



Mai 2018



# Megatrend Energie und Klimawandel

Green Bonds: Mächtig Rückenwind für die neue Asset-Klasse

### Das Wichtigste im Überblick

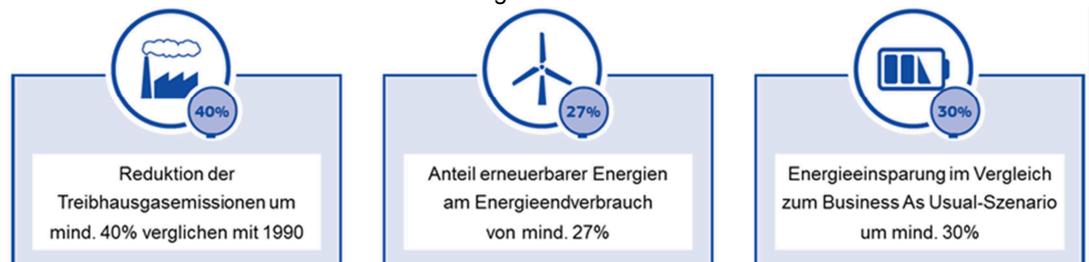
- Mit der UN-Agenda 2030 und dem Pariser Abkommen hat die Politik wichtige Weichen für die Förderung von nachhaltigen Investitionen gestellt. Die EU-Kommission hat einen Aktionsplan vorgelegt, von dessen Maßnahmen Green Bonds im Besonderen profitieren werden.
- 2017 legte das Bruttoneuemissionsvolumen von Green Bonds bereits um 80% auf 155,5 Mrd. USD kräftig zu. Das gesamte ausstehende Marktvolumen liegt bei rund 328 Mrd. USD. Für 2018 erwarten wir ein weltweites Emissionsvolumen von 190 bis 210 Mrd. USD.
- Inzwischen haben sich Green Bonds zu einer eigenständigen, segmentübergreifenden Asset-Klasse am Anleihemarkt entwickelt, denn zu den Supranationals und nationalen Förderbanken haben sich weitere öffentliche Emittenten sowie Banken und Unternehmen sowie zuletzt auch Staaten hinzugesellt. Auch produktseitig haben Green Bonds durch Emissionen in Form von ABS und Covered Bonds an Vielfalt gewonnen.
- Auf Investorensseite haben sich vier Strategien zur Ausrichtung auf nachhaltige Anlagen herausgebildet. Eine Gegenüberstellung des Rendite-Risiko-Profiles und der Kosten dominiert die Nachfrage. Politische Anreize können neue Impulse geben. Wichtig wären einfachere Klassifizierungsregelungen.
- Emittenten versprechen sich Marketing-Vorteile, eine breitere Investorenbasis und günstigere Finanzierungskosten. Aktuell ist allerdings noch kein Renditeunterschied zu konventionellen Anleihen auszumachen. Auch hier sind die politischen Weichenstellungen entscheidend.

### Politik will mehr Investitionen in Nachhaltigkeit um Klimaziele zu erreichen

- In der EU sind 180 Mrd. Euro für Nachhaltigkeit notwendig

Mit der Annahme der UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung im September 2015 sowie der Unterzeichnung des Übereinkommens von Paris im Dezember 2015 gab es auf politischer Ebene neue Impulse, um die Haltung gegenüber dem Klimawandel und nachhaltiger Wirtschaft zu verändern. Im Rahmen der Resolution der UN-Vollversammlung verpflichteten sich die Mitgliedstaaten bis zum Jahr 2030 Ziele nachhaltiger Entwicklung (Sustainable Development Goals) anzustreben. Im Pariser Abkommen wurde beschlossen, die globale Erwärmung bis 2050 auf deutlich unter 2°C, möglichst aber auf 1,5°C im Vergleich zum vorindustriellen Niveau zu begrenzen.

EU setzt sich ambitionierte Ziele für Nachhaltigkeit bis 2030



Quelle: EU-Kommission, BayernLB Research

Die Politik strebt dabei auch wirtschaftliche Ziele an. Denn die Kosten des Klimawandels schlagen sich bereits deutlich nieder. Zwischen 2000 und 2016 hat die jährliche Zahl wetterbedingter Katastrophen weltweit um 46% zugenommen. Die wirtschaftlichen Verluste durch extreme Wetterereignisse erhöhten sich zwischen 2007 und 2016 sogar um 86%. Von diesen Anstiegen geht ein systemisches Risiko für das Finanzsystem aus, genauso wie von einer abrupten Änderung der politischen Rahmenbedingungen, die zur Neubewertung von CO<sub>2</sub>-intensiven Vermögenswerten führen kann. Die Einhaltung der definierten

Klimaziele erfordert in den kommenden Jahren weltweit Investitionen in enormen Dimensionen. Eine Herkulesaufgabe, die angesichts der vielfach zu hohen Staatsverschuldung zweifelsohne nicht alleine durch die öffentlichen Haushalte bewältigt werden kann, sondern auf eine breite Basis (darunter auch die Privatwirtschaft) gestellt werden muss. Je früher mit nachhaltiger Finanzierung begonnen wird, desto besser kann die Wirtschaft die Probleme des Klimawandels schultern.

In der EU sind laut EU-Kommission jährlich rund 180 Mrd. Euro an zusätzlichen Investitionen nötig, um die in Paris vereinbarten Ziele, etwa die Senkung der Treibhausgasemissionen um 40 %, zu erreichen. Dabei spielt der Finanzsektor eine Schlüsselrolle, denn große Summen an privatem Kapital müssen für solche nachhaltigen Investitionen mobilisiert werden.

### EU legt Aktionsplan für nachhaltige Finanzierungen vor

- ▶ EU hat drei Ziele im Blick

Die hochrangige Expertengruppe (High-Level Expert Group, HLEG) zu nachhaltiger Finanzwirtschaft, die von der EU-Kommission im Dezember 2016 eingerichtet wurde, hat Ende Januar 2018 ihren abschließenden Bericht veröffentlicht. Dessen Empfehlungen bilden die Grundlagen für die neue Nachhaltigkeitsstrategie der EU-Kommission. Am 08.03. hat die EU-Kommission nun ihren Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums präsentiert.

Der Aktionsplan zielt insbesondere darauf ab

- die Kapitalflüsse auf nachhaltige Investitionen zu lenken, um ein nachhaltiges und integratives Wachstum zu erreichen
- finanzielle Risiken, die sich aus dem Klimawandel, der Ressourcenknappheit, der Umweltzerstörung und sozialen Problemen ergeben, zu bewältigen
- Transparenz und Langfristigkeit in der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit zu fördern und unangemessene Forderungen nach kurzfristiger Rendite zu Lasten der mittel- bis langfristigen Ziele zu reduzieren

- ▶ Umfangreicher Maßnahmenkatalog der EU

Die wichtigsten vorgeschlagenen Maßnahmen beleuchten wir im Folgenden:

#### **Einführung eines Klassifizierungssystems für nachhaltige Investitionen**

Ein Klassifizierungssystem („Taxonomie“) soll Klarheit schaffen, was tatsächlich nachhaltig ist und was nicht, und in welchem Bereich/Sektor Investitionen am dringendsten sind. Dies wird als die wichtigste und dringlichste Maßnahme des Aktionsplans definiert und soll Signalwirkung für Investoren haben. Zur Schaffung von mehr Rechtssicherheit wird die Taxonomie in die EU-Rechtsvorschriften integriert. Die Taxonomie soll schrittweise – zunächst für klimawandelbezogene und anschließend auch für umwelt- und sozialpolitisch nachhaltige Investitionen – erarbeitet werden. Aufgrund der Komplexität eines solchen Systems wird es Zeit brauchen, bis alle Bereiche abgedeckt sein werden. Zudem wird eine laufende Überwachung erforderlich sein. Ein erster Legislativvorschlag für eine Verordnung zu Prinzipien und Rahmen für ein nachhaltiges Klassifizierungssystem von Finanzanlagen soll noch im Mai 2018 veröffentlicht werden.

#### **Einführung von Normen und Kennzeichen für nachhaltige Finanzprodukte**

Bis zum dritten Quartal 2019 soll dann ein entsprechendes Gesetz auf den Weg gebracht werden, das die Einführung eines wegweisenden EU-Öko-Labels ermöglicht und Anlegern die Auswahl entsprechender Produkte erleichtert. Denn der Mangel an klar gekennzeichneten Finanzprodukten hindert Anleger daran, ihre Mittel direkt in nachhaltige Investitionen zu lenken. Der Norm für grüne Anleihen sollen Normen für andere Assets folgen, um einen Wildwuchs bei Nachhaltigkeitsbezeichnungen zu verhindern. Im Rahmen der Prospektver-

ordnung möchte die EU-Kommission zudem verbindlich festlegen, welchen Inhalt ein Prospekt für Emissionen grüner Anleihen aufweisen muss. Damit soll „Greenwashing“, also eine Vortäuschung ökologischen Verhaltens, erschwert werden.

