den Projektverlauf und die Nachhaltigkeitsaspekte des Projektes sind, essenziell. Diese Transparenz ist ein wesentliches nicht-finanzielles Merkmal für Anleger.

Empirische Studien haben im Laufe der Zeit versucht, drei spezifische Problematiken im Bezug auf grüne Anleihen zu lösen (wenngleich die Marktteilnehmer viel weniger darüber nachgedacht haben), die gewisse Fragen aufwerfen:

- **Preisgestaltung.** Allein aufgrund der gleichen Kreditqualität (in Bezug auf die Struktur) sollte die Rendite einer grünen Anleihe die gleiche sein wie die einer konventionellen Anleihe. Auf einem liquiden Markt sollten die Anleger eine etwaige Abweichung durch Arbitrage ausgleichen. Wir werden auf die Frage der Preisgestaltung grüner Instrumente in einem späteren Abschnitt zurückkommen. An dieser Stelle sei nur darauf hingewiesen, dass es offenbleibt, ob ein **Preisauflschlag („Greenium“)** die höheren Transaktionskosten für den Emittenten **rechtfertigt**.
- **Attribution.** Ein traditioneller Bond ist nicht zweckgebunden und kann theoretisch ebenfalls für grüne Projekte verwendet werden. Zur Veranschaulichung: (i) ein Staat, der weiterhin auf emissionsintensive Energiequellen setzt, kann einen Green Bond für einen Windpark aufsetzen und (ii) ein Unternehmen kann eine grüne Investition tätigen, ohne dafür einen Green Bond auszugeben. Investiert ein Anleger, der von jeweiligem Staat oder Unternehmen traditionelle Anleihen

kauft, weniger grün? Es könnte auch vorkommen, dass ein Emittent kein zusätzliches Fremdkapital benötigt, aber seine interne Berichterstattung so weit verbessert, dass er nun Transparenz über seinen grünen Impact liefern kann. Sollte er seine traditionellen Anleihen in grüne Anleihen umwandeln dürfen? **Hier kommen die grünen Zertifikate ins Spiel - man könnte den grünen Impact von Anleihen abspalten und separat handeln** (siehe Verweis unten).

- **Impact.** Zum Zeitpunkt der Erstemission zeichnet sich eine grüne Anleihe dadurch aus, dass ein mit den Anleiheerlösen **finanziertes Projekt einen gewissen Impact erzielt**, z. B. die Verringerung der Treibhausgasemissionen im Vergleich zu einer zuvor eingesetzten herkömmlichen Technologie. Sind die Emittenten grüner Anleihen wirklich nachhaltiger? Welche Rechte haben Investoren, wenn eingegangene Verpflichtungen seitens der Emittenten nicht eingehalten werden?

Wir werden auf diese Fragen, die weitgehend empirischer Natur sind, in Abschnitt 6 zurückkommen.



#### *Weiterführende Literatur*

*I4CE-Bericht (2016). Beyond transparency: unlocking the full potential of green bonds, <https://www.i4ce.org/download/unlocking-the-potential-of-green-bonds/>*

*Deschryver, P. und F. de Mariz (2020): What future for the green bond market? *Journal of Risk and Financial Management*, Bd. 13. <https://www.mdpi.com/1911-8074/13/3/61>*

*EU (2019): Bericht über den EU-Standard für grüne Anleihen, Abschnitte 2.1 und 2.2. [https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en)*

*Schoenmaker, D. und D. Bongaerts (2020): Green certificates: a better version of green bonds, *Bruegel Policy Contribution*. <https://www.bruegel.org/2020/11/green-certificates/>*

*Flammer, C. (2020): Green bonds: effectiveness and implications for public policy, *Environmental and Energy Policy and the Economy*, Bd. 1, S. 95-128, auch erhältlich als NBER Working Paper no. 25950. <https://www.nber.org/papers/w25950>*

„**Issuer Recourse Bonds**“ - Bonds, bei denen ein voller Rückgriff - „recourse“- auf den Emittenten besteht und im Falle eines Ausfalls des Emittenten der Anleihegläubiger einen direkten Anspruch auf bestimmte zweckgebundene Vermögenswerte (und einen gewöhnlichen Anspruch auf die übrigen Vermögenswerte des Emittenten) hat – sind die am weitesten verbreitete Struktur, werden aber auch häufig wegen der oben genannten Punkte kritisiert. Die Hauptidee ist hier, wie bereits beschrieben, dass sie dem **Investor einen direkteren Rückgriff auf das finanzierte Projekt ermöglichen sollen**, da der Emittent dem Endinvestor eine direktere Zurechnung der Projektauswirkungen anbietet. Am deutlichsten ist dies bei einer Projektanleihe der Fall, bei der der Anleger im Falle eines Ausfalls den ersten Zugriff auf die Projektwerte hat. Dies **erfordert zwangsläufig die Gründung eines rechtlich eigenständigen Rechtsträgers, was kostspielig ist** und in Schwellenländern eine Herausforderung darstellen kann.

*Tabelle 1: Alternative Strukturen von grünen Anleihen*

Art	Verwendung der Erlöse	Rückgriff	Beispiel
„Use of Proceeds“ - Bond	Zweckgebunden für grüne Projekte	auf den Emittenten: es gilt das gleiche Kreditrating wie für andere Anleihen des Emittenten	European Investment Bank (EIB) "Climate Awareness Bond" (von der EIB abgesichert); Barclays Green Bond
Asset Backed Securities (ABS)	Zweckgebunden zur Refinanzierung von grünen Projekten	auf die Einnahmen der Emittenten durch Gebühren, Steuern, Rückzahlungen usw.	Bundesstaat Hawaii (besichert durch Gebühren auf Stromrechnungen der staatlichen Versorgungsunternehmen)
Projektanleihe	Zweckgebunden für das/die zugrunde liegende(n) umweltfreundliche(n) Projekt(e)	auf die Vermögenswerte und die Bilanz des Projekts	Invenergy Wind Farm (besichert durch den Windpark Campo Palomas von Invenergy)
Securitisation (ABS)-Bond	Zweckgebunden für grüne Projekte	auf ein Portfolio von Projekten, die zusammengefasst wurden (z. B. Solarpachtverträge oder grüne Hypotheken)	Tesla Energy (gesichert durch Solarpachtverträge für Wohngebäude); Obvion (besichert durch grüne Hypotheken)
Gedekte Anleihe	Zweckgebunden für zulässige Projekte im Portfolio	auf den Emittenten und, falls der Emittent die Anleihe nicht zurückzahlen kann, an das gesamte Portfolio	Berlin Hype green Pfandbrief
Kredit	Zweckgebunden für zulässige Projekte oder besichert durch zulässige Vermögenswerte im Falle von unbesicherten Darlehen an den/die Darlehensnehmer	auf die Sicherheiten bei besicherten Darlehen, kann aber auch einen begrenzten Rückgriff auf den/die Darlehensnehmer beinhalten.	MEP Werke, Ivanhoe Cambridge und Natixis Assurances (DUO), OVG
Sonstige Fremdkapitalinstrumente	Zweckgebunden für zulässige Projekte	Abhängig von Struktur des Schuldtitels	Wandelanleihen oder Schuldverschreibungen, Schuldschein, Commercial Paper, Sukuk, Schuldverschreibung

Quelle: Climate Bonds Initiative.



### **Denkanstoß**

Die International Finance Corporation (IFC), der privatwirtschaftliche Zweig der Weltbankgruppe, hat über mehrere Jahrzehnte ein großes Portfolio an Umweltprojekten aufgebaut. Bis Ende 2019 hatte die Organisation rund 25 Mrd. USD mobilisiert. Die Aktivitäten konzentrierten sich zunehmend auf Klimaschutz- und Klimaanpassungsprojekte in Schwellenländern.

Diese Märkte bergen zwar gewisse Risiken für Investoren, bieten aber auch vielversprechende Chancen für private Anleger. Ein erster Stocktake zur aktuellen Finanzierungssituation ergab, dass es in den Schwellenländern Investitionsmöglichkeiten im Wert von etwa 23 Billionen Dollar gibt, die die Anleihemärkte teilweise finanzieren könnten.

Die IFC suchte daraufhin nach einem Finanzierungsinstrument, das solche Investitionen unterstützt und gleichzeitig die sich noch in der Entwicklung befindlichen Anleihemärkte in Schwellenländern adressiert. Dies würde diesen neuen Markt auch für nachhaltigkeitsorientierte Investoren öffnen, und damit nicht nur die weltweite Nachfrage nach grünen Anleihen befriedigen, sondern auch Projekte und Unternehmen in diesen Regionen mit Finanzierung versorgen.

Die IFC und der französische Vermögensverwalter Amundi legten im März 2018 den Fonds „Amundi Planet Emerging Green One (EGO)“ auf. Der Fonds war der bisher größte auf Schwellenländer ausgerichtete Fonds für Green Bonds.

IFC-Stocktake der Investitionschancen:  
[https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/industry\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/financial+institutions/resources/201810\\_q20-paper-sustainable-banking](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/industry_ext_content/ifc_external_corporate_site/financial+institutions/resources/201810_q20-paper-sustainable-banking)

Amundi-Pressemitteilung: <https://int.media.amundi.com/green-bonds.html>.

PRI-Fallstudie: <https://www.unpri.org/showcasing-leadership/pri-awards-2019-case-study-planet-emerging-green-one-fund/4826.article>

- Welche Rolle spielt die IFC (als multilaterale Entwicklungsinstitution in öffentlichem Besitz)?
- Wie können die Interessen privater Anleger (an liquiden Instrumenten, hoher Kreditqualität, Ratings und Transparenz) mit denen einer

*Entwicklungsorganisation kombiniert werden? Welche Länder und Arten von Emittenten sind relevant?*

- *Wurden durch das Projekt zusätzliche Finanzmittel mobilisiert?*
- *Welche Auswirkungen hatte das Projekt auf der Ebene des Emittenten oder des Marktes?*

Schreiben Sie Ihre Antwort auf, bevor Sie weiterlesen.



**Kernbotschaft: Die Struktur von Green Bonds**

- ✓ *Grüne Anleihen dienen der Finanzierung spezifischer (neuer und bestehender) Projekte, die dem Klima und der Umwelt zugutekommen und eine nachhaltigere Wirtschaft fördern.*
- ✓ *Die zweckgebundene Verwendung der Erlöse ist die typische Struktur einer grünen Anleihe.*
- ✓ *Die Unternehmensführung und die Transparenzstandards potenzieller Emittenten sind ein zentrales Problem in Schwellenländern und können die Vorteile untergraben, die Anleger in der Regel von grünen Anleihen erwarten.*
- ✓ *Andere Arten von Anleihen, wie z. B. Projektanleihen, können diese Erwartungen besser erfüllen, obwohl sie komplexere und kostspieligere Strukturen erfordern.*

## 2.3 Standards und Regulierungen

Nachdem wir nun die Grundidee grüner Anleihen erläutert haben, wollen wir uns nun der Frage zuwenden, wie eine solche Anleihe auf den Weg gebracht werden kann. Die Emission einer grünen Anleihe erfordert zusätzliche Unterlagen und Vorbereitungen auf Seiten des Emittenten, die auf den privaten oder regulatorischen Standards der einzelnen Kapitalmärkte basieren. Dies kann durchaus kostspielig und langwierig sein. Die Vorbereitung dauert oft mehr als ein Jahr und erfordert die Zusammenarbeit mit einer

Investmentbank, unabhängigen Anbietern von Prüfdiensten und möglicherweise mit Regulierungs- oder Kapitalmarktbehörden. Wenn sie sorgfältig gemacht ist, bereitet eine erste grüne Anleiheemission künftige Emissionen vor und etabliert das Unternehmen oder die Bank als ernstzunehmenden Teilnehmer auf dem Kapitalmarkt.

Da die Emittenten in der Regel eine möglichst große Anzahl von Anlegern ansprechen möchten, ist es sinnvoll sich an bereits etablierte Marktstandards zu halten (z.B. von EU oder China). Für Anleger ist das ein Zeichen von Sicherheit und es erspart ihnen eine Menge eigener Recherchen und Untersuchungen.

Denken Sie daran, dass die **Anreize** der verschiedenen Marktteilnehmer im Anleihemarkt **keineswegs gleichgerichtet** sind:

- Die Emittenten wollen ihre "Umweltfreundlichkeit" signalisieren und die immer größer werdende Gruppe der ESG-orientierten Anleger ansprechen. Gleichzeitig wollen sie die **Kosten** für Prüfungen und Verifizierungen, sowie für sonstige Kosten, die mit der Herausgabe von grünen Anleihen zusammenhängen (z.B. Prospekt für grüne Anleihen), **minimieren**. Die **Erlöse sollten so flexibel wie möglich verfügbar** sein, auch zur Refinanzierung bestehender Projekte.
- Auch Asset Manager wollen Herausstellen, wie **grün gewisse Finanzinstrumente sind, um damit ESG-Investoren anzusprechen, während sie gleichzeitig die Monitoring-Kosten minimieren wollen**, sobald das Projekt finanziert ist.
- Vermögenseigentümer (Asset Owner) wollen Anleihen besitzen, die im Rahmen des finanzierten Projekts einen **hohen nachhaltigen Impact** erzielen. Über den Projektfortschritt und die nachhaltigkeitsbezogenen Informationen wollen sie sich **laufend informieren** können. Nicht zuletzt wollen auch diese Investoren eine angemessene Rendite erhalten.
- Die Börsen wollen eine ausreichend **große Anlageklasse schaffen, die sowohl liquide als auch qualitativ hochwertig ist**. "Greenwashing" gilt es dabei zu verhindern, um auch die Reputation der Anlageklasse zu schonen.
- Die Regierungen wollen durch dieses Instrument **zusätzliche Mittel mobilisieren**, die sonst nicht zur Verfügung stehen würden.

Sich selbst überlassen, würde der Markt für grüne Finanzprodukte mit hoher Wahrscheinlichkeit zusammenbrechen. Die nach Finanzierung suchenden Unternehmen würden Anleihen von unterschiedlicher Qualität und unterschiedlichem „grünen Anspruch“ anbieten. Interessierte Anleger müssten dann mit viel zeitlichen und finanziellen Ressourcen erst selbst herausfinden, welche Qualität diese Produkte tatsächlich haben. Diese Diskrepanz zwischen den Informationen, die Anlegern und Emittenten zur Verfügung stehen, wird häufig als "**Informationsasymmetrie**" bezeichnet (ein Konzept, das

wir in Unit 3 eingeführt haben). Diese Situation würde dazu führen, dass es sich beim Kauf von Anleihen eher um **Wetten als Anlegen handeln würde und Anleger am Ende mit einer schlechten Qualität rechnen würden. In Anbetracht der niedrigen Preise würden die Emittenten auch nur noch Vermögenswerte von geringerer Qualität für die Emission auf dem Markt auswählen, während hochwertige Vermögenswerte nicht angeboten würden.** Dieses **Marktversagen** ist ein allgemeines Phänomen auf den Kapitalmärkten und wurde in der Finanztheorie und in der empirischen Forschung eingehend untersucht. Dieser Umstand ist vor allem immer dann wichtig, wenn die Qualität ein wesentliches Merkmal des Vermögenswerts ist. Es ähnelt dem Zusammenbruch des Marktes für Gebrauchtwagen, wo minderwertige Exemplare umgangssprachlich als "Lemons" bezeichnet werden.

Wie in anderen Bereichen der Kapitalmärkte besteht der Zweck der Regulierung bzw. der privaten Standards darin, diese grundlegende **Informationslücke zwischen Anbieter und Käufer (im Falle von Anleihen von Emittenten und Anlegern) zu schließen. Dies geschieht durch transparente Standards**, die durch eine Institution ohne finanzielles Interesse an der Transaktion geprüft werden. Der Hauptzweck von Green Bond Standards besteht darin, Anleger vor Greenwashing zu schützen und sicherzustellen, dass der Markt insgesamt gut funktioniert. Greenwashing geht nicht nur zu Lasten des Anlegers, der versucht, ein Nachhaltigkeitsziel im Rahmen seines Anlagemandats zu erreichen, sondern untergräbt auch das Funktionieren des Marktes im Allgemeinen.



#### **Definition**

**Greenwashing:** allgemein meint Greenwashing (Grünfärberei) den Versuch von Unternehmen, sich ein grünes oder nachhaltiges Image zu geben, ohne gleichzeitig ernsthaft und systematisch nachhaltigkeitsbezogene Aktivitäten umzusetzen.

In Bezug auf den Finanzbereich, geht es um die fälschliche Darstellung eines Finanzinstruments als nachhaltig und klimawirksam, obwohl es dies nicht ist. Dies kann absichtlich oder unabsichtlich durch Handlungen oder Unterlassungen auf Seiten des Emittenten oder Finanzinstituts geschehen (Umweltbundesamt, 2022).

### **2.3.1 Private Standards**

**Bis etwa 2022 wurden grüne Anleihen weitgehend auf der Grundlage freiwilliger, von privaten Institutionen festgelegter Standards entwickelt.** Supranationale Institutionen wie die Weltbank haben erste klare Rahmenwerke definiert. Als dann private Banken und

Unternehmen begannen, Anleihen auszugeben, wurde ein ganzheitlicherer, stärker harmonisierter Rahmen benötigt.

Eine erste Standardisierung des Marktes erfolgte etwa ab 2014, als eine Reihe von Banken sich zusammenschlossen und die Green Bond Principles (GBP) veröffentlichten. (ICMA, 2021) Diese wurden dann in die International Capital Market Association (ICMA) aufgenommen. Die GBP sind mit 10 Seiten ein verhältnismäßig kurzes Dokument (vor allem im Vergleich zu den 66 Seiten des europäischen Verordnungsentwurfs, auf den wir gleich noch eingehen werden). Es folgt nun die GBP-Definition von Green Bonds, die das Verständnis der Marktteilnehmer von Green Bonds widerspiegelt.



**Definition**

*Green Bonds sind Anleihen, deren Emissionserlöse (oder ein äquivalenter Betrag) ausschließlich zur anteiligen oder vollständigen (Re-)Finanzierung geeigneter grüner Projekte [...] verwendet werden und die an den vier Kernkomponenten der GBP ausgerichtet sind. Dabei kann es sich um neue und/oder bereits bestehende Projekte handeln" (ICMA, 2021).*

Die GBP legen vier Kernkomponenten vor, die eine grüne Anleihe ausmachen:

- **Verwendung der Emissionserlöse/ Use of Proceeds** (Dokumentation, wie die Erlöse zur Finanzierung von grünen Projekten mit klarem Umweltnutzen verwendet werden),
- Prozess der **Projektbewertung und -auswahl** / Process for Project Evaluation & Selection (Kommunikation über die Auswahl der Projektkategorien, Zielsetzungen und komplementäre Informationen zur Identifikation und Steuerung von nachhaltigkeitsbezogenen Risiken)
- **Management der Erlöse / Management of Proceeds** (eine Beschreibung, wie die Mittel zugewiesen werden und nachverfolgt werden können)
- **Berichterstattung / Reporting** (Bereitstellung von Informationen zur Verwendung der Erlöse, wenn möglich mit Angaben zu den Umweltauswirkungen der Projekte).

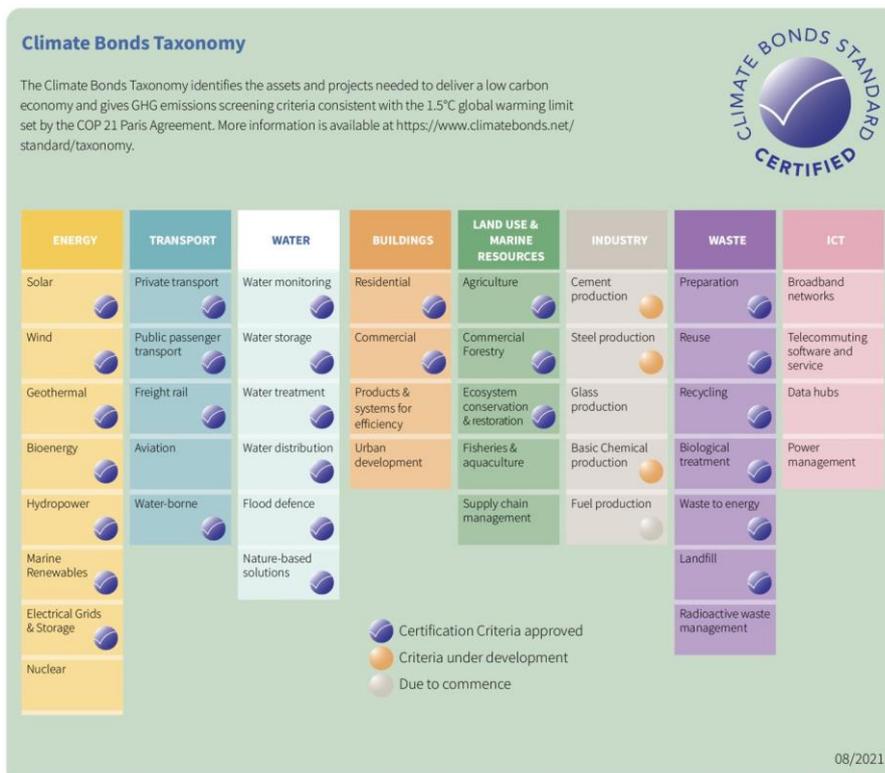
Darüber hinaus formulieren die GBP mehrere Empfehlungen, darunter die Einholung einer externen Verifizierung und die Bereitstellung einer Erläuterung der eigenen Nachhaltigkeitsstrategie. Die GBP stellen einen freiwilligen Standard für den Emissionsprozess von grünen Anleihen dar. Ziel des Standards ist es, die Integrität und Transparenz auf dem Markt für grüne Anleihen zu fördern und eine gewisse Einheitlichkeit

herzustellen. Die **GBP** enthalten jedoch keine Definition des Begriffs "grün" und überlassen dieses große Detail weitgehend dem Emittenten.

