



# Studie

## Der deutsche Green Bond Markt – für ein langfristiges Wachstum

Studie in Kooperation mit dem Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB  
Frederik Eisinger, Annica Cochu, Rainer Agster (adelphi)

### **Zitiervorschlag**

Eisinger, Frederik; Annica Cochu und Rainer Agster 2017: Der deutsche Green Bond Markt - für ein langfristiges Wachstum. Berlin: adelphi.

### **Impressum**

Herausgeber: adelphi  
Alt-Moabit 91  
10559 Berlin  
T: +49 (30) 8900068-0  
E: [office@adelphi.de](mailto:office@adelphi.de)  
W: [www.adelphi.de](http://www.adelphi.de)

Projektbetreuung: Frederik Eisinger (adelphi)

Autoren: Frederik Eisinger, Annica Cochu und Rainer Agster (adelphi)

Gestaltung: adelphi

Bildnachweis: Titel: isak55 - shutterstock.com

Stand: Juni 2017

© 2017 adelphi

## Vorwort

Sehr geehrte Damen und Herren,

häufig erzielen langfristige Projekte, die den Klima- und Umweltschutz sowie eine „grüne Infrastruktur“ finanzieren, keine kurzfristigen Erträge. Eine unmittelbare (Kapitalmarkt-) Finanzierung dieser Projekte ist auch aufgrund von Projektvolumen und -risiko sowie spezifischem Know-how in der Regel schwierig. Öffentliche Banken übernehmen in diesem Spannungsfeld eine Schlüsselrolle. Sie verfügen über umfangreiche Expertise in der Finanzierung von ökologisch, aber auch sozial notwendigen Projekten. Über Förderprogramme oder auch die Teilung von Risiken zwischen öffentlicher und privater Hand ermöglichen öffentliche Banken zahlreiche langfristig ausgerichtete Investitionen, die sonst nicht verwirklicht werden könnten.

Der Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, und seine Mitgliedsinstitute sehen den Markt für Grüne Anleihen in einer Vorreiterrolle, zu dessen positiver Entwicklung wir beitragen wollen. Vor dem Hintergrund des Transformationsprozesses in eine kohlenstoffarme, ressourceneffiziente und zukunftsorientierte Gesellschaft und zur Unterstützung des mehr denn je ambitionierten 2-Grad-Ziels der Pariser Klimakonferenz möchten wir auch die wirtschaftlichen Chancen aufzeigen, die sich für alle Marktakteure, auf Emittenten- wie auf Nachfrageseite, ergeben können.

Im Rahmen der Begleitung der deutschen G20 Präsidentschaft und der G20 Green Finance Study Group möchten wir mit einer Green Bond Initiative Deutschland einen Austausch in Gang setzen, der sowohl aktive als auch potenziell interessierte deutsche Green Bond Marktakteure zusammenbringt. Die Initiative soll die verschiedenen Interessenpositionen aufzeigen, systematisch analysieren und zusammenführen. Die übergeordnete Zielstellung der Marktinitiative ist es, ein nachhaltiges Wachstum des Green Bond Markts durch deutsche Marktakteure zu unterstützen.

Vor diesem Hintergrund hat der VÖB zusammen mit adelphi, einer unabhängigen Denkfabrik und führenden Beratungseinrichtung für Klima, Umwelt und Entwicklung, im April 2017 einen Stakeholder-Workshop in Berlin durchgeführt, an dem repräsentativ ausgewählte Stakeholder des Green Bond Markts teilnahmen. Auf der Veranstaltung diskutierten die Teilnehmer Anforderungen von Emittenten und Investoren an das Green Bond Segment. Zudem stand die Frage im Vordergrund, welchen Herausforderungen diese Akteure mit Blick auf ihr (aktiveres) Engagement im Green Bond Markt gegenüberstehen. Auf dieser Basis wurde über mögliche Lösungsansätze gesprochen, um existierende Hürden zu meistern.

Wir freuen uns daher sehr, Ihnen mit dieser Studie die Ergebnisse eines ersten Dialogprozesses entscheidender Akteure des deutschen Green Bond Markts vorstellen zu können. Die Studie skizziert den Stand der aktuellen Entwicklung des Green Bond Markts in Deutschland und zeigt Hemmnisse auf, die einem weiteren Marktwachstum im Wege stehen. Damit ist der Dialog eröffnet, dem wir gerne auch weiter eine Plattform bieten werden.

Herzlichst,

**Georg Baur**

kommisarischer Hauptgeschäftsführer VÖB

**Mica Radoschewska**

Abteilungsdirektorin Kapitalmarkt, VÖB

## adelphi

**adelphi** ist eine unabhängige Denkfabrik und führende Beratungseinrichtung für Klima, Umwelt und Entwicklung. Unser Auftrag ist die Stärkung von Global Governance durch Forschung, Beratung und Dialog. Wir bieten Regierungen, internationalen Organisationen, Unternehmen und zivilgesellschaftlichen Akteuren maßgeschneiderte Lösungen für nachhaltige Entwicklung und unterstützen sie dabei, globalen Herausforderungen wirkungsvoll zu begegnen.

Unsere mehr als 150 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter leisten hochqualifizierte, interdisziplinäre Forschungsarbeit und bieten strategische Politikanalysen und -beratung sowie Beratungen für Unternehmen an. Wir ermöglichen politischen Dialog und führen weltweit Trainingsmaßnahmen für öffentliche Einrichtungen und Unternehmen durch, um sie beim Erwerb von Kompetenzen zur Bewältigung des transformativen Wandels zu unterstützen. Seit 2001 haben wir weltweit mehr als 800 Projekte in den folgenden thematischen Bereichen implementiert: Klima, Energie, Ressourcen, Green Economy, Sustainable Business, Green Finance, Frieden und Sicherheit, Internationale Zusammenarbeit, Urbane Transformation.

Partnerschaften sind ein zentraler Schlüssel unserer Arbeit. Durch Kooperationen mit Spezialisten und Partnerorganisationen stärken wir Global Governance und fördern transformativen Wandel, nachhaltiges Ressourcenmanagement und Resilienz.

adelphi ist eine wertebasierte Organisation mit informeller Unternehmenskultur, die auf den Werten Exzellenz, Vertrauen und Kollegialität fußt. Nachhaltigkeit ist die Grundlage unseres Handelns, nach innen und außen. Aus diesem Grund gestalten wir unsere Aktivitäten stets klimaneutral und nutzen ein zertifiziertes Umweltmanagementsystem.

### **Frederik Eisinger**

Senior Projektmanager

[eisinger@adelphi.de](mailto:eisinger@adelphi.de)

[www.adelphi.de](http://www.adelphi.de)

## **Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB**

Der Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, ist ein Spitzenverband der Kreditwirtschaft. Zu unseren 63 Mitgliedern zählen insbesondere die Landesbanken sowie die Förderbanken des Bundes und der Länder. Unsere Mitgliedsinstitute repräsentieren rund ein Drittel der Bilanzsumme des deutschen Bankenmarkts.

Mit knapp 69.000 Beschäftigten nehmen die öffentlichen Banken ihre Verantwortung für Mittelstand, Unternehmen, die öffentliche Hand und Privatkunden wahr und sind in allen Teilen Deutschlands fest in ihren Heimatregionen verwurzelt. Mit 48 Prozent sind die VÖB-Mitgliedsbanken Marktführer bei der Kommunalfinanzierung und stellen zudem jeden dritten Unternehmenskredit in Deutschland zur Verfügung.

Wir bündeln die Interessen unserer Mitglieder und vertreten sie in Deutschland und Europa gegenüber Parlamenten und Regierungen, Aufsichts- und Regulierungsbehörden sowie in der Öffentlichkeit. Grundlage für diese Interessensvertretung ist die gemeinsame Meinungsbildung unserer Mitglieder. Daneben bieten wir unseren Mitgliedern die Möglichkeit zum Erfahrungsaustausch und zur Netzwerkbildung untereinander.

## Zusammenfassung

Der Kampf gegen Klimawandel und Umweltzerstörung erfordert hohe Investitionen. Über Green Bonds können signifikante Mittel für grüne Projekte bereitgestellt werden. Global betrachtet verzeichnet der Green Bond Markt seit Jahren hohe Wachstumsraten. Auch in Deutschland gibt es einen aktiven Green Bond Markt: im Jahr 2016 wurden in Deutschland Green Bonds in einem Gesamtwert von USD 4,3 Mrd. ausgegeben.

Grundsätzlich erwarten deutsche Marktakteure, dass eine Teilnahme am Green Bond Markt verschiedene **Chancen und Vorteile** bietet:

- **Erweiterung des Geschäftsvolumens:** Emittenten und andere Marktteilnehmer können mittels Green Bond Emissionen ihre Investoren- bzw. Kundenbasis diversifizieren und das Geschäftsvolumen insgesamt erweitern.
- **Risikominimierung von Emittenten:** Da Emittenten das Portfolio nach Forderungen oder Projekten durchleuchten, die einen Beitrag zu klima- oder umweltrelevanten Zielen leisten und dabei gleichzeitig jene Posten identifizieren, die dies eben nicht tun, können ggfs. Klima- und Umweltrisiken auf Seiten der Emittenten rechtzeitig identifiziert werden.
- **Verbesserte Finanzierungsbedingungen:** Emittenten haben die Erwartung, dass sich aufgrund der insgesamt erhöhten Nachfrage sowie der besseren Informationsqualität von Green Bonds mittelfristig ein Preisvorteil für Green Bonds entwickeln wird.
- **Reputationsgewinn:** Durch die Berücksichtigung von Klima- und Umweltaspekten im Kerngeschäft versprechen sich Green Bond Emittenten ebenso wie Investoren und weitere Marktteilnehmer (z.B. Ratingagenturen) einen Reputationsgewinn für ihre jeweiligen Unternehmen.
- **Beitrag zu Nachhaltigkeitszielen:** Green Bonds machen grüne Investitionen für eine Vielzahl unterschiedlicher Investoren zugänglich und haben das Potenzial große Mengen an Kapital in (ökologisch) nachhaltige Projekte zu leiten.

Um die identifizierten Chancen für eine breite Masse an Marktteilnehmern realisieren zu können, müssen zwei Ziele erfüllt werden:

- **Wachstum des deutschen Green Bond Markts** durch Eintritt weiterer Teilnehmer in den Markt sowie vermehrte und größere Emissionen
- Insgesamt **nachhaltigere Entwicklung des Finanzsektors** und der **Realwirtschaft**

Doch während das Potenzial für ein weiteres Wachstum des deutschen Green Bond Markts groß ist, besteht auch Handlungsbedarf zur Unterstützung der Marktteilnehmer. Während in Deutschland insbesondere deutsche Förderbanken bereits sehr aktiv am Green Bond Markt beteiligt sind, ist bei anderen potenziellen Marktteilnehmern bislang eine eher abwartende Haltung gegenüber Green Bond Emissionen zu beobachten. Die folgenden Hemmnisse stehen der Erreichung der identifizierten Ziele aktuell im Weg:

- **Mangelnde Verfügbarkeit und Identifizierbarkeit grüner Projekte:** Es fehlen monetäre Anreize, die in der Realwirtschaft eine Transformation hin zu nachhaltigeren Technologien und Prozessen und in der Finanzwirtschaft eine Steigerung des grünen Grundgeschäfts erwirken. Gleichzeitig sind die bereits im Portfolio vorhandenen grünen Assets häufig schwer zu identifizieren.

- **Hohe Transaktionskosten bei unklarer Preisentwicklung:** Für Emittenten ergeben sich diese Transaktionskosten unter anderem durch die zeit- und somit kostenintensive Auseinandersetzung mit verschiedenen Standards, Identifizierung und Separierung der Aktiva, etc. Für Investoren führt die Beurteilung von Green Bonds ebenfalls zu höheren Transaktionskosten als bei konventionellen Anleihen.
- **Unklare Definition des „grünen“ Aspekts in Green Bonds:** Zwar existieren mit den Green Bonds Principles grüne Projektkategorien und mit dem Climate Bonds Standard Taxonomien für Green Bonds, jedoch sind diese nicht verbindlich und teilweise zu unspezifisch, sodass Emittenten eigene Kriterien für die grüne Qualität ihrer Anleihen definieren müssen. Dies beeinträchtigt die Vergleichbarkeit von Green Bonds und erhöht somit den Analyseaufwand für Investoren.
- **Fehlende Übereinstimmung von Green Bonds mit Investitionskriterien:** Viele Investoren haben spezielle Informationsbedürfnisse und andere Anforderungen an potenzielle Investitionsobjekte, die Green Bonds bislang nicht bzw. nicht vollständig erfüllen.

Als Lösungsansätze für diese Hemmnisse werden folgende Maßnahmen vorgeschlagen:

- **Interpretation und Konkretisierung von Green Bond Standards aus deutscher Sicht:** Klare Definition von Green Bonds; Konkretisierung und Standardisierung von Green Bond Dokumenten; Umsetzung der Standardisierung durch vorzugsweise marktbasierende Initiativen oder gegebenenfalls auch durch incentivierte regulatorische Vorgaben
- **Etablierung neuer und Stärkung wenig verbreiteter Green Bond Produkte:** Förderung von Green Project Bonds; Selbstverpflichtungsinitiative für Green Covered Bonds bzw. Erweiterung des deutschen Pfandbriefgesetzes; Emission von Green Senior Non-preferred Bonds; Entwicklung von Prinzipien für Green Pure Play Bonds; Förderung von Grünen Schuldscheindarlehen; Emission von grünen Bund- oder Länderanleihen
- **Finanzielle und fiskalische Förderung von Green Bonds:** Förderung des originären grünen Kreditgeschäfts; Schaffen von fiskalischen Anreizen für Green Bonds; Finanzielle Förderung von Externen Begutachtungen; Credit Enhancements für bestimmte Green Bonds; Finanzierung eines Beratungsprogramms bei Green Bond Emissionen
- **Informationsaustausch, Kapazitätsaufbau und Verbesserung der Datengrundlage:** Aufbau einer deutschen Dialog- und Netzwerkplattform für Green Bonds; Verstärktes Engagement von Investoren mit Emittenten; Erarbeitung einer Datenbasis mit umwelt- und klima-bezogenen Informationen; Forschung zur Bewertung von Ausfallrisiken grüner Kredite

Ausgewählte Maßnahmen können im Rahmen von Marktinitiativen bearbeitet und vorangetrieben werden, um ein langfristiges Wachstum des Green Bond Markts in Deutschland sicherzustellen. Solche Initiativen könnten vom Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB zusammen mit anderen Marktakteuren umgesetzt werden.

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1	Weltweite Entwicklung des Green Bond Markts	1
1.2	Ziele, Ansatz und Struktur der Studie	2
<b>2</b>	<b>Der deutsche Green Bond Markt</b>	<b>3</b>
2.1	Entwicklung und Teilnehmer des deutschen Green Bonds Markts	3
2.2	Gängige Marktstandards für Green Bonds in Deutschland	9
<b>3</b>	<b>Green Bonds – Chancen und Ziele für Deutschland</b>	<b>13</b>
3.1	Vielfältige Chancen für Marktteilnehmer	13
3.2	Ziele für die Entwicklung des deutschen Green Bond Markts	15
<b>4</b>	<b>Hemmnisse für ein Wachstum des Green Bond Markts</b>	<b>17</b>
4.1	Mangelnde Verfügbarkeit und Identifizierbarkeit grüner Projekte	17
4.2	Hohe Transaktionskosten bei unklarer Preisentwicklung	18
4.3	Unklare Definition des „grünen“ Aspekts von Green Bonds	19
4.4	Fehlende Übereinstimmung mit Investitionskriterien	20
<b>5</b>	<b>Mögliche Lösungsansätze</b>	<b>22</b>
5.1	Interpretation und Konkretisierung von Green Bond Standards aus dt. Sicht	22
5.2	Etablierung neuer und Stärkung wenig verbreiteter Green Bond Produkte	25
5.3	Finanzielle und fiskalische Förderung von Green Bonds	28
5.4	Informationsaustausch, Kapazitätsaufbau und Verbesserung der Datengrundlage	31
<b>6</b>	<b>Fazit</b>	<b>34</b>
<b>7</b>	<b>Quellenverzeichnis</b>	<b>36</b>
<b>8</b>	<b>Annex: Glossar</b>	<b>38</b>

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Stakeholder-Gruppen des deutschen Green Bond Markts	2
Tabelle 2:	Stakeholder-Gruppen des deutschen Green Bond Markts	4
Tabelle 3:	Komponenten der GBP und ihre Anwendung in Deutschland	9



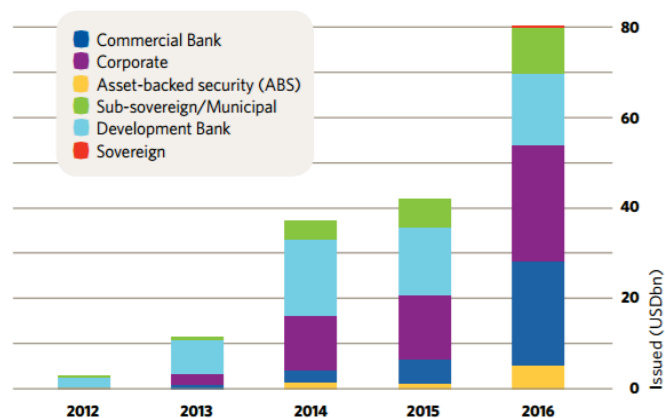
# 1 Einleitung

## 1.1 Weltweite Entwicklung des Green Bond Markts

Der Green Bond Markt entstand 2007-08 mit den ersten Emissionen der European Investment Bank (EIB) und der World Bank. Emittenten des privaten Sektors, darunter Unternehmen und Banken, sind seit 2013-14 im Green Bond Markt aktiv, unterstützt durch die Einführung der Green Bond Principles und der Climate Bonds Standards. In den Jahren 2014-15 wurden mehrere Green Bond Indizes sowie offizielle Green Bond Guidelines (für China, Indien, Brasilien, Marokko) eingeführt.

Im Jahr 2016 traten weitere Emittenten in den Markt für grüne Anleihen ein und trugen zu einer jährlichen Gesamtausgabe gekennzeichnete Green Bonds<sup>1</sup> von USD 81 Mrd. bei. Auf Corporate Green Bonds sowie Green Bonds von privaten Banken entfielen dabei jeweils 30% der Emissionen, gefolgt von Entwicklungsbanken (21%), Kommunen (13%), Asset Backed Securities (6%) und Staatsanleihen (1%)<sup>2</sup>.

Der Markt für Labelled Green Bonds 2012-2016 (CBI 2017)



Weitere Highlights im Jahr 2016 bzw. im ersten Halbjahr 2017 waren:

- Polen und Frankreich geben die ersten grünen Staatsanleihen aus.
- Die Luxemburger Börse eröffnet *Luxembourg Green Exchange (LGX)*, die weltweit erste Plattform, auf der ausschließlich grüne Wertpapiere gehandelt werden.
- Moody's führt eine Methode für Green Bond Ratings ein; Standard & Poor's beginnt, Green Evaluation Services anzubieten.

Insgesamt wurden 2016 fast doppelt so viele (192%) „Labelled“ Green Bonds ausgegeben wie 2015. 27% davon entfielen auf China, womit das Land weltweit der größte Emittent war<sup>3</sup>.

Dieser kurze Abriss verdeutlicht das Wachstum und die steigende Bedeutung von Green Bond Märkten weltweit. Doch während das Potenzial für ein weiteres Wachstum groß ist,

<sup>1</sup> Gekennzeichnete oder „Labelled“ Green Bonds sind Bonds, deren Erlöse zur (Re)Finanzierung von grünen Projekten genutzt werden und die von ihren Emittenten explizit als grün bezeichnet werden. „Climate-aligned Bonds“ umfassen darüber hinaus nach der Definition der Climate Bonds Initiative auch all jene Bonds, die von Emittenten mit nachhaltigem Geschäftsmodell emittiert werden, ohne als grün gekennzeichnet zu sein.