### **Präzisierung der Pflichten von Vermögensverwaltern und institutionellen Anlegern**

Damit Nachhaltigkeitsaspekte in die Investmententscheidung stärker einbezogen werden, plant die EU-Kommission noch im zweiten Quartal 2018 die delegierten Rechtsakte zur MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) und zur IDD (Insurance Distribution Directive) zu ändern. Damit soll sichergestellt werden, dass die Nachhaltigkeitspräferenzen von Anlegern im Rahmen der Eignungsbeurteilung berücksichtigt und nachvollziehbar werden. Auf dieser Grundlage soll in weiterer Folge die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) ihre Leitlinien zur Eignungsbeurteilung bis zum vierten Quartal 2018 aktualisieren. Zudem sollen institutionelle Investoren ausdrücklich angehalten werden, Nachhaltigkeitsaspekte in den Entscheidungsprozess für Investitionen einzubeziehen.

### **Detaillierte Offenlegung von Informationen über Nachhaltigkeit**

Die Offenlegung nicht-finanzieller (ESG-)Informationen, die seit Anfang 2018 für große Unternehmen von öffentlichem Interesse verpflichtend ist, soll verbessert werden. Bis zum zweiten Quartal 2019 wird die EU-Kommission die Leitlinien für nicht-finanzielle Informationen überarbeiten.

### **Einbindung von Nachhaltigkeitsfaktoren in Rating- und Risikomanagement-Prozesse**

Das Thema Nachhaltigkeit soll künftig generell im Rating-Prozess verankert werden. Dazu möchte die EU-Kommission eine Änderung der Verordnung über Ratingagenturen prüfen, welche die Agenturen verpflichten soll, Nachhaltigkeitsfaktoren ausdrücklich in ihre Bewertungen einfließen zu lassen.

### **Regulatorische Besserstellung nachhaltiger Investitionen**

Zur Diskussion steht, die Kapitalanforderung für grüne Investments von Banken zu senken, um solche Investments attraktiver zu machen. Voraussetzung dafür sei die klare Klassifizierung sowie der Nachweis, dass mit grünen Investments auch langfristig geringeres Risiko einhergeht. EU-Kommissar Dombrovskis steht diesem Thema positiv gegenüber. Auch der Europaabgeordnete Peter Simon (SPD) schlägt vor mit der Überarbeitung der EU-Kapitalrichtlinie (CRD IV) eine bevorzugte Behandlung grüner Vermögenswerte einzuführen. Diese könne analog zum bereits eingesetzten KMU-Faktor, durch den Kredite an kleine und mittelständische Unternehmen eine geringere Risikogewichtung erfordern, auch für nachhaltige Engagements eingeführt werden. Finanzstabilität sei die Voraussetzung für Nachhaltigkeit, betonen alle Befürworter der Besserstellung. Daher müssen Kapitalanforderungen jedenfalls risikobasiert bleiben. Es sei hier weitere Forschung notwendig, um einen niedrigeren Risikogehalt von grünen Assets zu belegen. Eine Fehlsteuerung durch politische Anreize könnte zu einer grünen Blase führen. Inwieweit der Nachweis eines geringeren Risikos gelingen kann, bleibt aus unserer Sicht allerdings abzuwarten. Die Bundesbank steht dieser Idee erwartungsgemäß kritisch gegenüber. Sie sieht eine Vermischung von Zielen, die gefährlich sei. Eine aktuelle Studie äußert sich ebenso klar ablehnend. Ein „Green Supporting Factor“ für Banken sei unverantwortlich vor dem Hintergrund, dass im Voraus nicht klar sei, welche Technologien oder Lösungen sich zukünftig durchsetzen.<sup>1</sup> Banken könnten beim Risikomanagement von bestimmten Anlagen bei entsprechender Incentivierung ein Auge zudrücken. Stattdessen wird ein Strafzuschlag bei der Finanzierung von Vermögenswerten ins Spiel gebracht, die mit fossilen Brennstoffen in Zusammenhang stehen. Damit würden die klimabedingten Transitionsrisiken im Kreditrisi-

<sup>1</sup> Boot, Schoenmaker (2018) via Bruegel: Climate change adds to risk for banks, but EU lending proposals will do more harm than good

ko dieser Vermögenswerte transparent erfasst und entsprechend eingepreist. Anders als der Green Supporting Factor ließe diese Maßnahme den Kapitalbedarf der Banken ansteigen.

Bedenken der Finanzbranche, dass die derzeitigen Rechnungslegungs- und Aufsichtsvorschriften für nachhaltige Investitionsentscheidungen nicht zielführend seien, möchte die EU-Kommission schnellstmöglich adressieren. Rechnungslegungsstandards dürfen weder direkt noch indirekt nachhaltige und langfristige Investitionen behindern. Im vierten Quartal 2018 wird die Kommission beispielsweise über die Auswirkungen von IFRS 9 auf langfristige Investitionen Bericht erstatten.

Last but not least – und dies ist aus unserer Sicht sehr zu begrüßen – möchte die EU-Kommission den Proportionalitätsgedanken bei regulatorischen Vorschriften aufgreifen. Um speziell kleinere Banken in die Strategie zu integrieren, soll untersucht werden, ob die komplexen aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen mit einer One-Size-Fits-All-Herangehensweise adäquat ausgestaltet werden können. Auch im Hinblick auf die Finalisierung von Basel III, die im Dezember 2017 beschlossen wurde, gilt es sicherzustellen, dass deren Umsetzung auf EU-Ebene keine Beschränkung der Finanzierungstätigkeit in kritischen Bereichen für die Nachhaltigkeitsstrategie bringt.

#### **Fazit: Der politische Rückenwind für nachhaltige Investitionen wird noch stärker**

Der Maßnahmenplan der EU sowie die globale Grundströmung legen nahe, dass die politische Unterstützung von nachhaltigen Investitionen künftig noch stärker wird. Zwar können regulatorische Irrwege temporär nicht ausgeschlossen werden. Es ist aber mit einer regulatorischen Besserstellung von nachhaltigen Investitionen auf Sicht der kommenden 5 Jahre zu rechnen.

### Was sind Green Bonds?

- ▶ Zentrales Abgrenzungsmerkmal zu konventionellen Anleihen ist die „grüne“ Mittelverwendung
- ▶ Grundsätzlich kein Unterschied zu traditionellen Anleihen
- ▶ Second Opinions bestätigen den „grünen“ Charakter der jeweiligen Emission

Green Bonds sind – vereinfacht ausgedrückt – alle Arten von Anleihen, deren Emissionserlös ausschließlich für die Finanzierung oder Refinanzierung von Investitionen in den Umwelt- und Klimaschutz verwendet wird. Es kann sich dabei also um neue oder bereits bestehende Projekte handeln. Die Mittelverwendung und damit einhergehende Aspekte bilden das zentrale Charakteristikum von Green Bonds. Ansonsten sind Green Bonds im Hinblick auf Merkmale und Strukturen weitestgehend identisch zu konventionellen Anleihen. Das Risikoprofil stellt sich nicht wesentlich anders dar und wird primär von der Kreditqualität des jeweiligen Emittenten getrieben. In einer engeren Auslegung wird der Begriff Green Bond lediglich für sogenannte gekennzeichnete (= „gelabelte“) Emissionen verwendet. Das bedeutet, dass diese Emissionen in der Regel vom Emittenten selbst explizit als „grün“ und damit als Green Bond klassifiziert werden<sup>2</sup>. Dies geschieht jedoch nicht willkürlich. Zum einen lässt sich die Mehrheit der Emittenten bereits heute durch externe, unabhängige Organisationen (zu den wichtigsten zählen CICERO, Sustainalytics, Vigeo und Oekom) in Form von sogenannten Second Opinions prüfen und den „grünen“ Charakter der jeweiligen Emission bestätigen. Zum anderen wurden in den vergangenen Jahren durch die Finanz-Community (Vertreter von Emittenten, Investoren und Intermediären) Rahmenbedingungen geschaffen, die den Marktteilnehmern (Emittenten und Investoren) im Green Bond Segment eine wichtige Orientierungshilfe geben.