Hier kommt die Arbeit der **Zertifizierer und/oder externen Prüfer ins Spiel**. Deren Aufgabe besteht darin, Nachhaltigkeitskriterien in Form eines Katalogs eigens für den Emittenten zu definieren und dann zu bestätigen, dass die beabsichtigte Verwendung der Anleiheerlöse einer einzelnen Anleihe oder eines grünen Anleiherahmens diesen Kriterien entspricht. Alternativ kann der externe Prüfer auch eine **bestehende Taxonomie / einen Standard eines Zertifizierungsanbieters** heranziehen und das Projekt dementsprechend beurteilen. Der größte und bekannteste Zertifizierungsanbieter ist die **Climate Bonds Initiative (CBI)**, die den **Climate Bonds Standard (CBS)** definiert hat. (CBI, 2021)

Abbildung 2 unten gibt die von der CBI Ende 2021 verwendete **Nachhaltigkeits-Taxonomie** wieder. Sie wird Sie wahrscheinlich an die **EU-Taxonomie** erinnern, die Sie in Unit 3 kennengelernt haben. In der Tat war die CBI maßgeblich an der Entwicklung der EU-Taxonomie beteiligt. Obwohl die EU-Version sich bisher nur auf Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel konzentriert, ist sie viel spezifischer in ihren technischen Kriterien und ihrer Ausgestaltung.

Abbildung 2. Climate Bond Taxonomy der CBI



Quelle: Climate Bonds Initiative.

Nach den GBP soll jeder Emittent über ein Green Bond Rahmenwerk verfügen, in dem er die Übereinstimmung mit den vier Kernkomponenten der Green Bond Principles darlegt und die Einbindung der finanzierten Projekte in die Strategie des Emittenten erläutert. **Die externe Verifizierung erfolgt sowohl ex-ante zum Zeitpunkt der Emission als auch ex-post auf der Grundlage einer kontinuierlichen Berichterstattung.** In der Berichterstattung soll auch der Impact beschrieben und gemessen werden. Dieser Aspekt ist vielleicht der umstrittenste, **da der tatsächliche Impact, z. B. in Bezug auf die Reduzierung von Treibhausgasen, oft zu kurz kommt oder nicht konsequent überwacht wird.**



#### **Definitionen**

**Green Bond Framework (Rahmenwerk).** Ein unternehmensindividuelles Rahmenwerk, das darlegt, nach welchen Kriterien „grün“ definiert wird, wie das zu finanzierende Projekt abgegrenzt wird und welche Vorgaben für die Überwachung und Berichterstattung nach Ausgabe der Anleihe gelten (IDW, 2021).

**Zertifizierungsanbieter.** Organisationen, die vorgefertigte Kriterien (eine Taxonomie) und spezifische ausdefinierte Reporting-Anforderungen anbieten, die zur Entwicklung eines individuellen Rahmenwerkes genutzt werden können (z. B. Climate Bonds Initiative).

Die „Prüfung“ einzelner Rahmenwerke für grüne Anleihen kann auch durch sogenannte **Second Party Opinions** geschehen. Dies hat sich zu einem bedeutenden Geschäftsfeld entwickelt. Die Branche ist gewachsen und hat sich unter einer kleinen Anzahl **relativ großer Anbieter konsolidiert, von denen Sustainalytics der größte ist.**



#### **Definitionen**

**Externe Prüfungen (speziell für Green Bonds).** Eine unabhängig externe Prüfung ist darauf ausgerichtet, den Sicherheitsbedarf von Investoren zu adressieren und die Überwachung der hohen Anforderungen an Governance und Kontrolle während der Laufzeit des Green Bonds zu sicherzustellen. Dabei gibt es drei Prüfungsbereiche (IDW, 2021):

- Prüfung/Zertifizierung des Rahmenwerks
- Prüfung der Mittelverwendung
- Prüfung des Impacts

**Second Party Opinion.** Eine Second Party Opinion stellt eine Prüfung dar, die oft von Beratungsfirmen mit ESG-Expertise oder ESG-Ratingagenturen

vorgenommen und daher nicht nach internationalen Prüfstandards vollzogen wird.

In Wirklichkeit ist die Zertifizierung durch eine Agentur wie die CBI selbst eher die Ausnahme als die Regel. Nur die größten Emittenten werden dies als „Sahnehäubchen“ für ihre Anleihen durchführen lassen. Bei einer typischen grünen Anleihe werden Sie nur eine Second Party Opinion finden, die die Anleihe anhand der CBI Standards prüft.



#### Beispiele

Sustainalytics ist einer der führenden Anbieter von Second-Party-Opinions (<https://www.sustainalytics.com/>).

Aber es gibt noch Dutzende andere, wie Sie aus dieser Liste ersehen können: <https://www.climatebonds.net/certification/approved-verifiers>



#### Kernbotschaft: Private Standards

Bis zur Veröffentlichung der EU-Verordnung im Jahr 2021 hat sich der Markt für grüne Anleihen weitgehend auf der Grundlage privater Standards entwickelt. **Ziel war es, die Standardisierung, Integrität und Transparenz auf dem Markt für grüne Anleihen zu fördern.**

Der Markt für grüne Anleihen stützt sich auf **drei Arten von privaten Institutionen**:

- ✓ **Standardsetzer.** Was ist eine grüne Anleihe? Im Wesentlichen ist dies in den ICMA Green Bond Principles definiert. In einigen Schwellenländern wurde dies auch durch eine Verordnung definiert, wie es bald auch in der EU der Fall sein wird.
- ✓ **Zertifizierer.** Definition einer **Taxonomie** der förderfähigen Aktivitäten für die Verwendung der Erlöse grüner Anleihen. Diese wird nun durch in der EU und anderswo definierte Taxonomien ersetzt.
- ✓ **Anbieter von Second-Party-Opinions und externen Prüfungen.** Bestätigt, dass der Rahmen für grüne Anleihen eines Emittenten mit der Taxonomie und den anderen Anforderungen übereinstimmt.

### 2.3.2 Der europäische Green Bond Standard (EU GBS)

Diese Industriestandards werden vielfach genutzt und der Markt funktioniert auf dieser Grundlage gut. Warum sollte also eine Regulierung erforderlich sein? Die Kapitalmarktbehörden sorgen sich um die Transparenz und Integrität (einheitliche Qualität) der Märkte und der einzelnen Finanzprodukte. Ziel dieser Behörden ist es, die Stabilität der Finanzmärkte sicherzustellen und Marktunvollkommenheiten entgegenzuwirken. Einige der Regulierungen, die es mit Blick auf Sustainable Finance gibt, haben Sie bereits in Unit 3 behandelt.

Was Green Bonds betrifft, so gibt es Bedenken, dass die oben beschriebenen privaten Standards eine strengere Taxonomie nachhaltiger Aktivitäten definieren müssten. Bisher stellen sie es den Emittenten frei, selbst ein Rahmenwerk zu definieren, was sich negativ auf die Qualität und Glaubwürdigkeit der Produkte auswirken könnte (trotz der externen Prüfung). Greenwashing wäre sowohl ein Risiko für einzelne Anleger als auch für das Funktionieren des Marktes insgesamt. Auf der Grundlage einer umfassenden Konsultation der Marktteilnehmer erstellte die EU-Kommission einen Bericht und Mitte 2021 einen Verordnungsentwurf zur Einführung sogenannter European Green Bonds. Im Februar 2023 erzielte der Rat des Europäischen Parlaments eine vorläufige Einigung über die Schaffung von European Green Bonds (Europäischer Rat, 2023). Wir haben den EU Green Bond Standard (EU GBS) bereits in Unit 3 kurz angesprochen. Im Wesentlichen zielt der EU GBS darauf ab, ein neues System der Transparenz und Aufsicht zu etablieren:

- Der EU GBS wäre ein freiwilliger Standard, dessen Erfolg davon abhängig ist, inwiefern er von den Emittenten angenommen oder von den Anleger gefordert wird (es steht den Herausgebern von Green Bonds frei, weiterhin „schwächere“ private Standards zu verwenden).
- Erlöse der EU Green Bonds dürfen nur zur Finanzierung von Wirtschaftstätigkeiten verwendet werden, die den EU-Taxonomieanforderungen entsprechen (siehe Unit 3); nur dann kann das Label "EU Green Bond" verwendet werden.
- Die Emittenten müssen zum Zeitpunkt der der Ausgabe und auch im Nachgang zusätzliche Informationen (in Form von regelmäßigen Berichten) darüber vorlegen, dass die Anleiheerlöse ausschließlich für Taxonomie-konforme Projekte verwendet wurden.
- Nur externe Prüfer, die von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) akkreditiert und beaufsichtigt werden, dürfen einen Green Bond nach dem EU-Standard prüfen. Dafür wird speziell ein Registrierungs- und Aufsichtssystem für externe Prüfer von European Green Bonds eingerichtet.

- Es müssten **jährliche Berichte** über die Verwendung der Anleiheerlöse erstellt werden.
- Die Emittenten müssen **mindestens ein Mal auf der Grundlage standardisierter Messgrößen über die Umweltauswirkungen** berichten, die mit der Verwendung der Erlöse erzielt wurden.

Die Einigung ist vorläufig, da sie noch vom Rat und dem Europäischen Parlament bestätigt und von beiden Organen angenommen werden muss, bevor sie rechtskräftig ist. Geplant ist diese Plenarsitzung für Juni 2023. Das Übereinkommen wird voraussichtlich 12 Monate nach finalem Beschluss in Kraft treten. Die Kernkomponenten des Standards könnten auch in anderen Jurisdiktionen Beachtung finden und der EU-Standard könnte auch von Emittenten aus Nicht-EU-Ländern als Vorlage genutzt werden. Die Liquidität grüner Anleihen und das Ausmaß ihrer Akzeptanz auf dem Markt werden jedoch von ihrer Attraktivität abhängen: **Wünschen sich Anleger und Emittenten diese engere Definition der Förderfähigkeit im Rahmen der EU-Taxonomie, oder wird der damit einhergehende Dokumentationsaufwand Emittenten eher abschrecken?** Wird die Akkreditierung und laufende Überwachung der Verifizierungsanbieter deren Glaubwürdigkeit wirklich erhöhen? Die Erfolgchancen des Standards werden auch dadurch nicht verbessert, dass, die EU-Staaten und die EU selbst bei der Ausgabe von eigenen Green Bonds unterschiedliche Standards verwenden und sich damit im Wesentlichen mehr Freiheiten bei der "Taxonomiekonformität" und "Verifizierung" einräumen.



#### **Weiterführende Literatur**

*Lehmann, A. (2021): Der EU-Standard für grüne Anleihen - eine sinnvolle Umsetzung könnte eine neue Anlageklasse definieren, und verschiedene Verweise darin.* <https://www.bruegel.org/blog-post/eu-green-bond-standard-sensible-implementation-could-define-new-asset-class>

*NGFS (2022): Verbesserung der Markttransparenz in der grünen Finanzierung und der Übergangsförderung, Abschnitte 2.1 - 2.3.* <https://www.ngfs.net/en/communique-de-presse/ngfs-publishes-report-enhancing-market-transparency-green-and-transition-finance>

*Maragopoulos, N. (2022): Towards a European Green Bond: A Commission's Proposal to Promote Sustainable Finance (6. April 2022). European Banking Institute Working Paper Series 2022 - no. 103.* <https://ssrn.com/abstract=3933766%20or%20http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3933766>

*Climate Bonds Initiative (2022): Climate Bonds Standard, Version 3.*  
<https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v3>

*Europäisches Parlament (2022): Eine Bewertung des vorgeschlagenen EU-Standards für grüne Anleihen und sein Potenzial, Greenwashing zu verhindern.*

[https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL\\_STU\(2022\)703359](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU(2022)703359)

*Europäische Kommission, Europäischer Standard für grüne Anleihen.*  
[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en)



**Kernbotschaft: Der europäische Green Bond Standard**

- ✓ Auch wenn der Markt mit Industriestandards bisher funktioniert hat, gibt es weiteren Bedarf an Standardisierung: vor allem im Bereich der Definition von „grün“.
- ✓ Der EU GBS referenziert auf die EU-Taxonomie
- ✓ Beim EU GBS handelt es sich um einen **freiwilligen Standard** für die Ausgabe von grünen Anleihen.

### 2.3.3 Regulierung grüner Anleihen in Entwicklungs- und Schwellenländern

Inwieweit sind diese Branchenstandards und die bevorstehende EU-Verordnung für die Schwellenmärkte relevant? **In den Schwellenländern sind die Emittenten und die Anleihevolumina im Allgemeinen viel kleiner, so dass die Transaktionskosten stärker ins Gewicht fallen.** Außerdem sind die Märkte kleiner und illiquider, so dass der Anreiz, sowohl "traditionelle" als auch grüne Anleihen auszugeben, geringer ist. Schlussendlich könnten auch die Transparenz- und Governance-Standards vieler Unternehmen besser sein, was sich natürlich auf die Qualität der Berichterstattung über die Verwendung der Erlöse einer grünen Anleihe auswirkt.

Dennoch wollen viele größere Schwellenländer das Interesse an grünen Anleihen seitens ESG-orientierter Investoren in fortgeschrittenen Märkten nutzen. Dies gilt es auch zu unterstützen, gerade weil für einen erfolgreichen weltweiten Klimaschutz viele finanzielle

Mittel vom globalen Norden in den globalen Süden geleitet, werden müssen (siehe OECD (2021)).

In **Schwellenmärkten** wurden **Regelungen** bezüglich **Green Bonds** bereits in **verschiedener Weise umgesetzt**, beispielsweise durch Vorschriften von Finanzdienstleistungsbehörden, Börsenzulassungsanforderungen der lokalen Börsen oder auch in Form von freiwilligen Initiativen. Ein freiwilliger Kodex kann dort funktionieren, wo Verstöße innerhalb der Branche geahndet werden können, allerdings sind Regulierungen oder Standards in der Regel zuverlässiger.



#### **Beispiele**

*Die Johannesburger Börse (JSE) hat 2017 Anforderungen für die Börsennotierung von grünen Anleihen eingeführt, die eng an die GBP angelehnt sind.*

*Für Referenzen siehe: Climate Bonds Initiative und IFC (2018): Creating green bond markets, [https://sbfnetwork.org/wp-content/uploads/pdfs/Creating\\_Green\\_Bond\\_Markets/Green\\_Bond\\_Markets\\_Policy\\_Frameworks.pdf](https://sbfnetwork.org/wp-content/uploads/pdfs/Creating_Green_Bond_Markets/Green_Bond_Markets_Policy_Frameworks.pdf)*

*2017 hat die indonesische Marktaufsichtsbehörde (OJK) Vorschriften für die Emission grüner Anleihen erlassen. Die Inhaber grüner Anleihen können den Rückkauf der Anleihe durch den Emittenten beantragen oder eine Erhöhung des Kuponsatzes verlangen, wenn der Emittent die grünen Ziele nicht erreicht. Dies stellt einen Anreiz für den Emittenten dar, die angegebene Verwendung der Erlöse einzuhalten. Siehe auch OECD (2021), Anhang A.*



#### **Übung 1: Die erste grüne Anleihe Georgiens**

*Im Juli 2020 begab Georgia Global Utilities (GGU) eine grüne Anleihe über 250 Mio. USD an der irischen Börse. Diese Anleihe diente der Refinanzierung ausstehender Schulden, mit denen die Anlagen des Unternehmens in den Bereichen erneuerbare Energien und Wasser finanziert wurden.*

*Ein Zweitgutachten von Sustainalytics, einem großen Second Party Opinion Anbieter, kam zu dem Ergebnis, dass das von der GGU entwickelte Rahmenwerk (Green Bond Framework) mit den Green Bond Principles als wichtigstem internationalen Standard übereinstimmt. (Sustainalytics, 2020) In dem Bericht wurde insbesondere der Umfang*

*hervorgehoben, in dem Risiken in überschwemmungsgefährdeten Gebieten und das Potenzial zum Ausbau der erneuerbaren Energieerzeugung, adressiert werden müssen. Die Erlöse waren für ein Portfolio von Unternehmen bestimmt, in die die GGU investiert. Der Erlös der Anleihen wurde jedoch auch größtenteils zur Refinanzierung bestehender ausstehender Schulden verwendet.*

*- Was sind die Vor- und Nachteile der Emission einer grünen Anleihe auf einem ausländischen Markt für ein Schwellenlandunternehmen?*

*- Welche Auswirkungen hat es, wenn der erforderliche Transaktionsumfang im Verhältnis zum grünen Investitionsprogramm des Emittenten groß ist?*

*- Können die gleichen Standards für die Verwendung der Erlöse auf etablierten Kapitalmärkten angewandt werden?*

Schreiben Sie Ihre Antwort hier auf, bevor Sie weiter lesen. Die Lösung der Aufgabe finden Sie am Ende des Skripts

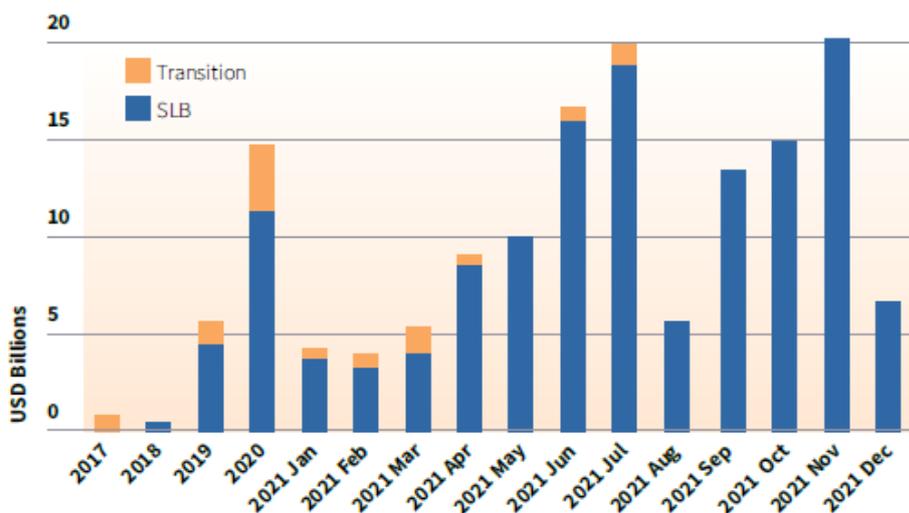
## 2.4 Das breitere Spektrum nachhaltiger Anleihen

Die Anforderungen an die Regulierung grüner Anleihen werden immer strenger, um "Greenwashing" zu verhindern und sicherzustellen, dass die Märkte für grüne Finanzierungen gut funktionieren. Aber es gibt auch alternative Produkte, die gegebenenfalls für bestimmte Emittenten oder Märkte besser geeignet sind und trotzdem den Mandaten bestimmter Anleger entsprechen.

Neben den grünen Anleihen gibt es verschiedene **andere Anleihestrukturen, die den Nachhaltigkeitsaspekt etwas weiter fassen.** Wie in Abbildung 4 (weiter unten) zu sehen

ist, besteht der Hauptunterschied darin, dass diese Anleihen keine projektbezogene Zweckbindung der Erlöse erfordern, sondern für "allgemeine Unternehmenszwecke" bestimmt sind. Mit anderen Worten: Hier geht es nicht um ein bestimmtes nachhaltiges Projekt, sondern der Emittent und seine Nachhaltigkeitsziele – und Verpflichtungen stehen im Fokus. Es kommt den Anlegern auf die Verpflichtung der Emittenten hinsichtlich der Verbesserung ihrer gesamten Nachhaltigkeitsperformance an; wie genau die Erlöse dafür eingesetzt werden, ist zweitrangig. Diese Anleihen können für manche Emittenten besser geeignet sein und bieten den Anlegern dabei ähnliche Vorteile. Im Folgenden werden zwei Arten nachhaltiger Anleihen untersucht, die jeweils unterschiedliche Vor- und Nachteile haben: Transition Bonds und Sustainability-linked Bonds (Wir verwenden in beiden Fällen die englische Bezeichnung, da sie auch im deutschsprachigen Raum verwendet werden). Beide Konzepte entwickeln sich zunehmend (siehe Abbildung 3), müssen sich aber noch auf den Märkten etablieren beziehungsweise sich klareren Standards unterwerfen (Standards).