<sup>2</sup> CBI persönliche Kommunikation (März 2017);

CBI (2017): Green Bonds Highlights 2016, <https://www.climatebonds.net/files/files/2016%20GB%20Market%20Roundup.pdf>

<sup>3</sup> Rechnet man zudem jene „Green Bonds“ ein, die ausschließlich der chinesischen Definition von „grün“ entsprechen, so steigt der Anteil Chinas am globalen Green Bond Markt auf 39% (CBI 2017). Zur Entwicklung des deutschen Green Bond Markts siehe Kapitel 2.

besteht auch Handlungsbedarf zur Unterstützung der Marktteilnehmer. So hat die Studie „Potential of Green Bond Finance for Resource-Efficient Investments“ der Europäischen Kommission (2016)<sup>4</sup> gezeigt, dass zum Beispiel hohe Transaktionskosten einer Green Bond Emission und fehlende Green Bond Standards als Hürden für ein schnelles und gleichzeitig nachhaltiges Wachstum der Green Bond Märkte gelten. Auch in Deutschland existieren gewisse Hürden für ein Wachstum des Green Bond Markts.

## 1.2 Ziele, Ansatz und Struktur der Studie

Vor dem beschriebenen Hintergrund soll die vorliegende Studie zur Entwicklung des Green Bonds Markts durch deutsche Marktakteure beitragen, indem sie

- die Chancen einer aktiven Marktbeteiligung sowie die Hemmnisse hierfür aus Sicht verschiedener Stakeholder des deutschen Green Bond Markts zusammenfasst; und
- Lösungsansätze zur Aktivierung und Förderung des deutschen Green Bond Markts aufzeigt. Der Fokus liegt dabei auf dem Primärmarkt.

Die Studie basiert auf den Ergebnissen eines Stakeholder-Workshops, welcher im April 2017 vom Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB) gemeinsam mit adelphi durchgeführt wurde, sowie auf einer Literaturrecherche. Der nicht-öffentliche Workshop brachte (potenzielle) deutsche Marktteilnehmer und Vertreter anderer Stakeholder Gruppen zusammen, wobei ein Fokus auf der Angebotsseite lag. Tabelle 1 zeigt die am deutschen Green Bond Markt (potenziell) direkt und indirekt beteiligten Stakeholder schematisch auf. Bis auf die *kursiv* markierten Gruppen waren alle Stakeholder-Gruppen beim Workshop durch mindestens einen Teilnehmer vertreten.

**Tabelle 1: Stakeholder-Gruppen des deutschen Green Bond Markts**

Emittenten	Investoren	Weitere Marktteilnehmer	Weitere Stakeholder
Bund, Länder, Kommunen	Bund, Länder, Kommunen	Underwriter / Originator	Standardsetzer
Entwicklungsbanken / Förderbanken	Entwicklungsbanken / Förderbanken	Externe Reviewer	Politik
Banken (öffentl./priv. Eignerstruktur)	Banken (öffentl./priv. Eignerstruktur)	Ratingagenturen	NGOs
Unternehmen (öffentl./priv. Eignerstruktur)	Sonstige institutionelle Investoren	Listingplätze	<i>Wissenschaft</i>
	Asset Manager	<i>Index-Provider</i>	
	<i>Privatinvestoren</i>		

Die Positionen der Workshop-Teilnehmer werden in der Studie nicht namentlich gekennzeichnet, sondern einer der in Tabelle 1 aufgelisteten Stakeholder-Gruppen zugeordnet.

<sup>4</sup> Cochu et al. (2016): Study on the potential of green bond finance for resource-efficient investments. Brussels: European Commission. <http://ec.europa.eu/environment/enveco/pdf/potential-green-bond.pdf>

Die Studie beschreibt zunächst die Entwicklung und Stakeholder des deutschen Green Bond Markts sowie die gängigen Marktstandards für Green Bond Emissionen in Deutschland (Kapitel 2). Das darauffolgende Kapitel geht auf die Chancen ein, die eine Teilnahme am Green Bond Markt aus Sicht der unterschiedlichen Stakeholder-Gruppen potenziell bereithält, und beschreibt, welche Ziele die Teilnehmer des Workshops für die Entwicklung des Green Bond Markts und darüber hinaus definieren (Kapitel 3). Im nächsten Schritt werden Hemmnisse diskutiert, welche einem Wachstum des Green Bond Markts in Deutschland entgegenstehen (Kapitel 4). Aufbauend darauf werden schließlich mögliche Lösungsansätze für die Reduzierung der existierenden Hürden beleuchtet (Kapitel 5).

## 2 Der deutsche Green Bond Markt

Das folgende Kapitel gibt eine Einführung in den deutschen Green Bond Markt. Dazu wird zunächst beschrieben, wie sich der deutsche Green Bond Markt im Vergleich zu anderen Ländern entwickelt hat und welche Stakeholder daran beteiligt sind. Im Anschluss wird analysiert, welche Anforderungskriterien an Green Bonds sich in Deutschland bereits etabliert haben und inwiefern diese von den Marktteilnehmern umgesetzt werden.

### 2.1 Entwicklung und Teilnehmer des deutschen Green Bond Markts

Im Jahr 2016 wurden in Deutschland Green Bonds in einem Gesamtwert von USD 4,3 Mrd. ausgegeben (CBI, pers. Komm.). Insbesondere deutsche Förderbanken sind bereits sehr aktiv am Green Bond Markt beteiligt, bei anderen potenziellen Marktteilnehmern ist jedoch eine noch eher abwartende Haltung gegenüber Green Bond Emissionen zu beobachten. Dies ist ein Unterschied zu anderen Märkten, wie beispielsweise den Nachbarländern Frankreich, Schweden und den Niederlanden. So hat Frankreich im Januar für EUR 7 Mrd. eine grüne Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 22 Jahren ausgegeben. Das Papier war mehr als dreifach überzeichnet<sup>5</sup>. Auch französische Regionen und Unternehmen haben bereits Green Bonds emittiert und sind somit aktiver am Green Bond Markt beteiligt als ihre deutschen Pendanten. In Schweden und den Niederlanden zeigt sich ebenfalls eine steigende Green Bond Dynamik. So kamen im Jahr 2016 9% bzw. 6% der weltweiten Emittenten aus diesen beiden Ländern. Insbesondere schwedische substaatliche Einheiten (Subsovereigns) (u.a. die Städte Göteborg und Örebro) sind durch vermehrte Emissionen aufgefallen<sup>6</sup>.

In Deutschland gibt es neben den bereits aktiven Marktteilnehmern weitere mögliche Green Bond Akteure. Tabelle 2 zeigt die am deutschen Green Bond Markt (potenziell) direkt und indirekt beteiligten Stakeholder auf und beschreibt, welche Rollen ihnen zukommen bzw. zukommen können. Die Tabelle soll ein möglichst umfassendes Bild deutscher Stakeholder aufzeigen (insbesondere bezüglich der Green Bond Emittenten), jedoch besteht kein An-

---

<sup>5</sup> Wallstreet:online (2017): Green Bonds – Gutes Klima für grüne Anleihen?  
<https://www.wallstreet-online.de/nachricht/9390366-green-bonds-gutes-klima-gruene-anleihen>

<sup>6</sup> LBBW (2017): LBBW Blickpunkt. Alles was Sie über Green Bonds wissen müssen.  
[https://www.lbbw.de/mm/media/research/downloads\\_research/blickpunkt/2017\\_1/20170224\\_LBBW\\_Research\\_Blickpunkt\\_Green\\_Bonds.pdf](https://www.lbbw.de/mm/media/research/downloads_research/blickpunkt/2017_1/20170224_LBBW_Research_Blickpunkt_Green_Bonds.pdf)

spruch auf Vollständigkeit. Die in der Tabelle beschriebenen Akteure gehen über die Teilnehmer des Green Bond Workshops hinaus.

**Tabelle 2: Stakeholder-Gruppen des deutschen Green Bond Markts**

Emittenten	
Bund, Länder, Kommunen	In Deutschland wurden bislang noch keine explizit grünen Bund-, Länder- oder Kommunalanleihen emittiert. <b>Nordrhein-Westfalen</b> (NRW) hat als bisher einziges Bundesland drei Nachhaltigkeitsanleihen ausgegeben (2015, 2016, 2017). Mit diesen werden Projekte finanziert, die positive Beiträge zur sozialen und ökologischen Entwicklung in NRW leisten <sup>7</sup> . Der <b>Berliner Senat</b> hält im Koalitionsvertrag von 2016 fest, dass gemeinsam mit der Investitionsbank Berlin eine Green Bond Emission angestrebt wird <sup>8</sup> .
Banken (öffentl./priv. Eigentümerstruktur)	Bis Mai 2017 haben insgesamt drei öffentliche und zwei private deutsche Banken Green Bonds emittiert <sup>9</sup> : Die <b>Landwirtschaftliche Rentenbank</b> hat 2013 den ersten deutschen Green Bond aufgelegt (EUR 50 Mio.). Ein weiterer Green Bond folgte 2014 (EUR 15 Mio.). Die <b>NRW.BANK</b> emittierte ebenfalls 2013 ihren ersten Green Bond (EUR 250 Mio.) und legt seitdem jährlich eine Green Bond Emission auf. Die <b>Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)</b> emittierte ihren ersten Green Bond im Jahr 2014 (EUR 1,5 Mrd.). Bis Mai 2017 hat die KfW insgesamt elf Green Bonds mit einem Volumen von insgesamt EUR 11,5 Mrd. ausgegeben. Die KfW zählt zu den größten Emittenten von grünen Anleihen weltweit und hatte 2016 in Deutschland einen Marktanteil von rund 70%. Die <b>Berlin Hyp</b> hat den weltweit ersten Green Pfandbrief im Jahr 2015 emittiert (EUR 500 Mio.). Dieser ist zur Finanzierung von hypothekenbesicherten grünen Immobilien bestimmt. Außerdem hat die Bank 2016 einen Green Senior Unsecured Bond (EUR 500 Mio.) herausgegeben. Die <b>DKB</b> hat ihren ersten Green Bond im Jahr 2016 platziert (EUR 500 Mio.). Dies war auch gleichzeitig Deutschlands erster Green Bond, der von der Climate Bonds Initiative (CBI) als Climate Certified Green Bond zertifiziert wurde.
Unternehmen (öffentl./priv. Eigentümerstruktur)	Unternehmen treten in Deutschland bislang nicht als Emittenten von Green Bonds auf. Jedoch wurden eine kleine Anzahl alternativer grüner Fixed Income Instrumente begeben. <b>Nordex</b> , eine deutsche Windenergie-

<sup>7</sup> Ministerium für Klimaschutz, Umwelt, Landwirtschaft, Natur- und Verbraucherschutz des Landes Nordrhein-Westfalen (2017): Dritte Nachhaltigkeitsanleihe aus NRW <https://www.umwelt.nrw.de/presse/detail/news/2017-02-28-dritte-nachhaltigkeitsanleihe-aus-nrw-nachfrage-von-investoren-ungebrochen/>

<sup>8</sup> Berlin (2016): Berlin Gemeinsam Gestalten. Koalitionsvereinbarung 2016-2021. <https://www.spd.berlin/w/files/wahl2016/161116-koalitionsvertrag-final.pdf>

<sup>9</sup> Diese und andere Green Bond Emissionen wurden von der Climate Bonds Initiative dokumentiert. Die CBI veröffentlicht regelmäßig Informationen zu Green Bond Emissionen weltweit.

CBI: Labelled green bonds data; <https://www.climatebonds.net/cbi/pub/data/bonds>

	<p>firma, hat 2016 den ersten „Green Schuldschein“ (grünes Schuldschein-darlehen, SSD) mit einem Volumen von EUR 550 Mio. begeben<sup>10</sup>. <b>Strasser Capital / MEP Werke GmbH</b> platzierte im Januar 2017 Europas ersten Climate-Bond-zertifizierten Green Senior Secured Fixed Rate Loan (EUR 30 Mio.) der mit einem Portfolio an Solar-Mietforderungen deutscher Hauseigentümer besichert ist<sup>11</sup>.</p>
<b>Investoren</b>	
Bund, Länder, Kommunen	<p>Die Liquiditätsportfolios mehrerer deutscher Bundesländer werden von der deutschen Bundesbank unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten gesteuert. Dafür investiert die Bundesbank auch in Green Bonds.</p> <p>Einen Anreiz für nachhaltiges Investment bietet möglicherweise die global wachsende Divestment-Bewegung, bei der Vermögenswerte aktiv aus dem fossilen Sektor herausgenommen und in nachhaltige Anlagen investiert werden. Unter anderem die Stadt <b>Münster</b> verzichtet seit November 2015 auf klimaschädliche Geldanlagen und auch <b>Stuttgart</b> hat sich dem Divestment verschrieben. Investitionen in Green Bonds werden jedoch bislang nicht explizit angedacht.</p>
Banken (öffentl./priv. Eigenstruktur)	<p>Deutsche Banken sind nicht nur als Emittenten am Green Bond Markt aktiv, sondern auch als Investoren. Im Februar 2015 gab die <b>Deutsche Bank</b> bekannt, EUR 1 Mrd. in ein Portfolio liquider Green Bonds investieren zu wollen<sup>12</sup>. Seit April 2015 baut auch die <b>KfW</b> ein globales Green Bond Portfolio auf<sup>13</sup>. Das Zielvolumen des Portfolios wurde im Mai 2017 auf EUR 2 Mrd. verdoppelt<sup>14</sup>. Das Vorhaben wird vom Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit (BMUB) unterstützt. Im Jahr 2017 gab zudem die <b>NRW.BANK</b> bekannt, ein Green Bond Investment Portfolio mit einem angestrebten Volumen von 200 Millionen Euro bis zum Jahr 2020<sup>15</sup> aufzubauen.</p>
Weitere institutionelle Investoren	<p>Weitere institutionelle Investoren, die sich perspektivisch am deutschen Green Bond Markt beteiligen können, umfassen unter anderem Pensionsfonds, Unterstützungs- und Pensionskassen, Versicherungen, Stiftungen, Kirchen, Großunternehmen, etc. Die Geldanlage wird von den Investmentabteilungen dieser Organisationen übernommen oder von externen Asset</p>

<sup>10</sup> Nordex (2016): Nordex begibt erfolgreich ersten „Green Schuldschein“ im Volumen von EUR 550 Mio. [http://www.nordex-online.com/de/news-presse/newsdetail.html?tx\\_ttnews%5Bttnews%5D=2736&cHash=40cceb6d8](http://www.nordex-online.com/de/news-presse/newsdetail.html?tx_ttnews%5Bttnews%5D=2736&cHash=40cceb6d8).

<sup>11</sup> MEP (2017): Zertifizierte 30 Millionen Green Loan Tranche platziert. <https://mep-werke.de/press/erste-30-millionen-euro-tranche-des-climate-bond-zertifizierten-green-loans-aus-dem-mep-green-financing-programm-fuer-solar-vermietung-plaziert/>

<sup>12</sup> Deutsche Bank (2015): Deutsche Bank investiert 1 Mrd. Euro in Portfolio grüner Anleihen. <https://www.db.com/cr/de/konkret-Deutsche-Bank-investiert-in-portfolio-gruener-Anleihen.htm>

<sup>13</sup> KfW: KfW Green Bond Portfolio. <https://www.kfw.de/nachhaltigkeit/KfW-Konzern/Nachhaltigkeit/Nachhaltige-Unternehmensprozesse/Nachhaltiges-Investment/KfW-Green-Bond-Portfolio/>

<sup>14</sup> Daneben steuert die KfW ihr EUR 25 Mrd. Liquiditätsportfolio nach Nachhaltigkeitsgesichtspunkten.

<sup>15</sup> NRW.BANK (2017): Mit Green Bonds das Klima schützen. [http://www.stadt-und-werk.de/meldung\\_26266\\_Mit+Green+Bonds+das+Klima+sch%C3%Bctzen.html](http://www.stadt-und-werk.de/meldung_26266_Mit+Green+Bonds+das+Klima+sch%C3%Bctzen.html)

	Managern im Rahmen einer Mandatierung gemäß der eigenen Anlage Richtlinien gesteuert (siehe nächster Abschnitt „Asset Manager“). Nachhaltigkeitsaspekte rücken für Pensionsfonds insbesondere über die Anforderungen der EU-Pensionsfonds-Richtlinie (IORP II) in den Fokus.
Asset Manager	Zu den am Green Bond Markt beteiligten deutschen Asset Managern gehören unter anderem MEAG Munich Ergo Assetmanagement, Union Investment, Deka Investment, Allianz Global Investors, Deutsche Asset & Wealth Management, etc. Allianz Global Investors und Union Investment haben im Dezember 2015 bzw. im Mai 2017 jeweils Green Bond Fonds aufgelegt <sup>16</sup> . Der Fond der Union Investment ist ausschließlich für institutionelle Investoren verfügbar.
Privatanleger	Für deutsche Privatanleger sind Direktanlagen in Green Bonds noch schwierig. Neben der Überzeichnung der Orderbücher durch institutionelle Investoren ist aktuell auch die große Stückelung vieler Emissionen noch ein Hindernis, auch wenn beispielsweise die KfW und die NRW.BANK bereits Green Bonds in 1.000er Stückelung anbieten und diese an Börsen gelistet sind. Ein Zugang zum weltweiten Green Bond Markt ist für Privatanleger aktuell vor allem über eine limitierte Anzahl von Green Bond Fonds möglich.
<b>Weitere Marktteilnehmer</b>	
Underwriter / Originator	Deutsche öffentliche und private Banken sind zudem als Intermediäre im Green Bond Markt aktiv. So fungieren zum Beispiel die <b>Deutsche Bank</b> , <b>Commerzbank</b> , <b>Bayerische Landesbank</b> und <b>Landesbank Baden-Württemberg</b> als Underwriter für Green Bonds verschiedener Emittenten. Zudem waren unter anderem auch ABN Amro, Bank of America Merrill Lynch, BNP Paribas, Credit Agricole, DZ Bank, Goldman Sachs, HSBC, J.P. Morgan, Morgan Stanley, NIBC Bank Deutschland, Rabobank, SEB, Unicredit, etc. als Underwriter deutscher Green Bonds tätig.
Externe Reviewer, Ratingagenturen	Zweitmeinungen (Second Party Opinions, SPOs) und Ratings von Green Bonds werden in Deutschland unter anderem von <b>oekom research</b> und vom <b>imug</b> (Institut für Markt-Umwelt-Gesellschaft) erstellt. Für deutsche Emittenten wurden außerdem SPOs vom norwegischen Klimaforschungszentrum <b>Cicero</b> (für KfW) und von der ebenfalls norwegischen Klassifikationsgesellschaft <b>NDV GL</b> (für Nordex) erstellt. Die internationale Ratingagentur <b>Moody's</b> hat eine Methodik zur Bewertung von Green Bonds eingeführt und auch <b>Standard&amp;Poor's</b> bietet seit 2017 Green Evaluation Services an. SPOs und Ratings werden im Kapitel 2.2 beschrieben.