### Vier Punkte definieren Green Bonds

- ▶ Climate Bond Standards und Green Bond Principles setzen die Rahmenbedingungen

So definieren die von der **Climate Bond Initiative** (eine von Banken, institutionellen Investoren und weiteren Stakeholdern finanzierte Plattform zur Förderung des Marktsegments) veröffentlichten **Climate Bond Standards**, welche Investitionsprojekte konkret als „grün“ eingestuft werden können. Die **Green Bond Principles**<sup>3</sup> (= GBP) dienen dazu, die Integrität im Green Bond Markt durch Richtlinien zur Transparenz zu fördern. Allerdings stellen die GBP lediglich ein freiwilliges Rahmenkonzept mit empfehlendem Charakter dar. Aus Sicht der Climate Bond Initiative qualifizieren sich jedoch nur solche Anleihen als Green Bonds, die die GBP einhalten. Die vier Kernkomponenten der GBP bestehen aus der (ggf. sukzessiven) Verwendung der Emissionserlöse, dem Prozess der Projektbewertung und -auswahl, dem Management der Emissionserlöse sowie der Berichterstattung.

Die vier Kernpunkte der Green Bond Principles

Mittelverwendung	Prozess Projektevaluierung und -auswahl	Verwaltung des Emissionserlöses	Reporting
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beschreibung der Verwendung des Emissionserlöses</li> <li>• Nur Finanzierung nachhaltig vorteilhafter Umweltprojekte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Offenlegung des/r Entscheidungsprozesses/-kriterien</li> <li>• Spezifizierung der einzelnen grünen Investitionsprojekte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emissionserlös sollte separat verwaltet werden (Ring-fencing) oder zumindest anderweitig adäquat getrackt werden können</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emittent soll mind. 1x jährlich über die Projekte berichten, für die der Emissionserlös verwendet wurde</li> </ul>

Quelle: ICMA<sup>4</sup>, BayernLB Research

<sup>2</sup> Wir orientieren uns im Hinblick auf die Marktentwicklung von Green Bonds an den Kriterien und der Selektion der Climate Bond Initiative (= CBI).

<sup>3</sup> [www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/GreenBondsBrochure-JUNE2017.pdf](http://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/GreenBondsBrochure-JUNE2017.pdf)

<sup>4</sup> Die International Capital Markets Association (ICMA) ist ein internationaler Branchenverband für Kapitalmarktteilnehmer (Sitz: Zürich) mit mehr als 530 Mitglieder in über 60 Ländern weltweit. Die Mitglieder umfassen Emittenten, Intermediäre (Banken und Finanzdienstleister), Investoren sowie Anbieter von Kapitalmarktinfrastruktur.

► Neun geeignete Projektkategorien

Beim Kernstück von Green Bonds – der grünen Mittelverwendung – erkennen die GBP eine breit gefächerte Menge an grünen Verwendungszwecken an. Die GBP listen insgesamt neun geeignete Projektkategorien mit den am weitesten verbreiteten grünen Projektarten auf, die durch den Green Bond Markt gefördert werden bzw. künftig gefördert werden sollen. Diese Auflistung wird explizit als nicht abschließend bezeichnet, d.h. grundsätzlich sind auch weitere Verwendungszwecke denkbar.

Klassifizierung „grüner“ Projekte im Hinblick auf die Mittelverwendung von Green Bond Emissionen  
Neun Projektkategorien gemäß den Green Bond Principles

Projektkategorie	Beispiele
<b>Erneuerbare Energien</b>	einschließlich der Produktion, Übertragung und Verteilung, Anwendungen und Produkte
<b>Energieeffizienz</b>	z.B. in Neubauten sowie renovierten Gebäuden, bei Energiespeichertechnik, Fernwärmesystemen, intelligenten Netzen, Anwendungen und Produkten
<b>Verschmutzungsprävention und -kontrolle</b>	u.a. Abwasseraufbereitung, Reduktion der Luftverschmutzung, Treibhausgaskontrolle, Bodenaufbereitung, Abfallprävention und -reduktion, energie- und emissionseffiziente Müllverbrennungsanlagen sowie Abfallrecycling, Abfallaufbereitung zu erneut mehrwertbietenden Produkten, sowie anschließende Umweltüberwachung
<b>Ökologisch nachhaltiges Management lebender natürlicher Ressourcen und Landnutzung</b>	u.a. ökologisch nachhaltige Landwirtschaft, ökologisch nachhaltige und artgerechte Tierhaltung, intelligente landwirtschaftliche Betriebsmittel wie etwa biologischer Pflanzenschutz und wassersparende Tröpfchenbewässerung, ökologisch nachhaltige Fischerei und Aquakultur, ökologisch nachhaltige Forstwirtschaft einschließlich Erst- und Wiederaufforstung und Erhalt und Restaurierung von Landflächen
<b>Erhalt der terrestrischen und marinen Artenvielfalt</b>	einschließlich Schutz von Küsten, Meeresumwelt und Wassereinzugsgebieten
<b>Sauberer Transport</b>	u.a. Elektro- und Hybridmobilität, öffentlicher Nah- und Schienenverkehr, nicht-motorisierter und multimodaler Transport, Infrastruktur für mit sauberer Energie betriebene Fahrzeuge und Reduktion von Schadstoffemissionen
<b>Nachhaltiges Wasser- und Abwassermanagement</b>	einschließlich nachhaltiger Infrastruktur für sauberes Wasser und/oder Trinkwasser, Abwasseraufbereitung, nachhaltige Stadtentwässerung und Flussregulierung sowie andere Maßnahmen gegen Überschwemmungen
<b>Anpassung an den Klimawandel</b>	inklusive unterstützender Informationssysteme wie Klimabeobachtungs- und Frühwarnsysteme
<b>Umwelteffiziente und/oder für die Kreislaufwirtschaft geeignete Produkte, Produkttechnologien und Prozesse</b>	wie z.B. die Entwicklung und Einführung umweltfreundlicher Produkte mit Umweltsiegeln oder -zertifikaten, ressourcenschonende Verpackung und Vertrieb
<b>Umweltfreundliche Gebäude</b>	welche regional, national oder international anerkannte Standards oder Zertifizierungskriterien erfüllen

Quelle: ICMA, BayernLB Research

Eine wesentliche Aufgabe der Organisation ist die Selbstregulierung des Kapitalmarktgeschäftes mit Fokus auf den internationalen Fremdkapitalmärkten. Die ICMA erarbeitet Regeln, Standards und Verhaltenskodizes zu Handelsgeschäften.

### Vier Arten von Green Bonds

- ▶ Green Bond Principles unterscheiden vier verschiedene Green Bond Typen

Die Green Bond Principles unterscheiden auch in der aktuellen Version vier verschiedene Arten von Green Bonds, die sich insbesondere im Hinblick auf die Stellung der Gläubiger differenzieren lassen (siehe Tabelle). Die mit Abstand häufigste Variante unter den ausstehenden Green Bonds sind die „Standard Green Use of Proceeds Bonds“. Weitere Varianten können sich künftig aus der Weiterentwicklung des Green Bond Segments heraus entwickeln.

Die vier Green Bond Typen (gemäß Green Bond Principles)

Green Bond Typen	Struktur / Gläubigerposition
<b>Standard Green Use of Proceeds Bond</b>	Konventionelle Anleihe mit Rückgriff auf den Emittenten
<b>Green Revenue Bond</b>	Konventionelle Anleihe ohne Rückgriff auf den Emittenten; das Kredit-Exposure besteht gegenüber den Zahlungsströmen des bzw. der finanzierten grünen Projekte
<b>Green Project Bond</b>	Gläubiger ist direkt den Projektrisiken des bzw. der finanzierten „grünen Projektes“ ausgesetzt; Ausgestaltung mit und ohne Rückgriff auf den Emittenten möglich
<b>Green Securitised Bond</b>	Anleihe, die durch ein oder mehrere grüne Projekte besichert ist (z.B. Covered Bonds, ABS, MBS und ähnliche Strukturen); Primäre Rückzahlungsquelle sind die Cashflows aus den Projekt-Assets

