

Recht der Finanzinstrumente

4. 2018

Betriebs-Berater Kapitalmarkt

8. Jg. | 12.11.2018 | Seiten 273–352 | www.rdf-online.de

EDITORIAL

Prof. Dr. Wolfgang Gerke: Finanzkrise 2020 273

AUFSÄTZE

AUFSICHTSRECHT

Karsten Wöckener und Annekatri Kutzbach: Neue EU-Prospektverordnung – Anpassungsbedarf bei der Praxis der Prospekterstellung 276

Dr. Matthias Geurts: Reichweite des Look-Through-Prinzips aus aufsichtsrechtlicher Sicht 284

ZIVILRECHT

Dr. Till Brocker und Dr. Ulf Klebeck: ICO – Aufsicht und Haftung 288

Prof. Dr. Frank Altröck und Prof. Dr. Michael Hakenberg: Negativzinsen auf Einlagen – eine juristisch-ökonomische Analyse 296

STEUERRECHT

Dr. Mathias Link und Jan Christoph Kubicki: Finanzinstrumente im Fokus der Finanzbehörden 304

Michael Blank und Jens Kretzschmann: Umsatzsteuerfreiheit der Management Fee bei typischen Private Equity/Venture Capital Fonds 312

Dr. Philip Jensch, Marco Ahrenholz und Christian Ebner: Anwendungsfragen zum InvStG für Spezial-Investmentfonds: Anmerkungen zum BMF-Schreiben vom 28.8.2018 320

BILANZRECHT

Adrian Geisel und Jennifer Spieles: Eigenschaften von Green Bonds und ihre Bilanzierung nach IFRS 328

FORUM

Klaus D. Hahne: (Wie) Kann eine Abschaffung der Abgeltungsteuer sinnvoll umgesetzt werden? 349

Eigenschaften von Green Bonds und ihre Bilanzierung nach IFRS

Der nachfolgende Beitrag befasst sich mit der Zielsetzung und den möglichen Ausgestaltungen von sog. Green Bonds. Dabei handelt es sich um Anleihen, die ausgegeben werden, um nachhaltige Projekte im Bereich Umwelt- und Klimaschutz zu finanzieren. Es können vier verschiedene Arten von Green Bonds anhand der sog. Green Bond Principles unterschieden werden, die aufgrund ihrer Ausgestaltung unterschiedliche Bilanzierungskonsequenzen aufweisen. Zunächst werden die Zielsetzung (Abschn. I) und die Entwicklungen im Green-Bond-Markt beschrieben (Abschn. II). Anschließend beschäftigt sich der nachfolgende Beitrag mit den Green Bond Principles (Abschn. III) und der Bilanzierung der einzelnen Arten von Green Bonds nach IFRS aus Sicht eines Investors (Abschn. IV).

Dipl.-Kfm. Adrian Geisel und Jennifer Spieles, M.Sc.

I. Zielsetzung von Green Bonds

Der entscheidende Unterschied zu einer konventionellen Anleihe liegt in der umweltfreundlichen Mittelverwendung, die das Kernelement von Green Bonds darstellt.¹ Sie dienen ausschließlich der Finanzierung oder Refinanzierung geeigneter „grüner“ Projekte im Zusammenhang mit dem Umwelt- und Klimaschutz, wobei es sich um neue oder bereits bestehende Projekte handeln kann. Darüber hinaus gibt es besondere Regeln hinsichtlich der Berichterstattung.² Green Bonds können indes genauso wie konventionelle Anleihen hinsichtlich Struktur, Rendite und Risiko ausgestaltet werden. Daher sind vielfältige Ausgestaltungsformen denkbar.³ Der Begriff „Green Bond“ stellt keinen geschützten Begriff dar, weshalb eine einheitliche Auslegung, bei welchen Projekten es sich um grüne Projekte handelt, nicht immer sichergestellt werden kann.⁴

Die Motivation, in Green Bonds zu investieren, kann verschiedene Gründe haben. Investoren können bspw. aus einem reinen Diversifikationsgedanken heraus eine Investition in Green Bonds anstreben. Auch kann eine mögliche Aufbesserung des Image durch eine Investition in Green Bonds die Motivation institutioneller Investoren prägen, um damit zu signalisieren, dass sie sich mit dem Thema Nachhaltigkeit auseinandersetzen. Aus der Perspektive von Versicherungsunternehmen kann eine Investition in Green Bonds sinnvoll sein, um eine Reduzierung künftiger umweltbedingter Schadensfälle zu erreichen.⁵

II. Hintergrund

Mehr als zehn Jahre sind nun seit der ersten Emission⁶ eines Green Bond vergangen. Seither hat sich die Stellung von Green Bonds gewandelt, und das Marktvolumen ist v. a. seit 2013 Jahr für Jahr immer weiter angestiegen. Im Jahr 2016 hat die EU-

Kommission eine hochrangige Sachverständigengruppe für eine nachhaltige Finanzwirtschaft eingerichtet, welche Ende Januar dieses Jahres ihren Abschlussbericht veröffentlicht hat, in dem strategische Empfehlungen für Finanzsysteme abgegeben werden, die nachhaltige Investitionen fördern.⁷ Auf Basis dieses Berichts hat die EU-Kommission kurz darauf eine EU-Strategie für ein nachhaltiges Finanzwesen vorgeschlagen⁸ und beabsichtigt u. a., die Machbarkeit einer möglichen Feinabstimmung der Kapitalanforderungen von Banken für nachhaltige Investitionen (green supporting factor) zu prüfen, sofern dies aus der

- 1 Vgl. BayernLB, Megatrend Energie und Klimawandel – Green Bonds: Mächtig Rückenwind für die neue Asset-Klasse, Mai 2018, abrufbar unter https://www.bayernlb.de/internet/media/de/ir/downloads_1/bayernlb_research/multiasset_produkte/Megatrends-Green_Bonds_20180504.pdf (Abruf: 14.8.2018), S. 6.
- 2 Vgl. International Capital Market Association, Green Bond Principles, Juni 2018, abrufbar unter <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/> (Abruf: 14.8.2018), S. 3.
- 3 Vgl. NordLB, Green Bonds – Nachhaltigkeit im Trend, 21.9.2016, abrufbar unter https://www.nordlb.de/fileadmin/redaktion/analysen_prognosen/financials/specials/2016/20160921_FinancialSpecial.pdf (Abruf: 14.8.2018), S. 5.
- 4 Vgl. NordLB (Fn. 3), S. 3.
- 5 Vgl. Zeuner, BZ vom 7.3.2018, B8.
- 6 Im Jahr 2007 begab die Europäische Investitionsbank (EIB) den ersten Green Bond in Form eines Climate Awareness Bond (Klimaschutzanleihe), der für Projekte im Bereich erneuerbare Energien und Energieeffizienz vorgesehen war.
- 7 Vgl. Europäische Kommission – EU High Level Expert Group on Sustainable Finance, 31.1.2018, abrufbar unter https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf (Abruf: 28.8.2018).
- 8 Vgl. Europäische Kommission, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, 8.3.2018, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=HU> (Abruf: 28.8.2018).

