



Grüne Anleihen: ohne rosarote Brille betrachtet

Zusammenfassung

Im November 2016 trat das globale Klimaschutzübereinkommen von Paris in Kraft. Nun müssen dringend zusätzliche Mittel für umweltverträgliche Anlagen aufgebracht und die Finanzströme von umweltschädlichen „braunen“ zu „grünen“ Anlagen umgelenkt werden. Amtsträger, Investoren und die Medien bezeichnen grüne Anleihen für beide Ziele als Schlüsselinstrument. Aber was sind grüne Anleihen, und wie realistisch wird ihr Potenzial zur Finanzierung nachhaltiger Entwicklung bewertet, insbesondere für nachhaltige Investitionen, die auf anderem Wege nicht finanziert würden?

Grüne Anleihen sind Schuldtitel zur Finanzierung ökologisch nachhaltiger Investitionen. Ihr Markt begann nach der globalen Finanzkrise 2008 zwar nur langsam zu wachsen, explodiert aber seit 2014 mit Emissionen in Höhe von 42 Mrd. USD im Jahr 2015. Seit dem „Abheben“ 2014 sind die Erwartungen an grüne Anleihen weiter gestiegen.

Sie sind aus verschiedenen Gründen für Investoren attraktiv. Im Vergleich zu anderen grünen Instrumenten sind sie oft recht einfache und geläufige Festzinsinstrumente. Zudem werden die Risiken CO₂-intensiver Anlagen in Anlageportfolios zunehmend berücksichtigt. Grüne Anleihen sind auch für solche Anlegergruppen attraktiv, die umweltfreundlich handeln möchten. Schließlich sind insbesondere grüne Anleihen internationaler Finanzinstitute oder großer Unternehmen häufig so umfangreich, dass sie für institutionelle Anleger attraktiv sind.

Grüne Anleihen sind allerdings auch mit Problemen verbunden. Dazu zählen erstens die Mängel des Governancekonzepts für ihren Markt, zweitens die erheblichen Kosten

für die Kennzeichnung als grüne Anleihe und drittens der Mangel an grünen Projekten, in die sich ihr Ertrag anlegen ließe. Bei Entwicklungs- und Schwellenländern kommen weitere Einschränkungen hinzu. Emissionshindernisse sind hier insbesondere schwach entwickelte Kapitalmärkte und schlechte Ratings potenzieller Emittenten. Zudem wurden grüne Anleihen bisher nur selten ausgegeben, um zusätzliche Mittel für die Finanzierung des Klimawandels aufzubringen.

Eine wichtige Maßnahme, um diesen Problemen zu begegnen und das Potenzial grüner Anleihen zur Finanzierung nachhaltiger Entwicklung auszuschöpfen, ist ein geeignetes Governancekonzept. Nur so kann der Markt tragfähig reifen.

Ein besseres Governancekonzept muss grüne Anleihen klar und angemessen definieren. Weithin sollte es regelmäßige Berichte sowie die Überwachung und Bewertung der Einhaltung von Standards auch jenseits der Selbststeuerung der Branche umfassen. Zudem muss das Governancekonzept inklusiver ausgestaltet werden und die Informationsweitergabe zwischen den Akteuren verbessert werden. Regierungen und Entwicklungsbanken spielen bei der Entwicklung der Märkte eine zentrale Rolle, indem sie die Kosten für die Emissionen senken. Dies ist eine wichtige Voraussetzung für grüne Anleihen, zusätzliche Mittel aufzubringen.

All diese Maßnahmen können das Vertrauen in grüne Anleihen erhöhen. Ohne dieses Vertrauen lassen sich die Erwartungen an die Aufbringung zusätzlicher Mittel für umweltverträgliche Investitionen und die Umlenkung der Finanzströme von Braun zu Grün nur schwerlich erfüllen.

Grüne Anleihen: Besonderheiten und Entwicklung

Viele Amtsträger, Anleger und die Medien haben grüne Anleihen als Schlüsselinstrument zur Aufbringung zusätzlicher Mittel und zur Umlenkung der Finanzströme von umweltschädlichen „braunen“ zu grünen Anlagen gefeiert. Was sind grüne Anleihen, und wie realistisch ist diese Einschätzung?