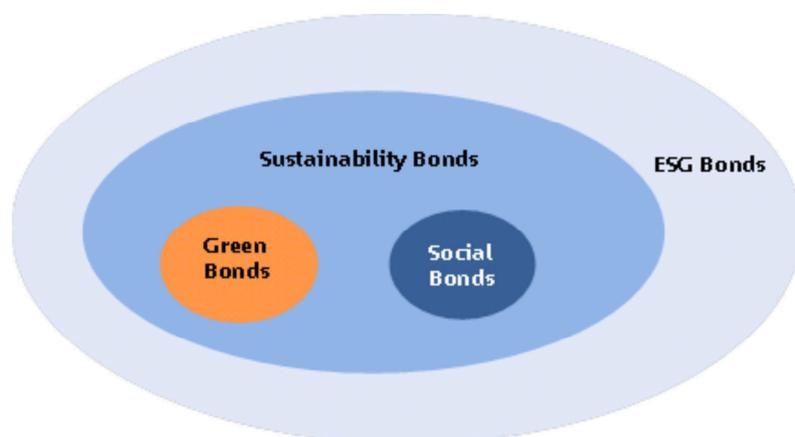
Quelle: ICMA, BayernLB Research

### Worin unterscheiden sich Green Bonds von Social und Sustainability Bonds?

- ▶ Green Bonds versus Social, Sustainability und ESG Bonds

Green Bonds, Climate Bonds, Environmental Bonds, Social Bonds, Sustainability (Nachhaltigkeits-) Bonds und ESG (= Environmental, Social & Governance) Bonds ... alles Anleihen mit einem ähnlichen Hintergrund. Doch wie lassen sich diese voneinander abgrenzen? Eine Hilfestellung hierzu leistet die ICMA, die neben den Green Bonds Principles auch für Social Bonds (Social Bond Principles, SBP) und Sustainability Bonds (Sustainability Bond Guidelines, SBG) vergleichbare Richtlinien erarbeitet und veröffentlicht hat. Beide liefern eine Definition für Social bzw. Sustainability Bonds. Green Bonds schließen Klima- und Umwelanleihen ein, sofern diese sich an den vier Kernkomponenten der GBP orientieren. Das gemeinsame Merkmal von Green, Social und Sustainability Bonds besteht in der festgelegten Verwendung der Emissionserlöse und der Einhaltung von definierten Kriterien auf freiwilliger Basis. ESG Bonds hingegen integrieren darüber hinaus bestimmte Governance-Kriterien, die in den Green Bond und Social Bond Principles sowie den Sustainability Guidelines nicht enthalten sind.

Schematische Abgrenzung von Green, Social, Sustainability und ESG Bonds



Quelle: BayernLB Research

### Der Green Bond Boom: Starkes Wachstum nach Jahren des Schattendaseins

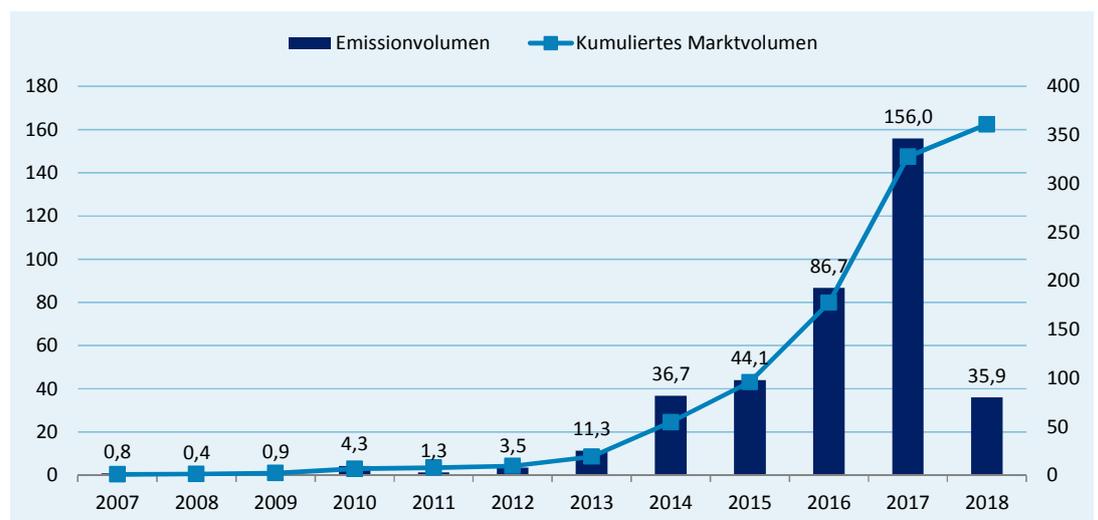
- ▶ Der ersten Emission durch die EIB 2007 folgte zunächst ein Schattendasein
- ▶ Nutzung durch weitere Emittentengruppen verhalf Green Bonds zum Durchbruch
- ▶ 2017 markierte einen neuen Rekord beim Emissionsvolumen
- ▶ Sovereign Green Bond Frankreichs markierte die größte Emission im Jahr 2017

Der Durchbruch zur eigenständigen Asset-Klasse gelang den Green Bonds nicht auf Anhieb. Nach der ersten Emission eines Green Bonds im Jahr 2007 durch die Europäische Investitionsbank (EIB), der 2008 Debütemissionen der Weltbank und 2010 der IFC (einer Unterorganisation der Weltbank) sowie weitere Emissionen aus dem Lager der Supranationals und Agencies folgten, fristeten Green Bonds zunächst ein Schattendasein. In den Jahren 2007-2012 lag das jährliche Neuemissionsvolumen im Durchschnitt bei lediglich 1,9 Mrd. USD. Erst 2013, als zusätzlich zu den damals etablierten Akteuren Emissionen von Banken und Nicht-Banken sowie regionalen und lokalen Gebietskörperschaften hinzukamen, setzte das Segment zu seinem Höhenflug an. Dazu gesellten sich danach weitere öffentliche Emittenten, Emittenten aus China sowie zuletzt auch Staaten. Auch produktseitig haben Green Bonds durch Emissionen in Form von ABS und Covered Bonds an Vielfalt gewonnen. Dadurch stieg das weltweite, jährliche Emissionsvolumen von Green Bonds in den Jahren von 2013 bis 2017 um das 25-fache. Auch 2017 legte das Bruttoneuemissionsvolumen von Green Bonds mit einem Plus von 80% auf 156 Mrd. USD kräftig zu. Das gesamte ausstehende Marktvolumen an Green Bonds kletterte damit um 85% auf rund 328 Mrd. USD. Dennoch kommen Green Bonds (in der Abgrenzung der Climate Bond Initiative) trotz des rasanten Wachstums der letzten Jahre am globalen Anleihemarkt nach wie vor nur auf einen Anteil von weniger als 1%. Die Emittentenbasis hat 2017 erneut deutlich an Tiefe und Breite gewonnen. Insgesamt haben 239 Emittenten 2017 Green Bonds emittiert, davon waren 146 (61%) Debütemittenten. Dabei stammten die Emittenten aus insgesamt 37 Ländern aus sechs Kontinenten.

Das Ranking der größten Emissionen im Jahr 2017 führt mit großem Abstand der Green Sovereign Bond Frankreichs an. Mit einem Gesamtemissionsvolumen von 9,7 Mrd. Euro (bzw. 10,7 Mrd. USD; das ursprüngliche Emissionsvolumen wurde durch zwei Taps aufgestockt) stellt dies zugleich die bislang größte Einzelemission am Green Bond Markt dar. Weitere Großemissionen gingen auf das Konto der China Development Bank (4,6 Mrd. USD), der EIB (4,6 Mrd. USD) sowie New York MTA (4,2 Mrd. USD).

#### Rasantes Wachstum von Green Bond Emissionen

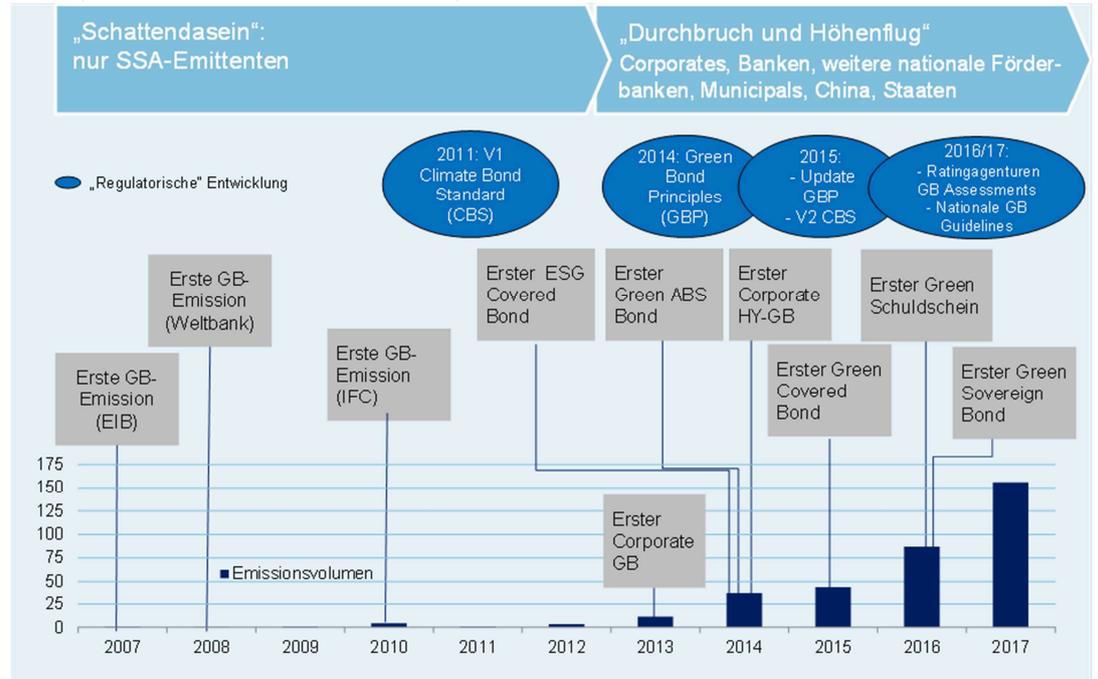
Bruttoneuemissionen in Mrd. USD; 2018: seit Jahresanfang



Quelle: CBI, BayernLB Research

Die folgende Grafik zeigt neben der Entwicklung des jährlichen Emissionsvolumens die wichtigsten Trends auf Emittentenebene sowie ausgewählte Meilensteine auf „regulatorischer“ und produktspezifischer Ebene (wie z.B. der erste durch die Berlin Hyp emittierte Green Covered Bond). Bemerkenswert ist, dass sich der grüne Trend in diesem Jahr auch in das Segment der kapitalmarktnahen Schuldscheindarlehen übertrug. Grüne Schuldscheindarlehen erfolgten durch Nordex, FrieslandCampina und TenneT.