Abbildung 3. Entwicklung von Transition Bonds und Sustainability-linked Bonds, 2017-2021



Quelle: Climate Bonds Initiative.

### 2.4.1 Transition Bonds

Stellen Sie sich vor, ein Emittent wäre nicht in der Lage, grüne Projekte in ausreichender Menge oder in ausreichendem Umfang sauber abzugrenzen und umzusetzen, aber er hat für sein Unternehmen eine glaubwürdige Strategie zur Erreichung von Kohlenstoffneutralität ausgearbeitet. Bestimmte Anleger könnten gewillt sein, in einen solchen Emittenten zu investieren – auch ohne Green Bond. Ein solcher Fall könnte beispielsweise auf einen Energieversorger zutreffen, der bei seiner Energieproduktion von

Technologien mit hohem Emissionsausstoß auf eine Technologie mit geringerem Ausstoß umsteigt und einen mittelfristigen Plan für Investitionen in erneuerbare Energien hat, mit dem er glaubwürdig darstellen kann, dass er einen klimaneutralen Pfad beschreiten wird. Dies würde nicht mit der restriktiveren Definition einer grünen Anleihe übereinstimmen, die festlegt, dass lediglich abgrenzbare grüne Projekte finanziert werden dürfen (die im Fall des EU GBS sogar der EU-Taxonomie entsprechen müssen). Die Anleihe könnte aber an die **Verwendung der Erlöse für eine konkrete "Übergangstechnologie" (z. B. Gas) gerichtet sein oder für die Umstellung des Emittenten auf einen "Net-Zero"-Pfad genutzt werden**: ein sogenannter Transition Bond.

Insgesamt handelt es sich bei Transition Bonds um eine **relativ „schwache“ Struktur**, und diese Anleihen treten bisher **nur sporadisch** auf. Ihre Qualität hängt von den vom Emittenten eingegangenen Verpflichtungen ab. Bisher umfasst nur die EU Taxonomie auch Übergangstechnologien, zukünftig werden sicherlich noch andere grüne Taxonomien diese aufnehmen, so dass dieses Finanzinstrument besser definiert werden wird.



**Definition:**

**Übergangsförderung** beschreibt Instrumente zur Finanzierung von Aktivitäten und Technologien, die noch nicht emissionsarm oder emissionsfrei (d. h. nicht grün) sind, aber kurz- oder langfristig eine Rolle bei der Dekarbonisierung spielen werden (zum Beispiel als Unterstützung eines Emittenten oder der Wirtschaft insgesamt beim Übergang zur Net Zero-Pfad). Das Transition-Label ermöglicht die Einbeziehung einer größeren Vielfalt von Sektoren und Tätigkeiten und umfasst Labels wie Blue Transition und Green Transition.

## 2.4.2 Sustainability-linked Bonds

Im Falle eines Transition Bonds hängt der Wert stark von der Glaubwürdigkeit des Emittenten ab. Versprechen und Pläne sind einfach gemacht, aber der Anleger hat kaum Möglichkeiten, auf einen Emittenten einzuwirken, der seine Versprechen nicht einhält. **Hier bieten Sustainability-linked Bonds (SLBs) mehr Disziplin**. Die Erlöse aus SLBs werden in der Regel nicht für bestimmte Projekte, Vermögenswerte oder Aktivitäten verwendet, sondern für **allgemeine betriebliche Zwecke**. SLBs sollten losgelöst von grünen Anleihen betrachtet werden, denn sie sind nicht nur eine weichere Form der grünen Anleihen: Die

Verwendung der Erlöse ist an keinen konkreten Zweck gebunden. Wie bereits beschrieben, ist das schließlich das Hauptkriterium eines Green Bonds.

Der Nachhaltigkeitsaspekt ergibt sich daraus, dass das emittierende Unternehmen **Verpflichtungen in Bezug auf eine künftige Nachhaltigkeitsperformance eingeht**. Häufig wird diese Performance in Form von **Leistungskennzahlen (KPI) gemessen**, wie z. B. eine Verringerung der Emissionsintensität. In der Regel werden die **Kapitalkosten (Kupon) oder andere Finanzierungsbedingungen an die Erreichung dieser KPIs geknüpft**, was im Anleihevertrag (Term Sheet) rechtsverbindlich festgelegt ist. Wenn der Emittent seine Nachhaltigkeitsverpflichtungen nicht einhält, steigen die Kapitalkosten; andernfalls bleiben sie auf dem ursprünglich günstigen Niveau oder sinken sogar.

Was wie ein Widerspruch klingt, ist in Wirklichkeit keiner: anders als bei einer grünen Anleihe **kann die Finanzierung bei SLBs viel direkter den Nachhaltigkeits-Impacts zugeschrieben werden**. Bei Green Bonds stellt sich manchmal die Frage, ob das Projekt nicht auch ohne Green Bond umgesetzt worden wäre. Bei SLBs kann man eher davon ausgehen, dass der Emittent durch den SLB bestimmte Dinge unternimmt, die die nachhaltigkeitsbezogenen KPIs verbessern, die ohne die Anleiheemission vielleicht nicht umgesetzt worden wären. Dies wirft einige interessante Fragen zur Ausgestaltung und Preisgestaltung des Instruments auf (die in zwei weiteren unten aufgeführten Artikeln behandelt werden).

Der Preis der Anleihe hängt nicht nur von der Bonität des Emittenten ab (Ausfallwahrscheinlichkeit), sondern auch von der Wahrscheinlichkeit, dass er die angestrebten KPIs erreicht (bei deren Nichterreichen der Anleger höhere Renditen erhält, obwohl er sein ESG-Mandat nicht erfüllen kann).

**SLBs sind jedoch wesentlich komplexere Instrumente als grüne Anleihen, und sie werden nur für Emittenten mit einer gewissen Glaubwürdigkeit und einer Erfolgsbilanz auf den Kapitalmärkten relevant sein**. Die Komplexität ergibt sich aus mindestens Aspekten:

- Die Anleihe muss **"anreizkompatibel" sein**. Die Strafe (Kuponerhöhung) muss **groß genug sein, um die Geschäftsleitung des Emittenten zu veranlassen, bestimmte Nachhaltigkeitsaktivitäten bei den Investitionen einzuleiten**.
- Gemäß dem Mandat des Investors müssen die **KPIs ehrgeizig genug** sein, um Wirkung zu zeigen. Gehen Sie zum Beispiel über den unvermeidlichen technologischen Fortschritt hinaus?
- Gleichzeitig müssen die **KPIs überwachbar und hinreichend granular sein**. Der Anleger benötigt einen guten Einblick in die Geschäftstätigkeit des Emittenten,

um die Einhaltung der Vorschriften zu überprüfen (in der Regel mit Hilfe eines externen Prüfers).



#### Definition

**Sustainability-linked Bonds** beschaffen Finanzmittel für allgemeine Unternehmenszwecke. Bei der Anleihe handelt es sich um ein Instrument, das Strafen oder Belohnungen (z. B. Kuponerhöhungen/-senkungen, vorzeitige Rückzahlungsverpflichtungen usw.) an die Erfüllung vorab festgelegter, zeitlich begrenzter ESG-Ziele knüpft.



#### Weiterführende Literatur

CBI (2021): *Transition finance for transforming companies - avoiding greenwashing when financing company decarbonization.*  
<https://www.climatebonds.net/transition-finance-transforming-companies>

Köbel, J. und A. Lamillion (2022): *Who pays for sustainability? An analysis of sustainability-linked bonds.*  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4007629](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4007629)

Berrada, T., L. Engelhardt, R. Gibson und P. Krueger (2022): *The economics of sustainability-linked bonds*, Swiss Finance Institute Research Paper Series, Nr. 22-26.  
[https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwig7evd35j5AhVP\\_bsIHUYRDMoQFnoECDgQAQ&url=https%3A%2F%2Fecgi.global%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Fworking\\_papers%2Fdocuments%2Fgibsonfinal.pdf&usq=AOvVaw0o74BL8tlzjl1MXq\\_CeQfW](https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwig7evd35j5AhVP_bsIHUYRDMoQFnoECDgQAQ&url=https%3A%2F%2Fecgi.global%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Fworking_papers%2Fdocuments%2Fgibsonfinal.pdf&usq=AOvVaw0o74BL8tlzjl1MXq_CeQfW)



#### Übung 2

Der italienische Energieversorger ENEL ist einer der größten Betreiber erneuerbarer Energien (ca. 46 GW und 74 Mio. Endverbraucher), obwohl er auch auf Kohle angewiesen ist. Das Unternehmen setzt sich für die Dekarbonisierung und unternehmensinterne Umsetzung der SDGs ein (laut ENEL machen diese Vorhaben 90 % der Investitionsausgaben aus). Die Strategie des Unternehmens sieht vor, dass der Anteil der erneuerbaren Energien an der gesamten Stromerzeugung 2023 bis 2025 von 64 % auf 76 % steigt. Im Zeitraum 2019-20 hat ENEL fünf Sustainability-linked Bonds im

Gegenwert von insgesamt 4,5 Mrd. EUR begeben. Dabei wurden zwei KPIs zugrunde gelegt: die Reduzierung der Treibhausgasemissionen (Scope 1) und der Anteil der erneuerbaren Energien an der installierten Leistung. Die Verwendung der Anleiherlöse ist für allgemeine Zwecke vorgesehen und nicht begrenzt. Werden die vorgegebenen KPIs nicht erfüllt, erhöht sich der Zinssatz.

- Unter welchen Bedingungen wird ein institutioneller Anleger eine Sustainability-linked Bond (SLB) gegenüber einer grünen Anleihe vorziehen?
- Wie sollten die KPIs festgelegt werden?
- Welchen Zweck erfüllt der Anleihevertrag ("Term Sheet")?
- Welches Problem ergibt sich, wenn die SLB auf dem Kapitalmarkt gehandelt wird und frei erworben werden kann, auch vom ursprünglichen Emittenten?

Bitte schauen Sie unter:  
<https://www.enel.com/investors/investing/sustainable-finance/sustainability-linked-finance/sustainability-linked-bonds>

Schreiben Sie Ihre Antwort hier auf, bevor Sie weiterlesen. Die Lösung finden Sie am Ende des Skripts.

Wir haben uns nun mit der Struktur und Eigenschaften einiger Finanzinstrumente befasst und untersucht, welche Rechte der Anleger hat und wie die Anleihebedingungen definiert sind. Neben den bisher genannten Anleihen gibt es auch noch andere, die sich nicht auf Klimaschutz spezialisieren, aber dennoch die Verwendung der Erlöse verbindlich festlegen. **Blue Bonds zum Beispiel widmen die Erlöse bestimmten Aktivitäten und Projekten zum Schutz der Meere.** Es gibt auch **Social Bonds, die nach der COVID-Pandemie populär geworden sind und für die es sogar spezielle ICMA-Leitlinien gibt.** Vom Konzept her sind diese Anleihen sehr ähnlich, und die beiden zugrunde liegenden Fragen bleiben dieselben: Schafft der Anleger durch seine Investition einen zusätzlichen Umwelt- oder Sozialnutzen und ist das Instrument im Interesse des Emittenten? Hierauf werden wir in Abschnitt 6 zurückkommen. Abbildung 4 fasst die in diesem Kapitel erörterten Anleihetypen und die Implikationen für Emittenten zusammen.

Abbildung 4. Anleihearten und Auswirkungen auf die Emittenten

Art der Anleihe	Schwerpunkt des Emittenten	Wesentliche Marktleitlinien	Was kann (re)finanziert werden?	Verpflichtung des Emittenten
Use of Proceeds	Grün	EU Green Bond Standards	Portfolio von EU-Taxonomie-konformen Aktivitäten	Zweckbindung und Berichten
		ICMA Green Bond Principles	Portfolio der grünen Aktivitäten	Zweckbindung und Berichten
	Soziales	ICMA Social Bond Principles	Portfolio der sozialen Aktivitäten	Zweckbindung und Berichten
	Sustainability	ICMA Sustainability Bond Guidelines	Portfolio der grünen und sozialen Aktivitäten	Zweckbindung und Berichten
Allgemeine Unternehmenszwecke	SDGs	Relevant ICMA Bond Principles or guidelines	Portfolio von Aktivitäten, die zu den SDGs beitragen - oder - Strategie, die zu den SDGs beiträgt	Zweckbindung /Erreichen und Berichten
	Transition	Noch keine allgemein anerkannten Leitlinien verfügbar	Portfolio von Aktivitäten zur Unterstützung des Übergangs - und - der Übergangsstrategie und damit verbundene Ziele	Zweckbindung /Erreichen und Berichten
	Allgemeine Nachhaltigkeitsstrategie	ICMA Sustainability-Linked Bond Principles	Nachhaltigkeits- oder Übergangsstrategie und damit verbundene Ziele	Erreichen und Berichten
	KPI-gekoppelte Strategie	ICMA Sustainability-Linked Bond Principles	Themenspezifische Strategie und damit verbundene Ziele	Erreichen und Berichten

Quelle: ICMA (2020).

## 2.5 Die Landschaft der grünen Anleihenmärkte

Anhand dieser Definitionen können die Märkte für grüne Anleihen in Industrie- und Entwicklungsländern untersucht werden. Wir werden uns hier absichtlich kurzfassen, da dieser Markt sehr dynamisch ist. Es geht darum, zu verstehen, wie und wo man sich über Transaktionen und Marktentwicklungen informieren kann, um sich mit der Investorenlandschaft vertraut zu machen.

Wie zuvor beschrieben, legen Anleger einen großen Wert auf die Liquidität und Größe des lokalen Marktes. Umgekehrt sind auch Emittenten daran interessiert, dass es eine verlässliche und umfangreiche Anlegerbasis mit kontinuierlichem Handel gibt. Schließlich hängt die Höhe der Transaktionskosten für den Emittenten maßgeblich von der Marktreife ab. Dies ist ein schwierig zu lösendes „Henne-Ei“-Problem. Der lokale Anleihemarkt ist also eine wichtige zu beachtende Komponente bei der Investitionsentscheidung.

Bei der Beurteilung des Marktes müssen Sie sich auch mit den scheinbar überlappenden Definitionen der verschiedenen Produkte auseinandersetzen: **Green Bonds, Sustainability Bonds, Sustainability-linked Bonds, Transition Bonds, Blue Bonds...** Alle Anleihen unterscheiden sich in der Theorie, werden aber in der Praxis von den Marktteilnehmern oft nicht sauber getrennt.

Die Climate Bonds Initiative (2022), auf die weiter unten verwiesen wird, ist eine Organisation, die die Marktentwicklung über die Jahre hinweg konsequent verfolgt hat. Ihre Daten zeigen, dass der **globale Markt im Jahr 2021 den wichtigen Meilenstein von über 1 Billion Dollar überschritten hat** (Abbildung 5). Angesichts der Gesamtkapitalisierung des **globalen Anleihemarktes von rund 127 Billionen USD Ende 2021** ist dies zwar noch gering, aber nicht unbedeutend. Auf dem Markt für grüne Anleihen wurden bis Ende 2021 insgesamt 839 Emittenten in 58 Ländern gezählt. Dies ist fraglos ein erheblicher Anstieg des Volumens und der Zahl der Emittenten. Vorsichtig sollte man bei der Interpretation dennoch sein: Das durchschnittliche Emissionsvolumen lag bei 250 Mio. USD und ist damit weitaus höher als der Finanzierungsbedarf der meisten Emittenten in Schwellenländern.

Abbildung 5. Kumuliertes Volumen grüner und anderer nachhaltiger Anleihen



Quelle: Climate Bonds Initiative (2022).

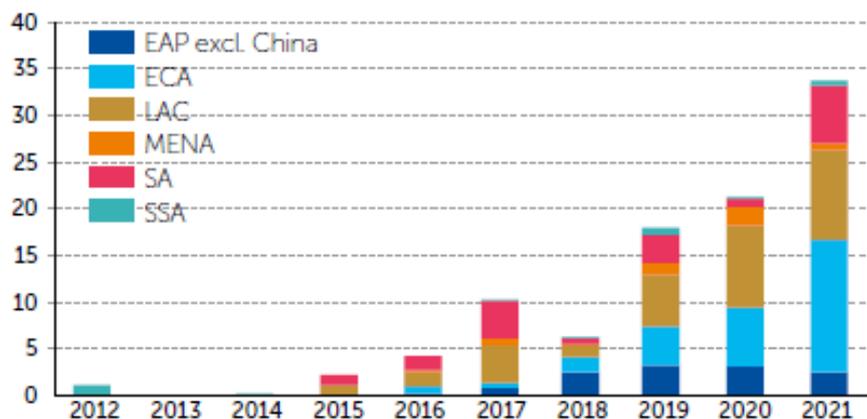
Es zeichnet sich ab, dass sich die Emissionen und die Zahl der Emittenten vermehrt auf Europa konzentriert. Wie wir bereits erwähnt haben, sind die europäischen Regulierungsbehörden bestrebt, ihre Kapitalmärkte als Raum für nachhaltige Finanzierungen zu entwickeln. Die AFME-Zahlen für 2021 (auf die ebenfalls unten verwiesen wird) zeigen einen deutlichen Anstieg (um 90%) der europäischen Emissionen grüner Anleihen gegenüber dem Vorjahr auf 252 Milliarden Euro im Jahr 2021. Dies entspricht etwa 60% des weltweiten Gesamtvolumens und unterstreicht eine ungewöhnliche europäische Dominanz auf den Kapitalmärkten. Die AFME-Zahlen sind hilfreich, da sie detailliertere Angaben nach Emittententyp, Instrument und Währung enthalten. Ein regelmäßiger Blick in diese Veröffentlichung ist hilfreich, um das Geschehen am Markt zu verfolgen.

Ein wichtiger Trend auf den europäischen Märkten für grüne Anleihen - und in gewissem Maße auch auf den globalen Märkten - ist der **Aufstieg staatlicher und supranationaler Emittenten**. Etwa die Hälfte der EU-Staaten hat inzwischen eigene Green Bond-

Programme. Die EU ist bestrebt, ein Drittel ihres neuen und sehr umfangreichen Kapitalmarktfinanzierungsprogramms über grüne Anleihen zu beschaffen. Damit wäre sie der weltweit größten Einzel- Emittent grüner Anleihen. Dies wirft eine interessante Frage auf: sollte die Rechenschaftspflicht des Staates (oder der EU) hinsichtlich der Erreichung von Nachhaltigkeitszielen in erster Linie durch den Kapitalmarkt erfolgen und durch einen Prospekt für grüne Anleihen (und dessen externe Prüfung) definiert werden, oder sollte sie durch das Ambitionsniveau der Verordnungen, Rechtsvorschriften und Haushaltsverfahren erfolgen?

Verglichen mit dem starken Wachstum der Märkte für grüne Anleihen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften war die Emissionstätigkeit in den Entwicklungsländern unregelmäßiger, und das Gesamtvolumen ist immer noch relativ gering, was angesichts der bisher noch eher marginalen globalen Rolle dieser Märkte aber nicht überraschend ist. Allerdings sollte aufgrund des klimabezogenen Investitionsbedarfs, der diesen Ländern zugeschrieben wird, den dortigen Märkten eine viel größere Bedeutung beigemessen werden. Abbildung 6 zeigt die Emissionen grüner Anleihen in den Jahren von 2012 bis 2021, und der Großteil der Emissionen wurde in Lateinamerika und Europa/Zentralasien getätigt. Würde man China als Schwellenland betrachten, dann würden allein auf dieses Land über zwei Drittel der kumulierten Anleihe-Emissionen entfallen.

Abbildung 6. Emission grüner Anleihen in den einzelnen Regionen der Entwicklungsländer (ohne China).



Quelle: OECD (2021). EAP steht für Ostasien und Pazifik, ECA für Europa und Zentralasien, LAC für Lateinamerika und die Karibik, MENA für den Nahen Osten und Nordafrika, SA für Südasien und SSA für Afrika südlich der Sahara.

Ein zentrales Dilemma für potenzielle Emittenten von Green Bonds in Schwellenländern ist die Frage, ob sie lokale oder internationale Märkte ansprechen sollen. Erstere bieten Zugang zu einer lokalen Investorenbasis, die unter Umständen zuverlässiger sein kann.