Risikoperspektive gerechtfertigt ist.⁹ Diese Bewegungen in der EU könnten sich auf die künftige Entwicklung des Green-Bond-Markts positiv auswirken.

Zu beobachten ist ferner, dass sich der Emittentenkreis erweitert hat – sowohl hinsichtlich der Art der Emittenten, seien es nun Groß- und Entwicklungsbanken, Unternehmen oder auch Staaten, als auch hinsichtlich der emittierenden Länder. Des Weiteren ist eine Entwicklung in Bezug auf die ausgegebenen Produkte zu verzeichnen, welche im Zeitverlauf immer vielfältiger geworden sind.

Einen allgemeingültigen Standard, der festlegt, wann es sich um einen Green Bond handelt, gibt es (bisher) noch nicht. Die von der International Capital Market Association (ICMA) entwickelten Green Bond Principles¹⁰ dienen als freiwillige Prozessleitlinien und haben sich grundsätzlich als ein anerkannter Maßstab etabliert.¹¹ Weil sie für einen Großteil der deutschen Marktteilnehmer als Orientierungshilfe dienen,¹² konzentriert sich dieser Beitrag auf die Green Bond Principles.

Daneben gibt es den von der Climate Bond Initiative (CBI) veröffentlichten Climate Bonds Standard,¹³ der sich mit den qualifizierenden Investitionsprojekten auseinandersetzt und den Emittenten die Möglichkeit bietet, den Green Bond zu zertifizieren. Neben diesen Standardisierungsansätzen gibt es teils von Emittenten selbst erstellte Rahmenwerke, die z. B. Bezug auf die Green Bond Principles nehmen.¹⁴ All diese Ansätze sollen trotz bisher noch fehlender Harmonisierung dazu beitragen, die Etablierung von Green Bonds zu fördern und somit die Investitionen in grüne Projekte zu unterstützen und auszubauen.

III. Darstellung der Green Bonds im Rahmen der Green Bond Principles

1. Kernkomponenten

Die Green Bond Principles umfassen vier Kernkomponenten, die Anforderungen enthalten, denen ein Bond gerecht werden muss, um auf Basis dieser Richtlinien als Green Bond zu gelten. Dazu gehören

- die Verwendung der Emissionserlöse,
- der Prozess der Projektbewertung und -auswahl,
- das Management der Erlöse und
- die Berichterstattung.¹⁵

Die *Verwendung der Emissionserlöse* für grüne Projekte ist das Kernmerkmal eines Green Bond. Alle damit finanzierten grünen Projekte sollten einen klaren Umweltnutzen kreieren, welcher vom Emittenten bewertet und, soweit durchführbar, quantifiziert werden sollte. Die in den Green Bond Principles anerkannten

verschiedenartigen Kategorien geeigneter grüner Projekte erstrecken sich über diverse Umweltthemen wie Klimawandel, Erschöpfung natürlicher Ressourcen, Verlust der Artenvielfalt sowie Luft-, Wasser- und Bodenverschmutzung.¹⁶ Die Green Bond Principles nennen derzeit konkret folgende zehn geeignete Projektkategorien:¹⁷

- Erneuerbare Energien,
- Energieeffizienz,
- Verschmutzungsprävention und -kontrolle,
- ökologisch nachhaltiges Management lebender natürlicher Ressourcen und Landnutzung,
- Erhalt der terrestrischen und marinen Artenvielfalt,
- sauberer Transport,
- nachhaltiges Wasser- und Abwassermanagement,
- Anpassungen an den Klimawandel,
- umwelteffiziente und/oder für die Kreislaufwirtschaft geeignete Produkte, Produkttechnologien und Prozesse,
- umweltfreundliche Gebäude.

Im Rahmen des *Prozesses der Projektbewertung und -auswahl* werden Emittenten durch die Green Bond Principles dazu angehalten, den Auswahl- und Bewertungsprozess offenzulegen, auf die jeweiligen Eignungskriterien einzugehen und die ökologisch nachhaltige Zielsetzung darzulegen.¹⁸

Der Abschnitt der Green Bond Principles zum *Management der Erlöse* weist darauf hin, dass die Nettoerlöse eines Green Bond einem Unterkonto oder Teilportfolio zuzuordnen oder auf andere Weise angemessen nachzuverfolgen sind. Erfolgt für Mittel aus einem Green Bond vorübergehend keine Verwendung, sollte

9 Vgl. Europäische Kommission (Fn. 8), S. 11.

10 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2).

11 Vgl. DekaBank, Markt & Impuls, Auf die Zukunft bauen, Wie Anleger mit Nachhaltigkeit Rendite und Verantwortung kombinieren, August 2017, abrufbar unter <https://www.deka-institutionell.de/de/markt-impuls/downloads.html> (Abruf: 2.10.2018), S. 12.

12 Vgl. adelphi, Der deutsche Green Bond Markt – für ein langfristiges Wachstum, Juni 2017, abrufbar unter <https://www.adelphi.de/de/publikation/der-deutsche-green-bond-markt-f%C3%BCr-ein-langfristiges-wachstum> (Abruf: 15.8.2018), S. 9.

13 Vgl. Climate Bond Initiative, Climate Bonds Standard, Version 2.1, Januar 2017, abrufbar unter https://www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2_1%20-%20January_2017%281%29.pdf (Abruf: 14.8.2018).