Wichtige Meilensteine im Green Bond Segment



Quelle: BayernLB Research

**Marktstruktur im Wandel (I): Emittenten zunehmend aus dem Corporates-Bereich**

- Nicht-Finanzunternehmen gewannen stark an Bedeutung

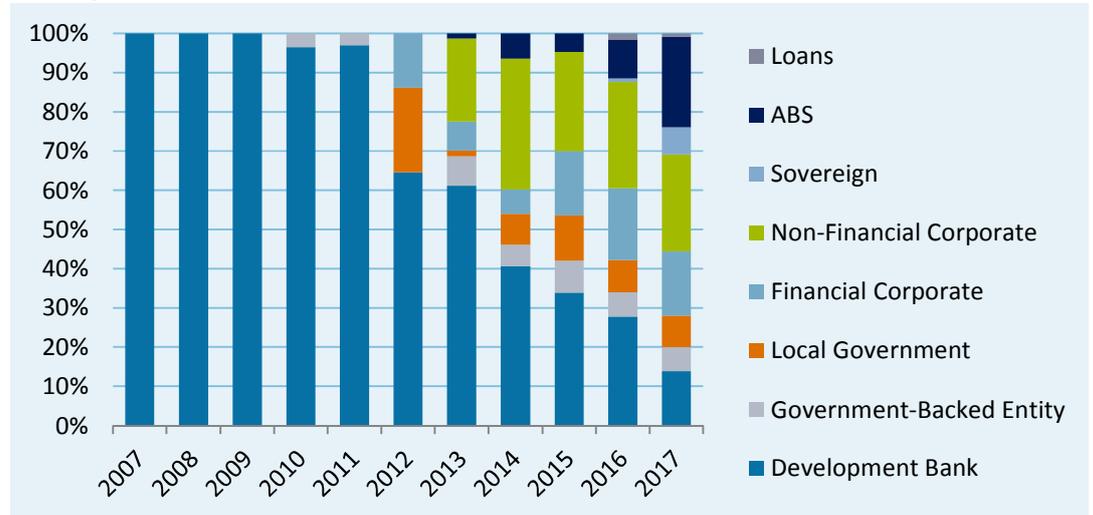
Bis zum Jahr 2016 bildeten nationale und supranationale Förderbanken bei den jährlichen Emissionsvolumina die größte Emittentengruppe am Green Bond Markt. 2017 nahmen Unternehmen aus dem Nicht-Finanzsektor mit einem Anteil von 25% erstmals den Spitzenplatz vor den Förderbanken (23%) ein (Abbildung auf S.11).

Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass Förderbanken inzwischen zum Teil vermehrt auch auf der Investorenmenseite auftreten, um ihren Geschäftszwecke zu erfüllen. Bezogen auf das aktuell ausstehende Marktvolumen von Green Bonds stellen die Förderbanken nach wie vor die bedeutendste Gruppe (27%), jedoch nur noch mit hauchdünnem Vorsprung auf die Unternehmen aus dem Nicht-Finanzsektor (26%). Stark zugelegt haben in den letzten Jahren auch die Anteile der Finanzunternehmen (15%) sowie von Green ABS (14%). Letztere bestehen weitestgehend aus Emissionen der staatlich geförderten US-Hypothekenbank Fannie Mae.

Zusammen mit Unternehmen aus dem Nicht-Finanzsektor bilden Förderbanken jedoch noch die größte Emittentengruppe

Stark rückläufiger Anteil der Emissionstätigkeit von Förderbanken

Anteil am jährlichen Bruttoneuemissionsvolumen in %



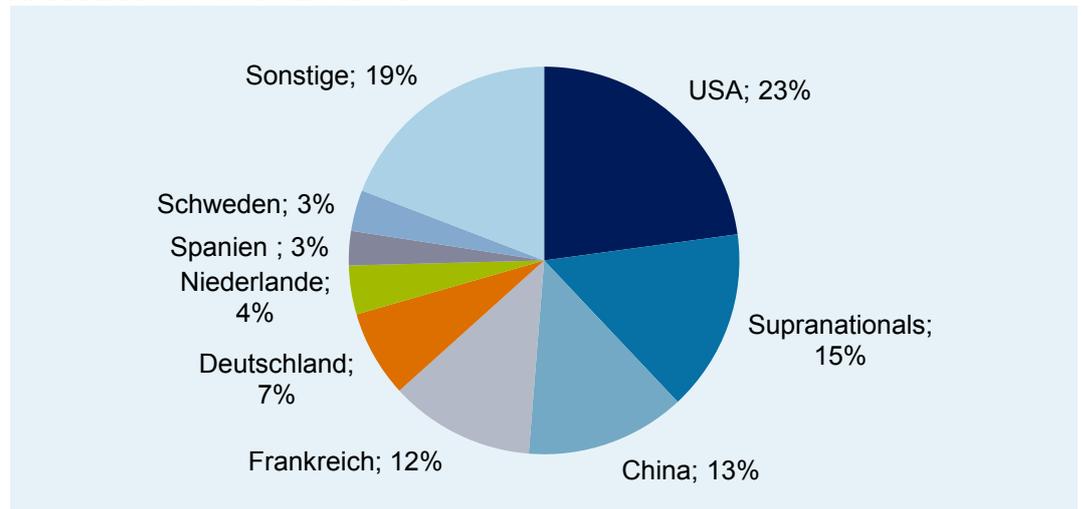
Quelle: CBI, BayernLB Research

- US-Emittenten führend, gefolgt von Supranationals, China und Frankreich

Im Hinblick auf die Herkunftsländer der Green Bond Emittenten hat sich die Struktur innerhalb der vergangenen Jahre ebenfalls stärker diversifiziert. Neben den Supranationals (wie z.B. die Weltbank und die EIB), die sich keinem einzelnen Land direkt zuordnen lassen und aktuell einen Anteil von 15% am ausstehenden Marktvolumen aufweisen, stammen die Green Bond Emissionen zu 23% von Emittenten aus den USA, gefolgt von China (13%) und Frankreich (12%). Deutschland rangiert mit 7% auf Platz vier.

Zusammen mit Unternehmen aus dem Nicht-Finanzsektor bilden Förderbanken jedoch noch die größte Emittentengruppe

Anteil am aktuell ausstehenden Marktvolumen in %



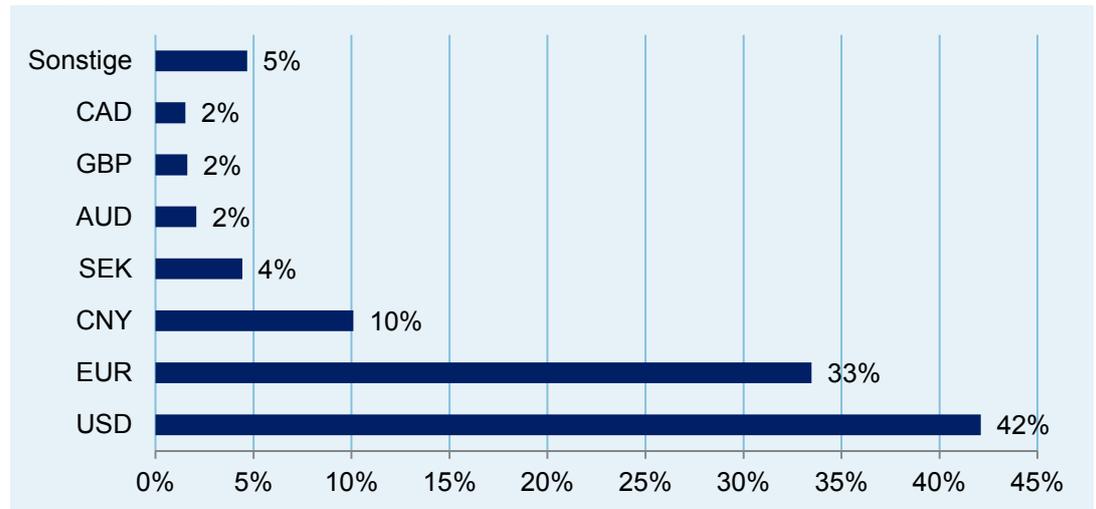
Quelle: CBI, BayernLB Research

- US-Dollar und Euro dominieren bei der Emissionswährung

Die allermeisten Green Bonds Emissionen adressieren ein internationales Investorenpublikum und sind daher weit überwiegend in US-Dollar und Euro denominiert. Bezogen auf das aktuell ausstehende Marktvolumen liegen Emissionen in US-Dollar mit einem Anteil von 42% vor Emissionen in Euro (33%). Stark aufgeholt haben Emissionen von chinesischen Emittenten in Renminbi (10%), die sich jedoch eher an lokale Investoren richten. Ähnliches gilt für Emissionen in den sonstigen Währungen.