Die lokale Währung ist für die meisten Nachhaltigkeitsprojekte ebenfalls geeignet, insbesondere für Energieinfrastrukturen. Allerdings sind die lokalen Märkte klein, illiquide und anfällig für schnelle Abflüsse ausländischer Gelder. Staatsanleihen sind oft das einzige gut funktionierende Segment dieser Märkte. Im Gegensatz dazu bieten die internationalen Märkte ein viel größeres durchschnittliches Transaktionsvolumen, das möglicherweise nur für eine Handvoll lokaler Banken und Unternehmen geeignet ist. Eine grüne Anleihe, die auf internationalen Märkten begeben wird, bringt dem Emittenten einen gewissen Reputationsgewinn, aber nur wenige Vorteile für die Entwicklung des lokalen Marktes.



**Denkanstoß: Digitale Plattformen für grüne Anleihen**

Wie könnten Kleinanleger Zugang zu grünen Anleihen erhalten? Werden solche Anleger höhere Ansprüche an Echtzeit-Informationen, auch bezüglich des Impacts, haben? Wie könnten digitale Technologien und Blockchain zu diesem Zweck genutzt werden? Prüfen Sie das hier dargestellte Projekt Genesis:

- BIS Innovation Hub:  
[https://www.bis.org/about/bisih/topics/green\\_finance/green\\_bonds.htm](https://www.bis.org/about/bisih/topics/green_finance/green_bonds.htm)
- NGFS (2022), Kasten 2.2:  
<https://www.ngfs.net/en/communique-de-presse/ngfs-publishes-report-enhancing-market-transparency-green-and-transition-finance>



**Datenquellen**

CBI (2022): Sustainable Debt: Global State of the Market 2021.

<https://www.climatebonds.net/resources/reports/sustainable-debt-global-state-market-2021>

AFME (2022) European Sustainable Finance Daten. ESG Finance Q4 und Gesamtjahr 2021 - European Sustainable Finance.  
<https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/-ESG-Finance-Q4-and-Full-Year-2021---European-Sustainable-Finance>

**Weiterführende Literatur**

OECD (2021): Scaling up green, social, sustainability and sustainability-linked bonds issuances in developing countries.  
<https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/blended->

[finance-principles/documents/scaling-up-green-social-sustainability-sustainability-linked-bond-issuances-developing-countries.pdf](#)

Amundi (2021): *Emerging market green bonds – report 2021*:  
<https://www.amundi.com/globaldistributor/Local-Content/News/Emerging-Market-Green-Bonds-Report-2021>.

Domínguez-Jiménez, M. und A. Lehmann (2021) 'Accounting for climate policies in Europe's sovereign debt market', *Policy Contribution 10/2021*, Bruegel. <https://www.bruegel.org/2021/05/accounting-for-climate-policies-in-europes-sovereign-debt-market/>

NGFS (2022): *Enhancing data transparency in green and transition finance*, verfügbar unter: <https://www.ngfs.net/en/communique-de-presse/ngfs-publishes-report-enhancing-market-transparency-green-and-transition-finance>

### 3 Welchen Beitrag können grüne Anleihen leisten?

Rund um das Instrument der grünen Anleihen hat sich ein sehr ausgefeiltes und umfangreiches Regelwerk aus Industriestandards und Verordnungen entwickelt. Der Markt für grüne Anleihen wuchs bis 2021 auf ein jährliches Emissionsvolumen von rund 300 Mrd. USD weltweit an. Den Emittenten entstehen zusätzliche Transaktionskosten, die über die Kosten für ein Standardinstrument hinausgehen. Es ist nun an der Zeit, sich mit einer zentralen Frage zu befassen, die sich wie ein roter Faden durch die Sustainable Finance Diskussion zieht: Gibt es ausreichende Vorteile für den Emittenten und die Wirtschaft, die mit den politischen Zielen der Lenkung von Finanzmitteln in Richtung Klimaschutz und einer nachhaltigeren Wirtschaft in Einklang stehen?

Diese Frage ist nicht trivial. Wenn wir nur etwa 15 Jahre zurückdenken, hat uns die globale Finanzkrise gelehrt, dass die Finanzmärkte in einer Weise interagieren und expandieren, die gesellschaftlich nicht unbedingt wünschenswert ist und sogar hohe Kosten für die Gesellschaft verursacht. Schauen wir uns die Kernthemen in der empirischen Literatur dazu an, um einige Behauptungen und Annahmen bezüglich nachhaltiger Finanzprodukte zu überprüfen.

#### 3.1 Vorteile für den Emittenten

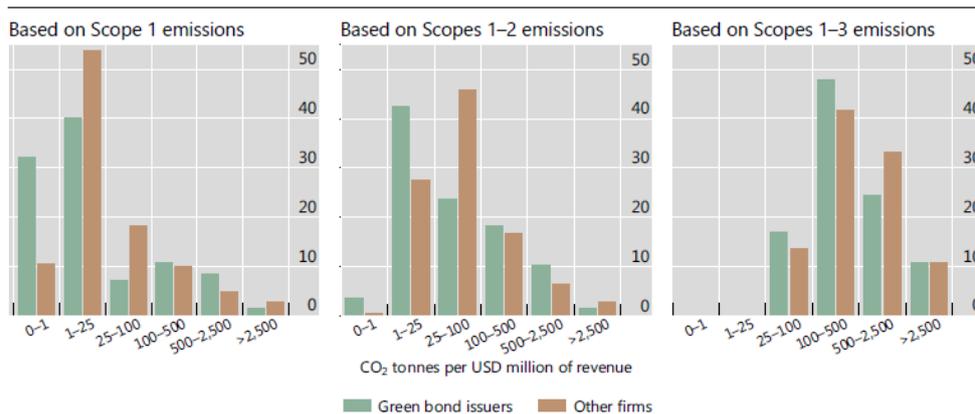
Beginnen wir mit einem Blick auf den Emittenten. Vor der Emission einer grünen Anleihe muss das Unternehmen ein **Rahmenwerk für grüne Anleihen entwickeln**, in dem erklärt wird, wie die Erlöse zugewiesen und verwendet werden. Nach der Emission der Anleihe muss das Unternehmen jährlich über die **Mittelverwendung Rechenschaft ablegen** und je nach Finanzprodukt über den Impact berichten. Alle Anleger haben Zugang zu den Berichten, den Unterlagen des Emittenten und den Prüfberichten, in denen dies evaluiert wird. Einige Versprechen von Seiten der Emittenten könnten sich als übertrieben herausstellen, und die nachträgliche Prüfung durch die Verifizierungsanbieter oder externen Prüfer muss möglicherweise verschärft werden. Aber zweifellos haben grüne Anleihen durch die Verankerung von Nachhaltigkeit beim Emittenten zu **mehr Transparenz und verbesserter Unternehmensführung** beigetragen.

Die Befürworter grüner Anleihen haben jedoch einen viel stärkeren Anspruch: Grüne Anleihen sollen auf den Emittenten einwirken und ihn zu nachhaltigerem Handeln bewegen. Dies könnte entweder durch das von der grünen Anleihe finanzierte Projekt, oder durch Anreize für ein verbessertes Umweltverhalten des Unternehmens bewirkt

werden, indem die Unternehmensleitung beispielsweise nachhaltigere Betriebsabläufe einführt und ihre Lieferketten umgestaltet.

Ein wichtiges Papier zu dieser Debatte wurde von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im Jahr 2020 veröffentlicht. Ehlers, Mojon und Packer (2020) zeigten, dass **Emittenten grüner Anleihen nicht unbedingt eine geringere Kohlenstoffintensität aufweisen**. Der Vergleich des Kohlenstoff-Fußabdrucks von Emittenten grüner Anleihen und anderen vergleichbaren Unternehmen, der in Abbildung 7 dargestellt ist, liefert **keine überzeugenden Argumente für grüne Anleihen**. Ihre wichtigste Schlussfolgerung ist, dass Berichterstattung über Green Bonds und die Nutzung von Green Bond-Labels nicht ausreichen, um von einer abnehmenden Kohlenstoffintensität der Emittenten auszugehen.

Abbildung 7. Kohlenstoffintensität von Emittenten grüner Anleihen und anderen Unternehmen



Quelle: Ehlers, Mojon und Packer (2020). Die Diagramme zeigen den Anteil der Unternehmen in Prozent innerhalb des auf der x-Achse aufgetragenen Bereichs der Kohlenstoffintensität. Scope 1 steht für eigene Emissionen, Scope 2 für verbrauchte Energie und Scope 3 für Emissionen, die in der Wertschöpfungskette entstehen.

Eine positivere Bewertung gaben Fatica und Panzica (2020) ab, die eine Stichprobe von 1.105 grünen Anleihen untersuchten. Diese Emittenten wiesen nach der Emission grüner Anleihen einen **Rückgang der Kohlenstoffintensität ihrer Assets im Vergleich zu vergleichbaren Unternehmen auf**. Dieser Unterschied war noch deutlicher, wenn **Green Bonds zur reinen Refinanzierung von grünen Projekten ausgeklammert wurden**. Emittenten grüner Anleihen engagieren sich stärker für ökologisch nachhaltige Aktivitäten, auch wenn die grüne Anleihe selbst möglicherweise nicht die Ursache für eine Änderung der Unternehmensstrategie und der Nachhaltigkeit war.



**Denkanstoß**

Ein Emittent grüner Anleihen kann die Anleiheerlöse für ein Umweltprojekt verwenden, aber weiterhin abseits des Green Bonds in klimaschädliche Aktivitäten investieren. Ist dies nach den von den Verifizierungsanbietern verwendeten Methoden möglich? Mit Blick auf den Climate Bonds Standard? Betrachten Sie den Fall des koreanischen Energieversorgers KEPCO.

Tauschen Sie Ihre Gedanken und Ideen zu diesen Fragen im Zusammenhang mit dem Fall KEPCO mit anderen Teilnehmern in einem Diskussionsforum auf CANVAS aus.

Bitte schreiben Sie Ihre Gedanken auf, bevor Sie mit dem Lesen fortfahren.

Eine weitere Behauptung, dass grüne Anleihen **greifbare Vorteile bei den Finanzierungskosten bringen**, ist ebenfalls **umstritten**. Wie wir zu Beginn dieses Kapitels erläutert haben, ist dies bei einer einfachen "use of proceeds"-Anforderung und auf einem liquiden Sekundärmarkt logisch unmöglich. Anleger, die Zugang zu grünen und regulären Anleihen haben, würden den Preis des Instruments, das mit einem Abschlag gehandelt wird, in die Höhe treiben und jegliche Preis- und Renditedifferenz arbitrieren.

Bei **Primäremissionen gibt es eine Finanzierungsprämie (Yield Discount)**. Dies kann auf ein Phänomen namens "new issue yield compression" zurückzuführen sein. Daten aus Primäremissionen deuten darauf hin, dass **grüne Anleihen in der Regel eine bessere Verkaufsbilanz ("Book Cover") und leichte Renditerückgänge aufweisen**. Dies wird im Allgemeinen darauf zurückgeführt, dass ESG-motivierte Anleger auf ein begrenztes Angebot an grünen Instrumenten drängen. Dieses so genannte "**Greenium**" ist **jedoch recht gering (in der Größenordnung von einigen Basispunkten) und verschwindet im Sekundärhandel**. Es gibt keine zwingenden Argumente dafür, dass diese Prämie die zusätzlichen Transaktionskosten rechtfertigt, die durch grüne Anleihen entstehen.

Es ist oft schwierig, grüne Anleihen mit Standardanleihen zu vergleichen, da Liquidität und Laufzeit unterschiedlich sind. Aber die Anleihen von umsatzstarken und soliden Emittenten, wie Blue-Chip-Unternehmen oder Staaten mit gutem Rating, deuten darauf

hin, dass das Greenium tatsächlich gering ist. Aber es könnte noch weitere Vorteile geben. Flammer (2021) untersuchte beispielsweise 565 grüne Anleihen, die von 169 börsennotierten Unternehmen ausgegeben wurden. Die Emission grüner Anleihen führte zu einer **positiven Reaktion auf den Börsenkurs** der ausstehenden Aktien. Die Emittenten verschaffen sich auch eine gewisse Reputation hinsichtlich ihrer ESG-orientierten Tätigkeiten, was anderen Finanzierungen, einschließlich Eigenkapital, zugutekommt.

### 3.2 Funktionsweise der Kapitalmärkte

Über den einzelnen Emittenten hinaus könnten weitere Vorteile darin liegen, wie die Kapitalmärkte die Transformation der Wirtschaft hin zu mehr Nachhaltigkeit unterstützen und wie Finanzmittel in Richtung Nachhaltigkeit gelenkt werden. Viele Börsen haben eigene Bereiche für den Handel mit grünen Instrumenten eingerichtet und bieten Emittenten und Anlegern in vielen Fällen eine Reihe von Anreizen. (Climate Bonds Initiative, 2021)

Um hier etwaige Nutzen und Vorteile beurteilen zu können, muss untersucht werden, ob sich die **Anlegerbasis von Green Bonds in irgendeiner Weise von derjenigen herkömmlichen Schuldtitel unterscheidet. Erstemissionen grüner Anleihen ziehen häufig engagierte ESG-Anleger** an. Es hat sich gezeigt, dass die Anleger einen langfristigeren Anlagehorizont haben, als normale Anleiheinvestoren. "Bei Investitions- und Halteentscheidungen scheinen eher nicht-finanzielle Aspekte eine Rolle zu spielen als andere finanzielle Erwägungen" (Fatica und Panzica, 2020, zur Unterstreichung der Feststellung, die auch in Zerbib, 2019, getroffen hat). Dies ist eine gute Nachricht für Emittenten, da ihre Finanzierungsbasis zuverlässiger werden könnte, was ihnen in Zeiten von Marktturbulenzen zugutekommen könnte.

Gleichzeitig müssen wir uns darüber im Klaren sein, dass eine solide Finanzierungsstrategie für jeden Emittenten darin besteht, sich auf einige wenige hochliquide Instrumente zu konzentrieren. **Eine grüne zusammen mit einer parallelen konventionellen Anleihe ist nicht unbedingt sinnvoll. Beide werden weniger liquide sein,** als es die Finanzierung über ein einziges Instrument gewesen wäre. Die Anleger werden einen Aufschlag für das Halten solcher Instrumente verlangen, da sie wissen, dass sie einen Verlust erleiden können, wenn sie eine große Position veräußern müssen. Aus diesem Grund haben die Schuldenmanager der Regierungen grüne Anleihen jahrelang gemieden. Mazzacurati et al. (2021) stellen fest, dass die Liquidität auch für größere Emittenten auf den EU-Anleihemärkten nicht unbedingt knapper ist. Dies ist beruhigend für die EU als dem größten Einzelmarkt für grüne Anleihen. In den Schwellenländern ist die "Illiquiditätsprämie" ein Haupthindernis für die Entwicklung grüner Anleihen.

### 3.3 Mobilisierung von Klimafinanzierung

Aus der Sicht einer Regierung oder einer Regulierungsbehörde stellt sich schließlich die Frage, ob sie einen Markt für grüne Anleihen aktiv fördern sollten. Dies erfordert ein Minimum an konkreten Vorschriften für grüne Finanzierungen, einschließlich einer Taxonomie und einiger Offenlegungsregeln. Viele Regierungen haben weitere Anreize geschaffen, indem sie zum Beispiel die Emissionskosten subventioniert haben. Lokale staatliche Institutionen wie Pensionsfonds oder die lokale Entwicklungsbank fungieren oft als "Ankerinvestoren". Eine wichtige Frage ist, ob grüne Anleihen Finanzierungsströme und damit verbundene Investitionen generieren, die es sonst nicht gäbe. Um diese Frage der "Zusätzlichkeit" zu beurteilen, muss im Wesentlichen die kontrafaktische Situation bewertet werden.

Die Abwägungen für einen aufstrebenden Markt liegen mit Blick auf die obigen Ausführungen klar auf der Hand: Die Emission grüner Anleihen kann inländische und internationale Anleger anziehen, die sich sonst nicht engagiert hätten. Dies kann mit gewissen Kosten für die Emittenten verbunden sein und die Effizienz lokaler Kapitalmärkte etwas verringern. Entwicklungsorganisationen und private Investoren können in grünen Anleihen durchaus ein geeignetes Engagement in einem lokalen Projekt finden, das den von ihnen gewünschten Impact erzielt. Für Unternehmensemittenten stellt sich vor allem die Frage, ob der inländische Markt in Landeswährung die gleichen Beträge zu ähnlichen Bedingungen mobilisieren kann wie die internationalen Märkte.

Schauen wir uns die fortgeschrittenen Kapitalmärkten an, um die Frage der „Zusätzlichkeit“ zu beantworten, lässt sich das nicht eindeutig beurteilen: Es gibt zum einen viele dokumentierte Fälle, in denen Emittenten und Fondsmanager ausstehende Schuldtitel einfach in ESG-Fonds und grüne Anleihen umetikettieren. Gleichzeitig sehen wir aber auch viele neue Anleger auf den grünen Anleihemärkten, die ihre Portfolios aus anderen Anlageklassen umschichten.



#### Übung 4

##### **Sollten grüne Anleihen als Finanzinstrument auf den lokalen Kapitalmärkten von Schwellenländern gefördert werden?**

Entwerfen Sie drei Aufzählungspunkte, die jeweils für gegen eine solche Politik sprechen. Nennen Sie einige Länder, in denen die Argumente für grüne Anleihen überzeugender sind, und erklären Sie, warum.

Weitere Informationen finden Sie in der in Abschnitt 2 genannten OECD-Veröffentlichung (<https://www.oecd.org/env/mobilising-bond-markets-for-a-low-carbon-transition-9789264272323-en.htm>).

Schreiben Sie Ihre Antwort hier auf, bevor Sie weiterlesen. Die Lösung der Übung finden Sie am Ende des Skripts.



#### Weiterführende Literatur

Ehlers, T., B. Mojon und F. Packer (2020): Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level, *BIS Quarterly Review*, September 2020, [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2009c.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2009c.htm)

Fatica, S. und Panzica, R. (2020): Green bonds as a tool against climate change. <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC121894>

Larcker, D. und E. Watts (2020): Where is the greenium? *Journal of Accounting and Economics*, Band 2-3. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410120300148>

Mazzacurati, J., Paris, W. und Tsiotras, A. (2021): Environmental impact and liquidity of green bonds, in *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, Nr. 2, September. <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library/trends>

Zerbib, O. (2019), "The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds", *Journal of Banking & Finance*, 98: 39-60. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426618302358>



**Kernbotschaft: Welchen Beitrag können grüne Anleihen leisten?**

Grüne Anleihen werden oft auf der Grundlage irreführender Behauptungen verkauft. Doch sie bringen sowohl Vor- als auch Nachteile:

Vorteile, die in der Literatur bestätigt werden

- ✓ **Verbesserte Transparenz** und Unternehmensführung seitens des Emittenten (hinsichtlich nachhaltiger Aspekte)
- ✓ **Reputationsvorteile**, die eine weitere Finanzierung auf den Kapitalmärkten erleichtern dürften.

Vorteile, die unklar sind:

- ✓ Die **Emission grüner Anleihen** wird oft mit einer CO<sub>2</sub>-Reduktion in Verbindung gebracht, auch wenn sie diese nicht direkt verursacht.
- ✓ Das **"Greenium"** entsteht nur bei Primäremissionen oder auf illiquiden Märkten, wo viele ESG-Anleger auf ein begrenztes Angebot an grünen Anleihen drängen. Das Greenium ist jedoch in der Regel sehr klein.
- ✓ Die **Zusätzlichkeit der nachhaltiger Vorhaben** / Projekte (wären sie ohne Green Bond nicht finanziert und umgesetzt worden?)

Kosten:

- ✓ Erhöhte **Transaktionskosten** für den Emittenten (diese können sinken, wenn die Überprüfung effizienter wird).
- ✓ **Mangelnde Liquidität**, wenn Kleinemittenten dieses Instrument in Schwellenländern nutzen möchten.
- ✓ **Effizienz des Kapitalmarkts**, da verschiedene Anleihen von einzelnen Emittenten ausgegeben werden, was die Gesamt-Liquidität verringert.

## 4 Grüne Kredite und Verbriefungen

Grüne Anleihen sind mit Blick auf die Transformation hin zu einer emissionsärmeren und nachhaltigeren Wirtschaft das bekannteste und sichtbarste Finanzinstrument. Doch in fast allen Volkswirtschaften sind die Vermögenswerte der Banken um ein Vielfaches höher als das Volumen der auf den öffentlichen Märkten gehandelten Schuldtitel. Die Banken sind noch in hohem Maße in fossilen Brennstoffen investiert und sehen sich nun mit einer Agenda konfrontiert, die darauf abzielt, einen auf die Klimaziele abgestimmten "Net-Zero"-Pfad einzuschlagen. Die Neuausrichtung des Kreditgeschäfts auf "grüne" Projekte und Kunden wird ein wesentlicher Bestandteil dieser Transition sein (BankTrack, et al., 2022).

