

Der Kohlenstoff-Bias der EZB in Aktion - Teil 2

Wie Ausnahmeregelungen bei den Mindeststandards für den
EZB-Sicherheitenrahmen die Klimakrise befeuern

Der Kohlenstoff-Bias der EZB in Aktion - Teil 2

Wie Ausnahmeregelungen bei den Mindeststandards für
den EZB-Sicherheitenrahmen die Klimakrise befeuern

Autoren:

Dr. Mauricio Vargas, Greenpeace
Adam Pawloff, Greenpeace

Herausgegeben von / Kontakt:

Greenpeace e.V.
Dr. Mauricio Vargas
Greenpeace-Finanzexperte
Tel: (+49) 151-117 655 67
E-Mail: mauricio.vargas@greenpeace.org

Greenpeace in Central- and Eastern Europe
Adam Pawloff
Climate and Energy Campaigner
Tel: (+43) 650 37 22 524
Email: adam.pawloff@greenpeace.org

Hamburg, April 2021

➔ Kein Geld von Industrie und Staat

Greenpeace ist eine internationale Umweltorganisation, die mit gewaltfreien Aktionen für den Schutz der Lebensgrundlagen kämpft. Unser Ziel ist es, Umweltzerstörung zu verhindern, Verhaltensweisen zu ändern und Lösungen durchzusetzen. Greenpeace ist überparteilich und völlig unabhängig von Politik und Wirtschaft. Mehr als 600.000 Fördermitglieder in Deutschland spenden an Greenpeace und gewährleisten damit unsere tägliche Arbeit zum Schutz der Umwelt, der Völkerverständigung und des Friedens.

Impressum

Greenpeace e.V., Hongkongstraße 10, 20457 Hamburg, Tel. 040/3 06 18-0 **Pressestelle** Tel. 040/3 06 18-340, F 040/3 06 18-340, presse@greenpeace.de, www.greenpeace.de
Politische Vertretung Berlin Marienstraße 19-20, 10117 Berlin, Tel. 030/30 88 99-0 **V.i.S.d.P.** Dr. Mauricio Vargas

04/2021

Vorwort

Der Forderung nach einer pariskonformen Ausrichtung der Geldpolitik begegnen Kritiker:innen wie beispielsweise der Präsident der deutschen Bundesbank Jens Weidmann verstärkt mit dem Argument, dass die Notenbank zur Neutralität verpflichtet sei. Seine Argumentation: Dieses Neutralitätsgebot erzwingt die absolute Unvoreingenommenheit gegenüber der Akzeptanz von Unternehmensanleihen sowohl beim EZB-Kaufprogramm als auch bei den einreichbaren Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB. Dieses Prinzip der Marktneutralität verbiete der Notenbank pauschal den Ausschluss einzelner Unternehmen beispielsweise aufgrund von Klimaschutzkriterien. Das Neutralitätsgebot ist also das entscheidende Argument, das einer klimaresilienten Geldpolitik entgegensteht.

Die vorliegende Greenpeace-Kurzanalyse "Der Kohlenstoff-Bias der EZB in Aktion - Teil 2"¹ belegt jedoch, wie widersprüchlich die Anwendung des EZB-Neutralitätsgebots ist. Dies zeigt sich beispielsweise am Umgang mit den sogenannten „Fallen Angels“, also Unternehmen, die ihre solide Bonitätseinschätzung und damit die Zulassungsfähigkeit ("eligibility") für EZB-Refinanzierungsgeschäfte verlieren. Diesen Unternehmen gewährt die EZB jedoch umfangreiche Ausnahmeregelungen, die im krassen Widerspruch zum Postulat der Marktneutralität stehen und darüber hinaus noch äußerst klimaschädlich wirken.

Beim Umgang mit "Fallen Angels" gibt es Sonderregeln

Fakt ist: Das Notenbanksystem weicht schon heute an zahlreichen Stellen von seinem Neutralitätsgebot ab und paradoxerweise erfolgen diese Abweichungen zugunsten einzelner klimaschädlicher Unternehmen. Der Kohlenstoff-Bias der EZB offenbart sich beispielhaft bei den Ausnahmen für die notwendige Mindestratings bei der Akzeptanz von Unternehmensanleihen als Sicherheiten für die generösen EZB Refinanzierungsgeschäfte.