14 Vgl. Berlin Hyp, Rahmenbedingungen für Green Bonds, 9.4.2018, abrufbar unter <https://www.gruener-pfandbrief.de/startseite#startseite1> (Abruf: 29.8.2018), und Deutsche Hypothekenbank, Rahmenbedingungen für Green Bonds, August 2018, abrufbar unter https://www.deutsche-hypo.de/content/uploads/2018/08/GreenBonds_Framework-Version-1.3.pdf (Abruf: 29.8.2018).

15 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 3.

16 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 3.

17 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 4.

18 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 4.

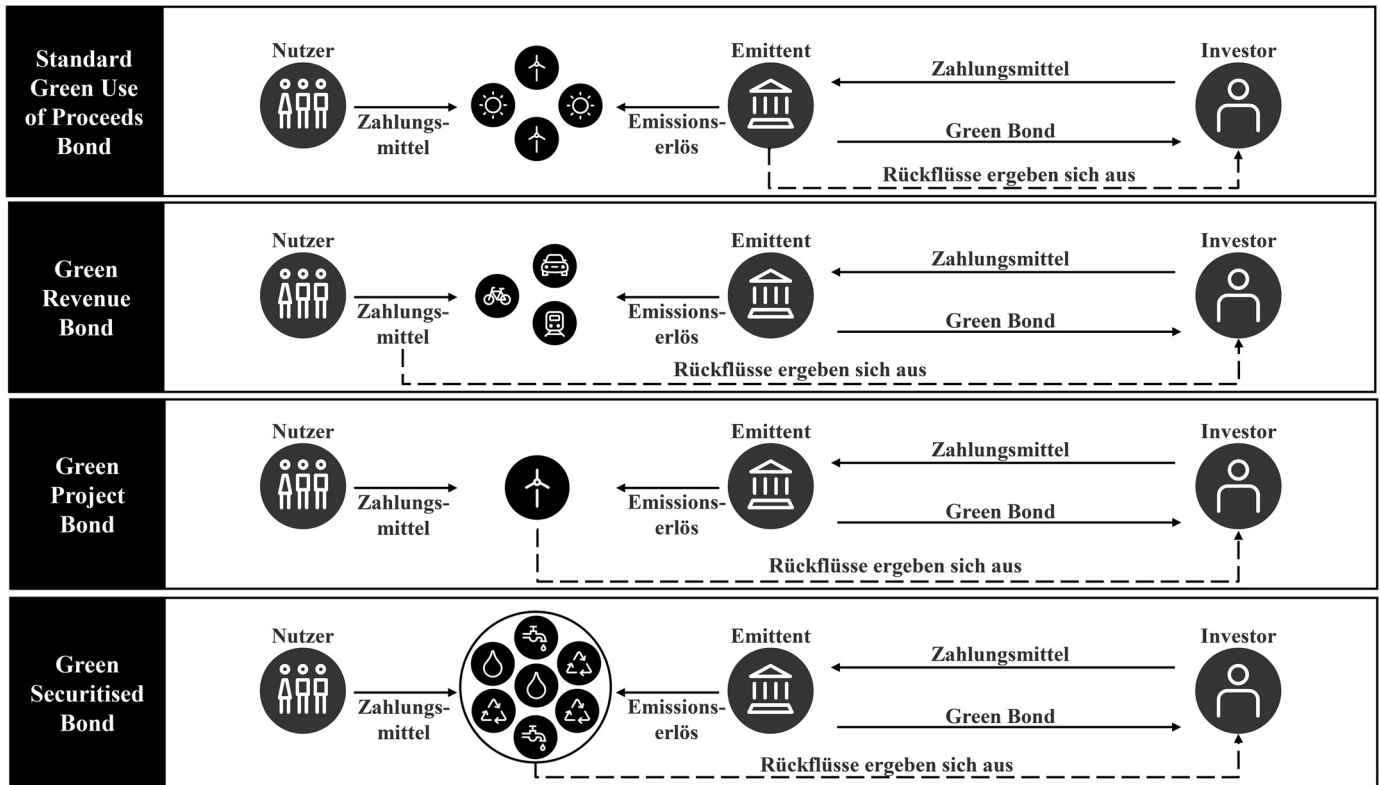


Abbildung 1: Unterscheidung der vier Arten von Green Bonds

gegenüber den Investoren die geplante, zeitweilige Platzierung offengelegt werden.¹⁹

Im Zuge der *Berichterstattung* sollen Emittenten aktuelle Informationen über die Verwendung der Emissionserlöse offenlegen, wobei auf die dem Green Bond zugeordneten Projekte und die zugeflossenen Beträge eingegangen werden sollte. Auch die erwartete Wirkung eines Projekts ist zu beschreiben. Dabei hat besonders die Transparenz einen hohen Stellenwert.²⁰

Darüber hinaus sprechen die Green Bond Principles eine Empfehlung für den Emittenten zur Beauftragung einer *externen Überprüfung* aus, wodurch die Einhaltung der vier Kernkomponenten bestätigt werden soll.²¹ In Anbetracht dessen, dass es keine allgemeingültigen Leitlinien für Green Bonds gibt, kann kein einheitliches Verständnis bzw. Vorgehen der einzelnen Emittenten vorausgesetzt werden. Green Bonds miteinander zu vergleichen kann daher für Investoren eine schwierige Aufgabe darstellen, und die Gefahr von „Greenwashing“²² kann nicht ausgeschlossen werden.²³ Deshalb ist eine externe Überprüfung, z. B. in Form einer Verifizierung oder Zertifizierung, durch ein Rating oder im Rahmen einer Prüfung durch externe Berater oder Wirtschaftsprüfer von hoher Relevanz, da auf diese Weise die grüne Ausgestaltung eines Projekts durch Dritte bestätigt werden kann.²⁴

2. Typisierende Arten

Green Bonds können grundsätzlich genauso ausgestaltet werden wie konventionelle Anleihen oder Kredite. Die Green Bond Principles nennen vier nachfolgend beschriebene Arten (s. Abbildung 1).

a) Standard Use of Proceeds Bond

Bei dieser Art von Green Bond, die in den Green Bond Principles als Standard Use of Proceeds Bond bezeichnet wird, handelt es sich um eine konventionelle Anleihe, deren Emissionserlöse für grüne Zwecke verwendet werden. Es besteht ein volles Rückgriffsrecht auf den Emittenten (*recourse-to-the-issuer*), weshalb der Green Bond dasselbe Kreditrating wie andere konventionelle Anleihen dieses Emittenten aufweist.²⁵

19 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 5.