<sup>16</sup> Allianz Global Investors (2016): Allianz Green Bond - A positive environmental impact alongside financial returns. <https://www.allianzglobalinvestors.de/MDBWS/doc/Sustainability+Brochure+-+Green+Bond+EU+-+Q3.pdf?65d35d781e2632c68cfe6bdbbcc12bb1ea63cf0b>

Union Investment (2017): Union Investment startet ersten Green-Bonds-Fonds. <https://unternehmen.union-investment.de/startseite-unternehmen/presseservice/pressemitteilungen/alle-pressemitteilungen/2017/Union-Investment-startet-ersten-Green-Bonds-Fonds.html>

Index-Provider	In den letzten Jahren wurde eine Reihe von Green-Bond-Indizes erstellt. Ein deutscher Index-Provider ist <b>Solactive</b> . Andere Provider, deren Ratings auch von deutschen Emittenten genutzt werden, kommen insbesondere aus den USA (unter anderem Moody's, Standard&Poor's, Barclays, Bank of America Merrill Lynch, etc.).
Listingplätze	Die <b>Gruppe Deutsche Börse</b> hat im Mai 2017 die Nachhaltigkeitsinitiative Sustainable Finance gestartet, in deren Rahmen unter anderem die Rolle nachhaltiger Kapitalmärkte bei der Stabilisierung von Finanzsystemen diskutiert wird. Green Bonds spielen hier perspektivisch in der Taskforce zu Produkten und Services eine Rolle.
<b>Weitere Stakeholder</b>	
Standard-setzer	<p>Zu den in Deutschland relevanten Standardsetzern gehören die Akteure rund um die Green Bond Principles sowie die Climate Bonds Initiative.</p> <p>Die <b>Green Bond Principles</b> (GBP)<sup>17</sup> sind freiwillige Leitlinien für die Begebung von Green Bonds, die Best Practice und Transparenz bei Projektauswahl, Mittelverwendung, Berichterstattung und externe Verifizierung empfehlen (siehe Kapitel 2.2). Sie dienen als wichtiger freiwilliger Rahmen für den Green Bond Markt. Eine erste Version wurde 2014 von einem Konsortium von Investmentbanken verfasst. Das GBP Exekutivkomitee, welches zu gleichen Teilen aus Emittenten, Investoren und Investmentbanken besteht (aus Deutschland ist die KfW vertreten) und von der ICMA als Sekretariat unterstützt wird, ist für die Fortentwicklung der GBP zuständig. Die GBP werden konstant im Exekutivkomitee und in Arbeitsgruppen weiterentwickelt und normalerweise jährlich aktualisiert. Die zweite Aktualisierung der GBP wurde am 14. Juni 2017 veröffentlicht<sup>18</sup>.</p> <p>Ein weiteres Rahmenwerk, welches in Deutschland seltener genutzt wird, ist der <b>Climate Bonds Standard</b> (Version 2.1)<sup>19</sup> der Climate Bonds Initiative (CBI). Dieser legt die Anforderungen fest, die Emittenten erfüllen müssen, wenn sie eine Climate Bond Zertifizierung erlangen möchten. Der Climate Bonds Standard orientiert sich an den GBP, legt jedoch detailliertere Anforderungskriterien fest. Die CBI setzt sich weltweit für die Entwicklung des Green Bond Markts unter anderem durch ein Markttracking und durch Beratungsangebote ein.</p> <p>Andere Taxonomien und Richtlinien für Green Bonds, wie beispielsweise die der World Bank sowie einiger Staaten, sind in Deutschland kaum relevant.</p>

<sup>17</sup> ICMA (2016): Green Bond Principles, 2016

<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/green-bond-principles/>

<sup>18</sup> ICMA (2017): The Green Bond Principles 2017

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/GreenBondsBrochure-JUNE2017.pdf>

Weitere Informationen zu den GBP finden sich hier: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/green-bond-principles/>

<sup>19</sup> CBI (2017): Climate Bonds Standard, Version 2.1

[https://www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2\\_1%20-%20January\\_2017.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2_1%20-%20January_2017.pdf)

Politik	<p>Das <b>BMUB</b> hat gemeinsam mit der KfW Mindestanforderungen für Investitionen der KfW in Green Bonds entwickelt, die sich an den GBP orientieren. Das <b>Land Hessen</b> errichtet darüber hinaus ein Green Finance Innovation Cluster am Finanzplatz Frankfurt mit dem Ziel, zu klären, wie die Finanzwirtschaft in Deutschland zu den Klimazielen der Landes- und Bundesregierung sowie der EU beitragen kann. Hierbei soll es unter anderem auch eine Auseinandersetzung mit Green Bonds geben.</p> <p>Weitere für den deutschen Green Bond Markt relevante Beiträge stammen von Initiativen wie der <b>G20 Green Finance Study Group</b>, der <b>Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)</b> des Financial Stability Boards und Studien der <b>Europäischen Kommission</b> zum Thema Green Bonds, deren Empfehlungen ebenfalls für den deutschen Green Bond Markt relevant sind<sup>20</sup>. Sobald die ersten Ergebnisse der von der Europäischen Kommission berufenen <b>High Level Expert Group (HLEG) on Sustainable Finance</b> vorliegen, werden diese – sofern sie Empfehlung mit Relevanz zu Green Bonds enthalten – auch für deutsche Marktteilnehmer relevant sein.</p>
Wissenschaft, Zivilgesellschaft	<p>Die Wissenschaft und Zivilgesellschaft sind in Deutschland indirekt und in begrenztem Maße am Green Bond Markt beteiligt. Wirkungsmessungen oder Green Bond-bezogene Fachpublikationen und Berichte werden beispielsweise vom Wuppertal Institut für Klima, Umwelt, Energie, vom Zentrum für Sonnenenergie- und Wasserstoff-Forschung Baden-Württemberg (ZWS) sowie vom Deutschen Institut für Entwicklungspolitik (DIE) und vom SÜDWIND-Institut veröffentlicht.</p>

<sup>20</sup> Cochu et al. (2016): Study on the potential of green bond finance for resource-efficient investments. Brussels: European Commission. <http://ec.europa.eu/environment/enveco/pdf/potential-green-bond.pdf>

EC DG CLIMA (2015), Shifting Private Finance towards Climate-Friendly Investments. Brussels: European Commission; [https://ec.europa.eu/clima/sites/clima/files/international/finance/docs/climate-friendly\\_investments\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/clima/sites/clima/files/international/finance/docs/climate-friendly_investments_en.pdf)



## 2.2 Gängige Marktstandards für Green Bonds in Deutschland

Green Bonds unterscheiden sich von konventionellen Bonds durch die Zweckbindung der Mittelverwendung für Umwelt- und Klimaschutzprojekte<sup>21</sup>. Jedoch ist der Begriff „Green Bond“ nicht geschützt. Um das Vertrauen in Green Bonds zu stärken, haben sich am deutschen Markt gewisse Standards etabliert. Diese werden im folgenden Kapitel näher beleuchtet. Dazu wurden online verfügbare Second Party Opinions und Green Bond Frameworks der Emittenten ausgewertet. So konnte ein Eindruck davon gewonnen werden, welches Vorgehen am deutschen Markt verbreitet ist und sich ggf. bereits als „Muss“ etabliert hat.

Die **Green Bond Principles** (GBP) dienen den meisten deutschen Marktteilnehmern als Orientierungshilfe für den Umgang mit Green Bonds. Sie werden im Zusammenhang mit allen bisher getätigten deutschen Green Bond Emissionen genannt (in den Green Bond Rahmenwerken der Emittenten bzw. in den SPOs der Bonds). Auch Investoren wie die KfW nennen die GBP explizit als wichtiges Kriterium für Green Bonds. Die vier Komponenten der GBP werden in Tabelle 3 kurz beschrieben und dann auf ihre Anwendung in Deutschland hin untersucht. Die aktualisierte Version der GBP vom 14. Juni 2017 unterscheidet sich kaum von der Vorgängerversion<sup>22</sup>, was die Reife der GBP verdeutlicht.

**Tabelle 3: Komponenten der GBP und ihre Anwendung in Deutschland**

Komponente	Erklärung und Anwendung in Deutschland
1. Mittelverwendung	Emittenten sollten transparent machen, in welche Projekte die durch Green Bonds aufgenommenen Mittel fließen. Die GBP zeigen beispielhaft Kategorien <sup>23</sup> von grünen Projekten auf. Wichtig dabei ist, dass die finanzierten Projekte positive Effekte für die Umwelt ergeben.

<sup>21</sup> Für Bonds, deren Erlöse nicht nur für grüne Projekte sondern auch für Projekte mit positiven sozialen oder Governance-bezogenen Effekten genutzt werden, prägt sich zunehmend am Markt der Begriff „Nachhaltigkeitsanleihe“ bzw. „Sustainability Bond“ aus. Zusätzlich zu den GBP wurden Sustainability Bond Guidelines entwickelt.

ICMA (2017): The Sustainability Bond Guidelines 2017

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/SustainabilityBondGuidelines-JUNE2017.pdf>

Ob auch Projekte ohne nachhaltige Wirkungen anteilig durch Green Bonds mitfinanziert werden können, wird von Akteuren unterschiedlich interpretiert. So erlaubt beispielsweise die Methodologie des Green Bond Assessments von Moody's, dass auch Green Bonds, deren Erlöse zu bis zu 20% in nicht-grüne Projekte fließen, weiterhin als „gut“ bewertet werden können. Bislang existiert in kein vorgeschriebenes Beimischungsverhältnis von grünen zu anderweitigen Projekten. Die Frage, wie „grün“ ein Green Bond sein sollte, wird in den Kapiteln 3.2 und 4.3 weiter diskutiert.

<sup>22</sup> Geändert wurde unter anderem Folgendes: Die Version von 2017 grenzt Green Bonds deutlicher von Sustainability Bonds ab und enthält eine weitere Kategorie grüner Projekte (grüne Gebäude). In der Komponente 2 (Projektbewertung und -auswahl) wurde ergänzt, dass auch Ausschlusskriterien und Prozesse zur Identifizierung und zum Management von grünen oder sozialen Projektrisiken kommuniziert werden sollten. Zusätzlich zu den GBP wurden Messgrößen für ein Wirkungsmonitoring für nachhaltige Wasser- und Abwasserwirtschaftsprojekte entwickelt.

ICMA (2017): The Green Bond Principles 2017

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/GreenBondsBrochure-JUNE2017.pdf>

The GBP Impact Reporting Working Group (2017): Suggested Impact Reporting Metrics for Sustainable Water and Wastewater Management Projects; <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Water-Wastewater-Impact-Reporting-Final-8-June-2017-130617.pdf>

<sup>23</sup> Die GBP Version von 2016 enthält die folgenden Kategorien: Erneuerbare Energien, Energieeffizienz, Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung, Nachhaltige Bewirtschaftung der natürlichen Ressourcen,

	<p>Deutsche Green Bonds finanzieren bislang vor allem Projekte aus den Bereichen Erneuerbare Energien sowie Energieeffizienz in Gebäuden. Die Green Bonds der NRW.BANK werden auch zur Finanzierung von Maßnahmen für „Biodiversität und Umweltqualität des Lebensraums“ genutzt.</p>
2. Projektbewertung und –auswahl	<p>Weiterhin werden Emittenten dazu aufgefordert, den Prozess sowie die Selektionskriterien zur Auswahl der Projekte, die über den Green Bond refinanziert werden sollen, offenzulegen. Dafür sollte laut GBP beschrieben werden, 1) wie die Projekte in die grünen Projektkategorien passen; 2) welche Auswahlkriterien genutzt werden<sup>24</sup>; und 3) welche Umweltziele verfolgt werden. Dies kann sehr zeitaufwendig sein, wenn die benötigten Informationen bisher noch nicht systematisch erfasst wurden.</p> <p>Deutsche Green Bond Emissionen basieren teilweise auf jenen Portfolio-Anteilen, die bereits mit einem Umwelt- oder Klimaschutzziel angelegt wurden. Dies ist zum Beispiel der Fall für die Green Bonds der KfW (basierend auf dem KfW-Programm Erneuerbare Energien "Standard") und der DKB (Kreditprogramm für Erneuerbare Energien).</p>
3. Management der Erlöse	<p>Die GBP regen an, den Nettoerlös einer Green Bond Emissionen einem Unterkonto gutzuschreiben, in ein Teilportfolio zu verschieben oder anderweitig abzugrenzen. Außerdem sollte über die Gesamtlaufzeit des Bonds dargestellt werden, welcher Teil der Erlöse bereits genutzt wurde und welche Art der Zwischenanlage für noch ungenutzte Mittel in Frage kommt.</p> <p>Deutsche Emittenten geben größtenteils an, die ausschließliche Verwendung der Erlöse ihrer Green Bonds für die zuvor angegebenen Projekte über Ear-Marking (Zweckbindung), Ring-Fencing („Einzäunung“ bzw. Separierung) oder Flagging (interne systemseitige Kennzeichnung) sicherzustellen.</p> <p>Zu diesem Aspekt der GBP bestand bei einigen Teilnehmern des Workshops, insbesondere bei Corporate Emittenten, Klärungsbedarf<sup>25</sup>.</p>
4. Berichterstattung	<p>Laut GBP sollten Emittenten Informationen über die Nutzung der Green Bond Erlöse zur Verfügung stellen. Diese Informationen können für jedes Projekt eines Green Bonds einzeln zusammengestellt werden oder auf aggregierter Basis. Die erwarteten Wirkungen der finanzierten Investiti-</p>

Schutz der terrestrischen und aquatischen Biodiversität, sauberer Transport, nachhaltiges Wassermanagement, Anpassung an den Klimawandel, sowie öko-effiziente Produkte, Produktionstechnologien und Prozesse.

In der Version von 2017 wird eine zehnte Kategorie definiert: grüne Gebäude.

<sup>24</sup> Die aktualisierte Version der GBP 2017 empfiehlt, auch Ausschlusskriterien und Prozesse zur Identifizierung und zum Management von grünen oder sozialen Projektrisiken zu kommunizieren.

<sup>25</sup> Zwischen der Emission eines (Green) Bonds und der tatsächlichen Verwendung der liquiden Mittel liegen bei Corporate Emittenten oft mehrere Monate. Vor diesem Hintergrund erwarten einige potenzielle Corporate Emittenten, dass die in den GBP empfohlene projektspezifische Mittelverwendung zu einer suboptimalen Liquiditätssteuerung mit möglicher Entstehung von „Trapped Cash“ führen kann. Jedoch wurde hierzu im Workshop bereits angemerkt, dass die GBP ein Tracking erlauben, beispielsweise durch Verrechnung der Emissionserlöse und Abfluss in grüne Projekte über ein statistisches Konto. Weiterhin können noch nicht zugeordnete Emissionserlöse zwischenangelegt werden, wobei Emittenten in diesem Fall die möglichen Arten der Zwischenanlage offenlegen sollten. Insgesamt muss es daher also nicht zu einer Trapped Cash Problematik kommen. Dennoch ist es wichtig, diesen Punkt mit potenziellen Emittenten zu klären und die Ergebnisse weitläufig zu kommunizieren, um die Beteiligung von Corporate Emittenten im Green Bond Markt zu unterstützen. Die am 14.6.2017 auch in diesem Punkt aktualisierten GBP tragen möglicherweise zur Ausräumung des Missverständnisses bei.

	<p>onsvorhaben sollten mittels qualitativer und wenn möglich quantitativer Indikatoren ex-ante spezifiziert werden. Wenn möglich, sollten konkrete Wirkung ex-post gemessen und berichtet werden.</p> <p>Deutsche Emittenten haben unterschiedliche Herangehensweisen an die Green Bond Berichterstattung. So stellt die KfW vierteljährlich Informationen über die Mittelverwendung der Green Bond Erlöse zur Verfügung. Darüber hinaus veröffentlicht die KfW, sobald der Evaluierungsbericht des unabhängigen Zentrum für Sonnenenergie- und Wasserstoff-Forschung Baden-Württemberg (ZSW) für das jeweilige Emissionsjahr vorliegt, einen abschließenden Bericht über die Umwelt- und Sozialwirkungen über alle Green Bonds eines Emissionsjahres (Impactreporting). Die DKB und die Berlin Hyp haben sich zu einer jährlichen Berichterstattung an die Investoren des Green Bonds verpflichtet. Die NRW.BANK berichtet regelmäßig über eine entsprechende Webseite sowie im Rahmen der jährlichen Sustainability Berichte.</p> <p>Deutsche Emittenten lassen mehrheitlich Wirkungsmonitorings durchführen, um die Reduktion von CO<sup>2</sup>-Emissionen durch die mittels Green Bonds finanzierten Projekte zu ermitteln. Dazu arbeiten sie mit Forschungs- und Beratungsinstitutionen, wie beispielsweise ZWS, oder dem Wuppertal Institut zusammen.</p>
Externen Begutachtung	<p>Green Bond Programme und Rahmenwerke verschiedener Emittenten unterscheiden sich teilweise stark. Ein Vergleich von Green Bonds kann daher für Investoren sehr zeit- und kostenintensiv sein. Außerdem birgt eine ungeprüfte Green Bond Kennzeichnung die Gefahr von „Greenwashing“, also einer übertriebenen oder ungerechtfertigten Darstellung der grünen Wirkungen einer Anleihe. Daher steigt die Relevanz von unabhängigen Drittmeinungen. Im vergangenen Jahr errechnete die CBI ein globales Volumen von ca. USD 55 Mrd. an emittierten Green Bonds mit einer externen Begutachtung (LBBW 2017). Hierfür gibt es verschiedene Möglichkeiten, die im Folgenden beschrieben werden:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Consultant Review:</b> Zu den möglichen Arten von Consultant Reviews für Green Bonds gehören insbesondere Second Party Opinions (SPOs). Diese dienen dazu, die Qualität eines Green Bonds oder Rahmenwerks zu bewerten oder andere im Vorhinein mit dem Emittenten festgelegte Kriterien zu überprüfen. Die SPOs von oekom research gehen zum Beispiel auf vier Aspekte ein: 1) ESG-Performance des Emittenten; 2) Einhaltung der Green Bond Principles, 3) Entwicklung eines Frameworks für den Green Bond des Emittenten; und 4) die Nachhaltigkeitsqualität der finanzierten Projekte. Eine Screening der CBI Datenbank hat ergeben, dass sieben von acht deutschen Green Bond Emittenten SPOs beauftragt haben. SPOs können für einzelne Anleihe erstellt werden (diese Vorgehensweise verfolgt z.B. die NRW.BANK) oder für das zugrundeliegende Rahmenwerk (KfW, Berlin Hyp, DKB). Zudem können SPOs einmalig oder wiederkehrend erstellt werden. Zum Beispiel lässt die Berlin Hyp ihr Green Bond Framework einmal jährlich von oekom research mittels SPO bewerten.</li> <li>• <b>Verifizierung:</b> Eine Verifizierung durch qualifizierte externe Berater dient meist dem Zweck, zu prüfen, ob der Green Bond mit zuvor (vom</li> </ul>

Emittenten, vom externen Berater oder von Dritten) festgelegten Kriterien übereinstimmt. In Deutschland werden Verifizierungen zumeist im Rahmen der SPOs durchgeführt.

- **Zertifizierung:** Eine weitere Möglichkeit für eine Begutachtung ist eine Zertifizierung. Bisher existiert hier nur das Climate Bonds Standard & Certification Scheme. Die Luxembourg Finance Labelling Agency (LuxFlag) hat angekündigt, im Jahr 2017 ebenfalls ein Green Bond Label anzubieten. In den letzten Jahren stieg der Anteil an zertifizierten Green Bonds kontinuierlich an. Der Green Bond der DKB, die Transaktion von Strasser Capital sowie der Green Schuldschein von Nordex haben eine Climate Bond Zertifizierung.
- **Rating:** Schließlich können verschiedene Ratings durchgeführt werden. So bietet oekom research Sustainability Bond Ratings für Investoren an<sup>26</sup>. imug bewertet die Nachhaltigkeit von Unternehmen und Aktien sowie Staats- und Bankanleihen. Mit Moody's hat 2016 auch die erste der großen Credit-Ratingagenturen eine Systematik zur Bewertung von Green Bonds veröffentlicht und bewertet seitdem Green Bond-Emissionen im Rahmen seiner Green Bond Assessments (GBAs)<sup>27</sup>. Standard&Poor's hat ebenfalls Green Evaluation Services eingeführt<sup>28</sup>. Diese Bewertungsansätze der Kreditratingagenturen stellen jedoch keine Kreditratings dar, welche für Green Bonds ebenso wie für konventionelle Anleihen gesondert erstellt werden.

Zusätzlich zu den Green Bond Principles hat sich (teilweise) etabliert, **Green Bond Rahmenwerke** zu erstellen. Mit Green Bond Rahmenwerken informieren die Emittenten über ihren individuellen Ansatz und zeigen auf, wie sie beispielsweise mit dem GBPs oder anderen Standards übereinstimmen. Die Recherche hat ergeben, dass mehrere deutsche Green Bond Emittenten ein eigenes Green Bond Rahmenwerk erstellt haben: so legen beispielsweise das „Green Bond Framework“ der Berlin Hyp und das „Green Bond Programm“ der DKB die Begründung und Eckpunkte für Green Bond Aktivitäten fest und definieren die einzuhaltenden Aspekte der GBP. Um einen Green Bond Rahmen zu entwickeln, müssen Treasury-Abteilungen und Finanzierungsexperten mit Umwelt- und Corporate Social Responsibility-Experten zusammenarbeiten. Dies erfordert einen höheren Aufwand als für die Emission einer konventionellen Anleihe, etabliert jedoch auch außerhalb der Nachhaltigkeitsabteilung ein Bewusstsein für Umwelt- und Klimarisiken sowie Marktchancen.

<sup>26</sup> Das Ergebnis eines solchen Ratings setzt sich aus (1) der Emittentenbewertung, (2) der Transparenz und externen Überprüfung des Bonds und (3) der Nachhaltigkeitsqualität und -wirkung der Anleihe zusammen.

<sup>27</sup> Dazu werden fünf Faktoren (Organisation (15%), Nutzung der Erlöse (40%), Offenlegung der Nutzung der Erlöse (10%), Management der Erlöse (15%), laufende Berichterstattung und Offenlegung (20%)) bewertet.

Moody's (2016): Moody's publishes methodology on Green Bonds Assessment  
[https://www.moody's.com/research/Moodys-publishes-methodology-on-Green-Bonds-Assessment--PR\\_346585](https://www.moody's.com/research/Moodys-publishes-methodology-on-Green-Bonds-Assessment--PR_346585)

<sup>28</sup> Bewertungskategorien sind hier Transparenz, Governance, Klimawandel-minderungspotenzial sowie Beitrag zur Anpassung an den Klimawandel.

Standard&Poor's Global Ratings (2017): S&P Global Ratings Green Evaluation: Time to Turn Over a New Leaf?  
<https://www.spratings.com/documents/20184/1481001/Green+Evaluation/bbcd37ba-7b4f-4bf9-a980-d04aceffa6b>

Standard&Poor's Global (2016): Updated Proposal For A Green Bond Evaluation  
[http://media.spglobal.com/documents/SPGlobal\\_Ratings\\_Article\\_14+November+2016\\_Updated+Proposal+for+a+Green+Bond+Evaluation.pdf](http://media.spglobal.com/documents/SPGlobal_Ratings_Article_14+November+2016_Updated+Proposal+for+a+Green+Bond+Evaluation.pdf)

## 3 Green Bonds – Chancen und Ziele für Deutschland

Dieses Kapitel geht der Frage nach, welche Chancen und Vorteile der Green Bond Markt für verschiedene Stakeholder-Gruppen bietet und warum diese sich am Green Bond Markt beteiligen bzw. daran interessiert sind. Die Studie basiert auf der Hypothese, dass den im Folgenden beschriebenen Interessen Hemmnisse und Herausforderungen gegenüberstehen, die ein stärkeres Engagement der deutschen Green Bonds Akteure verhindern und somit das Wachstum des Markts bisher bremsen. Über die Analyse der Chancen im Wege stehenden Hemmnisse sollen im weiteren Verlauf der Studie dann Lösungsansätze vorgeschlagen werden, sodass die erwarteten Chancen vermehrt realisiert werden können.

Um die identifizierten Chancen für eine breite Masse an Marktteilnehmern realisieren zu können, sind ein Wachstum des Primärmarkts für Green Bonds und perspektivisch auch eine Liquiditätssteigerung im Sekundärmarkt vonnöten. Gleichzeitig sehen Stakeholder auch ein übergeordnetes Ziel, nämlich die nachhaltige Entwicklung der Realwirtschaft einerseits und der Finanzwirtschaft andererseits. Diese Ziele werden im Anschluss an die Chancen näher beschrieben.

---

### 3.1 Vielfältige Chancen für Marktteilnehmer

---

#### Risikominderung

Green Bonds fördern eine frühzeitige Auseinandersetzung mit Klima- und Umweltrisiken. Potenzielle Emittenten durchleuchten ihre Portfolios nach Forderungen oder Projekten, die einen Beitrag zu klima- oder umweltrelevanten Zielen leisten. Dabei kommt es gleichzeitig zu einer Identifizierung jener Investitionen, die nicht zu derartigen Zielen beitragen oder sogar gegenläufige Wirkungen haben und zukünftig ggf. einer größeren Risikovorsorge bedürfen. Emittenten können diese Informationen nutzen, um die Risiken (und ggf. Chancen) der sich verändernden Umwelt und des Klimawandels zu identifizieren und ihre Kerngeschäfte entsprechend anzupassen. Jedoch muss bemerkt werden, dass ein nachweislich geringeres Risiko grüner gegenüber konventionellen Investitionen aufgrund fehlender Daten bislang nicht quantitativ belegbar ist. Unumstritten ist hingegen, dass Investoren aufgrund der überdurchschnittlich hohen Informationsqualität von Green Bonds besser informierte Investitionsentscheidungen treffen können.

#### Beitrag zu Nachhaltigkeitszielen

Green Bonds machen grüne Investitionen für eine Vielzahl unterschiedlicher Investoren zugänglich und können somit große Mengen an Kapital in (ökologisch) nachhaltige Projekte leiten. Dadurch können Green Bonds, bzw. deren Emittenten und Investoren, einen Beitrag zu den Umwelt- und Klimazielen von Staaten leisten, welche diese unter anderem in ihren Nationally Determined Contributions<sup>29</sup> festgelegt haben. Green Bonds sind außerdem ein Mittel zur Erreichung der Nachhaltigkeitsziele der Emittenten und Investoren, welche diese

---

<sup>29</sup> In den Nationally Determined Contributions (NDCs, mögliche deutsche Übersetzung: National Festgelegte Beiträge) legen Länder ihre Klimaschutz- (und Anpassungs-)Ziele fest und melden diese dem Sekretariat der UN-Klimarahmenkonvention.

häufig in ihren Nachhaltigkeits- oder Corporate Social Responsibility Strategien sowie Anlage- und Produktstrategien definiert haben.

### **Reputationsgewinn**

Durch die Reduzierung von Risiken und eine zunehmende Berücksichtigung von Klima- und Umweltaspekten versprechen sich Green Bond Emittenten ebenso wie Investoren und weitere Marktteilnehmer (z.B. Ratingagenturen) einen Reputationsgewinn für ihre jeweiligen Unternehmen. Dieser Aspekt gilt jedoch weniger für öffentliche Emittenten, da anzunehmen ist, dass diese aufgrund ihres öffentlichen Auftrags grundsätzlich einen stärkeren Fokus auf die Förderung nachhaltiger Projekte legen als private Emittenten.

### **Erweiterung des Geschäftsvolumens**

Green Bonds können für Investoren sehr attraktiv sein, da sie vergleichbare Renditeziele zu anderen Anlagen mit einem verantwortungsvollen Umgang mit Klima, Ressourcen und Umwelt kombinieren. Ein Großteil der Workshop-Teilnehmer erwartet daher eine weiterhin hohe Nachfrage nach Green Bonds. Auch die möglicherweise verbesserte Reputation des Emittenten kann helfen, bisherige Kunden besser zu binden und das Interesse neuer Kunden zu wecken. Zudem können andere Green Bond Marktteilnehmer die eigene Wertschöpfungskette und Produktpalette erweitern, zum Beispiel Börsen durch grüne Segmente auf Handelsplätzen oder Ratingagenturen durch die Einführung neuer Green Bond-spezifischer Services.

Vor diesem Hintergrund besteht für Emittenten und andere Marktteilnehmer die Möglichkeit, mittels Green Bond Emissionen ihre Investoren- bzw. Kundenbasis zu diversifizieren und das Geschäftsvolumen insgesamt zu erweitern. Die im Workshop vertretenen deutschen Emittenten können eine gewisse Diversifizierung ihrer Investorenportfolios und eine starke Nachfrage nach Green Bonds bestätigen. Jedoch wird bemerkt, dass sich die Dynamik bei wiederholter Emission verlangsamt hat. Zudem werden große Teile von Green Bonds nicht an speziell grüne oder nachhaltig orientierte Investoren verkauft. Problematisch ist außerdem, dass das tatsächliche Wachstum von Green Bonds von der Verfügbarkeit (re)finanzierbarer grüner Forderungen oder Projekte abhängt. Hier sehen die Workshop-Teilnehmer eine bedeutsame Hürde, da ihre grünen Portfolios aufgrund meist externer Faktoren aktuell noch begrenzt sind (siehe Kapitel 4.1).

### **Verbesserte Finanzierungsbedingungen**

Emittenten haben die Erwartung, dass sich aufgrund der insgesamt erhöhten Nachfrage sowie der besseren Informationsqualität von Green Bonds ein Preisvorteil für Green Bonds entwickelt. Jedoch unterscheidet die Mehrheit der Anleger derzeit bei ihren Renditeerwartungen nicht zwischen grünen und nicht-grünen Anleihen. Dies ist insbesondere vor dem sehr niedrigen Zinsniveau zu betrachten<sup>30</sup>, das die Renditen für Investitionen insgesamt stark reduziert hat. Die Herausforderungen für eine Bepreisung von Green Bonds werden im Kapitel 5.3 näher diskutiert. Gleichzeitig sehen am Workshop beteiligte potenzielle Corporate Emittenten auch mögliche Vorteile bei anderen Aspekten der Finanzierungsbedingungen, wie zum Beispiel die Ermöglichung von Emissionen mit längeren Laufzeiten.

---

<sup>30</sup> Durch die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) sind die Zinsen am Anleihemarkt stark gesunken. Aufgrund der niedrigen Zinsen einerseits und Leistungsverpflichtungen andererseits ist es Investoren meist nicht möglich, ihre Renditeanforderungen für Green Bonds den für Emittenten erhöhten Aufwand für Green Bond Emissionen entsprechend anzupassen.

---

## 3.2 Ziele für die Entwicklung des deutschen Green Bond Markts

---

### Ziel 1: Wachstum des deutschen Green Bond Markts

Sowohl Emittenten als auch Investoren erhoffen sich einen Eintritt weiterer Marktteilnehmer in den deutschen Green Bond Markt. Durch mehr und größere Emissionen von schon am Markt aktiven Akteuren und vor allem durch den Eintritt neuer Emittenten können das grüne Finanzierungsvolumen gesteigert, Risiken gestreut und weitere Erfahrungen im Umgang mit Green Bonds gesammelt werden. Zudem würde zunehmend eine Liquiditätssteigerung im Sekundärmarkt ermöglicht, sodass Green Bonds einer breiteren Investorenbasis zur Verfügung stünden.

Insbesondere bei Corporate Emittenten wird ein großes Potenzial für Green Bond Emissionen gesehen. Corporate Green Bonds sind für mindestens zwei Arten von Unternehmen relevant. Auf der einen Seite gilt dies für Unternehmen, deren Aktivitäten im Kontext von Klima- und Umweltschutz stehen und somit vergleichsweise leicht Green Bonds emittieren können<sup>31</sup>. Auf der anderen Seite besteht auch Potenzial für Unternehmen mit CO<sub>2</sub>-intensivem Kerngeschäft, Green Bonds zu nutzen, um die Transformation hin zu klimafreundlicheren Aktivitäten zu finanzieren und dabei gleichzeitig von den perspektivisch erwarteten Vorteilen grüner Anleihen zu profitieren. Sollte die finanzielle Offenlegung klimabedingter Risiken in Zukunft entweder marktseitig als Forderung der Investoren oder durch politische Maßnahmen verpflichtend werden<sup>32</sup>, können Organisationen, welche sich bereits frühzeitig mit Klimarisiken auseinandergesetzt haben und ihre nachhaltige Transformation zum Beispiel mittels Green Bonds finanzieren, Wettbewerbsvorteile gegenüber langsamer agierenden Marktakteuren erzielen. Auch Privatbanken mit entsprechenden Kreditbüchern ebenso wie kleine Emittenten können zu einem Marktwachstum beitragen. Zudem wird die zunehmende Beteiligung von Regierungen an Green Bond Märkten weltweit von einigen Teilnehmern des Workshops, insbesondere den Standardsetzern, als Anlass gesehen, die Emission eines Sovereign Green Bonds durch die deutsche Bundesregierung zu fordern. Insgesamt sollten Green Bonds nach Meinung der Workshop-Teilnehmer über den Kreis der öffentlichen Banken hinauswachsen.

Auch von Investoren wird eine steigende Beteiligung am Green Bond Markt erwartet. Speziell grüne oder nachhaltige Investoren, bzw. Investoren mit klaren Nachhaltigkeitskonzepten und Anlagerichtlinien, können die Auseinandersetzung mit Umwelt- und Klimarisiken im Finanzsektor stärken.

Offene Diskussionspunkte sind, welches Beimischungsverhältnis (beispielsweise 90% oder 100% grüne Mittelverwendung) für Green Bonds längerfristig angestrebt werden sollte und inwiefern sich das Nachhaltigkeitsrating des Emittenten auf die Qualität des Green Bonds

---

<sup>31</sup> Dies gilt jedoch nur, wenn eine Nachhaltigkeits- oder Green Bond Strategie vorliegt und über die Erreichung der Strategieziele transparent und regelmäßig berichtet wird.

<sup>32</sup> Die Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) des Financial Stability Boards (FSB) hat im Dezember 2016 Empfehlungen veröffentlicht, die Organisationen bei der finanziellen Offenlegung von klimabedingte Risiken und Chancen unterstützen sollen. Obwohl die Maßnahmen freiwillig sind, argumentieren einige Mitglieder der TCFD dafür, die klima-bezogene Offenlegung obligatorisch zu machen. Die Empfehlungen wurden zur Konsultation gestellt, eine finale Veröffentlichung wird für Sommer 2017 erwartet.

Task Force on Climate-related Financial Disclosures (2016): Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures;

[https://www.fsb-tcfd.org/wp-content/uploads/2016/12/16\\_1221\\_TCFD\\_Report\\_Letter.pdf](https://www.fsb-tcfd.org/wp-content/uploads/2016/12/16_1221_TCFD_Report_Letter.pdf)

auswirkt. Es bleibt ungeklärt, ob eine Einbeziehung von Green Bonds und Emittenten mit unterschiedlichen Qualitätsansprüchen sinnvoll ist, um ein schnelleres Wachstum des Green Bond Markts zu ermöglichen und in Summe dadurch möglicherweise mehr grüne Projekte zu finanzieren. Die Diskussion um die Qualitätsanforderungen an Green Bonds wird im Kapitel 4.3 vertieft.

## **Ziel 2: Nachhaltige Entwicklung des Finanzsektors und der Realwirtschaft**

Viele Marktteilnehmer sowie Stakeholder aus Politik und Gesellschaft vertreten die Meinung, dass das Wachstum des Green Bond Markts als alleiniges Ziel nicht ausreicht. Das übergeordnete Ziel muss die Transformation des Wirtschaftssystems hin zu mehr Nachhaltigkeit sein. Neben Umwelt- und Klimaaspekten sind darüber hinaus soziale und Governance-Aspekte zu berücksichtigen.

Investitionen in Umwelt- und Klimaschutz sind aber auf Grund der Dringlichkeit des Klimawandels von besonderer Relevanz. Um ein Wachstum des Green Bond Markts zu ermöglichen, müssen mehr grüne Projekte entwickelt werden und Unternehmen einen entsprechenden Finanzierungsbedarf nachfragen.

Eine nachhaltige Transformation des Wirtschaftssystems schließt natürlich auch die Finanzwirtschaft mit ein. Eine Förderung von Green Bonds muss, so weit wie möglich, in ein „Greening“, also eine nachhaltige Ausrichtung, des gesamten Anleihenmarkts und der Finanzwirtschaft eingebettet werden.

Die Teilnehmer des Workshops sind sich daher einig, dass insbesondere Klima- und Umweltrisiken der Finanzierung möglichst frühzeitig adressiert werden müssen. Aufgrund der bislang schwachen Berücksichtigung solcher Risiken bei der Risikoanalyse von Vermögenswerten erwarten einige Marktteilnehmer, dass das Volumen von versteckten gestrandeten Vermögenswerten (hidden stranded assets) im Finanzsektor ansteigt und diesen destabilisieren kann. Green Bonds sind hier als Finanzinstrument zu sehen, dass das frühzeitige Aufdecken solcher Risiken fördern kann. Wie bereits erwähnt gehen die Empfehlungen der Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) des Financial Stability Boards (FSB) einen wichtigen Schritt in diese Richtung.



## 4 Hemmnisse für ein Wachstum des Green Bond Markts

In diesem Kapitel werden die Herausforderungen zusammengefasst, die (potenzielle) Marktteilnehmer derzeit daran hindern, (noch) aktiver am Green Bond Markt teilzunehmen und die oben beschriebenen Ziele zu erreichen. Die dargestellten Perspektiven verschiedener Green Bond Marktteilnehmer basieren auf Einzelaussagen von Teilnehmern des Workshops. Eine Verallgemeinerung ist daher trotz der repräsentativen Stakeholder-Auswahl nicht in jedem Fall möglich.

### 4.1 Mangelnde Verfügbarkeit und Identifizierbarkeit grüner Projekte

Herausforderung insb. für...	Emittenten
------------------------------	------------

Der Hebel zur Senkung von Treibhausgas-Emissionen und zur Stärkung der Resilienz von Wirtschaft und Gesellschaft sind nicht Green Bonds, sondern die über Green Bonds (re)finanzierten grünen Projekte. Viele Emittenten sehen hier eine große Herausforderung, da die Verfügbarkeit grüner Kredite und Investitionsvorhaben bisher begrenzt ist. Dies hat verschiedene Hintergründe:

- Derzeit fehlen vielfach monetäre Anreize oder regulatorische Vorgaben, die in der Realwirtschaft eine Transformation hin zu nachhaltigeren Technologien und Prozessen und in der Finanzwirtschaft eine Steigerung des grünen Grundgeschäfts erwirken können. Dementsprechend ist es für potenzielle Emittenten teilweise schwierig, ausreichend grüne Projekte für Green Bonds zu identifizieren und entsprechende Pipelines aufzubauen.
- Wachsende regulatorische Anforderungen erschweren das (nachhaltige) Kreditgeschäft. Insbesondere die Finanzkrise hat zu harten Einschnitten im Bankensektor und strengen regulatorischen Vorgaben geführt. Banken müssen Ausfallrisiken minimieren und stehen damit vor der Herausforderung, risikoarme Projekte zu identifizieren und eine ausreichende Risikovorsorge zu betreiben ohne dabei zur Wachstumsbremse zu werden.
- Gleichzeitig sind die bereits im Portfolio vorhandenen grünen Assets häufig schwer zu identifizieren, da öffentliche und private Kreditnehmer keine entsprechenden Daten zur Verfügung stellen und/oder entsprechende Daten bei Vertragsabschluss keine Relevanz hatten bzw. diese von den Emittenten bisher nicht in entsprechendem Maße erfasst und systematisiert wurden. Dieses Problem wird zum Beispiel bei der Immobilienfinanzierung gesehen – trotz obligatorischer Erstellung von Energieausweisen bei der Errichtung, Änderung oder Erweiterung von Gebäuden.

In diesem Zusammenhang werden auch die Thema „Zusätzlichkeit“ und „Allokationswirkung“ diskutiert. Einige Teilnehmer waren der Meinung, dass über Green Bonds bisher vor allem bereits im Portfolio existierende Projekte finanziert wurden. Ein zusätzliches Finanzierungsvolumen ist jedoch notwendig um die wachsende Finanzierungslücke für klima- und umweltschonende sowie resiliente bzw. Resilienz-fördernde Infrastrukturen, Produkte und Dienstleistungen zu verringern. Diese Notwendigkeit wird von Akteuren aus den öffentlichen, privaten und zivilgesellschaftlichen Sektoren gleichermaßen gesehen.

Eine weitere Herausforderung ist, dass eine klare Risikobewertung von grünen Investitionsobjekten aufgrund fehlender langfristiger Datenreihen aktuell noch schwierig ist. Eine Steige-

zung des Finanzierungsvolumens muss daher mit einer Auseinandersetzung mit den spezifischen Risiken grüner Assets einhergehen. Eine interne systematische Erfassung von und Auseinandersetzung mit Umweltrisiken wird dazu als sinnvoll erachtet.

## 4.2 Hohe Transaktionskosten bei unklarer Preisentwicklung

Herausforderung insb. für... Emittenten, Investoren

Green Bonds sind sowohl für Emittenten als auch für Investoren und Asset Manager zumeist mit höheren Transaktionskosten verbunden als konventionelle Anleihen. Diese Kosten können kleinere Marktakteure verhältnismäßig stärker belasten als größere Teilnehmer.