### Greens Bonds sind zu 3/4 in US-Dollar und Euro denominated

Anteil am aktuell ausstehenden Marktvolumen in %



Quelle: CBI, BayernLB Research

### Ausblick: Boom hält 2018 an, Emissionsvolumina steigen weiter

- Ein anhaltender Wachstumskurs ist vorprogrammiert

Das Green Bond Segment bildet zwar nach wie vor ein Nischensegment, jedoch mit beeindruckenden Wachstumsraten in den letzten Jahren. Im Megatrend Energie und Klimawandel sehen wir einen wichtigen Wegbereiter und -begleiter für das Green Bond Segment, das auch in den kommenden Jahren spürbar wachsen wird. Zum einen wird die weltweite Verbreitung von Green Bonds durch neu hinzukommende Länder weiter zunehmen. Zum anderen werden in den etablierten Ländern neue Emittenten hinzukommen, sodass das Green Bond Segment insgesamt weiter deutlich an Breite und Tiefe gewinnen wird. Den wichtigsten Treiber für das Green Bond Segment wird jedoch unseres Erachtens die hohe Unterstützung von politischer Seite bilden. Produktseitig rechnen wir mittelfristig mit einer stärkeren Nutzung von besicherten Green Bonds.

- Ausblick 2018: Neumissionsvolumen von 190-210 Mrd. USD

Im Jahr 2018 wurden nach Angaben der CBI seit Jahresanfang rund 36 Mrd. USD an Green Bonds emittiert, womit das ausstehende Marktvolumen auf rund 361 Mrd. USD kletterte. Wenngleich die Emissionstätigkeit bei Green Bonds damit im bisherigen Jahresverlauf etwas hinter den Erwartungen zurückblieb, rechnen wir im weiteren Jahresverlauf mit einer Belebung, sodass das weltweite Emissionsvolumen nach unserer Einschätzung ein neues Rekordniveau im Bereich von 190 bis 210 Mrd. US-Dollar erreichen wird. Ein Emissionsvolumen von 250 Mrd. USD, wie es von der CBI prognostiziert wird, halten wir aus heutiger Sicht für zu hoch gegriffen.

## Investoren und Emittenten sehen Vorteile von Green Bonds

- ▶ Investoren und Emittenten haben unterschiedliche Blickwinkel auf grüne Anleihen

Das starke Wachstum „grüner“ bzw. nachhaltiger Investments ist nicht nur auf die Initiativen von Politik und Marktintermediären zurückzuführen, die eine neues Geschäftsfeld wittern und somit hohe Margen. Tatsächlich sehen wir auf Seiten von Investoren und von Emittenten einen wirklichen Bedarf an nachhaltigen Anleihen. Um die Motive sowohl der Emittenten als auch der Investoren besser verstehen zu können, analysieren wir grüne Anleihen sowohl aus der Investoren- als auch aus der Emittentenperspektive.

## Die Investorenperspektive: Vier Strategien für nachhaltige Investitionen

- ▶ Immer mehr Investorentypen interessieren sich für nachhaltige Engagements

Für Investoren gibt es gleich mehrere Gründe „grüne“ bzw. nachhaltige Investments zu tätigen. So können ethische, ökologische, soziale und/oder religiöse Gründe eine Rolle spielen. Letztendlich ist es für nachhaltige Investments essentiell, dass Investoren die finale Ausgestaltung der einzelnen Anleihen und die Kriterien für eine Klassifizierung einschätzen und nachvollziehen können. Bisher wurde die Community der nachhaltigen Investoren von institutionellen Investoren mit ökologischem Fokus oder nachhaltig ausgerichteten Mandaten dominiert. Allerdings kamen in den letzten Jahren immer mehr Investorentypen hinzu, von Regierungen über Unternehmen hin zu Privatanlegern. Diese wurden neben der Mittelverwendung und den Investitionszielen besonders durch die einfache und verständliche Struktur von Green Bonds angelockt.

- ▶ Regional starke Unterschiede

Besonders in Australien und Neuseeland aber auch in Europa hat nachhaltiges Investieren einen hohen Stellenwert, wo nachhaltige Investmentstrategien 51% oder sogar 53% aller Assets Under Management betreffen. In den USA beträgt der Wert auch schon respektable 22%. (Quelle: gsi alliance). Green Bonds sind nur ein kleiner, relativ neuer Teil im nachhaltigen Investmentuniversum und machen derzeit lediglich 1% des globalen Anleihenmarktes aus. Generell kann man vier Strategien der Integration des Nachhaltigkeitsansatzes bei Investitionen unterscheiden:

- ▶ Bestimmte Sektoren nicht zu beachten ist die einfachste Form nachhaltige Kriterien im Investmentprozess zu berücksichtigen

**Ausschluss von nicht-nachhaltigen Investitionen (Negativ-Liste):** Die einfachste Möglichkeit nachhaltige Ziele umzusetzen ist der Ausschluss von bestimmten Branchen, Projekten, Regionen und Unternehmen bei der Investitionsentscheidung, die mit den eigenen Zielen nicht übereinstimmen. Sollten keine zusätzlichen Investmentstrategien verfolgt werden, besteht bei diesem Ansatz im Vergleich zur Benchmark die Gefahr erhöhter Konzentrationsrisiken. Darüber hinaus wird bei diesem Ansatz kein aktiver Versuch unternommen, nachhaltige Ziele positiv zu beeinflussen. Es wird lediglich versucht den ökologischen oder sozialen Fußabdruck so gering wie möglich zu halten. Investoren unterwerfen sich Anlagerestriktionen und schließen Investitionen in Unternehmen aus, die z.B. Umsätze in den Bereichen Rüstung oder Glücksspiel generieren.

- ▶ Analyse von ESG-Kriterien als nächster Schritt

Die proaktive **Integration von ESG-Kriterien bei der Analyse und Auswahl von Investments (Positiv-Liste)** kann dagegen zu einer vom Benchmark abweichenden Portfoliozusammensetzung führen, die langfristig Risiko- und Performancevorteile bieten kann. So können ESG-Kriterien auch als Risikomanagement-Werkzeug eingesetzt werden. Neben internen Modellen zur Bewertung von ESG-Kriterien, die immer mehr Vermögensverwalter einsetzen, gibt es auch immer mehr externe Ratingagenturen, die sich auf die Bewertung von ESG-Kriterien spezialisiert haben. In Europa am bekanntesten dürfte wohl die Ratingagentur Oekom und Sustainalytics sein, aber auch die etablierten Rating-Agenturen haben mittlerweile schon eigene Nachhaltigkeitsratings entwickelt. Des Weiteren ermöglicht dieser Investmentansatz institutionellen Investoren Druck auf Unternehmensführungen auszuüben eine nachhaltige Geschäftsstrategie zu verfolgen. Dies ist insbesondere für sehr große Investmentgesellschaften interessant, die ihre Aufsichtsfunktion

aufgrund der schieren Anzahl an Beteiligungen oft nicht so sorgfältig wie gewünscht war nehmen können. So hat beispielsweise Blackrock, der größte Asset Manager der Welt, kürzlich verlauten lassen, dass er von Unternehmen nachhaltige, langfristige Strategien erwarte. Ansonsten würde Blackrock Investments in diese Unternehmen ablehnen.