20 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 5.

21 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 6.

22 Als „Greenwashing“ kann im Zusammenhang mit Green Bonds eine zu Unrecht bzw. übertrieben dargestellte grüne Wirkung einer Anleihe verstanden werden.

23 Vgl. adelphi (Fn. 12), S. 11.

24 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 6.

25 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 7.

Innerhalb dieser Anleiheart hat z. B. die Europäische Investitionsbank (EIB) seit 2007 Climate Awareness Bonds in verschiedenen Währungen im Nennwert von mehreren Milliarden Euro begeben. Bestimmt sind deren Erlöse für Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien und Energieeffizienz.²⁶

b) Revenue Bond

Beim Green Revenue Bond besteht im Unterschied zu einem Standard Use of Proceeds Bond kein Rückgriffsrecht auf den Emittenten (non-recourse-to-the-issuer).²⁷ Der Emittent haftet also nicht direkt – die Tilgungs- und Zinszahlungen der Anleihe erfolgen lediglich aus den Einnahmen des häufig mit hoheitlichen Rechten ausgestatteten Emittenten (wie z. B. Gebühren, Steuern oder Umsätze, die aus grünen Projekten erzielt werden).²⁸ Dies birgt ein tendenziell höheres Risiko als bei einem vollen Rückgriffsrecht auf den Emittenten.

Ein Beispiel für Revenue Bonds ist der im Juni 2014 von der New York State Environmental Facilities Corp ausgegebene Green Water Bond mit einem Nennwert von 213 Mio. US-Dollar. Der Erlös ist für Projekte im Bereich Trinkwasser- und Abwasserinfrastruktur bestimmt.²⁹

c) Green Project Bond

Bei einem Green Project Bond handelt es sich um eine Projektanleihe für ein oder mehrere grüne Projekte, bei welcher der Investor den Projektrisiken direkt ausgesetzt ist.³⁰ Die Emissionserlöse sind zweckgebunden für ein bestimmtes zugrunde liegendes grünes Projekt.³¹ Die Tilgungs- und Zinszahlungen werden grundsätzlich durch das grüne Projekt selbst erwirtschaftet und sind somit an den Erfolg dieses Projekts gekoppelt. Diese Art von Green Bond kann jedoch auch mit einem zusätzlichen Rückgriffsrecht auf den Emittenten ausgestaltet sein.³²

Die Big60million Ltd hat z. B. im September 2014 eine nach dem Climate Bonds Standard zertifizierte 4,6 Mio. GBP Anleihe speziell für das Willersey Solar Farm-Projekt begeben.³³

d) Green Securitised Bond

Als Green Securitised Bond gelten diejenigen Green Bonds, die durch ein oder mehrere grüne Projekte besichert sind. Beispiele für diese Art von Green Bonds sind Asset Backed Securities (ABS), Mortgage Backed Securities (MBS), Covered Bonds oder ähnliche Strukturen. Die Rückzahlung erfolgt primär aus den Zahlungsströmen der grünen Projekte.³⁴ Bei ABS und MBS besteht ein Rückgriffsrecht auf den zugrunde liegenden Pool von Darlehen oder Vermögenswerten (z. B. Solaranlagen) aus den grünen Projekten, die als Sicherheiten zusammengefasst wurden.³⁵ Bei Covered Bonds (z. B. Pfandbriefe) handelt es sich um verbrieft Anleihen, bei welchen der Investor zunächst einen allgemeinen

Anspruch gegenüber dem Emittenten und zusätzlich einen Anspruch auf einen Pool der zugrunde liegenden grünen Projekte hat (dual-recourse).³⁶

Im Dezember 2013 hat *Hannon Armstrong*, ein US-amerikanischer, börsennotierter Investor in nachhaltige Infrastrukturprojekte, bspw. eine 100 Mio. US-Dollar-ABS-Transaktion für Mittelflüsse aus Windkraft-, Solar- und Energieeffizienzanlagen durchgeführt.³⁷

IV. Bilanzierung aus Sicht des Investors

1. Klassifizierungsmodell des IFRS 9

Erwirbt ein Investor, der nach International Financial Reporting Standards (IFRS) bilanziert, einen Green Bond, stellt sich für ihn insbes. die Frage nach dem Wertansatz in der Bilanz und der Erfassung von Wertänderungen in der Gewinn- und Verlustrechnung. Hierfür kommt IFRS 9 „Finanzinstrumente“ zur Anwendung. Der Standard befasst sich u. a. mit der Klassifizierung und Bewertung von finanziellen Vermögenswerten, welche auf Basis der *Geschäftsmodellbedingung* und der *Zahlungsstrombedingung* erfolgt. Je nach Ausgestaltung dieser beiden Bedingungen unterscheidet IFRS 9 zwischen einer Folgebewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten (amortised cost) auf Basis der Effektivzinsmethode (AC-Kategorie) und einer Folgebewertung zum beizulegenden Zeitwert (fair value), wobei Wertänderungen entweder erfolgsneutral im sonstigen Ergebnis (other comprehensive income, FVTOCI-Kategorie) oder erfolgswirksam in der Gewinn- und Verlustrechnung (profit or loss, FVTPL-Kategorie) erfasst werden (IFRS 9.4.1.1).

Eine Zuordnung zur AC- bzw. FVTOCI-Kategorie kommt lediglich für solche finanziellen Vermögenswerte in Frage, die dem Geschäftsmodell „Halten“ bzw. „Halten und Verkaufen“ zugeordnet sind (IFRS 9.4.1.2(a); IFRS 9.4.1.2A(a)) sowie die Zahlungsstrombedingung erfüllen. Die Zahlungsstrombedingung gilt als erfüllt,

26 Vgl. Climate Bond Initiative, 5 Einfache Schritte für Emittenten von Green Bonds, Juli 2017, abrufbar unter https://www.climatebonds.net/files/files/5_Einfache_Schritte_fur_Emittenten_von_GreenBonds.pdf (Abruf: 16.8.2018), S. 2.