Bankkredite, die auf Nachhaltigkeit abzielen, sind weit weniger standardisiert. Um zu verstehen, warum dies der Fall ist, sei daran erinnert, dass die Anleihemärkte stark reguliert sind und auf öffentlich zugänglichen Informationen für alle Anleger beruhen. Banken hingegen verlassen sich bei der Kreditvergabe und der Überwachung von Kreditnehmern auf nicht-öffentliche Informationen, die sie von ihren Kunden erhalten. Das Sammeln dieser Informationen über die Kreditwürdigkeit von Einzelpersonen und Unternehmen ist in der Tat der Kern des Geschäftsmodells einer jeden Bank. Deshalb könnte es schwierig sein, einen Markt für grüne Kredite so zu standardisieren, wie es bei grünen Anleihen geschehen ist.

In diesem vierten Abschnitt wollen wir uns ansehen, wie die Green Bond Principles als Blaupause für die Kreditmärkte dienen und welche Vorteile sich daraus auf den Fremdkapitalmärkten ergeben könnten. Angesichts der großen Bedeutung des Bankensektors werden wir uns hier relativ kurzfassen und in Unit 7 genauer auf das Privat- und Firmenkundengeschäft der Banken eingehen. In Unit 3 dieses Kurses wurden bereits die Auswirkungen nachhaltiger Finanzpolitik und -vorschriften auf die Finanzmarktteilnehmer dargelegt.

### 4.1 Green Loan Principles

Auf den Finanzmärkten geht es darum, Risiken zu teilen und neu zu verpacken. Es besteht ein erhebliches Potenzial für Banken, ihre Kreditportfolios, die in irgendeiner Weise als "grün" bezeichnet werden können, auf den Kapitalmärkten zu refinanzieren, auch durch eigene grüne Anleihen. Dies würde jedoch voraussetzen, dass die zugrunde liegenden Kreditportfolios in irgendeiner Form standardisiert und von den Kapitalmarktteilnehmern als "grün" anerkannt sind. Aus diesem Grund wurden die erschaffen, "Green Loan Principles", die kurz nach den bekannteren "Green Bond Principles" entstanden sind.

Beide wurden von der **International Capital Market Association (ICMA)** mit Sitz in London herausgegeben (LSTA, LMA, & APLMA, 2021).

Wenn Sie sich das Dokument ansehen, werden Sie eine ähnliche Struktur wie bei den Green Bond Principles erkennen. Es sollte eine **klar definierte Verwendung der Erlöse geben; der Kreditnehmer sollte seine Nachhaltigkeitsziele kommunizieren und regelmäßig darüber berichten, wie der grüne Kredit verwendet wurde.**



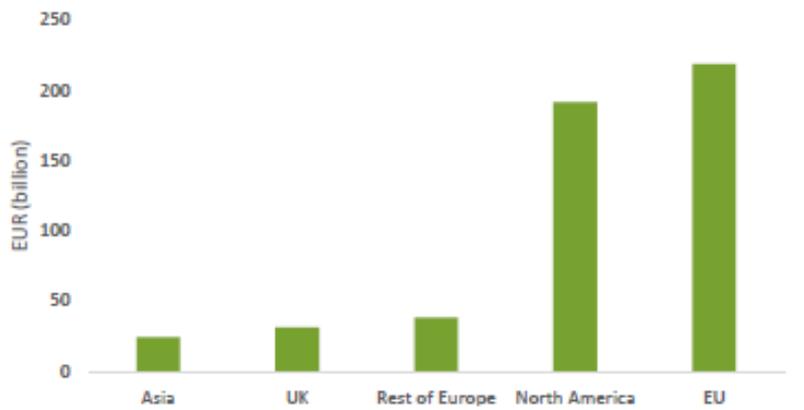
**Definition**

Ein **grüner Kredit** ist eine Finanzierungsform, bei der die Erlöse aus dem Kreditvertrag ausschließlich zur vollständigen oder teilweisen Finanzierung oder Refinanzierung von nachweisbar grünen Projekten genutzt werden dürfen.

Wie auch bei den GBPs gibt es für „grüne Projekte“ **keine vorgegebene klare Definition. Informationen über die Nachhaltigkeitsmerkmale des Kreditnehmers und der finanzierten Projekte müssen nicht veröffentlicht werden und können auch in den Unterlagen der Bank verbleiben. Anders als bei einer grünen Anleihe ist es nicht erforderlich, über die Verwendung der aufgenommenen Mittel Rechenschaft abzulegen, beispielsweise gegenüber einem externen Prüfer. Die Bank und ihr Kreditnehmer haben einen nahezu unbegrenzten Ermessensspielraum bei der Definition grüner Kredite und der Einhaltung der ursprünglich vereinbarten Bedingungen oder der Abweichung davon. Ein grünes Kreditportfolio ist für Banken marketingwirksam und ein immer mehr genutztes Mittel, obwohl es noch immer an Klarheit und Standardisierung mangelt.**

Wir sehen, dass die auf diese Weise definierten Kredite **stark zugenommen haben und größtenteils aus der EU und den USA stammen** (Abbildung 8). Allerdings sind die Zahlen zu grünen Krediten mit Vorsicht zu genießen; schließlich kann die Definition dieser Instrumente ziemlich unscharf sein.

Abbildung 8. ESG-linked und Green-linked Kreditvergabe im Jahr 2021



Quelle: AFME, basierend auf Daten von Dealogic.

In der Vergangenheit waren die Anreize, Kredite als grün zu kennzeichnen, im Vergleich zu Anleihen sehr schwach. Dieser Umstand wird sich nun aus mindestens drei Gründen ändern. Erstens sind einige **Banken**, vor allem in der EU, dazu verpflichtet über den **Anteil ihrer grünen Vermögenswerte zu berichten**: Die EU Taxonomie Verordnung (siehe Unit 3) verpflichtet Banken und Unternehmen, ihre „Green Asset Ratio“ an Krediten offenzulegen, die die detaillierten technischen Kriterien erfüllen. Zweitens bemühen sich viele Banken inzwischen um **Partnerschaften mit öffentlichen Einrichtungen und Entwicklungsorganisationen** und fungieren als **„Vermittler“ für deren Förderprogramme**. Wenn die private Kreditvergabe mit öffentlichen Mitteln oder Förderungen kombiniert wird, gelten automatisch die strengeren Standards und Kriterien der Entwicklungsorganisationen. Drittens bietet der Vertrieb von **grünen Krediten für die Banken attraktive Vorteile**. Dies wiederum erfordert eine klare Definition des zugrunde liegenden Kreditportfolios.



#### **Beispiel**

*Im Rahmen der EU-Taxonomie-Verordnung müssen die Banken die Transparenz auf der Grundlage einer gemeinsamen Definition grüner Aktivitäten deutlich erhöhen. „Greenwashing“ wird damit deutlich erschwert. Die wichtigsten Bestimmungen finden sich in Artikel 8 der Taxonomie-Verordnung und in der Sustainable Finance Disclosure Regulation.*

*Siehe auch Abschnitt 3 über Banken in diesem Bericht der Europäischen Bankaufsichtsbehörde (2021):*

<https://www.eba.europa.eu/eba-advises-commission-kpis-transparency-institutions%E2%80%99-environmentally-sustainable-activities>

## 4.2 Grüne Anleihen und Kreditverbriefungen der Banken

Mit diesem Kapitel schließt sich der Kreis: Grüne Anleihen sind zu einem zentralen Teil der Fremdkapitalmärkte geworden. Dies könnte nun die Finanzierung und Refinanzierung von Banken erleichtern, die in den meisten Finanzsystemen die mit Abstand wichtigsten Akteure sind.

Banken machen sich zunehmend mit den Rahmenbedingungen und Prozessen zur Emission von grünen Anleihen vertraut. Sie werden vermehrt Emittenten grüner Anleihen sein, indem sie sich dazu verpflichten, die aufgenommenen Mittel nur zur Finanzierung taxonomiekonformer Aktivitäten zu verwenden. Entwicklungsbanken, wie die EIB oder die Weltbank, werden weiterhin wichtige große Emittenten sein.



### *Beispiel*

*Green Bond Frameworks von großen europäischen Banken:*

ING: <https://www.ing.com/Sustainability/Sustainable-business/ING-Green-Bond.htm>

BBVA : <https://www.bbva.com/en/sustainability/bbva-publishes-sustainable-bond-issue-framework/>

Das Potenzial grüner Anleihen erstreckt sich aber auch auf die bestehenden Kreditportfolios der Banken. Theoretisch können die **Banken grüne und nachhaltige Kredite in Anleiheformate verpacken, die für institutionelle Anleger geeignet sind, und so diese Kredite refinanzieren und als Position aus der Bilanz entfernen**. Dieses Verfahren (Verbriefen) ermöglicht es Banken, zusätzliche Kredite für nachhaltige und grüne Projekte zu vergeben und die Pipeline an bankfähigen Projekten weiter auszubauen. Eine grüne Anleihe kann im Prinzip die bestehenden Vermögenswerte einer Bank (oder eines anderen Unternehmens) refinanzieren. Allerdings ist dies auch nur begrenzt möglich, da Anleger in der Regel neue Vermögenswerte generieren und finanzieren wollen.

Bei der Verbriefung verkauft eine Bank (oder ein Unternehmen) bestehende Finanzaktiva über eine Anleihe. Das daraus typischerweise entstehende Produkt wird **Asset-Backed-Security (forderungsbesichertes Wertpapier)** genannt. Dabei werden Anleihen an Anleger verkauft, die wiederum eine Rendite erhalten, die aus dem Cashflow der zugrunde liegenden, gepoolten Vermögenswerte stammt. Ziel ist es illiquide Vermögenswerte (z.B. Kredite) zu liquiden und in handelbare Anleihen zu transformieren. Dies ist sinnvoll, wenn

Anleger ein Engagement in einem bestimmten Anlagetyp suchen, wie z. B. grüne Hypotheken oder kleine Projekte für erneuerbare Energien, denn diese Asset Pools/Portfolios können nach verschiedenen Kriterien und Themen zusammengestellt werden.

Solche Instrumente sind in der Theorie sehr sinnvoll, werden aber in der Praxis durch die typischen Unzulänglichkeiten der Kapitalmärkte behindert. Die Anleger müssen sich auf eine transparente und zuverlässige Definition der zugrunde liegenden Vermögenswerte und ihrer Qualität verlassen. Kosten entstehen zweimal, zunächst bei der Kreditgenerierung der zugrunde liegenden Vermögenswerte und dann bei der Bündelung und Vermarktung als Anleiheinstrumente. Auf den meisten Märkten gibt es einen Überfluss an Liquidität, aber einen Mangel an soliden grünen Projekten.

Im Vergleich zu den Gesamtzahlen der europäischen Green-Bond-Emissionen, die wir oben untersucht haben, deutet die Summe der verbrieften grünen und nachhaltigen Anleihen darauf hin, dass sie nur einen sehr kleinen Teil des Gesamtvolumens ausmachen. Wie Abbildung 9 zeigt, wurde der Großteil dieser Emissionen außerdem auf einem einzigen, äußerst liquiden Markt im Vereinigten Königreich begeben.

Abbildung 9. Europäische Emission von verbrieften Anleihen, die mit grünen und anderen ESG-Assets unterlegt sind



Quelle: AFME.



**Weiterführende Literatur**

*Petit, C. and P. Schlosser (2020): Rationale, potential and pitfalls of green securitization.*

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3688362](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3688362)



**Kernbotschaft: Grüne Kredite und Verbriefungen**

- ✓ *Banken sind wichtige Akteure und spielen mit der Kreditvergabe in den meisten Regionen die größte Rolle im Finanzsystem*
- ✓ *Banken kann eine Schlüsselrolle bei der Erstellung grüner Projektportfolios und deren Refinanzierung durch Verbriefung grüner Anleihen auf den Fremdkapitalmärkten zukommen. Portfolios mit nur grünen Projekten könnten dann leichter finanziert werden.*
- ✓ *Speziell Asset-Backed-Securities spielen im Green Bond Markt bisher keine übergeordnete Rolle, könnten aber einen großen Hebel darstellen*

## 5 Green Equity

Neben den in den vorangegangenen Abschnitten erörterten Schuldtiteln kann auch Eigenkapital ein wirksames Instrument zur Erleichterung des Übergangs hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft sein. Wie in den vorangegangenen Kapiteln erörtert, müssen sich die globalen Investitionstrends ändern, um einen Dekarbonisierungspfad zu erreichen, der mit der Begrenzung der globalen Erwärmung auf 1,5°C vereinbar ist. Wie wird sich aber der Umfang und Einfluss der Green Economy auf den globalen Aktienmärkten im Laufe der Zeit in einem 1,5°C-Szenario verändern? Um diese Frage zu beantworten, müssen wir uns zunächst untersuchen, welchen Einfluss die Green Economy bereits auf den Aktienmarkt hat.

### 5.1 Potenzial der Green Economy

Nach dem Datenmodell „Green Revenues 2.0“ der Financial Times Stock Exchange (FTSE) machte die Green Economy 6,4 % der Gesamteinnahmen der FTSE All-World-Companies aus, einem Index, der über 4.000 Unternehmen umfasst und über 90 % der investierbaren Marktkapitalisierung der Welt abdeckt. **Die Einnahmen aus grünen Aktivitäten wuchsen schneller als die Gesamteinnahmen (5,4 % durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) gegenüber 3,4 % CAGR zwischen 2009 und 2020) (FTSE Russell, 2022).**

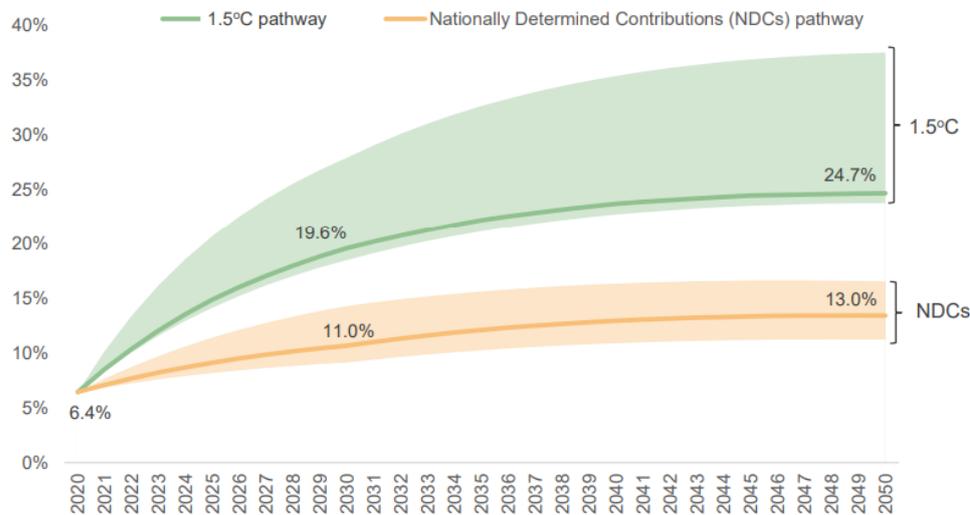


#### *Weiterführende Literatur*

*In diesem Fall werden die grünen Einnahmen anhand des Datenmodells FTSE Green Revenues 2.0 berechnet, das 133 Mikrosektoren berücksichtigt. Der Anteil der Einnahmen aus den grünen Aktivitäten wird daraus abgeleitet und gibt einen Wert pro Unternehmen aus. Im Jahr 2020 erreichten die grünen Einnahmen der FTSE-All-World-Companies ~3 Billionen USD bei einem Gesamtumsatz von 47,2 Billionen USD.*

Abbildung 10 zeigt den prognostizierten Umfang der Green Economy am börsennotierten Aktienmarkt unter zwei verschiedenen Szenarien: **dem NDC-Pfad und dem 1,5°C-Pfad.** **Auch wenn die Fehlerspanne beim 1,5°C-Szenario größer ist, dürfte der prognostizierte Umfang der Green Economy im Jahr 2050 fast 25 % erreichen.** Die derzeitigen Wachstumsraten entsprechen etwa dem NDC-Szenario, das zu einem Anstieg von fast 2,6°C führen würde (FTSE Russell, 2022).

Abbildung 10: Anteil der grünen Wirtschaft unter verschiedenen Klimaszenarien



Quelle: FTSE Russell

Die Verlagerung des Aktienmarktes vom NDC-Szenario auf das 1,5°C-Szenario wird eine erhebliche Steigerung des Anteils der Green Economy am Gesamtmarkt erfordern.



#### Definition

Mit **Green Equity** sind Unternehmensanteile (Eigenkapital) gemeint, die zur Förderung von Umweltschutz und Nachhaltigkeit eingesetzt werden. Mit dem Erwerb von Eigenkapitalanteilen geht in der Regel auch Mitspracherecht im Unternehmen einher, welches man zur Erreichung von Nachhaltigkeitszielen einsetzen kann.

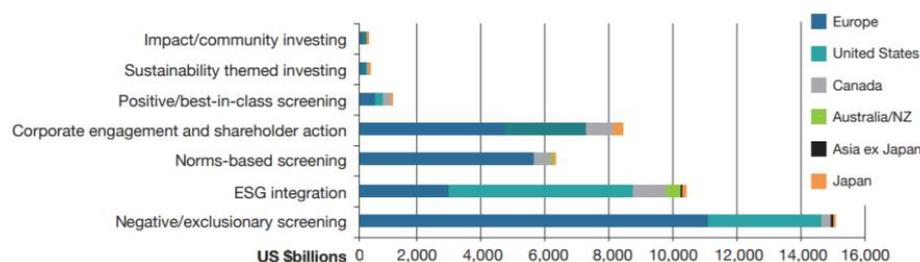
Der Begriff "grünes Eigenkapital" beschränkt sich nicht auf Aktieninvestitionen, die die ökologische Nachhaltigkeit fördern, sondern bezieht sich auch auf verantwortungsvolle Investitionen (EU, 2017). Nachhaltige Investitionen können laut Eurosif durch die Anwendung einer der sieben folgenden Strategien erfolgen:

- **Best-in-Class-Ansatz:** Auswahl von Investitionen nach ESG-Kriterien, die im nächsten Kapitel behandelt werden. Dabei werden in der Regel die hinsichtlich eines spezifischen (Nachhaltigkeits-)Indikators besten Unternehmen aus einem Anlageuniversum herausgefiltert. Je nach der für die Entscheidungsfindung verwendeten Methodik kann diese Methode auch als "Best-in-Universe" oder "Best-Effort" bezeichnet werden.

- **Engagement und Abstimmung:** Ein aktives Einbringen bei Unternehmen, um die Entscheidungen des Managements hinsichtlich nachhaltigkeitsbezogener Themen und Strategien durch Abstimmungen zu beeinflussen.
- **ESG-Integration:** Berücksichtigung von ESG-Faktoren in Anlage- und Investitionsentscheidungen. Diese Integration ersetzt nicht die Finanzanalyse, sondern ergänzt sie um weitere Faktoren. Die Integration dieser nicht-finanziellen Komponenten zielt darauf ab, den Impact von Nachhaltigkeitsaspekten (auf die Finanzlage eines Unternehmens sowie auf die Umwelt) bei der Entscheidung zu berücksichtigen.
- **Impact-Investitionen:** Diese Investitionen zielen darauf ab, neben der finanziellen Rendite auch eine aktive und positive soziale oder ökologische Wirkung mit der Investition zu erzielen. Dabei gibt es konkrete Impact-Ziele, die mit der Investition erreicht werden sollen. Beispiele für Impact Investing sind Mikrofinanzierungen oder die konkrete Finanzierung nachhaltiger Projekte.
- **Ausschlusskriterien:** Anwendung von Kriterien zum Ausschluss bestimmter Arten von Investitionen. Diese Kriterien können sich auf Unternehmen, Branchen oder Länder beziehen und thematisch breit gefächert sein.
- **Normbasiertes Screening:** Unterart der Ausschlussstrategie, bei der nur Investitionen in Frage kommen, die mit internationalen Standards wie Menschenrechten, Arbeitsrechten und weiteren, von internationalen Gremien wie den Vereinten Nationen (UN) festgelegten Normen, übereinstimmen.
- **Themenfokussiert (Themenfonds):** Investitionen, die sich auf bestimmte ESG-Themen konzentrieren, wie z. B. Investitionen in Gesundheit, Soziales und Energieeffizienz.

Wie in Abbildung 11 zu sehen ist, ist die meistverwendete Strategie (anhand des Volumens gemessen) bei Investitionsentscheidungen die der Nutzung von Ausschlusskriterien.

Abbildung 11: Grüne Investitionen nach Strategie und Region (2016)



Quelle: Europäische Kommission

Es ist erwähnenswert, dass die Präferenz für Investitionsstrategien auch regional unterschiedlich ist. So ist die Verwendung von Ausschlusskriterien die führende Strategie in Europa, während die Integration von ESG-Faktoren in die Finanzanalyse von Unternehmen die meistgewählte Strategie in den Vereinigten Staaten ist.