- ▶ Grüne Anleihen bieten die Möglichkeit nachhaltige Investments zielgerichtet zu tätigen

Durch eine **thematische Ausrichtung** des Investmentansatzes auf bestimmte Bereiche und der Suche nach thematisch passenden Emittenten bzw. Wertpapiere ist es möglich, eine starke Gleichschaltung von Nachhaltigkeitszielen und Portfoliozusammensetzung zu erreichen. Speziell im Rentenbereich bieten die großen Auswahlmöglichkeiten an möglichen Emittenten und zu finanzierenden Projekten gute Chancen einen strategischen Ansatz zu verfolgen. Dies ist der Investmentansatz, für den Green Bonds die größte Relevanz haben, bieten sie doch die Möglichkeit thematisch und aktiv in Projekte zu investieren, die den weltweiten CO<sub>2</sub> Ausstoß verringern sollen. Andere mögliche thematische Investmentansätze können beispielsweise Erneuerbare Energien, energieeffiziente öffentliche Transportmittel oder eine bessere/effizientere Wasserversorgung und Nutzung umfassen. Ansätze, die die Bereiche Bildung und Gesundheit betreffen sind ebenfalls denkbar, wie Investitionen in Schulsysteme oder Krankenhäuser, Parkanlagen oder medizinische Forschung und Entwicklung.

- ▶ Impact Investing hauptsächlich über nicht öffentliche Märkte

Schließlich gibt es noch das sogenannte **Impact Investing**, welches die direkte Finanzierung von ökologisch bzw. soziologisch engagierten Projekten bzw. Initiativen beschreibt, oft auf der Basis von Mikrofinanzierungen oder durch Peer-to-Peer Lending. Es erfordert neben dem finanziellen Nutzen dezidiert auch einen messbaren und quantifizierbaren sozialen oder ökologischen Nutzen. Meist werden diese Investments über Vehikel getätigt, die nicht an den öffentlichen Märkten gehandelt werden.

Die vier Ansätze bei der Integration von Nachhaltigkeitsgesichtspunkten

	WERTE-EINKLANG	ESG INTEGRATION	THEMATISCHE AUSRICHTUNG	IMPACT INVESTING
DEFINITION	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bewusster Ausschluss von Investitionsmöglichkeiten aufgrund bestimmter Kriterien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aktive Berücksichtigung von ESG Kriterien neben der Finanzanalyse um Chancen und Risiken zu identifizieren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fokussierung auf Thematiken und Sektoren zur Lösung heimischer als auch globaler Herausforderungen bzgl. Nachhaltigkeit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investitionen in Fonds welche primär in private Firmen investiert sind, mit dem Ziel positive soziale als auch ökologische Impulse zu setzen</li> </ul>
CHARAKTERISIERUNG	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aktien, Anleihen und Alternativen</li> <li>Abgrenzung durch Investitions-Restriktionen und Überzeugungen der Investoren</li> <li>Kein aktives Streben nach sozialer oder ökologischer Bedeutung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aktien und Anleihen</li> <li>Abgrenzung durch Integration des ESG Prozesses und Überzeugungen der Investoren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aktien und Anleihen</li> <li>Differenziert hinsichtlich Makro-Analyse, Nachhaltigkeits-Recherche und Sektor-Fokus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Abgrenzung hinsichtlich gewünschter Impulse, regionale Ausrichtung, Liquidität und Reporting</li> <li>Restriktionen gegenüber Investoren möglich</li> </ul>
BEISPIELE	<ul style="list-style-type: none"> <li>Publikumsfond welcher bestimmte Firmen vom Investitionshorizont ausschließt (z.B. Tabak-, Waffen-, oder Kohleproduzenten)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Separately managed account (SMA) bezieht die Analyse der ESG-Performance in den Prozess der Aktienauswahl mit ein</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Anleihen Fonds der Firmen im Bereich erneuerbarer Energien zusammenfasst</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investitionen in Venture Capital Fonds die in sozial- oder umweltförderliche Projekte in bestimmten Regionen investiert</li> </ul>

Quelle: BayernLB Research, GSIA

### Anreize der Politik für Investoren entscheidend

- ▶ Wann sind „grüne“ Investments für Investoren attraktiv?

Es gibt zwei Konstellationen, die grüne Investments für Investoren attraktiv machen:

1. Die „grünen“ Eigenschaften einer Anleihe sind klar und leicht zu identifizieren. Die Analyse der nachhaltigen Parameter verursacht beim Investor keinen Zusatzaufwand. In diesem Fall werden Investoren eine im Vergleich zu herkömmlichen Anleihen gleich hohe Rendite akzeptieren. In diese Kategorie fallen derzeit noch viele Green Bonds, die von Investoren ohne dezidiert nachhaltigen Investmentauftrag gekauft werden. Sie ste-

hen dem Nachhaltigkeitsthema indifferent gegenüber und investieren deshalb keinen Zusatzaufwand in die Analyse der grünen Anleihecharakteristika.

2. Sollte die Analyse der Nachhaltigkeitskriterien zusätzlichen Aufwand bedeuten, so fordert der Investor eine leicht höhere Rendite im Vergleich zu traditionellen Assets. Hier liegt momentan noch das größte Manko dieser Asset-Klasse. Aufgrund der nicht einheitlichen Definitionen und fehlenden gesetzlichen Bestimmungen ist der Analyseaufwand für Investoren mit strengen nachhaltigen Vorgaben noch sehr hoch.

### Die Emittentenperspektive: Drei gute Gründe für grüne Anleihen

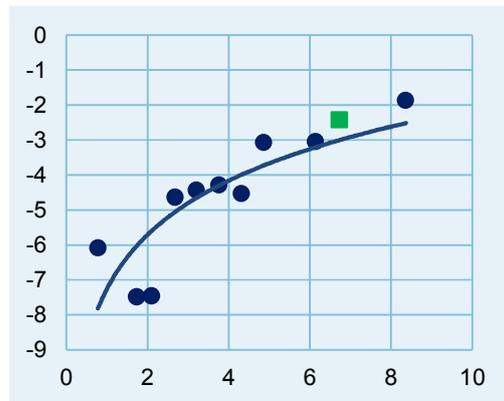
Für Emittenten gibt es hauptsächlich drei Gründe grüne Anleihen zu emittieren:

- Marketing derzeit wohl Hauptgrund für die Emission von grünen Anleihen

**Marketing** ist der derzeit wohl noch gewichtigste Grund, bei dem es jedoch mehrere Aspekte zu beachten gilt. Derzeit ist eine Emission grüner Anleihen noch relativ einfach umsetzbar, da die Green Bond Principles lediglich Anforderungen an die Verwendung der eingenommenen Mittel stellen und es auch keine schwerwiegenden rechtlichen Konsequenzen gibt, die Emittenten im Falle eines Nicht-Einhaltens von „grünen“ Kriterien befürchten müssen. Auch die Definitionen, was zugelassene Vermögenswerte überhaupt sind, sind derzeit noch relativ schwammig. Daher ist die Emission von grünen Anleihen aus Marketing Gründen insbesondere für solche Unternehmen attraktiv, deren originäres Geschäftsmodell sich nicht als grün kategorisieren ließe, um sich einen grünen Anstrich zu verleihen (Green Washing). Ein Ölproduzent, der ein schon auf der Bilanz befindliches Windkraftwerk mit einer grünen Anleihe finanziert, sei hier als Beispiel zu nennen. Auf der anderen Seite jedoch gibt es Unternehmen, deren originäres Geschäftsmodell nachhaltig ist. Für solche Unternehmen mag eine grüne Anleiheemission einen Marketing Nutzen bieten, jedoch ist dieser relativ gering. Als Beispiel wäre hier ein Energieerzeuger genannt, der rein auf erneuerbare Energiequellen setzt.

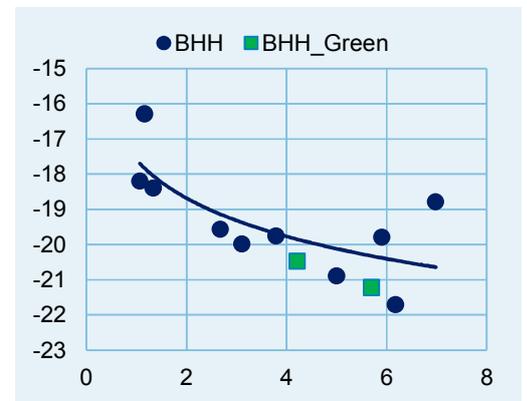
**Niedrigere Finanzierungskosten** wären für Investoren wohl das stärkste Argument um grüne Anleihen zu emittieren. Jedoch lässt sich derzeit noch kein Preisvorteil erkennen. Sowohl bei Neuemissionen als auch am Sekundärmarkt handeln grüne Anleihen auf dem gleichen Level wie ihre konventionellen Gegenstücke. Grund hierfür ist hauptsächlich die Einschätzung der Investoren, die kein geringeres Risiko und keinen Zusatznutzen bei grünen Investments erkennen können, was eine geringere Rendite rechtfertigen würde. Verschiedene Marktinitiativen, wie die Energy Efficient Mortgage Initiative der European Mortgage Federation und des European Covered Bond Council, versuchen die Bankenregulatoren jedoch derzeit davon zu überzeugen dass genau dies der Fall ist und dass grüne Anleihen eine regulatorische Bevorzugung verdienen, zum Beispiel in Form niedrigerer Risikogewichte. Niedrigere Risikogewichte und andere Vorteile könnten Investoren dazu bringen niedrigere Renditen zu akzeptieren. Auch die Europäische Kommission, die die Emission von grünen Anleihen ankurbeln möchte, hat das schon erkannt und in dem Report der High Level Working Group on Sustainable Finance wird dieses Szenario berücksichtigt. Während der Report die Option niedrigerer Risikogewichte für schwer umsetzbar hält, wird sie jedoch auch nicht verworfen. Sollte der politische Druck hoch genug sein, ist so eine Option für die Zukunft unserer Meinung nach durchaus weiter denkbar.