Für die akzeptierten Sicherheiten gelten im Rahmen des im *Temporary Framework* beschlossenen *Grandfathering* aktuell zwei Ausnahmeregelungen²:

1. Anleihen von Unternehmen, die ihr Investmentgrade-Rating nach dem 7. April 2020 verlieren, dürfen im Rahmen des General Frameworks weiterhin als Sicherheiten verwendet werden. Diese Praxis widerspricht der Marktneutralität, da bei Unterschreitung des Investmentgrade Mindestratings die Anleihen wie beispielsweise bei Anleihen von Unternehmen, die vor dem 7. April das Investmentgrade-Rating verloren haben, aus dem Bestand an akzeptierten Anleihen genommen werden müssten.³

¹ Teil 1: [Greenpeace-Analyse: Wie der Fall Lufthansa die Klimaschädlichkeit der EZB-Politik offenlegt](#)

² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200422_1~95e0f62a2b.en.html

³ Für das Kaufprogramm für Unternehmensanleihen (CSPP) ist die Ausnahmeregel bezüglich des Mindestratings noch großzügiger ausgestaltet: Die EZB darf hier schon immer Anleihen von "Fallen

2. Des Weiteren werden auch neu emittierte Anleihen von Unternehmen, die nach dem 7. April 2020 ihr Investmentgrade Rating verloren haben, von der EZB als Sicherheiten akzeptiert, solange ein alternatives Mindestrating von BB nicht unterschritten wird.

Hieraus ergeben sich zweierlei handfeste Vorteile für die betroffenen Unternehmen:

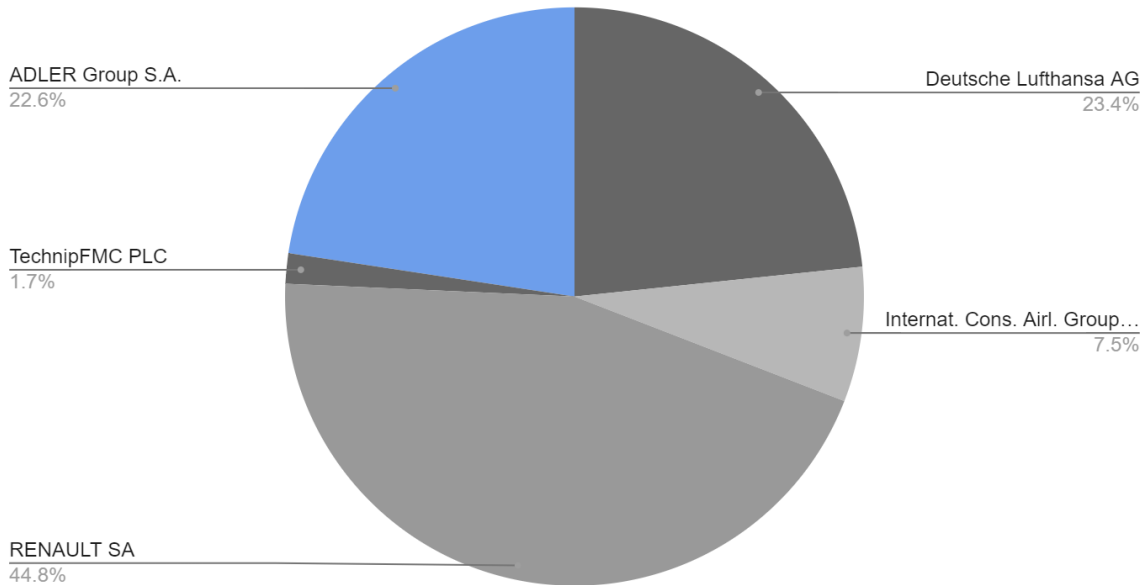
1. Im ersten Fall profitieren sie von der fortdauernden Akzeptanz, da die „alten“ Anleihen von Banken weiterhin als Sicherheit für die Refinanzierungsgeschäfte verwendet werden dürfen und die Banken damit einen Anreiz haben, die Forderung weiterhin auf ihren Büchern zu halten. Die Gefahr eines „Forced Sellings“, der die Anleihemärkte der „Fallen Angels“ erheblich belasten würde, wird hierdurch reduziert. Neuemissionen sind einfacher zu platzieren, da die neu zu begebenen Anleihen nicht mit „alten“ um die wenigen High-Yield-Investoren konkurrieren müssen. Zudem können potenzielle „Fallen Angels“ das Zeitfenster bis zum Downgrade beschleunigt für Emissionen nutzen, da diese Anleihen unter den Banken weiterhin genügend Abnehmer finden.
2. Noch generöser ist die zweite Sonderregel des „Grandfathering“, die es den „Fallen Angels“ erlaubt, neue Anleihen zu platzieren und auf rege Nachfrage der Banken zu vertrauen, da diese die Anleihen trotz Junk-Ratings, also kein Investmentgrade-Rating mehr besitzen, als Sicherheit für die hochlukrativen Refinanzierungsgeschäfte bei der EZB einreichen können.

Die Sonderregeln konterkarieren das Prinzip der Marktneutralität - zu Lasten des Klimas

Obwohl es für diese Ausnahmen sicherlich plausible Gründe gibt, zeigen sie in erster Linie, dass durchaus einzelne Unternehmen von EZB-Sonderregeln profitieren und geldpolitische Anpassungen nicht per se dem Prinzip der Marktneutralität folgen.

Angels“ auf dem Buch behalten. Auch hiervon profitieren mehrheitlich kohlenstoffintensive Unternehmen. Vgl. hierzu <https://www.greenpeace.de/themen/umwelt-gesellschaft/wirtschaft/die-ezb-und-der-fall-lufthansa>

77% bzw. 10,275 Mrd. Euro der im Rahmen des "Grandfatherings" akzeptierten Anleihen stammen von kohlenstoffintensiven Emittenten



Aus Greenpeace-Sicht ist dagegen ein anderer Aspekt kritikwürdig: Unsere Analysen (siehe Abbildung; kohlenstoffintensive Unternehmen sind grau gefärbt) zeigen, dass Nutznießer der Sonderregeln in erster Linie kohlenstoffintensive Unternehmen sind. Nach unseren Berechnungen profitiert aktuell ein Anleihevolumen kohlenstoffintensiver Unternehmen in Höhe von 10.275 Mrd. Euro und damit 77% des Gesamtvolumens von den Ausnahmen. Die Sonderregel des *Grandfatherings* erlaubte es zudem Renault und Lufthansa, im Nachgang des Verlust ihres Investmentgrade Ratings 4,2 Mrd. Euro an Neuemissionen zu platzieren (64%), während die Adler-Group 2,3 Mrd. Euro emittierte.

Die Brisanz der EZB-Unterstützung wird anhand des Falls Lufthansa eindrucksvoll deutlich. Schließlich werfen die jüngsten furiosen Lufthansa Neuemissionen in Höhe von 3,2 Mrd. Euro die Frage auf, was angesichts der eingetrübten Aussicht auf eine schnelle Normalisierung der Coronakrise, der unsicheren Zukunft der ertragsstarken Geschäftsreisen sowie der langfristig beschlossenen CO₂-Reduktionspfade solch eine Euphorie der Anleger:innen begründen könnte. Als alternative Erklärung ist stattdessen plausibel, dass die hohe Attraktivität der Anleihen erst durch die EZB-Sonderregeln bewerkstelligt wird, wie folgendes Rechenbeispiel veranschaulicht. So ist kann beispielsweise der Erwerb der vierjährigen LH-Anleihe vom Februar diesen Jahres mit einem Kupon von 3 Prozent mit einem dreijährigem EZB-Refinanzierungsgeschäft zu Nullzins oder gar negativem Zins refinanziert werden - für Banken ein hoch lukrativer Carry-Trade.

Fazit und Forderung: Klimaschädliche Unwucht korrigieren

Die Analyse untermauert, dass die Ablehnung einer pariskonformen Geldpolitik mit Verweis auf das Neutralitätsgebot der EZB nicht überzeugt. Im Gegenteil. Die bestehenden Ausnahmen für den Umgang mit “Fallen Angels” stellen eine immense Bevorzugung einzelner Unternehmen dar. Dass es sich hierbei um besonders klimaschädliche Unternehmen handelt, überrascht nicht. Schließlich sind es eben ihre Geschäftsmodelle, die durch die Klimakrise unter Druck geraten.

Die Aufgabe der EZB darf es aus Greenpeace-Sicht nicht sein, diese Unternehmen blind zu unterstützen. Sie muss stattdessen schleunigst einen Weg finden, die klimaschädliche Unwucht ihrer geldpolitischen Instrumente zu korrigieren. Nur so kann der politisch beschlossene und gesellschaftlich gewünschte Weg zur Klimaneutralität gelingen.

Methodischer Appendix

Die Berechnung des Kohlenstoff-Bias erfolgt anhand des aktuell ausgewiesenen EZB-Bestands an akzeptierten Sicherheiten.⁴

Für die einzelnen Anleihen wurden mit Hilfe von Bloomberg die Ratings identifiziert und die Unternehmen, die kein Investmentgrade-Mindestrating mehr aufweisen, gemäß folgender Tabelle kategorisiert.⁵

Unternehmensanleihen ohne Investmentgrade-Mindestrating im EZB-CSPP-Bestand			
Unternehmen	Ausstehende Anleihen (in Mio)	Sektor	Kriterium
Lufthansa	3100	Airline	Kohlenstoffintensiv
Int. Airlines Grp.	1000	Airline	Kohlenstoffintensiv
Renault	5950	Automotive	Kohlenstoffintensiv
TechnipFMC PLC	225	Oil/Gas	Kohlenstoffintensiv
ADO Properties	3000	Immobilien	Sonstige

⁴ Abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/html/list-MID.en.html>

⁵ Details zur Methodik der Definition “Kohlenstoffintensiv” finden sich in der Studie https://www.greenpeace.de/presse/publikationen/ezb-report_decarbonising-is-easy