## 5.2 Standards im Bereich Green Equity

Nachdem wir nun den Grundgedanken des "Green Equity" erläutert haben, lassen Sie uns einen Blick auf die in diesem Bereich bestehenden Standards werfen.

### 5.2.1 Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)

Die SFDR bildet die **siebte Maßnahme als Teil des EU-Aktionsplans für nachhaltigen Wachstum** ab und richtet sich als Verordnung an die Finanzmarktteilnehmer (insbesondere **institutionelle Investoren und Asset Manager**). Die Verordnung konzentriert sich im Wesentlichen auf die **Verhinderung von Greenwashing** und setzt sich für mehr Vergleichbarkeit und Transparenz hinsichtlich nachhaltiger Finanzprodukte ein. Es wird zwischen zwei Ebenen unterschieden: Unternehmens- und Produktebene:

- **Hinsichtlich der Unternehmensebene** schreibt die SFDR die **Veröffentlichung von Strategien zur Integration von Nachhaltigkeitsrisiken und die Berücksichtigung von (potentiellen) wesentlichen negativen Auswirkungen (Principal Adverse Impact) ihrer Investitionsentscheidungen vor**. Ebenso müssen Unternehmen Informationen darüber vorlegen, wie sie **Nachhaltigkeitsrisiken in vorvertragliche Angaben und die interne Vergütungspolitik integrieren**. Finanzmarktteilnehmer, die diese Auswirkungen nicht berücksichtigen, sollten eine klare Erklärung abgeben, warum dies so ist. Finanzmarktteilnehmer, die diese Risiken berücksichtigen, sollten Informationen über ihre Strategien zu deren Ermittlung und Bewertung vorlegen.
- **Auf Produktebene** werden **spezifische Offenlegungsanforderungen** formuliert, wie über die Berücksichtigung negativer Auswirkungen und der Integration von Nachhaltigkeitsrisiken berichtet werden muss. Auch hier muss der Finanzmarktteilnehmer entweder erklären, wie bei der Berücksichtigung der Faktoren vorgegangen wird oder warum die Faktoren nicht berücksichtigt werden (comply or explain). Richtlinien zur Veröffentlichung vorvertraglicher Informationen, Websiteinformationen und regelmäßiger Berichte sind ebenfalls enthalten. Die Artikel 8 und 9 der SFDR unterscheiden Finanzprodukte nach dem Grad ihres Nachhaltigkeitsengagements. Produkte nach Artikel 8 fördern unter anderem ökologische und/oder soziale Eigenschaften, während Produkte nach

Artikel 9 nachhaltige Investitionen als Ziel haben und damit oft als „dunkelgrün“ beschrieben werden.

Sowohl für Art.8-, als auch für Art.9-Produkte müssen die Finanzmarktteilnehmer in der **vorvertraglichen Offenlegung**, auf ihrer Website und in regelmäßigen Reports berichten.

Die Angaben in den vorvertraglichen Informationen umfassen u.a. für **Art. 8-Produkte** Erläuterungen dazu, wie die ökologischen und/oder sozialen Merkmale erfüllt werden und ob ein Index als Referenzmaßstab verwendet wird. Art. 9-Produkte werden in drei Kategorien unterteilt:

- **Produkte, die an einem Index gemessen werden,**
- **Produkte, die sich nicht an einem Index orientieren, und**
- **Produkte, deren Ziel die Verringerung der Kohlenstoffemissionen ist.**

Produkte, die sich an einem Index orientieren, sollten Erläuterungen zur Relevanz dieses Indexes im Vergleich zu einem breiten Marktindex, sowie zur generellen Relevanz des Indexes im Hinblick auf das Ziel des Produkts enthalten. Für Produkte der zweiten und dritten Kategorie der Art. 9-Produkte sollte erklärt werden, wie die Ziele zur CO2 Reduktion erreicht werden.

Für Art. 8 und Art. 9 Produkte müssen Eigenschaften und Ziele der Produkte auf der Website erläutert und erklärt werden, mit welchen Methoden diese gemessen und erfasst werden. Die Art. 8 und Art. 9 Produkt-spezifischen Informationen sind in den **regelmäßigen Berichten** darzustellen.

Unabhängig ob Art.8 oder Art.9-Produkt: sobald ein Anbieter ein **umweltbezogenes Merkmal bewirbt, das zu einem der sechs in der EU-Taxonomie definierten Umweltziele beiträgt, so bedarf es weiterer Informationen**. Die Finanzteilnehmer sollten demnach erklären, wie das Produkt zu diesem speziellen Ziel beiträgt, und inwieweit die in dem Produkt enthaltenen Investitionen als taxonomiekonform gelten.

Abbildung 12 fasst die wichtigsten Unterschiede zwischen den Produkten nach Artikel 6, 8 und 9 zusammen.

Abbildung 12: SFDR-Klassifizierung



Quelle: Morningstar Forschung

## 5.2.2 NASDAQ- Green Equity Principles

Um die Zertifizierung Nasdaq Green Equity zu erhalten, müssen die **Unternehmen bestimmte Anforderungen erfüllen**, die von einer zugelassenen dritten Partei überprüft werden. Die Unternehmen müssen über den **Anteil ihres Umsatzes aus grünen Aktivitäten berichten**. Wenn der Anteil mehr als 50 % beträgt und der Anteil der Aktivitäten im Zusammenhang mit fossilen Brennstoffen unter 5 % liegt, kann das Unternehmen die Bezeichnung Green Equity erhalten. Liegt der Anteil grüner Aktivitäten am Umsatz unter 50 %, der Anteil der Aktivitäten mit fossilen Brennstoffen jedoch unter 50 %, kann das Unternehmen die Bezeichnung Green Equity Transition führen. In beiden Fällen müssen sich die Unternehmen verpflichten, transparent zu sein und Informationen über ihre Umsatzaktivitäten offen zu legen. Die Summe der Investitionsausgaben (CapEx) und Betriebsausgaben (OpEx) wird ebenfalls berücksichtigt und muss zu mehr als 50 % in grüne Investitionen fließen. Die Nasdaq Green Equity Principles orientieren sich an europäischen Standards wie der EU-Taxonomie; daher müssen die Unternehmen Informationen zur Ausrichtung ihrer Aktivitäten an der Taxonomie vorlegen (einschließlich Umsatz, OpEx und CapEx). Schließlich müssen die Unternehmen Informationen über Umweltziele und KPIs in Übereinstimmung mit internationalen Standards wie SBT und dem Pariser Klimaabkommen bereitstellen (Nasdaq, 2021).

## 5.2.3 FTSE Green Revenues Classification System

Um die Identifikation grüner Investitionen zu ermöglichen, entwickelte die **FTSE ihr „Green Revenues Classification System“**. Alle Aktivitäten werden in 10 Hauptsektoren gruppiert, die wiederum in insgesamt 64 Untersektoren und 133 **Mikrosektoren** unterteilt sind. Im Kapitel zum Potenzial der Green Economy, wurde auf diese Methode schon Bezug genommen. **Jeder Mikrosektor wird anhand von 7 Umweltthemen bewertet, die den Kriterien der EU-Taxonomie entsprechen**, mit dem Zusatz "Sustainable and Efficient

Agriculture " (FTSE Russel, 2023). Nach dieser Bewertung wird jede Aktivität oder jeder Mikrosektor als "clear and significant", "net-positiv" oder "limited" eingestuft, wie in Abbildung 13 zu sehen ist (FTSE Russell, 2020).

Abbildung 13: FTSE-Klassifizierung der Umweltauswirkungen



Quelle: FTSE Russell

Wie die NASDAQ-Green Equity Principles, so ist auch dieser Bewertungsrahmen weitgehend an der EU-Taxonomie angelehnt.

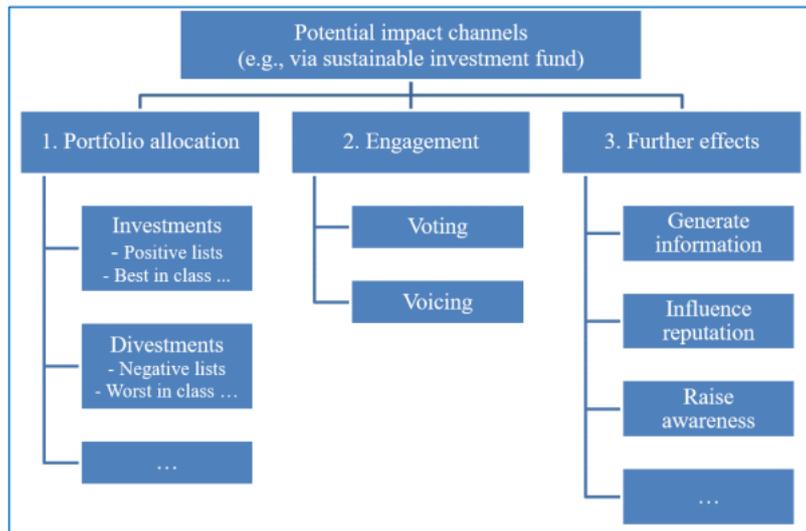
### 5.3 Performance und Impact

Will man die Auswirkung des Aktienmarktes auf die Green Economy erfassen, ist es wichtig zu unterscheiden, ob die Auswirkungen durch Unternehmen selbst oder die Investitionen eines Investmentfonds entstehen. Während die Auswirkungen von Unternehmen auf den Klimawandel direkt durch ihre Aktivitäten erfolgen, sind die Auswirkungen von Investmentfonds nicht so einfach zu erfassen. Ein Investmentfonds kann durch die Berücksichtigung von ESG-Daten und spezifischen Screening-Kriterien sicherstellen, dass die Investitionsobjekte (Unternehmen) mit den Nachhaltigkeitskriterien des Investmentfonds in Einklang stehen. Der tatsächliche, durch die Investition verursachte oder vermiedene Impact, kann in diesem Fall jedoch sehr gering sein, da sich das Nachhaltigkeitsprofil des Unternehmens, in das investiert wurde, nicht aus der getätigten Investition ergibt oder verändert. Sehr wahrscheinlich ergibt sich das Profil schlicht aus der Art und Weise, wie das Unternehmen seine Aktivitäten unabhängig der Investition durchgeführt hat und durchführen wird. Nur wenn ein Unternehmen sein Verhalten aufgrund der Investition eines bestimmten Investmentfonds in Richtung eines nachhaltigeren Geschäftsmodells ändert, ist von einer "Zusätzlichkeit" zu sprechen (Wilkens, Rohleder, & Zink, 2022).

Der Aktienmarkt ist durch zwei Haupttypen von Anlagestrategien gekennzeichnet: die passive und die aktive Anlagestrategie, welche sich jeweils unterschiedlich auf die Nachhaltigkeitsentwicklung des Unternehmens auswirken. Wilkens et al. erörterten diesen

Aspekt in ihrem Forschungspapier und fassen die wichtigsten Komponenten in Abbildung 14 zusammen.

Abbildung 14: Potenzielle Impact-Kanäle



Wodurch kann also ein Investmentfonds einen positiven Impact erzeugen? Der erste identifizierte Wirkungskanal bezieht sich auf die Portfolioallokation, also die Auswahl von Unternehmen, die in das Portfolio aufgenommen werden sollen. Hierbei können die Fondsmanager Auswahlkriterien in Bezug auf die Unternehmensaktivitäten anwenden und sicherstellen, dass sie mit den definierten Zielen des Fonds (und damit der Anleger) übereinstimmen. Durch diesen Abgleich können sie kontinuierlich entscheiden, ob sie weiter in ein bestimmtes Unternehmen investieren möchten oder sich von ihm trennen. Im Falle bedeutender Veränderungen, sei es durch eine große Investition oder die Veräußerungen einer großen Position, fasst der Markt dies gegebenenfalls als Signal auf. Um Unternehmen hinsichtlich ihrer grünen Komponente zu untersuchen, stützen sich passive Anleger meist auf bereits aufbereitete quantitative ESG-Daten von Drittanbietern. Aktive Anleger führen in den meisten Fällen eine eingehende Analyse auf Grundlage von sowohl qualitativen als auch quantitativen Daten durch.

Durch die Nutzung ihrer Stimmrechte können sich Anleger in der Unternehmenspolitik engagieren. Bei Abstimmungen (zum Beispiel auf Hauptversammlungen) können sie so Einfluss auf die Strategien und Entscheidungen der Unternehmen nehmen – vor allem wenn ihr Aktienanteil nennenswert ist. Sowohl aktive als auch passive Anleger können dieses Mittel nutzen (das Stimmrecht kann auch durch eine Vollmacht übertragen werden, zum Beispiel an die Hausbank). Jüngste Untersuchungen haben ergeben, dass passive Anleger häufiger gegen Umwelt- und Klimabeschlüsse stimmen. (Stewart Investors, 2020)

Neben diese beiden großen Kategorien existieren noch weitere direkte und indirekte Wege der Einflussnahme. Wie oben beschrieben, müssen seit der Einführung der SFDR-Anbieter von nachhaltigen Investitionsprodukten zusätzliche nachhaltigkeitsbezogene Informationen offenlegen. Jede Nachfrage nach nachhaltigen Finanzprodukten stärkt diesen Mechanismus und fördert die Offenlegung dieser Daten. Auch wenn diese Informationen an Anleger gerichtet sind, kann die entstehende Transparenz und Aufklärung auch die Unternehmen selbst beeinflussen und Reputationsdruck erzeugen.

In mehreren wissenschaftlichen Papieren wurde die Performance grüner Aktien im Vergleich zu „braunen“ Aktien erörtert. Die gemeinsame Schlussfolgerung ist, dass **neutrale Anleger (d. h. Anleger, die keine Präferenzen hinsichtlich des grünen Profils von Aktien haben) als Ausgleich für das Halten brauner Aktien einen zusätzlichen Risikoausgleich verlangen** (Wilkens, Rohleder, & Zink, 2022). Daher sind sie nur bereit, braune Aktien zu niedrigeren Preisen zu kaufen, da sie angesichts des Preisabschlags höhere Rendite aus ihren Investitionen erwarten. Dieser Abschlag wirkt sich auch auf braune Unternehmen aus, da er den Shareholder Value mindert und die Kapitalkosten für diese Unternehmen erhöht. Wenn die höheren Kapitalkosten die Kosten der Umstellung überwiegen, werden braune Unternehmen in grüne Technologien für ihr Geschäft investieren.

Auch wenn grüne Aktien eine höhere oder niedrigere erwartete Rendite aufweisen, können sie dennoch braune Aktien outperformen. Dies lässt sich unter anderem auf die Vorliebe der Anleger für grüne Aktien zurückführen.

Abbildung 15: Entwicklung der FTSE-Indizes



Notes: Index represents Total USD return, based to 31/12/2003, running until 29/04/2022; Companies included in the Environmental Opportunities All Share Index have at least 20% green revenue. Past performance is not a guarantee of future performance.

Quelle: FTSE Russell

Wie in Abbildung 15 übertraf der FTSE Environmental Opportunities All Share Index den als Benchmark dienenden FTSE Global Index und - noch deutlicher - den Branchenindex Öl und Gas. Trotz der Outperformance grüner Aktien im Vergleich zu allen Aktien/braunen Aktien ist zu beobachten, dass sich der Trend umkehrt, wenn man sich auf den Zeitraum 2021-2022 konzentriert. Dies ist hauptsächlich auf die höheren Preise für fossile Brennstoffe in diesem Zeitraum zurückzuführen (FTSE Russell, 2022).

Längerfristig dürften grüne Aktien immer noch besser abschneiden als braune Aktien. Dies ist auf gewichtige Faktoren wie der zunehmende Fokus der Investoren auf die Klimafinanzierung, die öffentliche Meinung und der starke regulatorische Rahmen, der rund um die grüne Finanzierung geschaffen wurde (bzw. derzeit geschaffen wird), zurückzuführen. Sollte jedoch die Zugkraft dieser Faktoren nachlassen, würden auch die erwarteten Renditen grüner Aktien im Vergleich zu braunen Aktien sinken. Der Grund dafür ist die Prämie, die Anleger für grüne Aktien (im Vergleich zu braunen Aktien) zahlen. Darüber hinaus könnte sich ein Markt, der die Unterschiede zwischen grünen und braunen Aktien widerspiegelt, so einpendeln, dass grüne Aktien besser abschneiden (d. h. eine geringere Rendite erzielen) als braune. Anleger, die in den Markt einsteigen, nachdem sich ein solches Gleichgewicht eingestellt hat, könnten tatsächlich niedrigere Renditen erzielen.

## 5.4 Zertifizierung grüner Produkte

Gütesiegel wie Luxflag und EU Ecolabel wurden geschaffen, um zu bescheinigen, dass Finanzprodukte grüne Komponenten enthalten.

Die Luxemburger Agentur für die Vergabe von Finanzgütesiegeln (**LuxFLAG**) wurde 2006 gegründet und hat das Ziel, verantwortungsbewusstes Investieren durch die Vergabe eines Gütesiegels an geeignete Finanzprodukte zu fördern. Im Falle des Equity Marktes werden meist 3 Labels vergeben:

- **Climate Finance Label:** >75% der Portfolio-Investitionen haben einen klaren und direkten Bezug zur Anpassung an den Klimawandel bzw. zum Klimaschutz oder zu übergreifenden Aktivitäten. Der Artikel 9 der SFDR muss von diesen Produkten erfüllt werden.
- **Umweltlabel:** >75% der Portfolioinvestitionen entfallen auf umweltbezogene Sektoren. Die in Frage kommenden Produkte müssen entweder Artikel 8 oder 9 der SFDR erfüllen. Ein wesentlicher Unterschied zum Climate Finance Label

besteht darin, dass keine Impact-Messung und Berichterstattung erforderlich sind.

- **ESG-Label:** 100 % des Portfolios wurden nach von LuxFLAG anerkannten ESG-Strategien und -Standards geprüft. Finanzprodukte, die das Label erhalten können, sind entweder Art. 8 oder Art. 9 der SFDR zuzuordnen und erfordern die Integration von mindestens 3 ESG-Strategien in den Anlageprozess.

Tabelle 2 enthält weitere Beispiele für nationale Umweltlabel

*Tabelle 2: Übersicht über nationale Umweltlabel*

FNG Label (Deutschland)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Definiert Mindestanforderungen, die das Finanzprodukt erfüllen muss</li> <li>- Ziel ist es, die Qualitätsstandards für nachhaltige Anlageprodukte zu verbessern</li> </ul>
Österreichisches Umweltzeichen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Schwerpunkt auf den Bereichen Klima, Wasser, erneuerbare Energien und Umwelttechnologien</li> <li>- Die wichtigsten Säulen sind 1) Positive Umwelt- und Sozialleistung, 2) Qualifikation und Integrität der Prüfer, 3) Transparenz</li> </ul>
Greenfin (Frankreich)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Konzentration auf Aktivitäten, die zur Energiewende und zum Kampf gegen den Klimawandel beitragen</li> <li>- Aufnahme von Ausschlusslisten und Mindestanforderungen für förderfähige Produkte</li> </ul>
Nordic Swan Ecolabel	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Definiert Exklusions-/bzw. Inklusionskriterien für Beteiligungsunternehmen</li> <li>- Verlangt Transparenz und Eigenverantwortung des Investmentfonds</li> </ul>

Quelle: EU-Kommission, 2020

Das Europäische Umweltzeichen wird seit über 30 Jahren in verschiedenen Sektoren verwendet und wurde vor kurzem auf den Finanzsektor übertragen, wobei die Genehmigung durch die Kommission noch aussteht. Es zielt auf die „besten“ Finanzprodukte für Privatkunden auf dem Markt ab und bewertet deren Umweltleistung (EC, 2021). Die Vergabekriterien des Europäischen Umweltzeichens lauten für Finanzprodukte wie folgt:

- **1. Investitionen in ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten:** Für jede Art von Investmentfonds (OGAW, AIF, FoF ) wurden Schwellenwerte für den Anteil der in ökologisch nachhaltige Aktivitäten investierten Anlagen festgelegt. Dieser Schwellenwert liegt bei 50 % im Falle von OGAW-Aktienfonds und bei 70 % im Falle von AIFs

- **2. Ausschluss aufgrund von Umweltaspekten:** Die in Frage kommenden Finanzprodukte sollten nicht mehr als 5 % ihres Umsatzes aus einer vordefinierten Liste von ausgeschlossenen Tätigkeiten erzielen
- **3. Ausschluss aufgrund von sozialen und Governance-Aspekten:** Ausgeschlossen werden ebenso Aktivitäten, die die vordefinierte Liste der Sozial- und Governance-Anforderungen nicht erfüllen
- **4. Engagement:** Der Ausgangspunkt ist die Festlegung einer klaren Engagementpolitik der Fondsmanager, die darauf abzielt, die Umweltziele der EU-Taxonomie zu fördern. Sie müssen dafür unter anderem im Dialog mit den Unternehmen sein und ihre Stimmrechte im Sinne der Nachhaltigkeit nutzen.
- **5. Maßnahmen zur Verbesserung des Einflusses der Investoren:** Bereitstellung von Reports, die darstellen, wie ihre Dienstleistungen den Impact der Anleger steigern
- **6. Informationen für Kleinanleger und 7. Informationen, die auf dem EU-Umweltzeichen erscheinen:** Es sind zwei Arten von Informationen erforderlich, die dem Verbraucher mitgeteilt werden müssen: einfache Angaben zu den verschiedenen EU-Ecolabel-Kriterien (die obenstehenden) und ausführliche Informationen über die Methoden, die zur Bewertung und Überwachung der Einhaltung der Kriterien des EU-Umweltzeichens zur Verfügung stehen.