- Für **Emittenten** ergeben sich diese Transaktionskosten unter anderem durch die zeit- und somit kostenintensive Auseinandersetzung mit verschiedenen Standards; Entwicklung eines Emittenten-spezifischen Regelwerks; Identifizierung und Separierung der Aktiva; IT-Abbildung; Beauftragung von Nachhaltigkeitsratings und SPOs; etc. Im Anschluss an Transaktionen entstehen möglicherweise Kosten für das Wirkungsmonitoring und für die Erstellung einer laufenden, aussagekräftigen Berichterstattung, optimaler Weise während der gesamten Emissionslaufzeit.
- Für **Investoren** führt die Beurteilung von Green Bonds ebenfalls zu höheren Transaktionskosten als bei konventionellen Anleihen. Asset Manager vermerken einen erhöhten Analyse- und Erklärungsaufwand für Green Bonds. SPOs enthalten teilweise nicht genügend Informationen, um alle Investitionskriterien prüfen zu können. Investoren müssen in diesen Fällen zusätzlich Kontakt zu den Emittenten aufnehmen. Insbesondere im Falle von Emittenten, die nicht grundsätzlich ein „grünes“ oder nachhaltiges Geschäftsmodell haben, sehen sich manche Investoren gezwungen, jeden Green Bond vor einer Investitionsentscheidung einzeln zu prüfen, anstatt auf das Nachhaltigkeits-Rating des Emittenten vertrauen zu können.

Hohe Transaktionskosten können perspektivisch negative Folgen für den Green Bond Markt haben, wenn sie nicht durch entsprechende Preisvorteile ausgeglichen werden. Für Emittenten stehen gegebenenfalls günstigere Alternativen für eine Refinanzierung zur Verfügung als Green Bonds. Bei Investoren können Renditeeinbußen durch Preisdifferenzierung tendenziell zu einer Abwendung von Green Bonds führen. Dies wird jedoch aktuell nicht beobachtet, auch da sich Green Bonds preislich nur minimal bis gar nicht von konventionellen Bonds unterscheiden.

Der aktuelle Preisunterschied zwischen Green Bonds und nicht-grünen Anleihen in Deutschland wird von den Teilnehmern des Workshops auf ca. 1-2 Basispunkte (0,01-0,02%) geschätzt – ein Wert, den viele als „Grundrauschen“ bezeichnen. Vor diesem Hintergrund wurde im Workshop diskutiert, warum der Preis für Green Bonds in Deutschland trotz mehrfach überzeichneter Bücher kaum merklich über dem für konventionelle Anleihen liegt. Ein ausschlaggebender Faktor ist, dass die Verzinsung bei den aktuell gängigen Green Bonds (Green Use of Proceeds Bonds) nicht nur von der Nachfrage im Primär- und Sekundärmarkt abhängt, sondern auch von anderen Faktoren. Vor allem die Bonität des Emittenten, welche unabhängig von der Art der Emission ist, spielt hier eine wichtige Rolle. Zudem wird die Geldmarktpolitik und das Ankaufprogramm der EZB u.a. mehrheitlich für die Verzerrung der

Preisbildung verantwortlich gemacht, da die extrem niedrigen Zinsen und Spreads<sup>33</sup> ein weiteres Absenken der Zinssätze für Green Bonds zugunsten der Emittenten stark erschweren.

Die beschriebenen Faktoren sollten auch für Green Bonds außerhalb Deutschlands gelten. Dennoch beobachten die Workshop Teilnehmer beispielsweise in Frankreich ein stärker ausgeprägtes Preispremium für Green Bonds. Dies kann eventuell dadurch erklärt werden, dass in Frankreich ein größerer Druck besteht, nachhaltig zu handeln (zum Beispiel aufgrund der leitenden Rolle des Landes in der COP21 und der daraus resultierenden stärkeren politischen Förderung), sodass die Investoren schneller bereit sind, Renditeeinbußen in Kauf zu nehmen. Auch sind französische Pensionskassen bereits seit einigen Jahren gesetzlich dazu verpflichtet, Nachhaltigkeitskriterien bei Investitionsentscheidungen zu berücksichtigen. Darüber hinaus sind die Spreads in Frankreich grundsätzlich höher.

Langfristig sollte sich ein angemessener Preis für Green Bonds etablieren. Hier herrschen jedoch erwartungsgemäß unterschiedliche Ansichten:

- **Emittenten** erwarten, dass sie Green Bonds perspektivisch zu günstigeren Konditionen verkaufen können als konventionelle Anleihen. Unter anderem argumentieren sie damit, dass Investoren beim Kauf von Green Bonds aufgrund der verbesserten Transparenz ihre Risiken besser steuern, ihre zunehmend nachhaltigen Anlagerichtlinien einhalten sowie ihre Reputation verbessern können. Einige Workshop-Teilnehmer merken zudem an, dass um Nachhaltigkeit bemühte Investoren Renditeeinbußen für grüne Produkte in Kauf nehmen sollten, um ihrer gesellschaftlichen Verantwortung gerecht zu werden.
- **Investoren** betonen hingegen, dass von Investorensseite keine Renditeeinbußen akzeptiert werden können. Sie argumentieren, dass die Finanzierungskonditionen für Emittenten in der Niedrigzinsphase bereits gut sind, während derselbe Effekt die Renditen für Investoren stark gedrückt hat. Außerdem werden die Transaktionskosten für Emittenten bei jeder weiteren Emission geringer, da bereits ein Rahmenwerk besteht und Grundkenntnisse aufgebaut wurden.

Diese und weitere Argumente führen dazu, dass die Meinungen um ein mögliches Preispremium für Green Bonds heterogen bleiben.

### 4.3 Unklare Definition des „grünen“ Aspekts von Green Bonds

Herausforderung insb. für... Emittenten, Investoren

Zwar existieren Ansätze zur Identifizierung „grüner“ Projekte. Für den deutschen Green Bond Markt sind insbesondere 1) die in den GBP aufgeführte exemplarische Liste grüner Sektoren sowie 2) die sektorspezifischen<sup>34</sup> und detaillierteren Kriterien für eine Zertifizierung durch die CBI relevant. Diese Taxonomien sind jedoch nicht verbindlich und teilweise zu unspezifisch, sodass Emittenten eigene Kriterien für die grüne Qualität ihrer Anleihen defi-

<sup>33</sup> Im Primärmarkt für Anleihen bezeichnet Spread die Abweichung zwischen dem Zinssatz einer bestimmten Anleihe und einem Referenzzinssatz.

<sup>34</sup> CBI hat bisher Auswahlkriterien für 6 Sektoren entwickelt: Solar, Wind, Gebäude, Transport, Geothermie und Wasser. Weitere Kriterien in den Sektoren Bioenergie, Landnutzung, Wasserkraft, Meere, Abfallmanagement und Informationstechnologie werden momentan entwickelt.

CBI: Sector Criteria available for certification. <https://www.climatebonds.net/standard/available>

CBI: Sector Criteria available soon. <https://www.climatebonds.net/standard/available-soon>

nieren müssen. Dies beeinträchtigt die Vergleichbarkeit von Green Bonds und erhöht somit den Analyseaufwand für Investoren.

Nicht nur das Grün der einzelnen Projekte sondern auch das der gesamten Anleihe und des Green Bond Markts wird diskutiert. Wie in Kapitel 4 beschrieben, ist es ungeklärt, ob die Beimischung von nicht umwelt- oder klimabezogenen Projekten langfristig für Green Bonds angemessen ist und unterstützt werden sollte. Einige der am Workshop beteiligten Stakeholder vertreten die Meinung, dass eine Vermischung von grünen mit sozialen oder möglicherweise sogar konventionellen Projekten unter dem Begriff „Green Bond“ zu Verwirrung führen und ein Impact-Reporting verwässern kann. Bereits heute erschweren unübersichtliche bzw. sich überschneidende Marktentwicklungen und -initiativen ein einheitliches Verständnis von Green Bonds. Zum Beispiel stellen sich (vor allem unregelmäßig am Kapitalmarkt aktive oder potenziell interessierte) Emittenten die Frage, wie sich Green Bonds von Sustainable Bonds, SRI (Socially / Sustainable Responsible Investment) Bonds und anderen nachhaltigen Finanzprodukten abgrenzen.

Wichtige Fragen, beispielweise ob gewisse Organisationen – wie Öl- und Gasfirmen – oder Green Bond Arten – zum Beispiel jene mit weniger als 90% grünen Projekten im Portfolio – vom Green Bond Markt ausgeschlossen werden sollten, sind noch unbeantwortet. Für eine hohe Qualität von Green Bonds setzen sich vor allem strategisch nachhaltig ausgerichtete Unternehmen ein. Sie argumentieren, dass so ein grundsätzliches Vertrauen der Investoren in deutsche Green Bonds aufgebaut werden kann. Zudem sehen sie die Gefahr, dass „Schwarze Schafe“, also Green Bonds deren Erlöse nicht in die vorbestimmten Projekte fließen oder die nicht die erwarteten Wirkungen erzielen, die Glaubwürdigkeit des gesamten Markts beeinträchtigen. Auch Vertreter der Zivilgesellschaft sehen Vorteile bei hochwertigen Green Bonds, fordern aber zusätzlich zum Beispiel eine Berücksichtigung von sozialen Themen wie der Einhaltung der Menschenrechte und der ILO Kernarbeitsnormen bei der Entwicklung von Standards für Green Bonds.

Insbesondere im Stakeholder-Workshop vertretene Standardsetzer streben eher ein schnelles Wachstum von Green Bond Märkten mit grünen Anleihen unterschiedlicher Qualität an. Sie rufen (potenzielle) deutsche Green Bond Emittenten auf, nicht direkt „perfekte“ Green Bonds emittieren zu wollen, sondern eher über regelmäßige Emissionen Erfahrungen zu sammeln und so ihren Green Bond Ansatz schrittweise zu schärfen. Sie ermuntern außerdem explizit weniger „grüne“ Firmen dazu, Green Bonds zu begeben, wenn sie zur Umsetzung einer langfristigen Umwelt- und Klimaschutzstrategie des Unternehmens und somit zu einem Transformationsprozess beitragen.

---

#### 4.4 Fehlende Übereinstimmung mit Investitionskriterien

---

Herausforderung insb. für... Investoren

Viele Investoren haben Anforderungen an potenzielle Investitionsobjekte, die Green Bonds bislang nicht bzw. nicht vollständig erfüllen. Eine Herausforderung ist zum Beispiel das hohe Platzierungstempo von Green Bond Transaktionen am Primärmarkt. So sind Green Bond Roadshows teilweise zu schnell für Investoren, um eine Übereinstimmung mit ihren Investitionskriterien zu überprüfen. Auch Ratingagenturen bemerken, dass eine Auseinandersetzung mit Green Bonds teilweise schwierig ist. oekom research erstellt Sustainability Bond Ratings beispielsweise nur für den Sekundärmarkt, da der Handel im Primärmarkt zu schnell verläuft. Für langfristig orientierte Investoren, die von deutschen Emittenten begebene Green Bonds erstehen möchten, fehlen außerdem Green Bonds mit langfristigen Laufzeiten über zehn

Jahren, da der Fokus in Deutschland derzeit auf Green Bonds mit relativ kurzen Emissionslaufzeiten liegt.

Investoren ebenso wie Vertreter der Politik, Zivilgesellschaft und Wissenschaft haben außerdem spezielle Informationsbedürfnisse in Bezug auf Green Bonds, zum Beispiel hinsichtlich der Mittelverwendung und der realen umwelt- und klimarelevanten Wirkungen der finanzierten Investitionsobjekte. Zwar haben sich im deutschen Markt mit und über die GBP hinaus gewisse Standards für Projektselektion, Erlösverwendung und Berichterstattung für Green Bonds etabliert (siehe Kapitel 2.2), jedoch sind diese selbst bei Einhaltung häufig nicht ausreichend, um die erwarteten grünen Wirkungen für Investoren nachprüfbar zu machen. Vertreter der Zivilgesellschaft bemängeln zum Beispiel, dass die Mittelverwendung bisher nicht während der Gesamtlaufzeit einer Emission offengelegt wird, obwohl die GBP ein regelmäßiges Reporting unter anderem über die Mittelverwendung bis zur Endfälligkeit empfehlen. Problematisch ist außerdem, dass die unterschiedliche Gestaltung von SPOs deren Vergleichbarkeit reduziert. Auch wird erwartet, dass es zu „Greenwashing“ kommen kann. Dies würde z.B. dadurch ermöglicht, dass SPOs und Ratings von den gleichen Anbietern erstellt werden dürfen, was die Unabhängigkeit und Unvoreingenommenheit der SPOs reduzieren kann.

Vielen Investoren ist zudem die Nachhaltigkeit des Emittenten wichtiger als die der einzelnen Anleihe. Zwar kann die Dokumentation der Green Bonds bereits teilweise dazu genutzt werden, die grüne Qualität des Emittenten besser zu bewerten, jedoch sollte laut mehrheitlicher Meinung der Workshop-Teilnehmer der Vorrang der unternehmensweiten Nachhaltigkeit vor den der einzelnen Anleihe weiter betont und gefördert werden. Langfristig muss außerdem das „Greening“ des gesamten Kredit- und Anleihenmarkts das Ziel sein – unabhängig von einem einzelnen grünen Finanzprodukt. Green Bonds können hierfür eine gute Übung sein, jedoch sollte das übergeordnete Ziel – ein nachhaltiger Kredit- und Anleihenmarkt und letztlich ein notwendigerweise zugrundeliegendes nachhaltiges Wirtschaftssystem - immer mitgedacht und -kommuniziert werden.

Schließlich ist zu bemerken, dass sich aufgrund des noch niedrigen Gesamtvolumens des Green Bond Markts sowie des relativ großen Anteils von Buy-and-hold Investoren eine geringe Liquidität sowie Konzentrationsrisiken im Sekundärmarkt ergeben. Vor diesem Hintergrund ist noch kein stark skaliertes Engagement großer Investoren möglich.

## 5 Mögliche Lösungsansätze

Aufbauend auf den beschriebenen Hemmnissen werden im folgenden Kapitel mögliche Lösungsansätze diskutiert<sup>35</sup>. Diese sind zum einen inhaltlicher Natur: Das heißt, dass beispielsweise weitere Differenzierungen grüner Anlageinstrumente vorgeschlagen werden. Andere Ansätze haben prozessualen Charakter, was zum Beispiel eine bessere Kommunikation zwischen relevanten Akteuren oder eine technische Unterstützung bei der Emission von Green Bonds beinhaltet.

Eine weitere wichtige Unterscheidung bei der Art der Maßnahmen ist die zwischen freiwilligen, marktbasierenden Interventionen und verpflichtenden, regulatorischen Maßnahmen. Markt-basierte Maßnahmen sind solche, die Marktakteure selbst entwickeln und zu deren Umsetzung und Einhaltung sie sich auf freiwilliger Basis selbst verpflichten. Der Vorteil dieser Herangehensweise ist eine größere Flexibilität und die Möglichkeit, auf Bedürfnisse der Akteure in einem sich noch in Entwicklung befindenden Markt besser eingehen zu können. Der Nachteil solcher marktbasierenden Lösungen ist, dass Investoren oder die Zivilgesellschaft auf die Kooperation der Emittenten angewiesen sind.

Das Thema freiwillige und verpflichtende Maßnahmen zog sich auch durch die Diskussionen des Stakeholder-Workshops. Neben Marktinitiativen wurden auch gesetzliche Ansätze zur Regulierung von Green Bonds sowie deren Vor- und Nachteile diskutiert. Ein Argument für die Einführung gewisser regulatorischer Anreize oder Leitplanken ist, dass sie das „Ambitionsniveau“ der Finanzwirtschaft bei der Berücksichtigung von Umwelt- und Klimarisiken steigern und somit zur Erreichung existierender Nachhaltigkeitsziele beitragen können. Diese Meinung wurde insbesondere von Investoren und NGOs geäußert, jedoch auch von einzelnen Emittenten. Einige der Teilnehmer, insbesondere politische Akteure selbst und einige Emittenten, sehen eine stärkere Regulierung des Markts aber durchaus kritisch. Unter anderem wurde angemerkt, dass gesetzliche Eingriffe zu Marktverzerrungen führen können. Grundsätzlich diskutiert wurde außerdem die Frage, inwieweit Regulierung notwendig und sinnvoll ist, wenn sich die Marktteilnehmer selbst auf relevante Standards einigen können.

Im Folgenden werden Lösungsansätze präsentiert, die sowohl inhaltlicher als auch prozessualer Natur und marktbasierend sowie regulatorisch sind. Die Lösungsansätze gliedern sich in vier Bereiche, für die jeweils einzelne konkretere Maßnahmen definiert sind.

---

### 5.1 Interpretation und Konkretisierung von Green Bond Standards aus deutscher Sicht

---

In Deutschland existieren bislang keine verbindlichen Green Bond Standards. Zwar gibt es mit den prozessual orientierten GBP bereits gewisse Anforderungskriterien und Leitlinien, die bei einer Green Bond Emission in Deutschland freiwillig beachtet werden, jedoch müssen diese regelmäßig von Emittenten weiterentwickelt und interpretiert werden, um als Grundlage für eine erfolgreiche Emission zu dienen. Für andere Punkte, wie Emittentenspezifische Green Bond Rahmenwerke und SPOs, bestehen keine Anforderungskriterien.

---

<sup>35</sup> Diese Diskussion basiert vorrangig auf den Aussagen der am Workshop beteiligten Vertreter der unterschiedlichen Stakeholder-Gruppen und deckt somit nur einen Teil der im deutschen Markt vorhandenen Meinungen ab. Bei der Einladung der Workshop-Teilnehmer wurde jedoch auf eine möglichst repräsentative Aufteilung der Workshop-Teilnehmer (in Investoren, Emittenten und weitere Akteure) geachtet.

Aus Sicht der Investoren decken die existierenden Standards nicht alle Anforderungskriterien ab. Eine Konkretisierung der inhaltlichen Dimension von Green Bonds (Wie „grün“ muss ein Green Bond sein?) und der prozessualen Dimension (Was muss bei einer Green Bond Emission beachtet werden?) kann helfen, die Kosten von Green Bond Emissionen und Investitionen zu senken. Jedoch hängt der Effekt konkreterer Green Bond Standards davon ab, ob diese von allen Marktteilnehmern nachvollziehbar eingehalten werden.

### **Klare Definition von Green Bonds**

Nur wenn das Attribut „grün“ im Zusammenhang mit Anleihen und deren Underlyings weder von Emittenten noch von Investoren missbraucht wird, kann die aktuelle Attraktivität von Green Bonds gehalten und ausgebaut werden. Eine einheitliche Definition von grünen Assets (zum Beispiel über eine Taxonomie der Sektoren und Projektkategorien, die als grün gelten) kann ein „Greenwashing“ verhindern und potenziellen Emittenten die Sorge nehmen, aufgrund einer möglicherweise unpassenden Projektauswahl des „Greenwashing“ beschuldigt zu werden. Eine derartige inhaltliche Standardisierung würde insbesondere Emittenten helfen, die nicht regelmäßig am Kapitalmarkt aktiv sind. Solche Emittenten haben häufig weder ein bewährtes Green Bond Rahmenwerk noch einen aktuellen Überblick über existierende Green Bond Definitionen, Initiativen und Entwicklungen; sie würden bei der Auswahl passender Projekte durch solch eine Standardisierung unterstützt. Auch Investoren würden von einer einheitlichen Definition profitieren, die nicht für jeden Green Bond erneut geprüft werden müsste.

Über die Definition einzelner grüner Assets hinaus kann es hilfreich sein, festzulegen, welches Beimischungsverhältnis aus grünen und nicht-grünen Projekten für einen Green Bond aus deutscher Sicht zulässig ist und ob alle oder nur bestimmte Emittenten Green Bonds emittieren dürfen. Generell herrschte auf dem Workshop unter den deutschen Green Bond Marktteilnehmern Einigkeit, dass eine hohe Qualität deutscher Green Bonds gewährleistet sein sollte. Das bedeutet im Gegenzug, dass sich die Verfügbarkeit entsprechender Emittenten und Projekte für Green Bonds kurzfristig reduzieren könnte.

Vor diesem Hintergrund befürworten einige Teilnehmer des Workshops eine weitere Konkretisierung der Kriterien für die Projektauswahl aus deutscher Sicht. Die in den Green Bond Principles (GBP) skizzierten Projektkategorien für grüne Projekte<sup>36</sup> und die von der Climate Bonds Initiative (CBI) entwickelten sektorspezifischen Taxonomien und konkreten Auswahlkriterien für grüne Projekte<sup>37</sup> können hierfür als Grundlage dienen. Ein Vorteil dieses Ansatzes ist, dass kein komplett neuer Standardisierungsrahmen entworfen werden muss und sich so eine Vergleichbarkeit der Green Bond Qualität aus anderen Ländern herstellen lässt sowie einem internationalen Kapitalmarkt Rechnung getragen wird.