27 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 7.

28 Vgl. Climate Bond Initiative (Fn. 26), S. 2.

29 Vgl. Climate Bond Initiative (Fn. 26), S. 2.

30 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 7.

31 Vgl. Climate Bond Initiative (Fn. 26), S. 2.

32 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 7.

33 Vgl. Climate Bond Initiative (Fn. 26), S. 2.

34 Vgl. International Capital Market Association (Fn. 2), S. 7.

35 Vgl. Climate Bond Initiative (Fn. 26), S. 2.

36 Vgl. Climate Bond Initiative, Green Covered Bonds: Aufbau grüner Deckungswerte, Juli 2017, abrufbar unter https://www.climatebonds.net/files/files/Green_Covered_Bonds_Deutsch.pdf (Abruf: 16.8.2018), S. 1.

37 Vgl. Climate Bond Initiative (Fn. 26), S. 2.

wenn die Vertragsbedingungen des finanziellen Vermögenswerts zu festgelegten Zeitpunkten zu Zahlungsströmen führen, die ausschließlich Tilgungs- und Zinszahlungen auf den ausstehenden Kapitalbetrag darstellen (solely payments of principal and interest on the principal amount outstanding, IFRS 9.4.1.2(b); IFRS 9.4.1.2A(b)).

Ergibt sich aus den Klassifizierungsvorschriften weder eine Zuordnung zur AC- noch zur FVTOCI-Kategorie, wird der finanzielle Vermögenswert erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet (IFRS 9.4.1.4). Darüber hinaus kann beim erstmaligen Ansatz eines finanziellen Vermögenswerts unwiderruflich zugunsten einer erfolgswirksamen Bewertung zum beizulegenden Zeitwert optiert werden, wenn dadurch Bilanzierungsinkongruenzen beseitigt oder signifikant verringert werden (Fair-Value-Option, IFRS 9.4.1.5).

2. Geschäftsmodellbedingung

Die Art und Weise, wie finanzielle Vermögenswerte gesteuert werden, um Zahlungsströme zu vereinnahmen, ist ausschlaggebend für das Geschäftsmodell eines Unternehmens. Dadurch wird festgelegt, ob Zahlungsströme aus der Vereinnahmung vertraglicher Zahlungsströme, aus dem Verkauf von finanziellen Vermögenswerten oder aus beidem resultieren (IFRS 9.4.1.2A). Die Festlegung des Geschäftsmodells erfolgt durch das Management in Schlüsselpositionen des Unternehmens (key management personnel), wie in IAS 24 „Angaben über Beziehungen zu nahestehenden Unternehmen und Personen“ definiert (IFRS 9.4.1.1). Entscheidend ist, dass das Geschäftsmodell nicht von den Absichten des Management für ein einzelnes Instrument geprägt ist, sondern vielmehr auf einer höheren Aggregations-ebene festgelegt wird, die widerspiegelt, wie Gruppen von finanziellen Vermögenswerten gemeinsam gesteuert werden, um ein bestimmtes Geschäftsziel zu erreichen (IFRS 9.4.1.2). Bei der Bestimmung des Geschäftsmodells handelt es sich grundsätzlich um eine Tatsachenfrage, wobei alle zum Zeitpunkt der Beurteilung verfügbaren relevanten Hinweise zu berücksichtigen sind (IFRS 9.4.1.2B).

3. Zahlungsstrombedingung

a) Allgemeine Anforderungen

Die Beurteilung der Zahlungsstrombedingung erfolgt auf Ebene des einzelnen Instruments (IFRS 9.4.1.1(b)). Führen die Vertragsbedingungen eines finanziellen Vermögenswerts zu festgelegten Zeitpunkten zu Zahlungsströmen, die ausschließlich Tilgungs- und Zinszahlungen auf den ausstehenden Kapitalbetrag darstellen, steht dies im Einklang mit der Zahlungsstrombedingung (IFRS 9.4.1.2; IFRS 9.4.1.2A). Je nach Ausgestaltung des Geschäftsmodells ist somit eine AC- oder FVTOCI-Kategorisierung bei Erfüllung der Zahlungsstrombedingung möglich.³⁸

Finanzielle Vermögenswerte, welche die Zahlungsstrombedingung erfüllen, weisen die Eigenschaften elementarer Kreditvereinbarungen auf, bei welchen Entgelte für den Zeitwert des Geldes und für das Ausfallrisiko i. d. R. die wesentlichen Zinskomponenten darstellen. Zinsen können allerdings auch ein Entgelt für andere grundlegende Kreditrisiken (bspw. das Liquiditätsrisiko) und Kosten (bspw. Verwaltungskosten) i. V. m. dem Halten eines finanziellen Vermögenswerts über einen bestimmten Zeitraum beinhalten (IFRS 9.4.1.7A). In Einklang mit einer elementaren Kreditbeziehung kann auch eine in den Zinsen enthaltene Gewinnmarge stehen (IFRS 9.4.1.3.(b); IFRS 9.4.1.7A).

Anwendung auf Standard Green Use of Proceed Bonds: Für diese Art von Green Bonds ist zu untersuchen, ob die Zahlungsströme ausschließlich aus Tilgungs- und Zinszahlungen auf den ausstehenden Kapitalbetrag bestehen, um eine AC- oder FVTOCI-Kategorisierung erreichen zu können. Dies kann bspw. der Fall sein, wenn die Vertragsbedingungen des Green Bonds eine feste Rückzahlung am Ende der Laufzeit und eine Verzinsung mit einem festen Zinssatz vorsehen. Dabei kann es sich auch um einen Förderzins handeln, der unterhalb des Marktzinses liegt. Eine Unterverzinslichkeit führt ausschließlich zu Tilgungs- und Zinszahlungen und steht deshalb nicht in Widerspruch zu den Eigenschaften einer elementaren Kreditbeziehung. Dasselbe gilt selbst im Falle einer Unverzinslichkeit.³⁹

b) Non-Recourse

Eine Non-Recourse-Finanzierung liegt vor, wenn sich der Anspruch bzw. das Rückgriffsrecht eines Investors auf bestimmte Vermögenswerte des Schuldners oder Zahlungsströme aus bestimmten Vermögenswerten beschränkt (IFRS 9.4.1.16). Im Gegensatz dazu ist es bei Full-Recourse-Finanzierungen möglich, auf den Schuldner oder andere Vermögenswerte des Schuldners zurückzugreifen.⁴⁰ In Bezug auf die Klassifizierung von Non-Recourse-Finanzierungen enthält IFRS 9 besondere Anforderungen, die über die generelle Beurteilung der Zahlungsstrombedingung hinausgehen.

Bei wirtschaftlicher Betrachtung kann sich eine Beschränkung der Rückgriffsrechte bereits aus der vertraglichen Struktur der Finanzierung, wie z. B. bei einer Ein-Objektgesellschaft, ergeben. Auch ein geringer Diversifikationseffekt aufgrund dessen, dass der finanzierte Vermögenswert die einzige wesentliche Einnahmequelle des Schuldners ist oder keine anderen, wesentlichen

38 Dies gilt gleichermaßen für die einzelnen Arten der Green Bonds im Rahmen der nachfolgenden Beurteilungen der Zahlungsstrombedingung.

39 Vgl. Berger/Geisel, BB 2017, 623.

40 Vgl. IDW RS HFA 48, IDW Life 2017, 646 ff., Rn. 206.

Sicherheiten vorliegen, können Indikatoren für das Vorliegen einer Non-Recourse-Finanzierung sein, die in die Beurteilung der Zahlungsstrombedingung einzubeziehen sind.⁴¹

Für Non-Recourse-Finanzierungen ist eine Zuordnung zur AC- bzw. FVTOCI-Kategorie nicht von vornherein ausgeschlossen. Zur Beurteilung der Zahlungsstrombedingung sind die jeweiligen zugrunde liegenden Vermögenswerte oder Zahlungsströme zu betrachten (look through approach). Führen die Vertragsbedingungen eines finanziellen Vermögenswerts zu weiteren Zahlungsströmen oder beschränken die Zahlungsströme derart, dass diese keine Tilgungs- und Zinszahlungen auf den ausstehenden Kapitalbetrag mehr darstellen, ist eine AC- bzw. FVTOCI-Kategorisierung jedoch nicht möglich (IFRS 9.B4.1.17).

Neben der Analyse der vertraglichen Regelungen ist bei Non-Recourse-Finanzierungen insbes. das primäre Risiko der Finanzierung zu würdigen, d. h. ob aus Investorensicht eine Finanzierung mit primär klassischem Kreditausfallrisiko oder aber eine Finanzierung mit primärem Investitionsrisiko gegeben ist, bei der die Rückzahlung hauptsächlich von der Wertentwicklung des finanzierten Vermögenswerts abhängt.⁴² Im Falle von Letzterem ist darzulegen, wieso dies der Zahlungsstrombedingung nicht entgegensteht.⁴³

Wenn bspw. die vertragliche Rendite eines Darlehens von der Wertentwicklung einer Windparkanlage abhängt, sodass die Kapitalrückzahlung an den bei der Veräußerung dieser Windparkanlage erzielten Erlös gekoppelt ist, geht dies über ein Entgelt für den Zeitwert des Geldes und das Kreditrisiko des Schuldners hinaus. Stattdessen stellt das Darlehen eine synthetische Beteiligung an der Windparkanlage dar.⁴⁴

Anwendung auf Green Revenue Bonds: Im Vergleich zu Anleihen besteht für Revenue Bonds kein Rückgriffsrecht auf den Emittenten. Es handelt sich demnach um eine Non-Recourse-Finanzierung und die entsprechenden Vorschriften des IFRS 9 sind anzuwenden. Die vertraglichen Tilgungs- und Zinszahlungen ergeben sich bei Revenue Bonds lediglich aus den Einnahmen des Emittenten, die z. B. aus Projekten im Bereich Trinkwasser- und Abwasserinfrastruktur hervorgehen. Demzufolge besteht eine Abhängigkeit zwischen der Bedienung der Zahlungsströme und den Einnahmen aus den finanzierten, grünen Projekten. Unter der Annahme, dass auch kein Rückgriff auf die den Projekten zugrunde liegenden Vermögenswerte erfolgen kann, spiegeln die Zahlungsströme bzw. die Einnahmen aus den grünen Projekten das Ausfallrisiko wider. Werden die vertraglichen Tilgungs- und Zinszahlungen (teilweise) nicht geleistet, wenn die Einnahmen aus den finanzierten grünen Projekten nicht ausreichen, weist dies darauf hin, dass primär ein Investitionsrisiko vorliegt (s.

Abbildung 2 auf S. 334). In diesem Fall können die vertraglichen Tilgungs- und Zinszahlungen in einer Art limitiert werden, die im Widerspruch zur Zahlungsstrombedingung steht. Somit ist ein AC- bzw. FVTOCI-Kategorisierung nicht möglich.

Anwendung auf Green Project Bonds: Auch bei dieser Art von Green Bonds können die Non-Recourse-Vorschriften des IFRS 9 zur Anwendung kommen, wenn kein Rückgriffsrecht auf den Emittenten eingeräumt wird. In Abgrenzung zu den zuvor beschriebenen Revenue Bonds kann bei einer Projektfinanzierung ein Rückgriff auf die dem Projekt zugrunde liegenden Vermögenswerte vorgesehen sein, da sich diese Finanzierung speziell auf ein Projekt bezieht und nicht auf eine bestimmte Art von grünen Projekten. Dies könnte daher zu einem geringeren Kreditrisiko im Vergleich zu Revenue Bonds führen. Die Voraussetzungen für die Erfüllung der Zahlungsstrombedingung sind auch bei dieser Art von Green Bonds nicht erfüllt, wenn die Tilgungs- und Zinszahlungen erheblich an den wirtschaftlichen Erfolg des Projekts geknüpft sind, somit ein primäres Investitionsrisiko vorliegt und die Tilgungs- und Zinszahlungen demnach keinen Ausgleich für den Zeitwert des Geldes und das Kreditrisiko des Schuldners darstellen. Der Investor kann bspw. unmittelbar betroffen sein, wenn der Projektfortschritt einer Windparkanlage nicht wie geplant voranschreitet, wodurch der wirtschaftliche Erfolg zunächst ausbleibt. Ist in dieser Situation kein ausreichendes Eigenkapital als Puffer vorhanden, würde dies der Zahlungsstrombedingung entgegenstehen. Allerdings können Projektfinanzierungen auch *mit einem Rückgriffsrecht* auf den Emittenten ausgestaltet sein. In diesem Fall sind die Anforderungen des IFRS 9 hinsichtlich der Non-Recourse-Finanzierungen grundsätzlich nicht einschlägig. Liegt neben einem Rückgriffsrecht auf den Emittenten auch ein Rückgriffsrecht auf den zugrunde liegenden Vermögenswert vor (dual-recourse wie bei einem Covered Bond), ist zu prüfen, ob die Eigenschaften einer elementaren Kreditbeziehung erfüllt sind und die Vertragsbedingungen ausschließlich zu Zahlungsströmen führen, die Tilgungs- und Zinszahlungen auf den ausstehenden Kapitalbetrag darstellen. Unter der Annahme, dass keine der Zahlungsstrombedingung entgegenstehenden Vertragsbedingungen vorliegen, ist eine AC- oder FVTOCI-Kategorisierung möglich. Liegt lediglich ein Rückgriffsrecht auf den Emittenten vor, nicht aber auf den zugrunde liegenden Vermögenswert, ist diese Beurteilung vergleichbar mit der bei einer Anleihe.

41 Vgl. IDW RS HFA 48 (Fn. 40), Rn. 207.

42 Vgl. IDW RS HFA 48 (Fn. 40), Rn. 209.

43 Vgl. IDW RS HFA 48 (Fn. 40), Rn. 212.

44 Vgl. Deloitte, iGAAP 2018 Volume B: Financial Instruments – IFRS 9 and related Standards, S. 97.

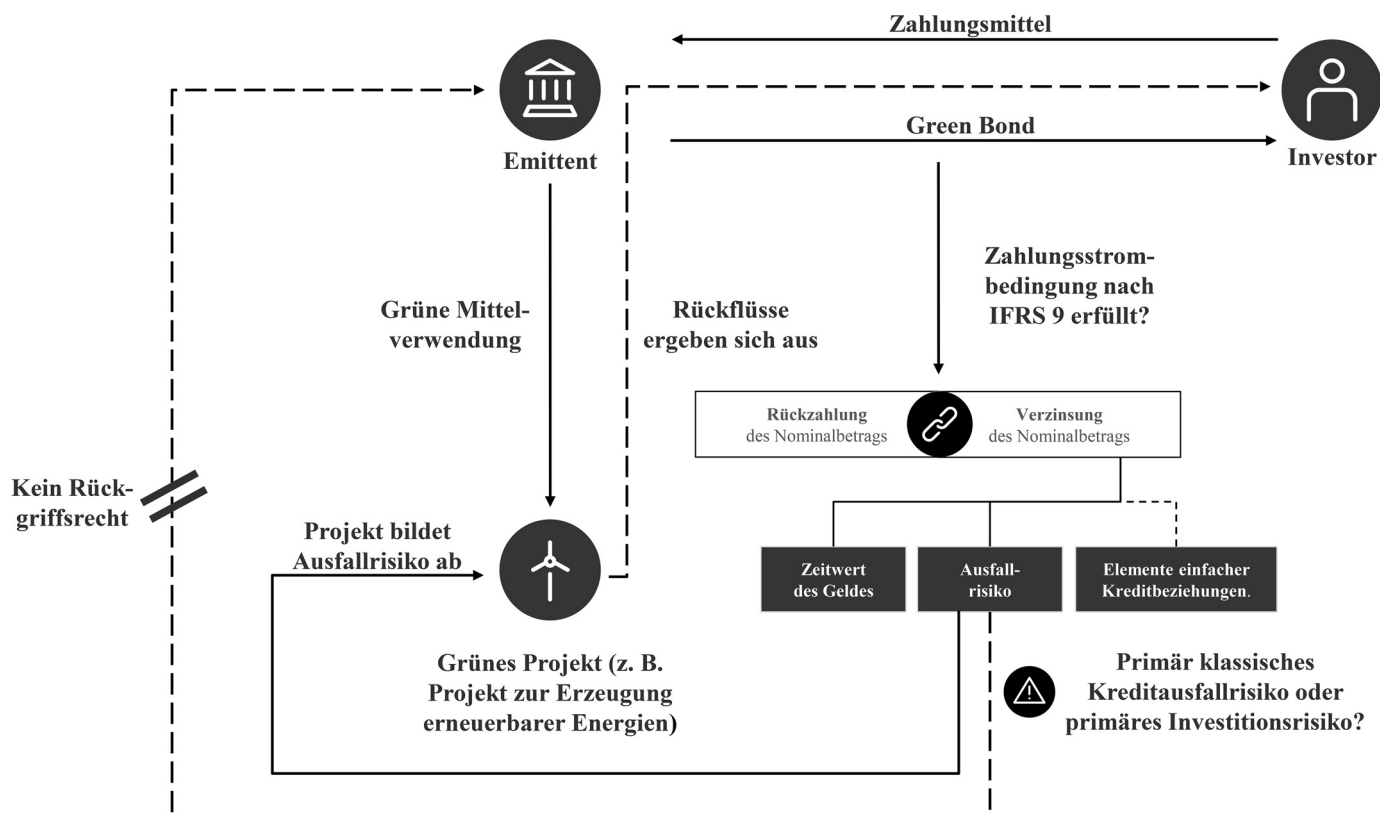


Abbildung 2: Beurteilung der Zahlungsstrombedingung nach IFRS 9 eines Green Bonds ohne Rückgriffsrecht auf den Emittenten (Non-Recourse-Finanzierung)

c) Vertraglich verknüpfte Instrumente

Auch zur Beurteilung der Zahlungsstrombedingung bei vertraglich verknüpften Instrumenten enthält IFRS 9 gesonderte Anforderungen. Bei diesen Instrumenten werden Zahlungsströme aus einem Deckungspool von Finanzinstrumenten in Tranchen gebündelt und anschließend Wertpapiere mit unterschiedlichen Rangfolgen ausgegeben. Somit kommt es zu einer Reallokation von Kreditrisiken (IFRS 9.B4.1.20). Die Klassifizierung dieser Finanzinstrumente erfolgt grundsätzlich auch auf Basis der Geschäftsmodellbedingung und der Zahlungsstrombedingung, wobei für Letztere weitere Anforderungen zu erfüllen sind. Nur dann, wenn die in IFRS 9.B4.1.20–26 zusätzlich genannten Anforderungen an die Zahlungsstrombedingung kumulativ erfüllt sind, ist eine Amortized-Cost- (AC-) bzw. Fair-Value-through-Other-Comprehensive-Income- (FVTOCI-)Kategorisierung möglich. Diese spezifischen Anforderungen in Bezug auf vertraglich verknüpfte Instrumente sind erforderlich, damit Unternehmen durch die Investition in Tranchen kein Nachteil im Vergleich zu einer Direktinvestition entsteht, sofern der Deckungspool von Finanzinstrumenten vertragliche Zahlungsströme aufweist, die ausschließlich Tilgungs- und Zinszahlungen auf den ausstehenden Kapitalbetrag darstellen (IFRS 9.BC4.206).⁴⁵

Anwendung auf Green Securitised Bonds: Bei Green Bonds in Form von ABS-Strukturen kommen die Sondervorschriften des IFRS 9 für vertraglich verknüpfte Instrumente zur Anwendung. Diese erfordern eine Durchschaumöglichkeit auf den zugrunde liegenden Pool von Instrumenten, eine Betrachtung der Zahlungsströme der Tranche, eine Beurteilung der Eigenschaften des Referenzvermögens sowie einen Kreditrisikotest.⁴⁶ In Bezug auf Green Bonds können v. a. die Eigenschaften des zugrunde liegenden Pools an Instrumenten eine entscheidende Rolle hinsichtlich der (Nicht-)Erfüllung der Zahlungsstrombedingung spielen. Zwar sind die Anforderungen des IFRS 9 zu vertraglich verknüpften Instrumenten auch dann anzuwenden, wenn der zugrunde liegende Pool nur nicht-finanzielle Vermögenswerte enthält, doch führt die Anwendung der Vorschriften dazu, dass in diesen Fällen die Zahlungsstrombedingung nicht erfüllt ist. Besteht das Referenz-

45 Für eine detaillierte Darstellung der Anforderungen des IFRS 9 zu vertraglich verknüpften Instrumenten verweisen wir auf Geisel/Spieles, RdF 2018, 155–157.

46 Für eine detaillierte Darstellung der einzelnen Bestandteile der Sondervorschriften in Bezug auf vertraglich verknüpfte Instrumente s. Geisel/Spieles, RdF 2018, 150, 155–157.

vermögen bspw. direkt aus den finanzierten Windkraft- oder Solaranlagen statt aus Finanzinstrumenten (z. B. Solarkrediten), ist die Zahlungsstrombedingung verletzt (IFRS 9.B4.1.21(b)).⁴⁷ Der zugrunde liegende Pool kann allerdings auch bei Green Bonds aus Finanzinstrumenten bestehen, z. B. in Form von Darlehen für Projekte zur Steigerung der Energieeffizienz oder Darlehen für Elektro- oder Hybridfahrzeuge. In diesen Fällen ist eine Erfüllung der Zahlungsstrombedingung nicht bereits wegen des zugrunde liegenden Pool ausgeschlossen. Je nachdem, ob die anderen Anforderungen an vertraglich verknüpfte Instrumente erfüllt sind, ist somit eine AC- bzw. FVTOCI-Kategorisierung möglich. Bei Green Bonds, die wie Pfandbriefe ausgestaltet sind, greifen weder die Vorschriften in Bezug auf vertraglich verknüpfte Instrumente, da keine Tranchierung vorgenommen wird, noch stellt diese Art von Green Bonds eine Non-Recourse-Finanzierung dar, da sowohl ein Rückgriffsrecht auf den Emittenten als auch ein Rückgriffsrecht auf den zugrunde liegenden Pool besteht.⁴⁸ Daher ist eine generelle Beurteilung der Zahlungsstrombedingung dahingehend vorzunehmen, ob die Eigenschaften einer elementaren Kreditbeziehung erfüllt sind und somit eine AC- bzw. FVTOCI-Kategorisierung möglich ist.

ZUSAMMENFASSUNG

1. Das zentrale Merkmal eines Green Bond liegt in seiner Zwecksetzung, der Finanzierung oder Refinanzierung geeigneter „grüner“ Projekte, die dem Umwelt- und Klimaschutz dienen sollen.
2. Die Green Bond Principles typisieren vier Arten von Green Bonds, die sich u. a. durch die Verwendungsart der Emissionserlöse und durch ihre Rückgriffsrechte unterscheiden.
3. Eine Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten ist insbesondere bei Standard Green Use of Proceeds Bonds und Green Securitised Bonds in Form von Covered Bonds denkbar.

4. Bei Projektfinanzierungen ohne Rückgriffsrecht auf den Emittenten und Revenue Bonds, die jeweils einem primären Investitionsrisiko unterliegen, dürfte sich regelmäßig eine erfolgswirksame Bewertung zum beizulegenden Zeitwert ergeben.
5. Bei Green Securitised Bonds bspw. in Form von ABS-Strukturen ist eine Erfüllung der Zahlungsstrombedingung v. a. in den Fällen ausgeschlossen, in denen das zugrunde liegende Referenzvermögen unmittelbar aus den finanzierten Anlagen besteht.



AUTOREN

Dipl.-Kfm. Adrian Geisel ist Director im IFRS Centre of Excellence und Mitglied des Expertenbeirats zu Finanzinstrumenten bei Deloitte. Er wirkt in den IDW-Arbeitsgruppen zu IFRS 9 mit. In dem Beitrag gibt er seine persönliche Meinung wieder.



Jennifer Spieles, M.Sc., ist Mitarbeiterin im IFRS Centre of Excellence bei Deloitte in Frankfurt a. M. In dem Beitrag gibt sie ihre persönliche Meinung wieder.

⁴⁷ Vgl. Deloitte (Fn. 44), S. 103f.

⁴⁸ Vgl. IDW RS HFA 48 (Fn. 40), Rn. 216.