Sie sind Schultitel, bei denen ein Anleger dem Emittenten für eine bestimmte Dauer fest oder variabel verzinslich Geld leiht. Sie werden als „grün“ gekennzeichnet, weil der Emittent mit den Mitteln „umweltfreundliche“ Projekte oder Aktivitäten finanziert. „Umweltfreundlich“ lässt dabei Spielraum für Interpretation: Da sie selbsternannt sind und keinerlei gesetzlichen Anforderungen unterliegen, gibt es keine universelle Definition.

2014 entwickelte eine Gruppe wichtiger Emittenten, Zeichner und Anleger die freiwilligen Grundsätze für grüne Anleihen (*Green Bond Principles, GBPs*), um Konsens über grüne Anleihen herzustellen. Laut den GBPs handelt es sich um jede Schuldverschreibung, mit deren Ertrag ausschließlich neue und/oder bestehende „qualifizierte“ grüne Projekte teilweise oder vollständig finanziert werden. Die Projekte müssen eindeutig einen nachhaltigen Umweltnutzen in einer der folgenden Kategorien bringen: erneuerbare Energien, Energieeffizienz, nachhaltiges Abfallmanagement, nachhaltige Flächennutzung, Erhalt der Biodiversität, sauberer Verkehr, nachhaltiges Wassermanagement und Anpassung an den Klimawandel (International Capital Markets Association, 2015). Letztlich kann der Emittent seine Anleihe jedoch nach eigenem Ermessen als „grün“ betiteln.

Es gibt vier Haupttypen grüner Anleihen. Sie unterscheiden sich hauptsächlich darin, mit welchen Vermögenswerten die Anleihe verbrieft wird. Die allermeisten grünen Anleihen haben eine vorgesehene Verwendung: Der Ertrag ist im Portfolio des Emittenten für grüne Projekte reserviert, und der Emittent haftet mit seiner gesamten Bilanz. Das hat den enormen Vorteil, dass die Anleihen durch die gesamte Bilanz des Emittenten gedeckt sind. Daher bewerten Ratingagenturen die grünen Anleihen nicht einzeln. Sie erhalten automatisch dasselbe Rating wie der Emittent. Die grünen Anleihen mit vorgesehener Verwendung beispielsweise von der Weltbank und der KfW Entwicklungsbank sind mit AAA bewertet (Abbildung 1 veranschaulicht die Funktionsweise von Anleihen mit vorgesehener Verwendung).

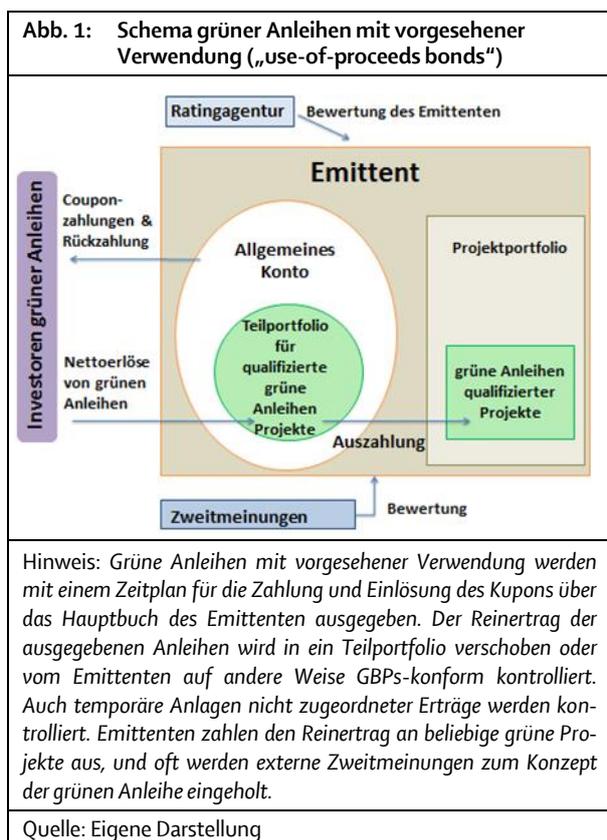
Der zweite Typ sind Anleihen mit vorgesehener Verwendung, die ebenfalls für grüne Projekte reserviert sind. Das Risiko ist jedoch nur durch die dafür verpfändeten Ertragsströme gedeckt. Der dritte Typ sind grüne Projektanleihen, die für bestimmte Projekte verwendet werden und nur durch die Vermögenswerte der Projekte gedeckt sind. Der vierte Typ sind verbrieft grüne Anleihen, deren Erträge für eine Gruppe grüner Projekte verwendet werden und nur durch eine bestimmte Gruppe an Vermögenswerten in der Bilanz des Emittenten gedeckt sind.