### **Konkretisierung und Standardisierung von Green Bond Dokumenten**

Eine Green Bond Emission erfordert nicht nur die Auswahl geeigneter Projekte, sondern auch die Erstellung verschiedener Dokumente. Vor der Emission umfasst dies ein Green Bond Rahmenwerk und eine externe Begutachtung des Rahmenwerks oder der geplanten Anleihe. Im Nachhinein wird eine regelmäßige Berichterstattung über die Mittelverwendung und zunehmend auch über deren erzielte Wirkungen erwartet. Es ist den Emittenten größ-

---

<sup>36</sup> ICMA (2017): The Green Bond Principles 2017  
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/GreenBondsBrochure-JUNE2017.pdf>

<sup>37</sup> CBI: Sector Criteria available for certification. <https://www.climatebonds.net/standard/available>

tenteils selbst überlassen, diese Dokumente auszugestalten. Während diese selbstständige Ausgestaltung bei Emittenten teilweise zu hohen Kosten führen kann, reduziert sich für Investoren dadurch die Vergleichbarkeit von Green Bonds verschiedener Emittenten.

Vor diesem Hintergrund wäre es denkbar, die geforderten Green Bond Dokumente weiter auszugestalten und allen deutschen Marktteilnehmern mittels Mustern zur Verfügung zu stellen<sup>38</sup>. Mit der Erarbeitung solcher Vorlagen von Green Bond Rahmenwerken, SPOs und/oder Green Bond Berichten würden eine Vereinheitlichung von Formaten gefördert und somit die Vergleichbarkeit von Informationen für alle Akteure erhöht. Außerdem würden Vorlagen die Transaktionskosten bei den Marktteilnehmern senken und damit weitere Emissionen von Green Bonds fördern.

Gleichzeitig ist eine Vereinheitlichung aufgrund der unterschiedlichen Voraussetzungen und Anforderungen von Emittenten und Investoren wahrscheinlich schwierig zu erreichen. Außerdem kommt hinzu, dass einige Marktakteure zusätzliche Anforderungen an Green Bond Emittenten haben. So fordern etwa Akteure der Zivilgesellschaft, dass für jeden Green Bond veröffentlicht werden muss, welche Projekte er über seine gesamte Laufzeit finanziert. So soll eine Transparenz bis auf Projektebene gewährleistet werden. Aus Sicht der Emittenten ist eine derartige Transparenz sehr kostenintensiv und teilweise aus Datenschutzgründen und auf Grund einzelvertraglicher Verpflichtungen nicht möglich. Manche Emittenten haben auch einen sogenannten Portfolioansatz und finanzieren eine große Vielzahl an ähnlichen, kleinteiligen Projekten/Krediten, bei denen eine Offenlegung auf Projektebene nicht nur sehr aufwendig wäre, sondern auch keinen zusätzlichen Informationsgehalt hätte. Aber auch für viele institutionelle Investoren wäre die Prüfung einer Vielzahl einzelner Projekte zu aufwendig.

### **Umsetzung der Standardisierung durch marktbasierende Initiativen oder regulatorische Ansätze**

Die beschriebenen Standardisierungsansätze für 1) das Attribut „grün“ und 2) Green Bond Dokumente können von verschiedenen Stakeholdern vorangetrieben und einerseits auf freiwilliger Basis umgesetzt und andererseits gesetzlich vorgegeben werden.

Für eine freiwillige, marktbasierende Standardisierung können Marktteilnehmer eine Arbeitsgruppe bilden, um die Definition von Green Bonds sowie die Mindestanforderungen an die Dokumente und Prozesse vor und nach einer Green Bond Emission aus deutscher Sicht zu diskutieren. An der Arbeitsgruppe sollten Emittenten, Investoren und Intermediäre aktiv beteiligt sein. Eine Teilnahme von Gesetzgebern und Vertretern der Wissenschaft und Zivilgesellschaft könnte die Legitimation der entwickelten Standards erhöhen. Die Arbeitsgruppe könnte im Rahmen einer allgemeinen deutschen Green Bond Plattform (siehe Kapitel 5.4) formiert werden oder dafür als Grundstein dienen. Im nächsten Schritt könnten Emittenten eine Selbstverpflichtungsinitiative aufsetzen, in deren Rahmen sie sich zur Implementierung der gemeinsam definierten Green Bond Kriterien verpflichten würden.

Alternativ bzw. ergänzend könnte eine Standardisierung durch regulatorische Maßnahmen diskutiert werden. Eine Möglichkeit besteht darin, gesonderte Green Bond Guidelines zu

---

<sup>38</sup> Im Resource Centre der GBP (<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/gbp-resource-centre/>) gibt es bereits einige Vorlagen auf Englisch. Die Vorlagen könnten erweitert sowie neben Englisch als Kapitalmarktsprache ebenfalls auf Deutsch zur Verfügung gestellt und ggf. an den deutschen Kontext angepasst werden.



entwickeln (wie dies zum Beispiel in China und Indien der Fall ist)<sup>39</sup>. Regulatorische Anforderungen könnten jedoch ohne gleichzeitige entsprechende Anreizinstrumente von staatlicher Seite aufgrund des noch nicht vorliegenden Refinanzierungsvorteils durch Green Bonds zu einem Rückzug vonseiten der Emittenten und somit zu einer Verlangsamung der Marktdynamik führen.

Eine andere Möglichkeit ist es, existierende Regelwerke weiterzuentwickeln. Hier würde sich in Deutschland zum Beispiel das Pfandbriefgesetz anbieten, welches die rechtlichen Grundlagen der Emission von Pfandbriefen regelt (siehe Kapitel 5.2).

Als Grundlage für sowohl freiwillige als auch regulatorische Ansätze sollte genau analysiert werden, welche Standards sich bereits am Markt etabliert haben und einem langfristigen Marktwachstum förderlich sind. Wichtig zu verstehen ist zum Beispiel, welche Taxonomien grüner Sektoren deutsche Emittenten bevorzugt nutzen; welche Investitionskriterien grüne Investoren haben; in welchen Punkten sich SPOs ähneln und unterscheiden; etc. Dies könnte durch eine separate Studie erfasst werden, welche auf einer detaillierten Auswertung existierender Dokumente sowie einer zusätzlichen Umfrage unter Emittenten, Investoren und anderen relevanten Stakeholdern basiert.

---

## 5.2 Etablierung neuer und Stärkung wenig verbreiteter Green Bond Produkte

---

Die in Deutschland mit Abstand am weitesten verbreitete Form des Green Bond ist der Senior Unsecured Green Bond. Die Etablierung neuer und Stärkung wenig verbreiteter Asset-Klassen im grünen Fixed Income Bereich würde eine Diversifizierung ermöglichen und unterschiedlichen Anforderungen der Marktteilnehmer, zum Beispiel nach einer erhöhten Transparenz oder Rendite von Green Bonds, entgegenkommen. Folgende neue oder stärker auszubauende Asset-Klassen würden dies ermöglichen.

### Stärkung von Green Project Bonds

Green Project Bonds<sup>40</sup> können als zusätzliche Asset-Klasse verstärkt genutzt werden. Üblicherweise bieten sie Investoren eine höhere Rendite bei höherem Risiko. Green Project Bonds sind insbesondere im Infrastrukturbereich sinnvoll, da hier ein hoher Bedarf nach langfristigen (Re)Finanzierungsmöglichkeiten besteht. Vor allem institutionelle Investoren (z.B. Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds) haben die nötigen Mittel und das Mandat, um solche langfristigen Investitionen zu tätigen. Um Investitionen in grüne Infrastruktur für diese institutionellen Investoren zu erleichtern, sollten Green Project Bonds nicht nur grünen Kriterien entsprechen, sondern gleichzeitig auch regulatorische Anforderungen an eine „qualifizierte Infrastruktur“<sup>41</sup> erfüllen.

---

<sup>39</sup> Hier sind auch die regulatorischen Vorschläge der EU Kommission und der HLEG abzuwarten.

<sup>40</sup> Die GBP definieren den Green Use of Proceeds Project Bond (im Folgenden als Green Project Bond abgekürzt) folgendermaßen: Projektanleihe für ein grünes Projekt oder mehrere grüne Projekte, bei der der Anleger direkt das Risiko des Projekts/der Projekte trägt. Ein zusätzlicher Rückgriff auf den Emittenten ist möglich.

<sup>41</sup> Die Solvency II Richtlinie und die Delegierte Verordnung EU 2015/35 legen erweiterte Publikationspflichten sowie verfeinerte Solvabilitätsvorschriften für die Eigenmittelausstattung von Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen fest. Zur Erleichterungen von Investitionen in Infrastrukturanlagen trat am 02. April 2016 eine Änderungsverordnung ((EU) Nr. 2016/467) in Kraft, welche eine neue Anlageklasse schafft („Infrastrukturvermögenswerte“). Diese umfasst alle physischen Strukturen oder Anlagen, Systeme und Netze, die grundlegende öffentliche

Langfristig orientierte Investoren können gemeinsam mit Banken Green Project Bonds im Infrastrukturbereich ankurbeln. Während die Investoren die langfristigen Mittel bereitstellen, können die Banken wichtige Aufgaben für Investoren im Zusammenhang mit der Geschäftsanbahnung, Risikobewertung und Strukturierung übernehmen. Außerdem können Banken kleinere und kommunale Infrastrukturprojekte so in Form eines Kapitalmarktinstruments bündeln, dass für Investoren eine Kapitalanlage in grüne Infrastruktur auch in kleinerem Umfang als über eine Direktanlage möglich wäre.

### **Selbstverpflichtungsinitiative für Green Covered Bonds bzw. Erweiterung des deutschen Pfandbriefgesetzes**

Im Workshop hatten verschiedene Marktakteure den Wunsch geäußert, bessere Möglichkeiten für die Emission von und Investition in Bonds mit einer gesonderten grünen Deckungsmasse zu haben. So könnten die Transparenzanforderungen der Investoren erfüllt und eine einheitliche grüne Mittelverwendung sichergestellt werden. Mit der Definition grüner Projektkategorien wäre es möglich, verschiedene Kredite, beispielsweise für erneuerbare Energien oder Energieeffizienzprojekte, als Deckungsmasse für Green Covered Bonds zu separieren. Dazu müssten spezielle grüne Kriterien für die Deckungsmasse definiert werden. Dadurch würde sich auch der Aufwand für Investoren reduzieren, die Qualität der grünen Projekte zu prüfen und eine einheitlichere grüne Mittelverwendung würde gefördert.

Im Rahmen einer Selbstverpflichtungsinitiative von Marktakteuren könnten freiwillige Kriterien für eine grüne Deckungsmasse sowie Transparenzanforderungen erarbeitet werden, welche die Emission von Green Covered Bonds stimulieren könnten.

Als eine regulatorische Alternative zu der skizzierten Selbstverpflichtungsinitiative wäre eine Erweiterung des deutschen Pfandbriefgesetzes denkbar. Da das deutsche Pfandbriefgesetz, welches die Emissionen von öffentlichen Pfandbriefen sowie Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen regelt, den Aufbau eines nur aus grünen Finanzierungen bestehenden Deckungsstocks aktuell nicht regelt, haben Grüne Pfandbriefe keinen eigenen, treuhänderisch geprüften Deckungsstock. Stattdessen werden sie aus der regulären Deckungsmasse begeben. Analog zur Definition grüner Kriterien für die Deckungsmasse im Rahmen einer Selbstverpflichtungsinitiative könnte bestimmt werden, welche Art von Projekten ein gesetzlich geregelter Grüner Pfandbrief umfassen müsste oder könnte.

In der Praxis dürfte sich solch eine Erweiterung des Pfandbriefgesetzes jedoch als schwierig erweisen: eine Untersuchung des Verbands deutscher Pfandbriefbanken hat ergeben, dass beispielsweise eine fünfte Pfandbriefart zur Finanzierung ausschließlich erneuerbarer Energien „aufgrund der hohen Qualitätsanforderungen, die das Pfandbriefgesetz an die Sicherheiten stellt, zumindest gegenwärtig und ohne umfangreiche gesetzliche Änderungen bei erneuerbaren Energien nicht zu erfüllen“ wäre<sup>42</sup>. Auch im Fall, dass ein Grüner Pfandbrief nur grüne Immobilienkredite umfasst, ergeben sich Fragen für die konkrete Ausgestaltung. So wäre zum Beispiel zu diskutieren, welchen Standards grüne Immobilien entsprechen

---

Dienste erbringen oder unterstützen. Als qualifizierte Infrastrukturvermögenswerte gelten jene Vermögenswerte, die von einer Infrastrukturprojektgesellschaft gehalten, finanziert, entwickelt oder betrieben werden, die darüber hinaus keine anderen Tätigkeiten ausübt und durch bestimmte gesetzlich vorgegebene Kriterien „qualifiziert“ wird.

Europäische Kommission (2016): Delegierte Verordnung (EU) 2016/467  
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0467&from=DE>

<sup>42</sup> vdp (2016): Der Pfandbrief 2016 | 2017. Fakten und Daten zu Europas führendem Covered Bond  
[https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/navpictures/000FF89A/\\$FILE/DE\\_PFB2016-2017\\_web.pdf](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/navpictures/000FF89A/$FILE/DE_PFB2016-2017_web.pdf)

müssten (z.B. LEED Silber oder Gold?). Dies gilt insbesondere auch für Wohnimmobilien, für die grüne Zertifikate bisher im Vergleich zu Gewerbeimmobilien nicht üblich sind.

Ein regulatorischer Ansatz könnte langfristig auf Grund der volkswirtschaftlichen Relevanz der Immobilienwirtschaft sowie den Treibhausgasemissionen dieses Sektors trotz der erwähnten Hürden lohnenswert sein, setzt jedoch gleichzeitig auch entsprechende politische Anreizsysteme und Maßnahmen in der Immobilienwirtschaft sowie eine hinreichende Datenverfügbarkeit zur Bewertung der grünen Forderungen voraus. Eine regulatorische Grundlage würde im Vergleich zu einer Marktinitiative zwar mehr Sicherheit für Investoren schaffen, welche Deckungsmasse zur Besicherung eines Green Pfandbriefs verwendet werden darf, bedürfte aber nicht nur eines sehr zeitaufwendigen neuen legislativen Verfahrens, sondern müsste sich für Emittenten auch in einem deutlichen Refinanzierungsvorteil zeigen.

### **Emission von Green Senior Non-preferred Bonds**

Die mit dem Ankauf von Vermögenswerten und dem historisch niedrigen Leitzins ultraexpansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank führt derzeit zu komfortablen Bedingungen in der Liquiditätsbeschaffung für Kreditinstitute. Einen wesentlichen Faktor bilden hier die auf ein niedriges Niveau gesunkenen Refinanzierungskosten für Kreditinstitute. Auf dem ohnehin schon niedrigen Preisniveau sind Preisdifferenzierungen zwischen grünen- und nicht grünen Anleihen daher umso schwieriger durchzusetzen. Green Bonds bieten also vor dem aktuellen geldpolitischen Hintergrund begrenzte Kostenvorteile.

Ein Anknüpfungspunkt kann hier jedoch in den Bestrebungen der Europäischen Kommission liegen, die Haftungskaskade der Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) EU-weit zu harmonisieren. Der aktuelle Entwurf der Kommission für eine einheitliche EU-Haftungskaskade sieht die Einführung einer non-preferred-senior-Schicht vor, die im Falle eines Bail-in (Beteiligung der Gläubiger an der Abwicklung einer Bank) sowohl in Eigenkapital umgewandelt als auch abgeschrieben werden kann. Banken sind verpflichtet, entsprechende Anleihen als Verlustpuffer vorzuhalten. Das höhere Verlustrisiko als bei den preferred-senior-Anleihen führt ebenfalls zu höheren Refinanzierungskosten. Diese würden einen größeren Spielraum zur Preisdifferenzierung zwischen grünen- und nicht-grünen Anleihen zulassen. Der preisliche Effekt des höheren Verlustrisikos könnte durch günstige grüne Kosteneffekte kompensiert werden. Auch mit einer Abkehr von der expansiven Geldpolitik stellen grüne Nachranganleihen eine Möglichkeit dar, die Investorenbasis zu verbreitern. So können auch risikofreudige Investoren, die nach einer höheren Rendite streben und gleichzeitig nachhaltig investieren wollen, gewonnen werden.

### **Entwicklung von Prinzipien für Green Pure Play Bonds**

Entsprechend des derzeitigen Verständnisses sind Green Bonds an spezifische grüne Projekte und konkrete Investitionen gebunden („Green Use of Proceeds Bonds“). Um sogenannten Pure Playern, also Unternehmen deren Geschäftsmodelle grundsätzlich zur nachhaltigen Entwicklung beitragen und dies explizit in der Unternehmensstrategie verankert ist, den Eintritt in den Green Bond Markt zu erleichtern, könnten Prinzipien für Green Pure Play Bonds entwickelt werden, die gesonderte Anforderungen an Green Bond Emissionen von Pure Playern festlegen. Ein Vorteil solcher spezifischer Prinzipien wäre, dass sie die Transaktionskosten für die Emission eines Green Bonds von Pure Play Emittenten deutlich vermindern könnten. Herausforderungen bei der Schaffung einer solchen Green Pure Play Bond Kategorie wären die Definition von Pure Player Unternehmen und die Entscheidung über die Frage, ob gewisse Mittelverwendungen selbst bei Pure Playern ausgeschlossen werden müssten. Während des Workshops wurde insbesondere von den Rahmensetzern ange-

merkt, dass solch eine neue Kategorie möglicherweise zu einer Verwirrung der Marktteilnehmer führen könnte.

### **Förderung von Grünen Schuldscheindarlehen**

Schuldscheindarlehen bieten vor allem Unternehmen aus dem Mittelstand die Möglichkeit, auch ohne ein Kreditrating und ohne hohe regulatorische Kosten, Fremdkapital am Kapitalmarkt aufzunehmen. Sie entsprechen damit dem Wunsch vieler Unternehmen nach einem geringen administrativen Aufwand<sup>43</sup>. Grüne Schuldscheindarlehen, wie in Deutschland zum ersten Mal von dem Windanlagenhersteller Nordex emittiert, wären eine Möglichkeit, dieses vor allem für nicht regelmäßig am Kapitalmarkt aktive Unternehmen attraktive Finanzierungsinstrument auch für explizit grüne Investitionen nutzbar zu machen.

Mit der Erarbeitung von Kriterien für Grüne Schuldscheindarlehen könnte ein Wachstum dieses Segments unterstützt werden. Beispielsweise könnten Vorlagen für die erforderlichen Unterlagen (wie Term Sheet und Dokumentation) entwickelt werden, die um relevante umwelt- und klimarelevante Informationen ergänzt sind. Grüne Schuldscheindarlehen können auch ein geeignetes Instrument sein, um kleinere kommunale grüne Projekte öffentlicher Emittenten am Kapitalmarkt zu refinanzieren.

### **Emission von grünen Bund- oder Länderanleihen**

Weiteres Potenzial, das insbesondere von internationalen Akteuren gesehen wird, ist die Emission von grünen Bund- oder Länderanleihen mit längerfristigen Laufzeiten. Für grüne Bundanleihen können Frankreich und Polen als Beispiel dienen, die derartige Anleihen (sog. Sovereign Green Bonds) in jüngster Zeit emittiert haben. Auch Regionen und Städte anderer Länder, wie beispielsweise in Frankreich und Schweden, haben bereits Green Bonds emittiert.

---

## **5.3 Finanzielle und fiskalische Förderung von Green Bonds**

---

Bei den Teilnehmern des Workshops herrschte Einigkeit darüber, dass ein Green Bond, wenn überhaupt, aktuell nur sehr geringe Spread-Vorteile gegenüber einer vergleichbaren konventionellen Anleihe besitzt. Sofern politisch bereits kurzfristig ein weiteres Wachstum des Green Bond Markts gewünscht ist, kann eine öffentliche finanzielle Förderung dabei helfen, die Kosten von Green Bond Emissionen zu verringern. Neben der praktischen Notwendigkeit für die prozessualen Anforderungen an Green Bonds ist es darüber hinaus die übergeordnete Zielvorstellung, den Emittenten als Ganzes in seinem Geschäftsmodell grüner auszurichten und eine generelle Berücksichtigung von Umwelt- und Klimarisiken zu bewirken.