Grüner Covered Bond der SPABOL zeigt keinen Spread-Vorteil  
ASW in Bp. Vs. Duration



Source: Bloomberg, BayernLB Research

Die grünen Covered Bonds der BHH handeln ebenso auf der normalen Kurve  
ASW in Bp. Vs. Duration

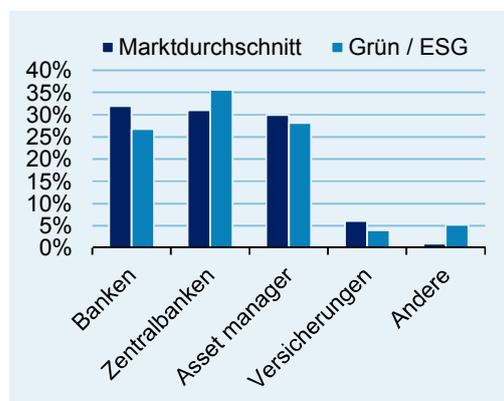


Source: Bloomberg, BayernLB Research

- Größere Investorenbasis kann die Refinanzierung in schwierigen Zeiten vereinfachen

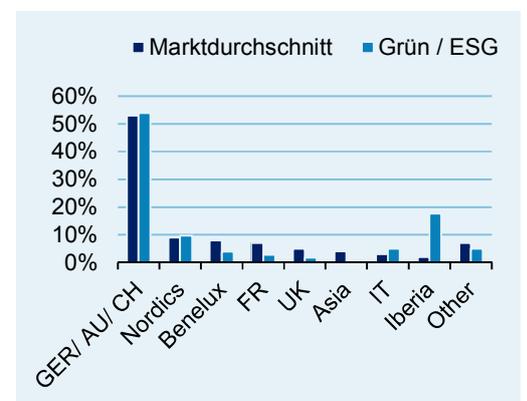
**Eine breitere Investorenbasis** ist ein von Emittenten immer wieder genannter Vorteil bei der Emission grüner Anleihen. Die Identifikation der nachhaltigen Projekte ermöglicht es speziell auf nachhaltige Investments spezialisierte Investoren auch in Unternehmen zu investieren, deren Geschäftsmodell nicht per se auf Nachhaltigkeit ausgelegt ist. Emittenten berichten häufig, dass sich die Zusammensetzung des Orderbuches grüner Anleihen durchaus von denen normaler Anleihen unterscheidet. Meist wird von einer höheren Anzahl an Investoren, einem höheren Anteil ausländischer Investoren und neuen, dezidiert grünen Investoren berichtet. Empirisch sind diese Vorteile jedoch noch schwer nachweisbar. Wenn man die durchschnittliche Zusammensetzung der Orderbücher vergleicht, so sind die Unterschiede noch marginal. Eine breitere Investorenbasis ist in markttechnisch schwierigen Zeiten für Emittenten vorteilhaft. Wenn die Marktlage schwierig ist, scheuen sich Investoren oft große Teile einer Emission zu zeichnen. In diesem Fall braucht es eine größere Anzahl an Investoren die kleinere Investitionen tätigen, um Neuemissionen erfolgreich durchführen zu können.

Leichte Unterschiede bei der Investorenverteilung  
Prozentualer Anteil der Investorenklassen am Orderbuch



Source: Bloomberg, BayernLB Research

Die regionale Investorenverteilung lässt keine Rückschlüsse zu  
Prozentualer Anteil der Investorenklassen am Orderbuch



Source: Bloomberg, BayernLB Research

**Fazit: Investoren und Emittenten warten auf weitere Impulse der Politik**

Sowohl für Investoren als auch für Emittenten können eine Reihe von Argumenten für grüne Anleihen angeführt werden. Allerdings hemmt derzeit noch die fehlende Standardisierung und der damit verbundene erhöhte Analysebedarf bei Investoren das Wachstum der Assetklasse. Darüber hinaus ist derzeit noch kein signifikanter Preisunterschied zu traditionellen Anleihen zu beobachten, der den hohen Analysebedarf monetär rechtfertigen würde. Der starke Rückenwind von politischer Seite und vor allem der Aktionsplan der EU könnten hier aber zu Veränderungen führen. Ein etabliertes Klassifizierungssystem als Basis eines Green Bond Labels und eine bevorzugte regulatorische Behandlung von „grünen“ Anleihen würden einen enormen Schub für die Anlageklasse bedeuten, da sie Investoren eine höhere risikoadjustierte Rendite und Emittenten niedrigere Fundingkosten ermöglichen würde.

Georg.messner@bayernlb.de

Christian.strätz@bayernlb.de

Emanuel.teuber@bayernlb.de

# Ihre Ansprechpartner in der BayernLB

## BayernLB Research

**Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750**

**Anna Maria Frank, -21751**  
Sekretariat

**Ingo Bothner, -21787**  
Medienfachwirt (IHK)

## Volkswirtschaft

**Dr. Stefan Kipar, -27346**  
Euro-Raum, EZB, Deutschland

**Manuel Andersch, -27448**  
Pfund/UK, Schweizer Franken/Schweiz

**Christiane von Berg, -28745**  
USA/Fed, Japan/BoJ

**Wolfgang Kiener, -27058**  
Dollar, Yen

**Andreas Speer, -21305**  
Rohstoffe

## Investment Research

**Dr. Johannes Mayr -21859**

## Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

**Alexander Aldinger, -24877**

**Dr. Norbert Wuthe, -27209**

## Covereds & Financials

**Alfred Anner, CEFA, -27072**  
Covered Bonds

**Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873**  
Versicherungen

**Georg Meßner, CFA, -26396**  
Banken

**Emanuel Teuber, -27070**  
Covered Bonds

**Stefan Voß, -21808**  
Banken

## Länderrisiko- und Branchenanalyse

**Hubert Siplý, -21307**

## Länderrisikoanalyse

**Dr. Alexander Kalb, -22858**  
Westeuropa, Südamerika

**Manuel Schimm, - 26845**  
Asien, Nordamerika

**Gebhard Stadler, -28891**  
Osteuropa/GUS, Mittelamerika

**Verena Strobel, -21320**  
Nahe und Mittlerer Osten, Afrika

## Credits

**Pia Ahrens, -25727**  
Corporate Bonds & SSD

**Matthias Gmeinwieser, CIIA, -26323**  
Corporate Bonds & SSD

**Miraji Othman, -25888**  
Strategie

**Christian Strätz, CEFA, CIIA, -27068**  
Corporate Bonds & SSD, Strategie

## Branchenanalyse

**Wolfgang Linder, -21321**  
Auto, Chemie, Pharma, Luftfahrt, Rohstoffe & Stahl,  
Öl & Gas, Logistik

**Thomas Peiß, -28487**  
Bau, Elektroindustrie, Maschinenbau, Versorger,  
Handel, Telekom, Medien

## Aktienmarkt/Strategie/Privatkunden

**Manfred Bucher, CFA, -21713**

**Christoph Gmeinwieser, CIIA, -27053**

## Technische Analyse

**Hans-Peter Reichhuber, -21780**  
Zinsen, Währungen, Aktien

## Value Investing & Behavioral Finance

**Dieter Münchow, -23384**  
Aktien & Strategie

**E-mail:** vorname.nachname@bayernlb.de

**Telefon:** 089 2171 + angegebene Durchwahl

## Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 04.05.2018. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

## Impressum

Megatrend Energie und Klimawandel  
abgeschlossen am: 04. Mai 2018

BayernLB Research  
Bayerische Landesbank  
80277 München (Briefadresse)  
E-Mail: [research@bayernlb.de](mailto:research@bayernlb.de)

Leitung:  
Dr. Jürgen Michels, Telefon 089 2171-21750

Redaktion:  
Dr. Johannes Mayr, Telefon 089 2171-21859

Layout & Grafik:  
Ingo Bothner, Telefon 089 2171-21787

**Redaktion:**  
Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (=Briefadresse)  
[research@bayernlb.de](mailto:research@bayernlb.de)

**Geschäftsgebäude:**  
Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München (=Paketadresse)  
[www.bayernlb.de](http://www.bayernlb.de)

Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München

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