Die Definition für "ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten" bezieht sich auf Wirtschaftsaktivitäten, die gemäß der EU-Taxonomie (EG, 2021) als "ökologisch nachhaltig" eingestuft werden. Das EU-Umweltzeichen orientiert sich an den folgenden Hauptkomponenten der EU-Taxonomie:

Kriterium 1: Substanzieller Beitrag zu einem der sechs Umweltzielen

Kriterium 2: „DNSH“ gegenüber den anderen Umweltzielen

Kriterium 3: Einhaltung der „Minimum Social Safeguards“



**Kernbotschaft: Green Equity**

- ✓ Auch durch eigenkapitalbasierte Finanzinstrumente kann Impact erzielt werden
- ✓ Green Equity bedeutet Umwelt- und Nachhaltigkeitsthemen durch Eigenkapitalinvestitionen (z.B.: Aktien oder Equity Fonds) voranzutreiben (z.B. durch Engagement-Prozesse)
- ✓ Strategien zur Auswahl nachhaltiger Investitionsoptionen im Bereich Equity-Finanzierung umfassen z. B. den Best-in-Class-Ansatz, die Anwendung von Ausschlusskriterien oder die Integration von ESG-Kriterien in die finanzielle Analyse von Unternehmen

## 6 Ein eigener Markt: ESG-Produkte und Services

Anleihen und Kredite, die auf nachhaltigen Impact abzielen, sind nur dann glaubwürdig, wenn sie ihre Wirkung durch eine gute Datenqualität und externe Prüfungen belegen können. Das breite Angebot der ESG-Datenanbieter und die Bemühungen hinsichtlich der Datenerhebung in den Unternehmen ist entscheidend für die Erschließung der nachhaltigen Anleihe- und Kreditmärkte. Die Branche der ESG-Datenanbieter ist in den letzten Jahren schnell gewachsen und viele kleinere und spezialisiertere Anbieter wurden von etablierteren Ratingagenturen übernommen. Diese Entwicklung unterstreicht die Wichtigkeit und die Dynamik dieses aufstrebenden Sektors. Die ESG-Datenbranche ist hart umkämpft, da viele junge Unternehmen auf den Markt drängen und neue Produkte anbieten.

Nachdem Sie nun die Grundzüge der grünen Anleihen und Kredite verstanden haben, möchten wir Ihnen in diesem Abschnitt den Zweck und das Potenzial dieser ESG-Branche näherbringen. Da sich die einzelnen Marktteilnehmer und ihre Produktangebote sehr schnell ändern, werden wir hier einen kurzen Überblick über die Branche geben (EU (2020)), gibt ein möglichst detailliertes Bild).

### ✓ Beispiele

2019 übernahm die Ratingagentur Moody's Vigeo Eiris, einen Anbieter von ESG-Research, Daten und Bewertungen:

<https://www.businesswire.com/news/home/20190415005184/en/Moody%E2%80%99s-Acquires-Majority-Stake-in-Vigeo-Eiris-a-Global-Leader-in-ESG-Assessments>

Im Jahr 2020 übernahm der Datenanbieter Morningstar den ESG-Spezialisten Sustainalytics: <https://newsroom.morningstar.com/newsroom/news-archive/press-release-details/2020/Morningstar-to-Acquire-Sustainalytics-and-Expand-Access-to-ESG-Research-Data-and-Analytics-for-Investors-Worldwide/default.aspx>

## 6.1 Externe Prüfung und Bewertung von grünen Finanzprodukten

Oben wurde ausführlich beschrieben, dass sich grüne Finanzprodukte auf Grundlage einer Reihe privater und regulatorischer Standards entwickelt haben. Um zu vermeiden, dass Finanzinstrumente auf dem Markt ausgegeben und angeboten werden, die sich grün nennen ohne tatsächlich grün zu sein, bedarf es unabhängige Prüfungen (im Gegensatz zu medizinischen Produkten gibt es keine behördliche Genehmigung bei Finanzprodukten). Wie wir in unserer Diskussion über grüne Anleihen dargelegt haben, spielen die externen Prüfungen und Bewertungen (sei es durch akkreditierte Prüfer oder private Anbieter) eine wichtige Rolle: sie können glaubhaft nachweisen, ob die Anbieter ihre Pflichten erfüllen und die Standards einhalten. Es geht nicht nur darum, den Investoren selbst über ihre Nachhaltigkeitsbemühungen Rechenschaft abzulegen, auch Investoren und Anbieter von Finanzprodukten haben Ziele oder Vorgaben, die sie glaubhaft nach außen transportieren möchten. Externe Bewertungen überwinden die Informationsbarriere zwischen Anlegern und Emittenten und machen so den Markt für grüne Finanzierungen transparenter.

Externe Bewertungen des Privatsektors gibt es grundsätzlich in drei verschiedenen Formen:

- Die **Second Party Opinion (SPO)** prüft, ob das **Green Bond Framework** eines **Emittenten mit einem Branchenstandard** (wie den Green Bond Principles - siehe Abschnitt 2.3) übereinstimmt.
- Die **Zertifizierung einer grünen Anleihe durch einen Zertifizierungsanbieter** (wie die Climate Bonds Initiative), der versichert, dass der Emittent sich an seinen Standard hält.
- Die **Prüfung nachhaltigkeitsbezogener Informationen in den Unternehmensabschlüssen** ist gemäß der **EU-Richtlinie Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)** und dem neuen IFRS-Nachhaltigkeitsstandard geregelt.

Die Regulierungsbehörden haben solche Bewertungen und Prüfungen weitgehend dem privaten Sektor überlassen. Dennoch gibt es zwei Situationen, die Reguliere hinsichtlich privatwirtschaftlicher Lösungen zu vermeiden versuchen: erstens, falsche Anreize, die dadurch entstehen, dass **Emittenten für die Prüfungen bezahlen und damit die Unabhängigkeit der Prüfung einschränken**; zweitens, **mangelnde Transparenz in Bezug auf die Bewertungsmethodik**. Das wichtigste Ziel bei der Gestaltung des gesamten „Ökosystems“ um Prüfdienstleister herum ist die Entwicklung geeigneter Vorschriften. Es sollen nur adäquate private Einrichtungen zugelassen sein, es sollten gleiche

Wettbewerbsbedingungen gewährleistet sein („level playing field“) und die Transparenz über Ziele, Definitionen und Methoden muss gefördert werden (NGFS, 2022, siehe unten).

## 6.2 ESG-Daten

ESG-Daten bilden die Grundlage für die Integration von ESG-Kriterien in die Investitionsentscheidung. Mit der steigenden Nachfrage nach nachhaltigen Investitionen wird auch die Rolle von ESG-Daten immer wichtiger. Die Nachfrage der **Asset Manager geht währenddessen über die Bereitstellung quantitativer und qualitativer ESG-Informationen zu einzelnen Emittenten hinaus. Sie benötigen zunehmend Analysen ihrer Portfolios und Bewertungen der Net-Zero- und Transitionsstrategien der Emittenten.**

ESG-Daten liefern Informationen über die Leistung von Unternehmen in Bezug auf ESG-Faktoren. Im engeren Sinne beziehen sich **ESG-Daten auf rohe und verarbeitete Datenpunkte, die von Unternehmen generiert und veröffentlicht/gemeldet werden. ESG-Daten umfassen neben diesen Datenpunkte und Messungen auch darauf basierende Metriken und aggregierte Indikatoren wie ESG-KPIs, ESG-Scores und ESG-Ratings.** ESG-Daten sind eine wichtige Informationsquelle für Anleger, um ESG-Überlegungen in den Anlageprozess zu integrieren. Mit wachsender Anzahl von Belegen, dass ESG-Erwägungen nicht zwangsläufig gegen ein hohes Alpha (Rendite) sprechen (und sogar das Alpha erhöhen können), benötigen Anleger die geeigneten ESG-Daten und -Metriken, um ESG-Kriterien angemessen in ihre Anlageprozesse einbeziehen zu können (Chen, Mussalli, & Zweibach, 2018). Alpha bezieht sich auf die Anlageperformance im Vergleich zur Rendite eines Referenzindex. Neben den Anlegern, die diese Art der Daten nachfragen, sind auch die regulatorischen Offenlegungspflichten ein großer Treiber der Erfassung und Aufbereitung von ESG-Daten.

Gleichzeitig wird zunehmend die **Qualität der ESG-Daten auf den Prüfstand gestellt. Ratings und Metriken, die die ESG-Performance von Unternehmen messen, dienen den Anlegern als Richtschnur für die Kapitalallokation und des Risikomanagements.** Eine Metrik, die den Umweltaspekt innerhalb eines ESG-Scores misst, könnte auf den Kohlenstoffemissionen, der Energieeffizienz, der Umweltverschmutzung oder den Investitionen in kohlenstoffarme Technologien basieren. Die Berechnung solcher Scores beruht auf umfangreichen subjektiven Einschätzungen darüber, welche Messgrößen einbezogen werden sollen, wie die Datenpunkte zu gewichten sind und was in den einzelnen Branchen als akzeptable oder wünschenswerte Benchmark akzeptiert wird. Im Gegensatz zu Kreditratings, die eine Einschätzung über die Zahlungsfähigkeit eines

Unternehmens darstellen, gibt es bei ESG kein der Zahlungsfähigkeit gleichzusetzendes und gleichermaßen definiertes Ziel, dessen Grad errechnet werden soll.

ESG-Daten sind in der Regel rückwärtsgerichtet (z. B. der jüngste CO<sub>2</sub>-Fußabdruck). Gleichzeitig ist mit Blick auf den Klimawandel die wichtigste Frage, die es zu beantworten gilt, wie ein Unternehmen hinsichtlich der Transformation hin zu einem Klimaziel (z. B. "Netto-Null") in den kommenden Jahren aufgestellt ist. Historische Daten sind dafür ein unzureichender Indikator.

Die Branche der ESG-Datenanbieter erlebt eine rasche Expansion und verändert sich mit der Verbesserung der Methoden. Das Produktangebot hat sich über ESG-Ratings und Rankings hinaus ausgeweitet und umfasst nun auch Screening-Dienste, Indizes und Benchmarks. Der Input von Daten und die Qualität und Verfügbarkeit von Rohdaten der Unternehmen stellen ein großes Hindernis dar, obwohl die Rechnungslegungsgremien zügig neue Nachhaltigkeitsstandards entwickeln (z.B. CSRD).

Technologische Innovationen entwickeln sich derzeit weiter und können einige dieser Lücken für kleinere Unternehmen schließen. Neue Instrumente stützen sich auf Erdbeobachtungsdaten, die automatisierte Analyse von Unternehmensberichten und die Berechnung des CO<sub>2</sub>-Fußabdrucks auf der Grundlage von Zahlungsdaten. Damit die Finanzmärkte effizient funktionieren können, sollten die Daten regelmäßig aktualisiert, von einheitlicher Qualität und frei von Verzerrungen sein (z. B. aufgrund der Unternehmensgröße, des Standorts oder der Branche).

Mit der steigenden Nachfrage nach nachhaltigen Finanzierungen verlassen sich die Anleger immer mehr auf ESG-Daten und -Kennzahlen, um ESG-Überlegungen in ihre Anlageprozesse einzubeziehen. Zur Gewinnung entscheidungsrelevanter Informationen, kann die Sichtung der schier Menge an Daten für Anleger eine gewisse Zeit in Anspruch nehmen. Ebenso für die Unternehmensleitung muss die Komplexität reduziert werden, um sie in die Lage zu versetzen, das Unternehmen entlang bestimmter ESG-Faktoren zu steuern. Das gleiche gilt für Asset Manager, die in die Lage versetzt werden müssen, die wichtigsten Risiken und Chancen eines potenziellen investierbaren Unternehmens zu identifizieren.

Auch wenn sich der Markt schon etwas konsolidiert hat, gibt es noch immer eine große Menge an ESG-Datenanbietern, deren Berichts- und Bewertungsmethoden und deren Umfang und Abdeckung der Unternehmen stark variieren.



#### *Weiterführende Literatur*

*EU (2020): Studie über nachhaltigkeitsbezogene Ratings, Daten und Forschung:*

<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d7d85036-509c-11eb-b59f-01aa75ed71a1/language-en>

*G20 (2021): Tech-driven ESG practices, verfügbar unter:*

<https://g20sfwg.org/wp-content/uploads/2021/08/2021-FC4s-GDFA-Tech-driven-ESG-Practices..pdf>

*Lehmann, A. (2021) 'Better sustainability data is still needed to accelerate the low-carbon transition in capital markets', Bruegel Blog, verfügbar hier:*

<https://www.bruegel.org/blog-post/better-sustainability-data-still-needed-accelerate-low-carbon-transition-capital-markets>

*NGFS (2022): Verbesserung der Datentransparenz in der grünen und Übergangsförderung, verfügbar hier:*

<https://www.ngfs.net/en/communique-de-presse/ngfs-publishes-report-enhancing-market-transparency-green-and-transition-finance>

## **6.3 ESG-Rating**

ESG-Ratings zielen darauf ab, Anlegern eine aggregierte Bewertung zu liefern, die das ESG-Profil von Investitionsobjekten (z.B. Unternehmen, Projekte, Staaten oder Finanzprodukte) zusammenfasst. Im Jahr 2021 definierte die ESMA ESG-Ratings als „eine Meinung bezüglich der Auswirkungen auf oder der Exposition gegenüber ESG-Faktoren eines Unternehmens, eines Emittenten oder eines Schuldtitels, der Übereinstimmung mit internationalen Klimaabkommen oder Nachhaltigkeitsmerkmalen, ausgegeben unter Verwendung eines definierten Rankingsystems von Ratingkategorie“ (ESMA, 2021). ESG-Ratings können in zwei Hauptkategorien unterteilt werden: ESG-Risiko-Ratings und ESG-Impact-Ratings.

### **6.3.1 ESG-Rating-Anbieter**

Derzeit verwenden über 600 ESG-Rating-Anbieter ihre eigene Rating-Methoden. Wir geben einen kurzen Überblick über eine Auswahl der wichtigsten Akteure auf dem Markt und zeigen die wichtigsten Unterschiede hinter ihren ESG-Ratings auf.

Tabelle 3: Auswahl der wichtigsten ESG-Ratinganbieter

	<b>MSCI Research</b>	<b>ESG-</b>	<b>Bloomberg</b>	<b>Sustainalytics</b>
Datum der Gründung	2010		2009 (ESG-Solutions)	2018 (Einführung des ESG-Ratings)
Anzahl der bewerteten Unternehmen	~8,500		~11,500	~12,000
Häufigkeit der Bewertung	Jährlich; laufendes Monitoring		Fortlaufend, sobald Daten verfügbar sind	Jährlich; laufendes Monitoring
Methodik der Bewertung	Bewertung auf der Grundlage von mehr als 30 ESG-Kriterien, die sich auf materielle Themen für jeden Industriesektor konzentrieren		Bewertung auf der Grundlage von 120+ ESG-Indikatoren, ohne speziellen Branchen-/Sektoransatz	Bewertung auf der Grundlage von 20 ESG-Themen und mehr als 125 Sub-Industrien
Bedeutung der Punkte	AAA (Spitzenreiter) bis CCC (Schlusslicht)		100 (am transparentesten) bis 0 (am wenigsten transparent)	0 (vernachlässigbares ESG-Risiko) bis 100 (hohes ESG-Risiko)

Quelle: angepasst von Framework ESG, MSCI, Bloomberg, Sustainalytics

Ein weiteres Beispiel von ESG-Scores kommt von Arabesque, die ein KI-basiertes Datenangebot namens „S-Ray“ entwickelt haben. Dieses zielt darauf ab, die Nachhaltigkeitsperformance großer Unternehmen zu überwachen, indem es vier verschiedene **Scores** liefert. Diese Scores ergänzen sich gegenseitig, um einen ganzheitlicheren Blick auf den Nachhaltigkeitsstatus des Unternehmens zu ermöglichen. Diese sind:

- **GC-Score:** Bewertung, die auf der Grundlage der vier normativen Prinzipien des UN Global Compact erzielt wird.
- **ESG-Score:** Der ESG-Score bewertet, wie Unternehmen gegenüber ESG-Risiken positioniert sind, um langfristig eine gute Performance zu erzielen. Der ESG-Gesamtscore wird als gewichtete Summe der zugrundeliegenden ESG-

Inputdaten berechnet, die mit Hilfe von materialitätsbasierten Gewichtungen angepasst werden.

- **Präferenzfilter:** Dieser Filter erlaubt es den Nutzern des Screenings um persönliche Präferenzkriterien zu erweitern.
- **Temperatur-Score:** Bewertung, die den Beitrag der Treibhausgasemissionen des Unternehmens in globale Temperaturpfade übersetzt.

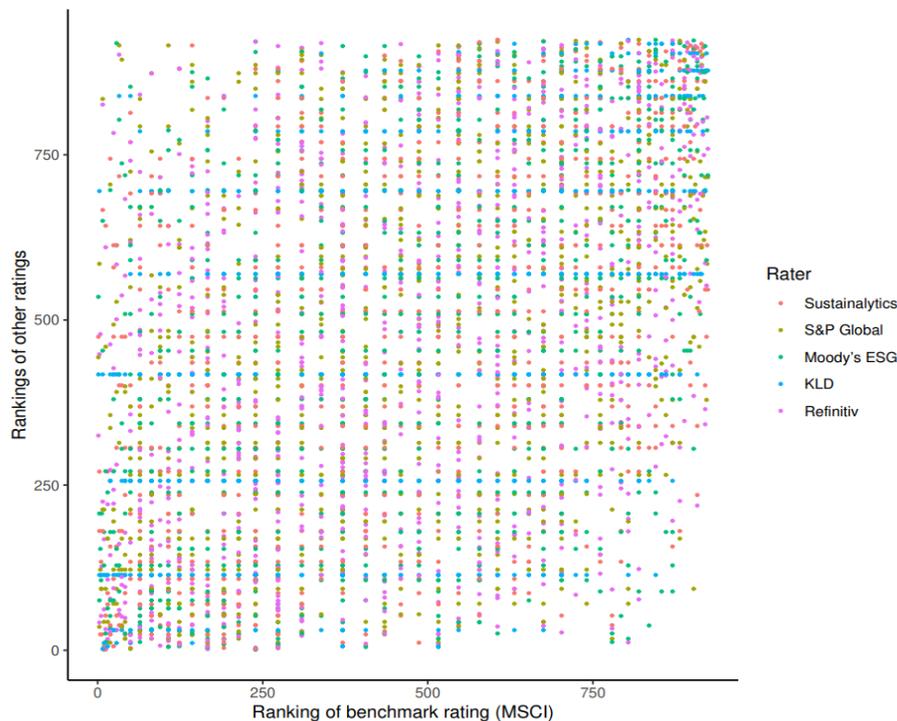
### 6.3.2 Limitationen

Der Markt für ESG-Ratings und ESG-Daten ist nach wie vor weitgehend unreguliert; trotz einiger Versuche, den Markt zu regulieren, fehlt es derzeit an einem gemeinsam vereinbarten Rahmen oder Verhaltenskodex. Institutionen wie die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) haben die Europäische Kommission auf die Grenzen von ESG-Ratings hingewiesen und eine Standardisierung in diesem Sektor gefordert.

Wie im vorangegangenen Abschnitt gezeigt wurde, bieten die Marktteilnehmer jeweils Bewertungen, die sich auf unterschiedliche Aspekte beziehen und nach unterschiedlichen Methoden berechnet werden. Diese methodische Herangehensweise hat gewisse Vorteile: je nach thematischem Fokus kann ein ESG-Rating mit passender Methode gefunden werden. Diese Vielfalt macht jedoch gleichzeitig die Vergleichbarkeit von ESG-Ratings zwischen Ratinganbietern für ein ähnliches oder gar gleiches Unternehmen komplexer. Beispielsweise wurde Tesla 2018 von FTSE als "schlechtester Automobilhersteller weltweit" bewertet, während MSCI das Unternehmen an die Spitze setzte und Sustainalytics es als "durchschnittlichen" Automobilhersteller einstuft.

Darüber hinaus wirkt sich die Robustheit der Methodik auf die Replizierbarkeit der Methodik und die Zuverlässigkeit der endgültigen Bewertung aus. Dies wird außerdem deutlich, wenn man die ESG-Ratings systematisch vergleicht. Berg et. al. zeigen beispielsweise, dass die Korrelation zwischen verschiedenen Ratinganbietern im Allgemeinen gering ist (2022); siehe Abbildung unten. Den Autoren zufolge herrscht auf dem Markt für ESG-Ratings nach wie vor ein großes Durcheinander.

Abbildung 16 Großes Durcheinander auf dem ESG-Ratingmarkt (Berg, et.al.,2022)



Die Bereitstellung von Daten für ESG-Ratings wird von einigen Unternehmen eher als Belastung denn als Chance gesehen. Oftmals müssen die Unternehmen spezielle Ressourcen für das Ausfüllen von umfangreichen Fragebögen oder für das Aufbereiten von Daten bereitstellen. Während der Datenbewertungsphase fehlt es den Unternehmen zusätzlich an ausreichender Transparenz bezüglich der von den Ratingagenturen verwendeten Methodik und der Erläuterung der Ergebnisse (IOSCO, 2021).

Zwischen den Strategien und Methoden von ESG-Ratinganbietern und den betriebswirtschaftlichen und branchenspezifischen Zielen der Unternehmen kann eine große Kluft liegen. Wie bereits erwähnt, berücksichtigen nicht alle ESG-Rating-Agenturen sektorspezifische Anforderungen; daher könnte ein Unternehmen eine Bewertung erhalten, die nicht zur unternehmensindividuellen Realität passt. Dies veranlasste die Unternehmen dazu, einen internen ESG-Rating-Mechanismus zu entwickeln – was für die Objektivität der Ergebnisse nicht förderlich ist. Eine weitere Einschränkung des ESG-Ratings besteht darin, dass die meisten Rating-Agenturen nicht nur Rating-Dienstleistungen, sondern auch Portfolio-Analysen oder Beratungsdienste zu ESG-bezogenen Themen anbieten. Wenn diese Anbieter das Unternehmen bei der Erhebung

und Messung von ESG-Daten unterstützen, ist es naheliegend, dass sich dies positiv auf die Bewertung auswirkt. (IOSCO, 2021)

✓ **Beispiel: ESG-Ratings und Fonds nach Artikel 8 und 9**

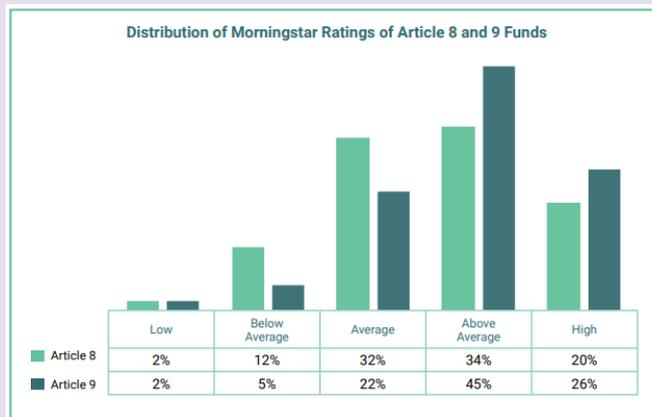
Die European Fund and Asset Management Association (EFAMA) analysierte den Zusammenhang zwischen der Einstufung der Fonds nach SFDR und den ESG-Ratings dieser Fonds. Die verwendeten Ratingunternehmen sind Refinitiv und Morningstar Direct. Die erste Komponente der Studie konzentriert sich auf die Streuung der ESG-Ratings je nach Fondstyp (Art. 8 oder Art. 9) und die zweite Komponente der Studie untersucht die Abweichung zwischen den beiden Fondstypen.

Bei der Betrachtung der Refinitiv ESG-Scores ist das niedrigste ESG-Rating für ein Art.8-Produkt zwar deutlich niedriger als das von Art.9-Produkten, aber der Mittelwert und der Median des ESG-Scores beider Fondstypen sind dennoch in etwa gleich. Ein weiteres Ergebnis ist, dass die Streuung der ESG-Ratings bei Art.8-Fonds mit einem niedrigeren Minimum und einem höheren Maximum viel höher ist als bei Art.9-Fonds, wie in Abbildung 17 zu sehen ist.

Innerhalb der Morningstar-Ratings wurden 71 % der Art.9-Fonds überdurchschnittlich gut bewertet (d. h. sie schneiden in ESG-Fragen gut oder sehr gut ab), während dieser Anteil bei den Art.8-Fonds 54 % erreicht (EFAMA, 2022).

Abbildung 17: Refinitiv und Morningstar ESG-Scores der SFDR Art.8 und 9 Fonds

Refinitiv ESG Scores of Article 8 and Article 9 Funds								
	Article 8 funds				Article 9 funds			
	Mean	Median	Min	Max	Mean	Median	Min	Max
ESG Combined Score	58.5	58.6	30.0	76.7	62.2	62.6	41.5	74.4
Environmental Score	65.0	67.0	7.3	87.1	67.4	68.8	22.7	84.8
Governance Score	65.2	66.2	32.9	85.8	66.0	66.7	43.0	81.3
Social Score	72.0	73.7	33.0	89.0	74.2	75.3	41.8	87.6



Quelle: EFAMA



### Kernbotschaften: ESG-Produkte und Services

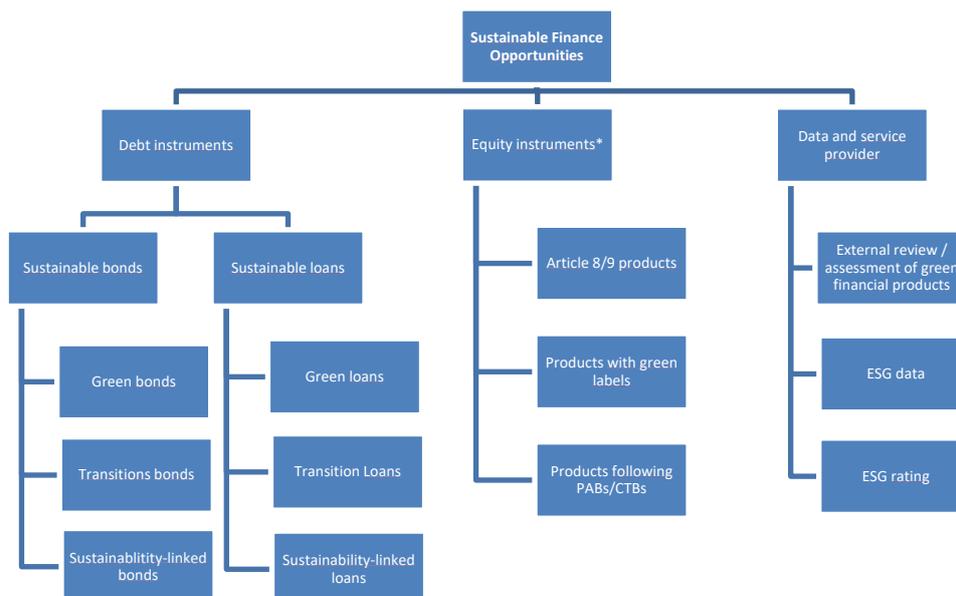
- ✓ **Qualitativ gute Daten** und das „breitere Ökosystem“ rund um grüne Finanzprodukte herum sind für die die Erschließung der nachhaltigen Anleihe- und Kreditmärkte von enormer Wichtigkeit.
- ✓ **Externe Prüfungen und Zertifizierungen sorgen dafür, dass sich die Finanzmarktteilnehmer bei der Entwicklung von grünen Finanzprodukten an Standards und Verordnungen halten und schaffen Vertrauen bei Investoren**
- ✓ ESG-Daten bilden die Grundlage für die Integration von ESG-Kriterien in den Anlageprozess.
- ✓ ESG-Ratings liefern Investoren aggregierte Bewertungen, die das ESG-Profil von Investitionsobjekten zusammenfassen. Die verschiedenen Anbieter unterscheiden sich durch die Anzahl der bewerteten Unternehmen, die Häufigkeit der Bewertung, die Bewertungsmethode und die Bedeutung der Scores.

## 7 Schlussfolgerung

Nachdem wir uns in den Units 4 und 5 mit der Risiko- und Impact-Perspektive von Sustainable Finance beschäftigt hatten, konzentrierten wir uns in dieser Unit auf die verschiedenen Möglichkeiten zur Finanzierung des Übergangs zu einer nachhaltigen Wirtschaft. Wir befassten uns mit verschiedenen Stakeholder-Gruppen, verschiedenen Instrumenten und den Rahmenbedingungen, die erforderlich sind, damit die verschiedenen nachhaltigen Anlage-/ Geschäftsmöglichkeiten zum Tragen kommen und die beabsichtigte Wirkung entfalten können.

Im Hinblick auf das starke Wachstum und die Vielfalt grüner und nachhaltiger Finanzierungsmöglichkeiten unterscheiden wir hauptsächlich drei Arten: Schuldtitel (z. B. grüne Anleihen und Darlehen), Eigenkapitalinstrumente und andere Chancen im Zusammenhang mit Daten- und Prüfdiensten.

Abbildung 15: Verschiedene Arten von nachhaltigen Finanzierungsmöglichkeiten



\*Die verschiedenen Eigenkapitalinstrumente können sich überschneiden.

Unter den Schuldtiteln sind die Anleihemärkte von zentraler Bedeutung für die nachhaltige Finanzierung, da sie das Potenzial haben, umfangreiche langfristige Finanzmittel zu mobilisieren, die für den Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft unerlässlich sind. Im Vergleich zu grünen Anleihen sind Sustainability-linked Bonds nicht auf eine bestimmte Verwendung der Erlöse ausgerichtet, sondern konzentrieren sich auf den Emittenten und seine (Nachhaltigkeits-)Verpflichtungen. Transition Bonds und Sustainability-linked Bonds

zeichnen sich durch eine direktere Zuordenbarkeit der Finanzierung zu expliziten Nachhaltigkeitsergebnissen - und damit zu Impact - aus.

Neben Anleihen besteht ein großes Potenzial für Banken darin, grüne Projektportfolios zu erstellen, diese zu bündeln, zu verbiefen und durch grüne Anleihen auf den Fremdkapitalmärkten zu refinanzieren. Dieser Vorgang erlaubt die Finanzierung weiterer detaillierterer grüner Projekte. Das Fehlen einer gemeinsamen Definition von "green Assets" und typische Unzulänglichkeiten auf den Kapitalmärkten haben eine solche Finanzierung bisher hauptsächlich behindert.

Aktienanlagen oder Anteile an einem Kunden werden zur Förderung der Nachhaltigkeit durch Anwendung verschiedener nachhaltiger Anlagestrategien (z. B. Best-in-Class-Ansatz, die Anwendung von Ausschlusskriterien oder ESG-Integration) eingesetzt.

Schließlich sind qualitativ gute Daten und ESG-Produkte und Services wichtig, um Nachhaltigkeitschancen auf den Anleihe- und Kreditmärkten zu erschließen, wobei der Schwerpunkt auf ESG-Daten und Ratings als Grundlage für die Integration von ESG-Kriterien in den Anlageprozess liegt. Um Greenwashing zu vermeiden, sind Industriestandards und Regulierung, aber auch externe Zertifizierungs- und Verifizierungsanbieter (wie die Climate Bonds Initiative, die den Climate Bonds Standard definiert) von zentraler Bedeutung.

Mit dem Ende dieser Unit verlassen wir nun den Stamm unseres "Lernbaums" und bewegen uns hinauf zur Krone, wo wir uns auf die Perspektive dreier verschiedener Stakeholder-Gruppen konzentrieren werden: Banken, institutionelle Anleger und Versicherungen. In der folgenden Unit 7 wird sich alles um das Bankwesen drehen. Dabei werden wir auf die in dieser Lerneinheit eingeführten Konzepte aufbauen, um unser Verständnis der Rolle der Banken bei der Nachhaltigkeitstransformation zu vertiefen und die Anforderungen an künftige Entwicklungen zu verstehen.

## 8 Lösungen zu den Übungen



### *Lösungen: Übung 1: Georgiens erste grüne Anleihe*

- Die Anforderungen an den Transaktionsumfang und die Kreditqualität sind auf einem ausländischen Kapitalmarkt höher als auf dem inländischen Markt. Außerdem geht der Emittent durch zusätzliche Devisenverbindlichkeiten neue Risiken ein.
- Nur eine kleine Gruppe inländischer Unternehmen wird angesichts dieser Größen- und Bonitätsanforderungen groß genug sein, um die Emission grüner Anleihen auf einem ausländischen Markt in Erwägung zu ziehen.
- Grüne Anleihen aus Schwellenländern, die auf internationalen Märkten emittiert werden, müssen für internationale Anleger attraktiv sein, indem sie internationalen Taxonomien entsprechen, z. B. der der EU. Gleichzeitig kann eine inländische Taxonomie umfassender sein oder lokale Nachhaltigkeitsziele beinhalten.



### *Lösungen: Übung 2: ENEL Sustainability-linked Bonds*

- SLBs sind grünen Anleihen vorzuziehen, wenn es keine eindeutigen Projekte oder Aktivitäten gibt, die in eine etablierte Nachhaltigkeitstaxonomie passen, der Emittent sich jedoch zu einem Übergangspfad verpflichten kann, der mit den Standards des Sektors übereinstimmt (z. B. durch Science-Based-Targets). Sie finanzieren eher "allgemeine Unternehmenszwecke" als ein spezifisches Projekt.
- Die Emittenten von SLBs müssen sehr glaubwürdig sein und eine Erfolgsbilanz auf den Kapitalmärkten vorweisen können, da die Anforderungen auf Unternehmensebene und bei der Umstellung auf eine "Net-Zero"-Welt streng beobachtet werden und es Vorgaben einzuhalten gilt.
- Die KPIs müssen den Impact widerspiegeln, den der Anleger auf der Ebene des Emittenten erwartet. Z. B. die GHG-Emissionsreduzierung oder der Anteil erneuerbarer Energien usw. Sie müssen außerdem ehrgeizig und überwachbar sein und branchenweite Standards widerspiegeln.
- Anders als bei einer grünen Anleihe sind bei einem SLB keine Vorinvestitionen erforderlich, für die eine Impact geltend gemacht werden

kann. Erreicht der Emittent seine Ziele nicht, kann er seine Anleihen zurückkaufen oder einen Strafzins zahlen. Ihm drohen keine Konsequenzen.



### **Lösungen: Übung 3: Überlegungen zu Schwellenländern**

Unterstützende Faktoren:

- Gewinnung einer größeren Anzahl von ESG- und Impact-orientierten Anlegern
- Verbesserte Corporate Governance und Transparenz bei Emittenten, die grüne Anleihen begeben haben oder dies in Erwägung ziehen.
- Refinanzierungsinstrument für Banken, die bereits ein grünes Kreditportfolio aufgebaut haben oder ein solches Portfolio refinanzieren müssen.

Gegenläufige Faktoren:

- Transaktionskosten für den Emittenten
- Probleme mit der Marktliquidität, wenn mehrere Instrumente gleichzeitig gehandelt werden
- Wird die grüne Anleihe nicht nach einem hohen Standard erstellt, wird der Ruf der lokalen Marktregulierung durch den Vorwurf des "Greenwashing" untergraben.

## 9 Literaturverzeichnis

- BankTrack, Indigenous Environmental Network, Oil Change International, Reclaim Finance, Sierra Club and Urgewald, & Rainforest Action Network. (2022). *Banking on Climate Chaos Report 2022*. doi:[https://www.bankingonclimatechaos.org/wp-content/themes/bocc-2021/inc/bcc-data-2022/BOCC\\_2022\\_vSPREAD.pdf](https://www.bankingonclimatechaos.org/wp-content/themes/bocc-2021/inc/bcc-data-2022/BOCC_2022_vSPREAD.pdf)
- BIS - Basel III. (kein Datum). Von <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm> abgerufen
- CBI. (September 2021). *Climate Bonds Standard and Certification Scheme*. Abgerufen am July 2022 von Climate Bonds: <https://www.climatebonds.net/certification>
- Chen, M., Mussalli, G., & Zweibach, Y. (10. November 2018). Decoding Quant ESG. Von Harvard Law School Forum on Corporate Governance: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/11/10/decoding-quant-esg/> abgerufen
- Climate Bonds Initiative. (2021). *Green Bond Segments on Stock Exchanges*. Abgerufen am July 2022 von Climate Bonds: <https://www.climatebonds.net/green-bond-segments-stock-exchanges>
- EC. (2021). *Development of EU Ecolabel criteria for Retail Financial Products: Technical Report 4.0*. Von <https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2021-03/2021.03.05%20%20EUEL%20financial%20products%20%20Technical%20Report%204%20FINAL.pdf> abgerufen
- EFAMA. (2022). *ESG Ratings of Article 8 and 9 Funds*. Von [https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA\\_MKT%20INSIGHTS%231\\_1\\_Oct%202022.pdf](https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA_MKT%20INSIGHTS%231_1_Oct%202022.pdf) abgerufen
- ESMA. (2021). ESMA Letter to EC on ESG ratings. 4. Von [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/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) abgerufen
- FTSE Russell. (2020). *Green Revenues Classification System 2.0*.
- FTSE Russell. (2022). *Green Equity Exposure in a 1.5°C scenario*. Von [https://content.ftserussell.com/sites/default/files/green\\_equity\\_exposure\\_in\\_a\\_1.5\\_c\\_scenario.pdf](https://content.ftserussell.com/sites/default/files/green_equity_exposure_in_a_1.5_c_scenario.pdf) abgerufen
- FTSE Russell. (2022). *Investing in the green economy 2022: Tracking growth and performance in green equities*. Von [https://content.ftserussell.com/sites/default/files/investing\\_in\\_the\\_green\\_economy\\_2022\\_final\\_2.pdf](https://content.ftserussell.com/sites/default/files/investing_in_the_green_economy_2022_final_2.pdf) abgerufen
- ICMA. (2021). *Die Green Bond Principles 2021*. Von [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Translations/German\\_GBP-06-2021-301221.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Translations/German_GBP-06-2021-301221.pdf) abgerufen

- ICMA. (2021). *Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*. Abgerufen am July 2022 von <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>
- IDW. (16. Februar 2021). *Green Bonds - Auf dem Weg zu einem verlässlichen Markt für grüne Anleihen*. Von <https://www.idw.de/IDW/Medien/Knowledge-Paper/Download/Knowledgepaper-GreenBonds-A4Broschuerendruck.pdf> abgerufen
- IEA. (May 2021). *Net Zero by 2050*. Von <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050> abgerufen
- IOSCO. (2021). *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data products providers*. Von <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf> abgerufen
- LSTA, LMA, & APLMA. (February 2021). *Green Loan Principles*. Abgerufen am July 2022 von LSTA: <https://www.lsta.org/content/green-loan-principles/>
- Nasdaq. (2021). *Nasdaq Green Equity Principles*. Von [https://www.nasdaq.com/docs/2021/06/08/Nasdaq\\_Green\\_Equity\\_Principles.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2021/06/08/Nasdaq_Green_Equity_Principles.pdf) abgerufen
- Stewart Investors. (2020). *Active versus passive investment in achieving sustainable development*. Von <https://www.stewartinvestors.com/content/dam/stewartinvestors/pdf/global/SFG-Active-vs-Passive-0920.pdf> abgerufen
- Sustainable Banking Network. (2018). *Creating Green Bond Markets - insights, innovations, and tool from emerging markets*.
- Sustainalytics. (20. April 2020). *Georgia Global Utilities Green Bond Framework*. Von Second-Party Opinion: [https://mstar-sustops-cdn-mainwebsite-s3.s3.amazonaws.com/docs/default-source/spos/georgia-global-utilities-green-bond-framework-second-party-opinion.pdf?sfvrsn=c00092c7\\_3](https://mstar-sustops-cdn-mainwebsite-s3.s3.amazonaws.com/docs/default-source/spos/georgia-global-utilities-green-bond-framework-second-party-opinion.pdf?sfvrsn=c00092c7_3). abgerufen
- Umweltbundesamt. (2021). *Greenwashing und Sustainable Finance*. Von <https://www.umweltbundesamt.de/greenwashing-sustainable-finance#greenwashing-im-kontext-von-sustainable-finance> abgerufen
- Wilkens, M., Rohleder, M., & Zink, J. (2022). *The Impact of Sustainable Investment Funds - Impact Channels, Status Quo of Literature, and Practical Applications*. doi:<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4205546>

**Frankfurt School – UNEP Collaborating Centre  
Frankfurt School of Finance & Management**

Adickesallee 32-34  
60322 Frankfurt am Main  
<http://fs-unep-centre.org>  
[www.frankfurt-school.de](http://www.frankfurt-school.de)

**Frankfurt School Development Finance e-Campus**

[www.fs.de/e-campus](http://www.fs.de/e-campus)  
E-Mail: [e-campus@fs.de](mailto:e-campus@fs.de)  
Telefon: +49 (0)69 154008-624  
Fax: +49 (0)69 154008-4624