Generell ist bei der direkten Förderung von Green Bonds zu beachten, dass die Verwendung öffentlichen Kapitals zur Förderung von Green Bonds immer eine Gratwanderung zwischen Crowding-in und Crowding-out von privatem Kapital ist. Es gilt zu beachten, dass Investitionen von öffentlichen Investoren einerseits zu größerem Vertrauen von privaten Anlegern führen können und privates Kapital anziehen. Andererseits können öffentliche Investitionen auch dazu führen, dass private Investoren aus dem Markt gedrängt werden.

---

<sup>43</sup> VÖB (2016) : Das Schuldscheindarlehen - Best Practice für die Europäische Kapitalmarktunion  
<https://www.voeb.de/download/schuldscheindarlehen-best-practice-kapitalmarktunion>

### **Förderung des originären grünen Kreditgeschäfts**

Da für ein Wachstum des Green Bond Markts mittel- und langfristig auch ein Wachstum des grünen Kreditvolumens unabdingbar ist, halten viele Teilnehmer des Workshops eine öffentliche Unterstützung des originären grünen Kreditgeschäfts für notwendig. Dies war eine der zentralen Forderungen der Workshop-Teilnehmer. Kritisch diskutiert wurde jedoch, ob eine solche Förderung an die Finanzwirtschaft oder die Realwirtschaft adressiert sein sollte, um eine Zunahme grüner Projekte und grünen Finanzierungsvolumens zu erzielen. Es muss also entschieden werden, ob alleine vergünstigte Finanzierungsbedingungen zu einer Zunahme grüner Projekte führen können oder ob direkte finanzielle (und technische) Unterstützung an ausgewählte grüne Projekttypen in die Realwirtschaft fließen muss.

Eine realwirtschaftliche Förderung grüner Projekte könnte über verschiedenste Maßnahmen erfolgen. Kern einer solchen Förderung müsste sein, dass finanzielle (oder technische) Unterstützung direkt an Unternehmen fließt und nicht nur indirekt über Banken. Als ein erfolgreiches Beispiel der Förderung der Realwirtschaft kann etwa das Erneuerbare Energien Gesetz (EEG) angesehen werden. Die attraktiven Förderbedingungen haben das schnelle Wachstum der erneuerbaren Energien in den letzten zehn Jahren maßgeblich begründet. Durch das Vorhandensein entsprechender Projekte und Investitionen der Realwirtschaft war es Banken möglich, auf dieser Grundlage Green Bonds zu emittieren. Neben den Förderbedingungen sind auch die langfristige Sicherheit und der stabile Rechtsrahmen des EEG Merkmale, die dessen Erfolg ausmachen. Auch bei anderen Fördermaßnahmen muss solch einer stabiler Rechtsrahmen angestrebt werden, um langfristig ausgerichtete Investitionsprojekte zu ermöglichen.

Weitere Beispiele zur Förderung der Realwirtschaft sind: eine direkte Bezuschussung von Investitionen (etwa bei der energetischen Gebäudesanierung), die Bezuschussung von Forschungs- und Entwicklungsausgaben (in nahezu allen grünen Bereichen) oder die Übernahme bestimmter Projektrisiken durch die Umsetzung entsprechender Betreibermodelle (etwa bei größeren Infrastrukturmaßnahmen).

Eine Möglichkeit zur Förderung der Realwirtschaft über die Finanzwirtschaft wäre hingegen die Förderung grüner Kredite durch eine gesonderte Anrechnung der gewichteten Risikoaktiva (Risk Weighted Assets). Das würde bedeuten, dass die Banken für grüne Kredite weniger Eigenkapital vorhalten müssten. Eine Voraussetzung hierfür wäre allerdings der Nachweis, dass das Ausfallrisiko grüner Kredit tatsächlich niedriger ist als das vergleichbarer Kredite ohne Berücksichtigung grüner Aspekte.

### **Schaffen von fiskalischen Anreizen für Green Bonds**

Steuerliche Vorteile oder Subventionen für Green Bonds können, je nach Ausgestaltung, die wirtschaftliche Attraktivität von Green Bond Emissionen oder Investitionen erhöhen. Eine steuerliche Vorzugsbehandlung von Investitionen in Green Bonds, zum Beispiel durch eine Reduzierung der Kapitalertragssteuer auf Erträge aus Green Bond Investitionen, stärkt Investoren, was sich ggf. auch in reduzierten Refinanzierungskosten der Emittenten widerspiegeln könnte. In Deutschland gibt es jedoch nur wenig Erfahrung mit solchen Fördermaßnahmen.

In den USA hingegen werden (Green) Bond Investoren durch ebensolche Maßnahmen gefördert. So sind Zinseinnahmen durch Investitionen in städtische Anleihen (sog. Municipal Bonds) größtenteils von der Einkommenssteuer befreit. Im Fall von Clean Renewable Energy Bonds (CREBs) und Qualified Energy Conservation Bonds (QECBs), erhalten die Investoren 70% der Zinsen in Form von Steuergutschriften.

Fiskalische Anreize sind grundsätzlich ein kontroverses Thema, da sie steuersystematisch schwierig zu implementieren sind oder einen Anreiz geben könnten, vermehrt Green Bonds von niedriger Qualität zu emittieren oder „Greenwashing“ zu betreiben, um Steuervorteile abzuschöpfen. Es stellt sich außerdem die Frage, ob eine Sanktionierung unerwünschten Verhaltens, zum Beispiel durch Reduzierung von Subventionen für kohlenstoffintensive Industrien, nicht effektiver wäre als eine fiskalische „Belohnung“ positiven Verhaltens.

### **Finanzielle Förderung von Externen Begutachtungen**

Eine finanzielle Unterstützung von Externen Begutachtungen würden es ermöglichen, die bei Emittenten anfallenden Kosten für die Einhaltung der (zwar freiwilligen, vom Markt jedoch immer stärker nachgefragten) Anforderungen im Vorfeld und im Anschluss an eine Green Bond Emissionen zu reduzieren. So können beispielsweise die Kosten von SPOs, Zertifizierungen oder Wirkungsanalysen ganz oder teilweise übernommen werden. Ein solches Programm könnte etwa vom Bundesministerium der Finanzen (BMF) und den untergeordneten Behörden auf Länderebene gefördert werden.

Eine derartige Maßnahme ist zum Beispiel in Singapur geplant. Wie im März 2017 angekündigt wurde, wird die Monetary Authority of Singapore (MAS) im Jahr 2017 ein Green Bond Grant System einführen, welches bis zu 100% der Kosten für Externe Begutachtungen übernimmt. Die maximal erstattungsfähige Summe ist USD 100,000, jedoch können mehrere Begutachtungen pro Emittent gefördert werden<sup>44</sup>. Geeignete Bonds müssen in Singapur emittiert und gelistet werden, eine Laufzeit von mindestens drei Jahre haben und über ein Mindestvolumen von SGD 200 Millionen<sup>45</sup> verfügen. Um insbesondere Green Bonds mit einer längeren Laufzeit zu fördern, wäre es denkbar, in Deutschland nur langlaufende Emissionen mit einer Laufzeit von mindestens sieben Jahren in den Fokus der Förderung zu stellen.

Offen ist, ob eine solche Maßnahme ausreicht, um das Interesse potenzieller Emittenten zu wecken. Insbesondere ex-ante Begutachtungen machen nur einen kleinen Teil der zusätzlichen Kosten für Green Bond Emissionen aus. Datenbeschaffung für die Selektion geeigneter Projekte und eine regelmäßige Wirkungsmessung und Berichterstattung dürften hier schwerer ins Gewicht fallen. Dennoch könnten gerade kleinere potenzielle Emittenten auch von einer Unterstützung der ex-ante Begutachtung profitieren.

### **Credit Enhancements für bestimmte Green Bonds**

Öffentliche Finanzinstitute können indirekt eine Reduzierung der Zinskosten von Asset Backed Green Bonds (einschließlich Revenue Bonds, Project Bonds und Securitized Bonds) erwirken, indem sie Credit Enhancements für Emittenten schwächerer Bonität anbieten und somit einige der mit den Anlagen verbundenen Risiken absorbieren<sup>46</sup>. Einerseits können öffentliche Finanzinstitute Garantiestrukturen ausstellen, zum Beispiel für die zugrunde liegenden grünen Assets. Andererseits können sie nachrangige Tranchen von strukturierten

---

<sup>44</sup> Channel NewsAsia (2017): MAS to offset cost of issuing green bonds with new grant scheme <http://www.channelnewsasia.com/news/business/mas-to-offset-cost-of-issuing-green-bonds-with-new-grant-scheme-8603578>

<sup>45</sup> ca. EUR 130 Millionen; Stand : 15.05.2017 (Oanda)

<sup>46</sup> Dies ist auch einer der Vorschläge der G20 Green Finance Study Group (2016)

G20 Green Finance Study Group (2016): G20 Green Finance Synthesis Report [http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis\\_Report\\_Full\\_EN.pdf](http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf)

Green Bonds erwerben, wodurch die höheren Tranchen ein besseres Rating erhalten und für bestimmte Investoren attraktiver werden.

Ein Beispiel für Credit Enhancements ist die Project Bond Initiative (PBI) der EIB und der Europäischen Kommission. Die PBI zielte darauf ab, private Investitionen in große Infrastrukturprojekte in den europäischen Verkehrs-, Energie- und IKT-Sektoren anzuregen. Durch die Bereitstellung von Darlehen oder bedingten Kreditlinien für nachrangige Tranchen von Projektanleihen wurde die Qualität von Senior-Tranchen verbessert und das Kreditrisiko der Anleger reduziert. In Deutschland könnte die Politik der KfW oder anderen geeigneten öffentlichen Banken das Mandat erteilen, ein ähnliches Programm aufzusetzen, um die Bonität von kleineren (zukünftigen) Emittenten oder Projekten zu verbessern.

Grundsätzlich sollte jedoch die Tatsache nicht aus dem Blick verloren werden, dass der Green Bond Markt nur langfristig nachhaltig sein kann, wenn es ein adäquates Risikomanagement der Emittenten und Projekte gibt. Dies kann nur kurz- bis mittelfristig durch öffentliche Maßnahmen unterstützt werden.

### **Finanzierung eines Beratungsprogramms bei Green Bond Emissionen**

Vielen kleineren potenziellen Emittenten fehlt technisches Wissen für die Emission von Green Bonds. Externe Berater könnten diese Firmen und Finanzinstitutionen dabei unterstützen, ein angemessenes Rahmenwerk aufzusetzen und die darin festgeschriebenen internen Prozesse vorzubereiten. Für Erstemittenten könnte solch eine Beratung von öffentlicher Seite bezuschusst werden. Das würde die Hürden für den Eintritt neuer Emittenten senken.

Neben einer Beratung zur konkreten Emission von Green Bonds könnte der deutsche Mittelstand ebenfalls dabei unterstützt werden, zu erarbeiten, wie sich Klimarisiken in der Unternehmensstrategie berücksichtigen lassen. Dies könnte eine Vorstufe zur Emission von Green Bonds darstellen, in der die Grundlagen für Investitionsentscheidungen geschaffen werden, die dann über Green Bonds finanziert werden. Eine Beratung zu diesem Thema durch externe Berater könnte ebenfalls durch eine Bezuschussung, etwa vom Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) oder den Länderministerien, unterstützt werden.

Eine grundsätzliche Voraussetzung für die Emission für Green Bonds durch Banken ist die Kennzeichnung grüner Underlyings in den Systemen. Die Entwicklung und Nutzung von Flagging-Systemen zur Kennzeichnung von grünen Darlehen im IT-System der Bank könnte dies fördern. Dies würde eine schnelle Projektauswahl und ein gesondertes Reporting ermöglichen. Bei Bedarf seitens der Emittenten könnte auch hier ein entsprechendes öffentlich gefördertes Beratungsprogramm sinnvoll sein.

---

## **5.4 Informationsaustausch, Kapazitätsaufbau und Verbesserung der Datengrundlage**

---

Die Emission von oder Investition in Green Bonds verlangt bestimmtes Wissen und Informationen. Nicht alle Marktteilnehmer verfügen über dieses Wissen. Um generell für einen besseren Überblick der Marktteilnehmer im Green Bond Segment zu sorgen, können verschiedene Maßnahmen getroffen werden. Die erste und einfachste Maßnahme sollte ein regelmäßiger Austausch in einem festen institutionellen Rahmen der im deutschen Markt aktiven und interessierten Akteure sein. Dieser könnte auch für eine detailliertere Arbeit an bestimmten Themen genutzt werden. Daneben könnte es auch gezielten Kapazitätsaufbau und Weiterbildungen für einzelne Marktteilnehmer geben, denen bestimmtes technisches Know-how im Kontext von Green Bonds fehlt. Ein dritter wissensbezogener Aspekt ist die Verbesserung

der allgemeinen Datengrundlage zu grünen finanzbezogenen Indikatoren. Eine solche Datenbasis würde den Marktteilnehmern bei der Identifikation relevanter durch Green Bonds (re-)finanzierbare Projekte oder Kredite helfen. Konkret ergeben sich aus dem Bedarf an Wissen, technischen Kapazitäten und Daten folgende Lösungsansätze:

### **Aufbau einer deutschen Dialog- und Netzwerkplattform für Green Bonds**

Eine Dialog- oder Netzwerkplattform der deutschen Akteure im Green Bonds Markt könnte sich mit nahezu allen bisher besprochenen Lösungsansätzen befassen. Die vom VÖB initiierte Green Bond Initiative Deutschland ist ein erster Schritt, um Marktakteure zusammenzubringen und gemeinsame Herausforderungen und Lösungsansätze für ein weiteres Marktwachstum zu diskutieren.

Grundlage für den von mehreren Workshop-Teilnehmern geäußerten Vorschlag für eine explizit deutsche Dialog- und Netzwerkplattform ist die Einschätzung, dass trotz der Notwendigkeit, die internationale Kapitalmarktausrichtung im Fokus zu behalten, spezifisch deutsche Herausforderungen im Green Bonds Markt bestehen. Dies wurde einerseits mit dem wirtschaftspolitischen Rahmen sowie andererseits mit einem hohen Anspruch an die Marktpraxis begründet. Außerdem kann der Austausch auf einer deutschen Plattform schneller zu für den deutschen Kontext relevanten Ergebnissen führen. In einem nächsten Schritt sollten die gegebenenfalls entwickelten Ansätze zur weiteren Entwicklung des Green Bond Markts aber auch auf internationaler bzw. mindestens auf europäischer Ebene diskutiert werden.

Um eine breite Akzeptanz und gute Umsetzbarkeit der im Rahmen einer solchen Plattform entwickelten Maßnahmen sicherzustellen, sollte eine möglichst repräsentative Mischung von Emittenten, Investoren und anderen Marktteilnehmern auf einer entsprechenden Plattform einbezogen werden. Auch die Beteiligung des BMF, des BMWi, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sowie des Bundesministeriums für Umwelt, Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit (BMUB) sollte ermöglicht werden, um die Bereitschaft und Notwendigkeit für eine öffentliche Förderung ausloten zu können. Sofern von den Marktakteuren als relevant empfunden, könnte sich solch eine Plattform auch in Arbeitsgruppen konkret mit einzelnen Themen befassen.

Eine derartige Plattform oder Initiative könnte unterschiedlich ausgestaltet werden. Im Stakeholder-Workshop wurden dafür die folgenden möglichen Alternativen artikuliert:

- **Gründung einer deutschen Dialog- und Netzwerkplattform.** Der VÖB, eine andere relevante Institution oder eine Kooperation könnten eine solche Plattform weiter koordinieren und ausbauen. Dies würde etwa bedeuten, ein gemeinsames Zielverständnis zu entwickeln, einen Arbeitsplan aufzustellen und dann zu konkreten Themen regelmäßig in Arbeitsgruppen zusammenzukommen sowie die hierfür notwendigen Ressourcen bereitzustellen. Solch eine unabhängige Plattform würde sowohl in Deutschland als auch international ein starkes Signal setzen, dass sich die deutschen Marktteilnehmer aktiv um einen Ausbau des Green Bond Markts bemühen.
- **Aufbau einer deutschen Arbeitsgruppe der Green Bonds Principles (GBP).** Ziel dieser Arbeitsgruppe wäre es, die GBP aus deutscher Sicht zu analysieren und weitere für den deutschen Markt spezifische und relevante Konkretisierungen vorzunehmen sowie einen homogenen Austausch zu ermöglichen als es in den sehr internationalen GBP Arbeitsgruppen möglich ist. Ein Vorteil dieses Ansatzes ist, dass eine Konformität mit und direkte Anschlussfähigkeit an die international ausgerichteten GBP hergestellt werden kann. Der VÖB stünde bereit, den organisatorischen Rahmen für eine solche deutsche GBP-Arbeitsgruppe zu stellen.



### **Verstärktes Engagement von Investoren mit Emittenten**

Das direkte Engagement von Green Bond Investoren mit Emittenten kann dazu dienen, die Nachhaltigkeitsstrategie des Emittenten zu stärken. Dies kann dem Emittenten mittel- bis längerfristig helfen, qualitativ hochwertige und damit für den Markt attraktive Green Bonds zu emittieren. Während des Workshops bemerkten einige Investoren, dass sie Emittenten eine Einschätzung ihres Nachhaltigkeitsprofils zukommen lassen. Wenn diese Bewertung des Nachhaltigkeitsprofils darüber entscheidet, ob ein Investor in Anleihen des entsprechenden Emittenten investiert, kann dies ein Anreiz für Emittenten sein, die Themen Nachhaltigkeit sowie Umwelt- und Klimaschutz im jeweiligen Unternehmen stärker zu berücksichtigen. So können zum Beispiel die Nachhaltigkeitsabteilung eines Unternehmens dabei unterstützt werden, auf Managementebene Gehör für Umwelt- und Klimaschutzmaßnahmen zu finden. Neben Themen mit Bezug zu Nachhaltigkeit können in solch einer Interaktion auch generelle Informationsbedürfnisse etwa bzgl. Renditeerwartungen von beiden Seiten angesprochen werden.

Investoren können ihre Informationsbedürfnisse und Renditevorstellungen zudem in ihren Investitionsrichtlinien verankern. Sie geben Emittenten damit die Möglichkeit, ihre Green Bond Rahmenwerke und Management Prozesse an diese Anforderungen anzupassen. Beispielsweise hat die KfW gemeinsam mit dem BMUB Mindestanforderungen für Investitionen der KfW in Green Bonds entwickelt.

### **Erarbeitung einer Datenbasis mit umwelt- und klimabezogenen Informationen**

Für die umweltbezogene Beurteilung von Krediten und den zu Grunde liegenden Projekten fehlt häufig die notwendige Datenbasis. So wurde im Workshop mehrfach betont, dass es Emittenten beispielsweise an Informationen zu Energieeffizienz in Gebäuden in Deutschland mangelt, die sie (mit)finanziert haben. Für Unternehmenskredite besteht noch ein viel größerer Informationsbedarf hinsichtlich positiver Umwelt- und Klimaeffekte. Nur durch einen Überblick über vergleichbare Projekte sowie Informationen über die umweltrelevanten Kennzahlen im eigenen Portfolio kann ein Emittent glaubhaft darstellen, welcher Umwelt- und Klimaschutznutzen aus seinem Green Bond erwächst.

In einem ersten Schritt sollten Marktteilnehmer klären, mit Hilfe welcher Daten (neben den schon genannten Energieeffizienzdaten) die Grundlage für eine einfachere Emission von Green Bonds geschaffen werden könnte. In einem nächsten Schritt könnte eine koordinierende Stelle (ggfs. die oben vorgeschlagene Plattform) ein Forschungsprojekt anstoßen um solch eine Datenbasis zu erstellen. Die Finanzierung für ein solches Projekt könnte ebenfalls über öffentliche Mittel erfolgen, da die Informationen nicht nur für den Green Bonds Markt, sondern auch für weitere Akteure (im Fall von Energieeffizienzinvestitionen im Gebäudebereich etwa für die Immobilienbranche), von Nutzen sind.

### **Forschung zur Bewertung von Ausfallrisiken grüner Kredite**

Wie weiter oben beschrieben, könnte die Förderung des grünen Kreditgeschäfts über vergünstigte Zinsen und geringere Eigenkapitalanforderungen erfolgen. Damit würden grüne Kredite als Basis für die Nutzung von Green Bonds als Refinanzierungsinstrument gestärkt. Bislang gibt es aber noch zu wenig belastbare Daten über Unterschiede beim Ausfallrisiko zwischen konventionellen und grünen Kredite. Nur wenn grüne Kredite tatsächlich weniger risikoreich sind, sind Preisvorteile und eine Eigenkapitalprivilegierung gerechtfertigt. Zu dieser Frage könnte sowohl von öffentlicher Seite (BMF, BMUB, Bundesministerium für Bildung und Forschung (BMBF)) Forschung gefördert werden. Aber auch die Research-Abteilungen von Banken könnten verstärkt dieser Frage nachgehen und die Ergebnisse veröffentlichen.

## 6 Fazit

Der Green Bond Markt in Deutschland befindet sich an einem kritischen Punkt: Emissionen sind auf einen relativ kleinen Kreis von Emittenten beschränkt und insgesamt scheint die Dynamik des deutschen Green Bond Markts hinter dem anderer (europäischer) Länder zurückzubleiben. Zwar haben verschiedene deutsche Marktakteure ein Interesse daran, sich (noch) aktiver am Green Bond Markt zu beteiligen und diesen weiter zu entwickeln, jedoch bestehen aktuell noch diverse Hemmnisse, die das Marktwachstum behindern.

Hervorgehoben werden insbesondere die Transaktionskosten, die sowohl für Green Bond Emissionen als auch für Kapitalanlagen in Green Bonds vergleichsweise höher sind als bei konventionellen Anleihen. Diese erhöhten Kosten entstehen unter anderem dadurch, dass Emittenten den zusätzlichen Informationsbedürfnissen der Investoren, zum Beispiel in Bezug auf die Mittelverwendung, nachkommen müssen. Investoren sehen sich hingegen häufig gezwungen, Green Bond Emissionen zusätzlich auf verschiedene Kriterien hin zu überprüfen, da Richtlinien für Green Bonds Emissionen nicht allgemein verbindlich sind und keine allgemeingültigen Definitionen von grünen Projekten existieren.

Insgesamt herrscht Unklarheit darüber, wie eine Standardisierung von Green Bonds ausgestaltet werden kann, um den Ansprüche von Emittenten und Investoren gleichermaßen gerecht zu werden ohne dabei zusätzliche, nicht bezahlte Risiken zu erwirken. Wie die Diskussion jedoch gezeigt hat, lässt sich eine Standardisierung möglicherweise am effektivsten angehen, wenn die von der Standardisierung betroffenen Akteure aktiv an deren Gestaltung beteiligt sind. Generell wird zum aktuellen Zeitpunkt eine marktseitig getriebene Initiative im Bereich Green Bonds regulatorischen Maßnahmen vorgezogen, da es aufgrund des noch nicht vorliegenden Refinanzierungsvorteils durch Green Bonds und fehlender politischer Anreizinstrumente zu einem Rückzug vonseiten der Emittenten und somit zu einer Verlangsamung der Marktdynamik kommen könnte.

Eine der relevantesten Maßnahmen ist es, eine Dialog- und Netzwerkplattform zu schaffen, auf der sich bereits aktive, aber auch potenziell am Green Bond Markt interessierte Akteure auf ein gemeinsames Vorgehen verständigen können. Eine erste gemeinsame Aktivität wäre beispielsweise die Erstellung von Musterdokumentationen zur Mittelverwendung oder anderen Templates die den Ansprüchen deutscher Marktakteure entsprächen. Eine Plattform könnte sich ebenfalls auf Kriterien für grüne Kredite als Deckungsmasse für Green Covered Bonds oder auf Kriterien für Green Project Bonds einigen und auch andere in dieser Studie beschriebene Herausforderungen und Lösungsansätze tiefgehend diskutieren.

Eine weitere bedeutende Herausforderung für ein Wachstum des deutschen Green Bond Markts ist die mangelnde Verfügbarkeit grüner Projekte und Kredite, welche über Green Bonds (re)finanziert werden können. Nur wenn ausreichend „grüne“ Projekte und Investitionen in der Realwirtschaft und im Rahmen öffentlicher Infrastruktur zur Verfügung stehen, kann der Green Bond Markt signifikant wachsen. In dem Zusammenhang machten die Teilnehmer des Workshops auch deutlich, dass Green Bonds letztlich nur ein Mittel sein sollten, um den übergeordneten Zweck einer grünen und nachhaltigen Wirtschaft zu erzielen. Das Instrument Green Bonds ist aus umwelt- und klimapolitischer Sicht nur glaubwürdig, wenn es gelingt, zusätzliches Kapital für neue grüne Projekte bereitzustellen.

Der Finanzsektor kann helfen, privates Kapital für grüne Investitionen, unter anderem auch über Green Bonds, zu akquirieren. Der Impetus für grüne Projekte kann aber nicht aus dem Finanzsektor kommen, sondern muss in der Realwirtschaft entstehen. Dieser Punkt wurde auch wiederholt von den Teilnehmern des Stakeholder-Workshops betont. Eine zentrale

Forderung ist daher, auf politischer Ebene stärker Investitionen in Projekte zu fördern, die zur Erreichung des 2-Grad-Ziels beitragen. Außerdem wird insbesondere ein stärkeres Engagement deutscher Corporate Green Bond Emittenten als wirkungsvoller Hebel für den Green Bond Markt erachtet.

Mit der Green Bond Initiative Deutschland hat der VÖB einen ersten Schritt dahin unternommen, einen Austausch deutscher Green Bond Akteure zu einem nachhaltigen Wachstum des Green Bond Markts auf den Weg zu bringen. Der Stakeholder-Workshop sowie diese Studie sind Bestandteile hiervon. Nun müssen diese Bemühungen verstetigt und in einen institutionellen Rahmen gegossen werden.

## 7 Quellenverzeichnis

Allianz Global Investors (2016): Allianz Green Bond - A positive environmental impact alongside financial returns.

<https://www.allianzglobalinvestors.de/MDBWS/doc/Sustainability+Brochure+-+Green+Bond+EU+-+Q3.pdf?65d35d781e2632c68cfe6bdbbcc12bb1ea63cf0b>

Berlin (2016): Berlin Gemeinsam Gestalten. Koalitionsvereinbarung 2016-2021.

<https://www.spd.berlin/w/files/wahl2016/161116-koalitionsvertrag-final.pdf>

CBI: Labelled green bonds data.

<https://www.climatebonds.net/cbi/pub/data/bonds>

CBI: Sector Criteria available for certification.

<https://www.climatebonds.net/standard/available>

CBI: Sector Criteria available soon.

<https://www.climatebonds.net/standard/available-soon>

CBI (2017): Climate Bonds Standard, Version 2.1.

[https://www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2\\_1%20-%20January\\_2017.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2_1%20-%20January_2017.pdf)

CBI (2017): Green Bonds Highlights 2016.

<https://www.climatebonds.net/files/files/2016%20GB%20Market%20Roundup.pdf>

Channel NewsAsia (2017): MAS to offset cost of issuing green bonds with new grant scheme.

<http://www.channelnewsasia.com/news/business/mas-to-offset-cost-of-issuing-green-bonds-with-new-grant-scheme-8603578>

Cochu et al. (2016): Study on the potential of green bond finance for resource-efficient investments.

Brussels: European Commission.

<http://ec.europa.eu/environment/enveco/pdf/potential-green-bond.pdf>

Deutsche Bank (2015): Deutsche Bank investiert 1 Mrd. Euro in Portfolio grüner Anleihen.

<https://www.db.com/cr/de/konkret-Deutsche-Bank-investiert-in-portfolio-gruener-Anleihen.htm>

EC DG CLIMA (2015), Shifting Private Finance towards Climate-Friendly Investments. Brussels: European Commission.

[https://ec.europa.eu/clima/sites/clima/files/international/finance/docs/climate-friendly\\_investments\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/clima/sites/clima/files/international/finance/docs/climate-friendly_investments_en.pdf)

Europäische Kommission (2016): Delegierte Verordnung (EU) 2016/467

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0467&from=DE>

G20 Green Finance Study Group (2016): G20 Green Finance Synthesis Report.

[http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis\\_Report\\_Full\\_EN.pdf](http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf)

Green Bond Principles: Resource Centre.

<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/gbp-resource-centre/>

ICMA (2016): Green Bond Principles, 2016.

<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/green-bond-principles/>

ICMA (2017): The Green Bond Principles 2017.

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/GreenBondsBrochure-JUNE2017.pdf>

KfW: KfW Green Bond Portfolio.

<https://www.kfw.de/nachhaltigkeit/KfW-Konzern/Nachhaltigkeit/Nachhaltige-Unternehmensprozesse/Nachhaltiges-Investment/KfW-Green-Bond-Portfolio/>

LBBW (2017): LBBW Blickpunkt. Alles was Sie über Green Bonds wissen müssen.

[https://www.lbbw.de/mm/media/research/downloads\\_research/blickpunkt/2017\\_1/20170224\\_LBBW\\_Research\\_Blickpunkt\\_Green\\_Bonds.pdf](https://www.lbbw.de/mm/media/research/downloads_research/blickpunkt/2017_1/20170224_LBBW_Research_Blickpunkt_Green_Bonds.pdf)

MEP (2017): Zertifizierte 30 Millionen Green Loan Tranche platziert.

<https://mep-werke.de/press/erste-30-millionen-euro-tranche-des-climate-bond-zertifizierten-green-loans-aus-dem-mep-green-financing-programm-fuer-solar-vermietung-platziert/>

Ministerium für Klimaschutz, Umwelt, Landwirtschaft, Natur- und Verbraucherschutz des Landes Nordrhein-Westfalen (2017): Dritte Nachhaltigkeitsanleihe aus NRW.

<https://www.umwelt.nrw.de/presse/detail/news/2017-02-28-dritte-nachhaltigkeitsanleihe-aus-nrw-nachfrage-von-investoren-ungebrochen/>

Moody's (2016): Moody's publishes methodology on Green Bonds Assessment.

[https://www.moody.com/research/Moodys-publishes-methodology-on-Green-Bonds-Assessment--PR\\_346585](https://www.moody.com/research/Moodys-publishes-methodology-on-Green-Bonds-Assessment--PR_346585)

Nordex (2016): Nordex begibt erfolgreich ersten „Green Schuldschein“ im Volumen von EUR 550 Mio.

[http://www.nordex-online.com/de/news-presse/newsdetail.html?tx\\_ttnews%5Btt\\_news%5D=2736&cHash=40cceb6d8](http://www.nordex-online.com/de/news-presse/newsdetail.html?tx_ttnews%5Btt_news%5D=2736&cHash=40cceb6d8) .

NordLB (2016): Green Bonds - Nachhaltigkeit im Trend. Fixed Income Research - Financial Special.

[https://www.nordlb.de/fileadmin/redaktion/analysen\\_prognosen/financials/specials/2016/20160921\\_FinancialSpecial.pdf](https://www.nordlb.de/fileadmin/redaktion/analysen_prognosen/financials/specials/2016/20160921_FinancialSpecial.pdf)

NRW.BANK (2017): Mit Green Bonds das Klima schützen.

[http://www.stadt-und-werk.de/meldung\\_26266\\_Mit+Green+Bonds+das+Klima+sch%C3%BCtzen.html](http://www.stadt-und-werk.de/meldung_26266_Mit+Green+Bonds+das+Klima+sch%C3%BCtzen.html)

Standard&Poor's Global (2016): Updated Proposal For A Green Bond Evaluation.

[http://media.spglobal.com/documents/SPGlobal\\_Ratings\\_Article\\_14+November+2016\\_Updated+Proposal+for+a+Green+Bond+Evaluation.pdf](http://media.spglobal.com/documents/SPGlobal_Ratings_Article_14+November+2016_Updated+Proposal+for+a+Green+Bond+Evaluation.pdf)

Standard&Poor's Global Ratings (2017): S&P Global Ratings Green Evaluation: Time to Turn Over a New Leaf?

<https://www.spratings.com/documents/20184/1481001/Green+Evaluation/bbcd37ba-7b4f-4bf9-a980-d04aceeffa6b>

Task Force on Climate-related Financial Disclosures (2016): Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures.

[https://www.fsb-tcfd.org/wp-content/uploads/2016/12/16\\_1221\\_TCFD\\_Report\\_Letter.pdf](https://www.fsb-tcfd.org/wp-content/uploads/2016/12/16_1221_TCFD_Report_Letter.pdf)

Union Investment (2017): Union Investment startet ersten Green-Bonds-Fonds.

<https://unternehmen.union-investment.de/startseite-unternehmen/presse-service/pressemitteilungen/alle-pressemitteilungen/2017/Union-Investment-startet-ersten-Green-Bonds-Fonds.html>

vdp (2016): Der Pfandbrief 2016 / 2017. Fakten und Daten zu Europas führendem Covered Bond.

[https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/navpictures/000FF89A/\\$FILE/DE\\_PFB2016-2017\\_web.pdf](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/navpictures/000FF89A/$FILE/DE_PFB2016-2017_web.pdf)

VÖB (2016) : Das Schuldscheindarlehen - Best Practice für die Europäische Kapitalmarktunion.

<https://www.voeb.de/download/schuldscheindarlehen-best-practice-kapitalmarktunion>

Wallstreet:online (2017): Green Bonds – Gutes Klima für grüne Anleihen?

<https://www.wallstreet-online.de/nachricht/9390366-green-bonds-gutes-klima-gruene-anleihen>

## 8 Annex: Glossar

### **Climate Bonds Standard**

Der von der Climate Bonds Initiative (CBI) initiierte und koordinierte Climate Bonds Standard (Version 2.1) legt die Anforderungen fest, die Emittenten vor bzw. nach einer Bond Emissionen erfüllen müssen, wenn sie eine Climate Bond Zertifizierung erlangen bzw. diese aufrechterhalten möchten. Der Climate Bonds Standard orientiert sich an den GBP, legt jedoch detailliertere Anforderungskriterien fest und wird insbesondere durch eine umfassende Climate Bonds Taxonomie ergänzt. Für sechs der in der Taxonomie enthaltenen Sektoren wurden zudem konkrete Auswahl- bzw. Ausschlusskriterien entwickelt, die eine Identifizierung relevanter grüner Investitionen ermöglichen: Solar, Wind, Gebäude, Transport, Geothermie und Wasser. Weitere Kriterien in den Sektoren Bioenergie, Landnutzung, Wasserkraft, Meere, Abfallmanagement und Informationstechnologie werden momentan entwickelt.

### **Divestment**

Divestment beschreibt den aktiven Abzug von Vermögenswerten aus Sektoren, Unternehmen oder Staaten, die kritisierte Aktivitäten betreiben. Besonders häufig wird der Begriff im Zusammenhang mit dem Ausstieg aus Sektoren verwendet, die stark von fossilen Energieträgern abhängig sind.

### **Ear-Marking, Flagging und Ring-Fencing**

Ear-Marking von Green Bond Erlösen bedeutet, dass die erhaltenen Mittel nur für die vorher festgelegten Zwecke verwendet werden. Flagging beschreibt die Kennzeichnung von grünen Aktiva, welche über einen Green Bond (re)finanziert werden können, wobei das Flagging nach zuvor festgelegten Kriterien erfolgt. Ring-Fencing bezeichnet im Zusammenhang mit Green Bonds die „Einzäunung“ bzw. finanzielle Separierung von Vermögenswerten, um eine anderweitige Nutzung dieser Vermögenswerte zu verhindern.

### **G20 Green Finance Study Group**

Die G20 Green Finance Study Group (GFSG) wurde unter der chinesischen Präsidentschaft der G20 im Jahr 2016 ins Leben gerufen. Das Mandat der GFSG ist es, institutionelle und marktbasierende Barrieren für eine grüne Finanzierung sowie Maßnahmen zur Mobilisierung von privatem Kapital für grüne Investitionen zu identifizieren. Die GFSG hat zu diesem Zweck im Jahr 2016 einen Bericht vorgelegt, in dem unter anderem Möglichkeiten zur Förderung von Green Bond Märkten beschrieben werden.

### **Green Bond Principles**

Die Green Bond Principles (GBP) sind freiwillige Leitlinien für die Begebung von Green Bonds, die Best Practice und Transparenz bei Projektauswahl, Mittelverwendung, Berichterstattung und externe Verifizierung empfehlen. Die GBP werden von der International Capital Markets Association (ICMA) betreut.

### **Green Bond Rahmenwerk**

Green Bond Rahmenwerke sind Dokumente, in denen Emittenten Aspekte ihrer Green Bonds bzw. ihrer Green Bond Programme festlegen. Häufig dienen die vier Komponenten der Green Bond Principles (Stand 2016) zur Strukturierung der Rahmenwerke. Die Rahmenwerke werden zumeist öffentlich kommuniziert und dienen somit als Informationsquellen für potenzielle Investoren und andere interessierte Akteure.

**Hidden stranded assets**

Hidden stranded assets sind Vermögenswerte, die vorzeitig abgeschrieben, abgewertet oder in Verbindlichkeiten umgewandelt werden. Der Begriff wird insbesondere im Zusammenhang mit Umwelt- und Klimarisiken verwendet und beschreibt dabei Vermögenswerte, die aufgrund ihrer umwelt- oder klimaschädlichen Wirkungen und der sich verändernden Marktbedingungen und Regularien an Wert verlieren.

**High Level Expert Group on Sustainable Finance**

Die High Level Expert Group (HLEG) on Sustainable Finance wurde von der Europäischen Kommission im Jahr 2016 etabliert und hat ihre Arbeit im Januar 2017 aufgenommen. Aufgabe der HLEG ist es, die Herausforderungen und Chancen einer nachhaltigen Finanzierung für die EU zu identifizieren und Empfehlungen für ein Reformprogramm zu entwickeln. Mit diesen Aktivitäten soll die HLEG zur Entwicklung einer übergreifenden und umfassenden EU-Strategie für nachhaltige Finanzierung im Rahmen der Kapitalmarktunion beitragen. Die HLEG setzt sich aus 20 Vertretern der Zivilgesellschaft, der Wirtschaft und anderer nicht-öffentlicher Institutionen zusammen.

**Labelled Green Bonds**

Labelled Green Bonds (mögliche deutsche Übersetzung: gekennzeichnete Green Bonds) sind Bonds, deren Erlöse zur (Re)Finanzierung von grünen Projekten genutzt werden und die von ihren Emittenten explizit als grün bezeichnet werden. „Climate-aligned Bonds“ umfassen darüber hinaus nach der Definition der Climate Bonds Initiative auch all jene Bonds, die von Emittenten mit nachhaltigem Geschäftsmodell emittiert werden, ohne als grün gekennzeichnet zu sein. In diesem Fall könnte man auch von „Unlabelled“ Green Bonds sprechen, allerdings ist dies kein weit verbreiteter Begriff.

**Nationally Determined Contributions**

In den Nationally Determined Contributions (NDCs, mögliche deutsche Übersetzung: National festgelegte Beiträge) legen Länder ihre Klimaschutz- (und Anpassungs-)Ziele fest und melden diese dem Sekretariat der UN-Klimarahmenkonvention. Ursprünglich als „Intended Nationally Determined Contributions“ eingereichte Beiträge werden für das jeweilige Land bindend, sobald es das Pariser Klimaabkommen ratifiziert. Bis Juni 2017 haben insgesamt 142 Vertragsparteien ihre NDCs eingereicht.

**Second Party Opinions**

Second Party Opinion (SPO) oder auch Second Party Review ist eine am Green Bond Markt etablierte unabhängige Bewertung eines Green Bonds. SPOs werden zumeist durch Nachhaltigkeit-Ratingagenturen durchgeführt, welche die „grüne“ Qualität des Green Bonds prüfen und somit für Investoren neben beispielsweise Green Bond Ratings eine weitere Due Diligence Quelle zur Beurteilung ihrer grünen Anlage sind.

**Task Force on Climate-related Financial Disclosures**

Die Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) wurde im Dezember 2015 vom internationalen Financial Stability Board (FSB) mit dem Ziel gegründet, Empfehlungen für freiwillige, klimabezogene finanzielle Offenlegungen zu entwickeln. Durch solche Offenlegungen sollen die Informationsbasis für Kreditgeber, Versicherer und Investoren verbessert und Klimarisiken frühzeitig identifiziert werden. Entsprechende Empfehlungen wurden im Dezember 2016 veröffentlicht und stehen derzeit zur Konsultation. Eine finale Veröffentlichung wird für Sommer 2017 erwartet. Die TCFD setzt sich aus über 20 Vertretern der Wirtschaft und des Finanzsektors zusammen.