Grüne Anleihen sind eine relativ junge Vermögensklasse. Die Ersten wurden 2007 von Entwicklungsbanken ausgegeben, und nach der globalen Finanzkrise 2008 wuchs ihre Zahl nur langsam, da neue Finanzinstrumente nicht gefragt waren. Seit 2014 haben die Emissionen jedoch stark zugelegt, teilweise, weil sich die Entwicklungsbanken mit Emissionen von über 14 Mrd. USD 2014 und 2015 nun stärker engagieren. Viele Entwicklungsbanken fördern diesen neuen Markt bewusst.

Der Großteil des Volumens von 35 Mrd. USD 2014 bzw. von 42 Mrd. USD 2015 wurde von Unternehmen, Kommunen, Regionen und Geschäftsbanken ausgegeben, die diesen neuen Schultitel entdeckten (Climate Bonds Initiative, 2016, S. 6). Seit der Markt 2014 „abgehoben“ hat, ist die Hoffnung groß: Viele erwarten, dass sich der Markt auch weiter hoch dynamisch entwickeln (die gemeinnützige Climate Bonds Initiative schätzt das mögliche Gesamtvolumen 2016 auf 100 Mrd. USD (Climate Bonds Initiative, 2016, S. 6) und erheblich dazu beitragen wird, die Investitionslücke für nachhaltige Entwicklung zu schließen.

Vorteile

Insbesondere grüne Anleihen mit vorgesehener Verwendung (*„use of proceeds bonds“*) von Entwicklungsbanken und anderen Emittenten mit gutem Rating sind attraktiv. Erstens handelt es sich meist um Festzinsanleihen, die einfachste Form einer Standardanleihe, die sich bei identischem Ertrag nur durch die ausschließliche Verwendung des Ertrags für grüne Anlagen unterscheidet. Es handelt sich also um recht einfache, bekannte festverzinsliche Anleihen, deren Risiko nicht höher bei konventionellen Anleihen ist. Damit können Anleger zu einem zusätzlichen positiven Umwelter-



gebnis beitragen, ohne zusätzliche Risiken einzugehen. Mit dem Kauf grüner AAA-Anleihen können Anleger grüne Anlagen praktisch ohne zusätzliches Risiko finanzieren. Dafür sind auch die Erträge nicht höher als bei anderen Anleihen.

Angesichts der Ähnlichkeit dieses Typs mit konventionellen Anleihen ziehen grüne Anleihen mit vorgesehener Verwendung der Entwicklungsbanken nicht nur ihre traditionellen, sondern eine größere Gruppe an Anlegern an: Sie sind insbesondere für philanthropische oder wirkungsorientierte Anleger usw. attraktiv, denen es um den Umweltnutzen geht.

Zweitens können grüne Anleihen mit vorgesehener Verwendung von Instituten mit gutem Rating Klimarisiken in Anlageportfolios senken, ohne Anleger den besonderen Risiken grüner Technologien auszusetzen. Viele Anleger berücksichtigen die Risiken CO₂-intensiver Anlagen zunehmend in den Anlageportfolios. In manchen Ländern, z. B. Frankreich, müssen institutionelle Investoren mittlerweile sogar die CO₂-Bilanz von Anlagen offenlegen. Die Angst, dass Vermögenswerte angesichts der wachsenden politischen, wirtschaftlichen und umweltbezogenen Risiken fossiler Brennstoffe möglicherweise an Wert verlieren, macht grüne Anlagen relativ attraktiver.

Zudem macht die Größenordnung insbesondere grüner Anleihen mit vorgesehener Verwendung von Entwicklungsbanken diese für institutionelle Investoren attraktiv, vor allem für Pensionsfonds, die Emissionen von über 500 Mio. USD erfordern (Lindenberg, 2014). Eine der ersten grünen Emissionen der International Finance Corporation z. B. von 1 Mrd. USD interessierte sogar große institutionelle Anleger wie Blackrock, die staatliche Lehrrentenkasse von Kalifornien und Ford.

Herausforderungen

Die Entwicklung des Markts für grüne Anleihen hat große Fortschritte gemacht, aber man sollte die zukünftige Entwicklung und ihr Potenzial nicht durch die rosarote Brille betrachten. Eine Reihe von Faktoren begrenzen die Entwicklung dieses Markts und seinen erwarteten Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung.

Die erste große Hürde sind die weiterhin bestehenden Mängel beim Governancekonzept (Berensmann, Dafe & Lindenberg, 2017). Insbesondere sind sich die Akteure angesichts der begrenzten Standardisierung nicht darüber einig, was eine grüne Anleihe ist und was Projekte für die Finanzierung in Form von grünen Anleihen qualifiziert. In einigen Bereichen, z. B. Energie, konkurrieren mehrere Standards miteinander, in anderen, z. B. der Anpassung an den Klimawandel, gibt es praktisch gar keine. Begrenzte Transparenz und Offenlegung machen es Regulierern, NGOs und Forschungseinrichtungen schwer, die Marktentwicklung zu überwachen. Eine unabhängige Überwachung wäre wichtig, da die bestehenden Richtlinien für Transparenz und Offenlegung der Ertragsverwendung weitgehend freiwillig sind.

Zweitens ist es teuer, Anleihen als „grün“ zu kennzeichnen, da sie zertifiziert, geprüft und überwacht werden müssen.

Hohe Kosten für die Kennzeichnung sind hier problematisch, da die meisten grünen Anleger nicht bereit sind, für „grün“ mehr zahlen oder kleinere Erträge als die traditioneller „grauer“ Alternativen hinzunehmen. Daher verbleiben diese zusätzlichen Kosten meist beim Emittenten. Diese Kosten der Kennzeichnung können potenzielle Emittenten abhalten oder zu niedrigeren Standards verleiten.

Daneben ist auch der Beitrag grüner Anleihen zur nachhaltigen Entwicklung begrenzt, weil es an geeigneten öffentlichen und privaten grünen Projekten mangelt. Dies ist hauptsächlich fehlenden Strategien und Vorschriften zur Schaffung einer entsprechenden Nachfrage geschuldet.

In Entwicklungs- und Schwellenländern schaffen drei weitere Faktoren Probleme für die Förderung nachhaltiger Entwicklung durch grüne Anleihen. Erstens stellen dort schwach entwickelte Kapitalmärkte und schlechte Ratings für potenzielle Emittenten Emissionshindernisse dar. Zweitens ist unklar, in welchem Umfang Entwicklungsbanken grüne Anleihen ausgeben, um zusätzliche Mittel für den Klimaschutz aufzubringen. Wie traditionelle Anleihen, dienen auch grüne Anleihen häufig der Finanzierung des allgemeinen Projektportfolios, nicht der Finanzierung von Projekten, die sonst nicht möglich wären. Ein Hauptmotiv von Entwicklungsbanken ist es vielmehr, die Marktentwicklung zu fördern. Auch wenn dies eine notwendige Voraussetzung ist, um die potenzielle Wirkung grüner Anleihen zu steigern, darf dieses Ziel die Aufbringung zusätzlicher (öffentlicher und privater) Mittel nicht verdrängen. Es muss sichergestellt sein, dass grüne Anleihen nicht als Ersatzfinanzierung für andere Entwicklungszwecke verwendet werden.

Wie lässt sich der Markt entwickeln?

Zur Entwicklung des Markts für grüne Anleihen sind mehrere Maßnahmen vonnöten. Insbesondere muss ein geeignetes Governancekonzept aufgestellt werden, damit der Markt tragfähig reift. Ein optimiertes Governancekonzept muss Transparenz und Offenlegung verbessern.

- Für eine höhere Transparenz ist eine klare und anspruchsvolle, von Teilnehmern und Beobachtern des Finanzmarkts akzeptierte Definition grüner Anleihen nötig. Die Akteure müssen die GBPs also um eine eindeutiger Definition erweitern. Entscheidungsträger müssen die nationale Richtlinien, wie z. B. in China, Mexiko und Indien für die Emission grüner Anleihen über die Ländergrenzen hinweg harmonisieren.
- Ratingagenturen müssen entsprechend mit der Definition konkreter Kriterien dafür sorgen, dass Indizes für grüne Anleihen den Markt für Emittenten wie Anleger transparenter machen. Die Indizes können z. B. für die Aufnahme von Anleihen in einen Index konkrete Branchenstandards voraussetzen. Institutionelle Anleger können zudem mit der Aufnahme von Kriterien für grüne Anlagen in ihre Richtlinien zu höheren Standards beitragen.
- Ein besseres Governancekonzept muss außerdem die regelmäßige Berichterstattung, Überwachung und Bewer-

tung der Einhaltung von Standards jenseits der Selbststeuerung der Branche mit einschließen. Emittenten müssen die Offenlegung mit Jahresberichten zur tatsächlichen Ertragsverwendung verbessern. Standardisierungseinrichtungen müssen Überwachungszuständigkeiten und Sanktionen bei Nichteinhaltung von Standards klarer definieren.

- Zweitmeinungen kommt für Überwachung und Bewertung eine wichtige Rolle zu. Um Zweitmeinungen besser vergleichen zu können, müssen auch die Bewertungskriterien abgestimmt werden, z. B. Informationen zum Kerngeschäft des Emittenten. Auch Ratingagenturen können in diesem Bereich eine wichtige Funktion ausüben, indem sie Umweltaspekte grüner Anleihen in die Bewertung aufnehmen.
- Zu Maßnahmen für eine inklusivere Governance und den umfassenderen Informationsaustausch der Akteure untereinander zählen runde Tische von Anlegern, Emittenten, Regierungen, NGOs und Regulierern. Dabei muss auch die nötige Unterstützung durch Vorschriften und Politik für einen wirklich grünen Anleihemarkt besprochen werden. Ein Schritt in die richtige Richtung ist das Exekutivkomitee der GBPs, das aus Emittenten, Anlegern und Intermediären dieses Markts besteht. Es zielt darauf ab, die Marktentwicklung zu bewerten und Best Practices vorzuschlagen.

Neben einem angemessenen Governancekonzept für grüne Anleihen muss außerdem die Entwicklung von lokalen Märkten für grüne Anleihen gefördert werden. Entwick-

lungsbanken wie die International Finance Corporation und die Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung haben hier bereits viel geleistet. Sie sollten ihre Initiativen durch Kapazitätsaufbau und Wissensaustausch noch intensivieren. Entwicklungsbanken können lokale Märkte außerdem als Ankeranleger und/oder als Emittenten mit Vorbildfunktion fördern. Ebenso können sie Anleger darin schulen, grüne Vermögenswerte richtig zu erkennen und ESG-Kriterien (*Environmental Social Governance*) in ihre Anlageentscheidungen aufzunehmen (G20 Green Finance Study Group, 2016).

Um die recht hohen Emissionskosten insbesondere für kleinere grüne Projekte zu senken, sind Steuervorteile für Emittenten oder Anleger grüner Anleihen denkbar. Nationale und multinationale Entwicklungsbanken können wiederum mit Unterstützung für Bonitätserweiterungsfazilitäten und bei der Prüfung grüner Anleihen eine wichtige Funktion ausüben (G20 Green Finance Study Group, 2016). Gesenkte Emissionskosten sind eine wichtige Vorbedingung, um zusätzliche Mittel für grüne Anlagen aufzubringen.

Jede dieser Maßnahmen wird die Transparenz und das Vertrauen in grüne Anleihen erhöhen. Es ist unklar, wie gut grüne Anleihen letztendlich die Erwartungen an die Aufbringung umfassender zusätzlicher Mittel für umweltverträgliche („grüne“) Investitionen und die Umlenkung der Finanzströme von umweltschädlichen „braunen“ zu grünen Anlagen erfüllen können. Ohne einen transparenten Markt und Vertrauen wird dies jedoch definitiv unmöglich sein.

Literatur

- Berensmann K., Dafe, F., & Lindenberg, N. (2017). Demystifying green bonds. In S. Boubaker, D. Cummings, & D. Nguyen (Eds.), *Sustainable investing and financial markets*. Edward Elgar. i.E.
- Climate Bonds Initiative. (2016). *Bonds and climate change – the state of the market in 2016*. The Climate Bonds Initiative in association with HSBC Climate Change Centre of Excellence. Abgerufen von www.climatebonds.net
- G20 Green Finance Study Group. (2016). *G20 green finance synthesis report*. Abgerufen von http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf
- International Capital Markets Association. (2015). *Green Bond Principles*. London: Autor.
- Lindenberg, N. (2014). *Public instruments to leverage private capital for green investments in developing countries* (Discussion Paper 4/2014). Bonn: Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE).

Mit finanzieller Unterstützung des Bundesministeriums für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (BMZ)

Dr. Kathrin Berensmann
Wiss. Mitarbeiterin, DIE

Dr. Florence Dafe
Wiss. Mitarbeiterin, DIE

Miriam Kautz
Master Studentin, Universität Leipzig

Dr. Nannette Lindenberg
Wiss. Mitarbeiterin, DIE

Abteilung „Weltwirtschaft und Entwicklungsfinanzierung“
Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE)