



Ausweitung des Marktes für grüne Anleihen: Die Notwendigkeit für harmonisierte Standards bei grünen Anleihen

Zusammenfassung

Wenn ein mit der 2°C-Verpflichtung kompatibler Weg erreicht werden soll, besteht eine enorme Investitionslücke, die sowohl mit öffentlichen als auch mit privaten Geldern finanziert werden muss. Grüne Anleihen haben das Potenzial, bei der Mobilisierung von Finanzmitteln für den Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft eine wichtige Rolle zu spielen. Dieses Potenzial spiegelt sich in der Entwicklung des Marktes der grünen Anleihen wider. Die Jahresemission der zertifizierten grünen Anleihen wuchs von 2,6 Mrd. USD im Jahr 2012 auf 82 Mrd. USD im Jahr 2016 und für 2017 erwartet die Climate Bonds Initiative einen Anstieg auf 150 Mrd. USD.

Nach den freiwilligen Grundsätzen für grüne Anleihen (*Green Bond Principles*, GBPs), dem am weitesten verbreiteten angenommenen internationalen Standard, sind grüne Anleihen eine beliebige Art von Anleiheinstrumenten, deren Erträge genutzt werden, um neue und/oder vorhandene „qualifizierte“ grüne Projekte teilweise oder vollständig zu finanzieren oder zu refinanzieren.

Eines der größten Probleme der weiteren Entwicklung des Marktes ist das Fehlen harmonisierter Standards. Obwohl mehrere internationale (einschließlich der GBPs und des Climate Bonds Standard) und nationale Standards für grüne Anleihen die Transparenz, die Anleihestruktur und die Bilanzierung verbessert haben, gibt es keine allgemeingültigen Definitionen dazu, was eine „grüne“ Anleihe ist. Die Architektur von Standards für grüne Anleihen auf nationaler und internationaler Ebene ist fragmentiert. Mehrere freiwillige Standards und verschiedene Instrumente für die Zertifizierung grüner Anleihen sind eingerichtet worden, einschließlich Zweitgutachten, grüner Bewertungen und Anleiheindizes.

Einerseits müssen bestehende Standards auf internationaler und nationaler Ebene besser harmonisiert werden, da unterschied-

liche Standards das Anlegervertrauen schmälern und ihre Transaktionskosten erhöhen. Darüber hinaus müssen die verschiedenen Zertifizierungsmodelle für grüne Anleihen, einschließlich der Anbieter von Zweitmeinungen, entsprechend angepasst werden. Um den effizienten Handel am Markt zu fördern und die Liquidität zu erhöhen, sollte die Harmonisierung der grünen Anleiheindizes und der Notierungen von grünen Anleihen verbessert werden. Andererseits ist zum Teil Diversität auf nationaler Ebene und über verschiedene Arten von grünen Anleihen, angesichts länderspezifischer Umstände und um die verschiedenen Zwecke von grünen Anleihen zu berücksichtigen, erforderlich. Wenn unterschiedliche Standards notwendig sind, muss jedoch transparent sein, welche Unterschiede zu den allgemein anerkannten Standards bestehen.

Für die Entwicklung harmonisierter Standards ist ein reger Dialog unter den Marktteilnehmern äußerst wichtig. Die jährliche Beratung der International Capital Market Association zu den GBPs und die von der Climate Bonds Initiative organisierten Beratungen sind wichtige Schritte in die richtige Richtung. Gleichmaßen stellt die laufende Arbeit verschiedener Behörden und Akteure des privaten Finanzmarktes an einem „Termsheet“ für grüne Anleihen, einschließlich von Standards für die Definition, Zertifizierung und Validierung, eine wichtige Initiative dar.

Die G20 können die Harmonisierung von Standards für grüne Anleihen unterstützen, indem sie eine wichtige Dialogplattform für staatliche und private Finanzakteure bereitstellen. Die nationalen Gremien der G20-Länder könnten eine Vorreiterrolle bei der Förderung und Umsetzung von harmonisierten Standards für grüne Anleihen übernehmen. Sie sollten ihre unterschiedlichen nationalen Standards besser untereinander anpassen und diese in Übereinstimmung mit internationalen Standards bringen.

Das Potenzial der grünen Anleihen

Der Übergang zu einer kohlenstoffarmen, klimaverträglichen Wirtschaft erfordert enorme Investitionen. Gemäß dem Bericht „The New Climate Economy“ 2016 werden hierfür in den kommenden 15 Jahren Infrastrukturinvestitionen in Höhe von ca. 90 Billionen USD erforderlich sein (GCEC, 2016).

Grüne Anleihen haben ein enormes Potenzial, um einen signifikanten Beitrag zum Übergang zu einer grünen Wirtschaft zu leisten. Erstens erhöhen grüne Anleihen die Transparenz zu den zugrundeliegenden Vermögenswerten, indem sie die Verwendung der Erträge offenlegen. Zweitens ermöglichen sie langfristige Investitionen und können die Laufzeitinkongruenz der langfristigen Zeithorizonte der Emittenten und des kurzfristigen Anlegerinteresses reduzieren. Drittens können grüne Anleihen die Reputation der Emittenten stärken. Viertens können grüne Anleihen eine größere und diversifizierte Anlegergruppe anziehen (Berensmann et al., 2017).

Obwohl noch keine verbindliche Definition für grüne Anleihen aufgestellt worden ist, hat die *International Capital Market Association* (ICMA), eine Gruppe wichtiger Anleiheemittenten, Anleihegaranten und Anleger, freiwillige Verfahrensrichtlinien (*Green Bond Principles*, GBP) entwickelt, um die Integrität am Markt für grüne Anleihen zu fördern. Nach diesen GBPs sind grüne Anleihen eine beliebige Art von Anleiheinstrumenten, deren Erträge verwendet werden, um neue und/oder vorhandene „qualifizierte“ grüne Projekte teilweise oder vollständig zu finanzieren oder zu refinanzieren (ICMA, 2017).

Dieses Potenzial spiegelt sich in dem enormen Wachstum des Marktes der grünen Anleihen in den vergangenen vier Jahren wider. Die jährliche Emission von „zertifizierten“ grünen Anleihen stieg von 2,6 Mrd. USD im Jahr 2012 auf 82 Mrd. USD im Jahr 2016 (CBI, 2016). Für 2017 schätzt die Climate Bonds Initiative den Anstieg der Emissionen von grünen Anleihen auf etwa 150 Mrd. USD. Jedoch sind weniger als 1 Prozent der weltweiten Anleihen grüne Anleihen (G20 GFSG, 2016).

Die Notwendigkeit der Standardisierung grüner Anleihen

Das Fehlen von harmonisierten Standards kann die weitere Entwicklung des Marktes für grüne Anleihen beeinträchtigen. Harmonisierte Standards haben den Vorteil, dass sie den Teilnehmern am Finanzmarkt Bezugswerte in die Hand geben und sie erhöhen die Transparenz zur Umweltfreundlichkeit von Anleihen. Damit reduzieren Standards das Risiko des „Greenwashing“, das heißt des Risikos, dass ihre Erträge nicht zur Finanzierung von grünen Projekten verwendet werden. So tragen allgemeine Standards dazu bei, die Transaktionskosten der Anleger für die Überprüfung von grünen Anleihen und die Bewertung der Umweltauswirkungen durch die Nutzung ihrer Erträge zu reduzieren.

Die fragmentierte Architektur der Standards für grünen Anleihen

Trotz des jungen Marktes sind verschiedene Standardisierungsmaßnahmen für grüne Anleihen auf nationaler und internationaler Ebene entwickelt worden.

International angenommene Standards

Unter diesen verschiedenen Standards übernehmen die GBPs bei der Bereitstellung von Grundsätzen eine äußerst wichtige Rolle, da die meisten der anderen Standards darauf aufbauen. Die GBPs waren die ersten freiwilligen Grundsätze, die am Markt eine breite Akzeptanz für die Ausgabe von grünen Anleihen fanden. Sie wurden von Marktteilnehmern (emissionsbegleitenden Banken, Emittenten, Anleger und andere Vermittler am Markt der grünen Anleihen) entwickelt, 2014 veröffentlicht und seitdem jährlich überarbeitet. Die GBPs legen Kategorien für Projekte fest, die für eine Finanzierung durch grüne Anleihen in Frage kommen und Transparenz bei der Verwendung der Erträge erfordern. Ihre wichtigsten Elemente sind: i) die Verwendung von Anleiheerlösen; ii) der Prozess für die Bewertung und die Auswahl von internen Projekten; iii) Prozesse für die getrennte Verwaltung der Erträge; und iv) die Berichterstattung über die Verwendung der Anleiheerlöse (ICMA, 2017).

Die Climate Bonds Initiative hat die „*Climate Bond International Standards and Certification Scheme*“ entwickelt, das einen Zertifizierungsprozess und Anforderungen vor und nach der Ausgabe umfasst. Die Kriterien für spezifische Sektoren werden von Arbeitsgruppen aus Sachkundigen und Branchenkennern entwickelt, die von einem Beirat aus institutionellen Anlegern und (Umwelt)-Nichtregierungsorganisationen koordiniert werden. Diese Standards beinhalten nicht nur die GBPs sondern auch detaillierte, sektorspezifische Kriterien für die Qualifikation als grüne Anleihe. Zudem legen diese Standards einen Schwerpunkt auf Klimapolitik (CBI, 2016).

Nationale Standards für grüne Anleihen

Zusätzlich zu diesen international angenommenen Standards sind nationale Standards eingerichtet worden, zum Beispiel in China, Indien, Brasilien und Frankreich. Jedoch gibt es mitunter signifikante Unterschiede zwischen internationalen und nationalen Richtlinien für Projekte, die mit grünen Anleihen finanziert werden können. Die von der Peoples' Bank of China eingerichteten chinesischen Richtlinien beinhalten einige Projekte mit fossilen Brennstoffen, wie zum Beispiel zur Erhöhung der Leistungsfähigkeit von Kohlekraftwerken. Diese werden jedoch aus dem *Climate Bonds Standard* und aus einigen Anleiheindizes für grüne Anleihen ausgeschlossen.

Zum einen sind lokale Definitionen und Offenlegungspflichten für grüne Vermögenswerte äußerst wichtig, um lokale Anforderungen zu erfüllen, da die Umweltprobleme von Land zu Land unterschiedlich sind. Zum anderen ist es auch wichtig, lokale auf internationale und regionale Richtlinien anzupassen, insbesondere, wenn internationale Anleger beteiligt sind. Unterschiede in den Definitionen, wie in dem Fall von China, können höhere Transaktionskosten verursachen, da die Anleger diese verschiedenen Standards bewerten müssen.

Zudem unterscheiden sich Standards auf nationaler Ebene mitunter wesentlich. China wendet zum Beispiel sogar unterschiedliche nationale Standards für grüne Anleihen an. Der Ausschuss für die Finanzierung durch grüne Anleihe der People's Bank of China brachte 2015 den „*Green Bond Endorsed Project Catalogue*“ heraus. Darüber hinaus hat die Behörde für makro-

ökonomische Steuerung Chinas (National Development and Reform Commission, NDRC), verschiedene Richtlinien zu grünen Anleihen entwickelt, die vor allem für die Ausgabe von Unternehmensanleihen gelten. Der wichtigste Unterschied zwischen diesen beiden chinesischen Standards besteht darin, dass der Standard des *Green Bond Endorsed Project Catalogue* umfangreicher ist als die Richtlinien der NDRC. Die Letztgenannten stellen zum Beispiel keine Kriterien für die Verwaltung von Erträgen oder für die Berichterstattung bereit (CBI & ISSD, 2016). Obwohl unterschiedliche Richtlinien helfen können, den spezifischen Merkmalen von Anleiheemittenten gerecht zu werden, ist es jedoch für Anleger schwierig, zu überprüfen, wie „grün“ die jeweilige Anleihe ist.

Anbieter von Zweitmeinungen

Gleichermaßen unterscheiden sich die Zertifizierungssysteme für grüne Anleihen zum Teil erheblich. Einerseits basieren alle Zertifizierungssysteme auf den GBPs, andererseits jedoch unterscheiden sie sich in Bezug auf ihre Überwachung, ihre Kriterien und ihre Bewertungsmethode.

Anbieter von Zweitmeinungen stellen eine andere Art von Standardsettern dar. Vor der Emission einer grünen Anleihe können die Emittenten eine Zweitmeinung in Auftrag geben. Die wichtigsten Anbieter von Zweitmeinungen sind oft Forschungsinstitute oder Beratungsfirmen, wie zum Beispiel CICERO (Center for International Climate Research), Oekom, Deloitte, EY (Ernst & Young), oder Vigeo Eiris. Während die Anbieter von Zweitmeinungen ihre Bewertungen auf den GBPs basieren, legen sie den Schwerpunkt darauf, Definitionen für grüne Projekte vorzugeben. Ein wesentliches Problem bei Anbietern von Zweitmeinungen ist ein Interessenskonflikt, da Meinungsanbieter von dem Emittenten bezahlt werden. Darüber hinaus haben Meinungsanbieter keinen eingetragenen vordefinierten Standard, der beschreibt, was „grün“ ist und was nicht. CICERO hat versucht, dieses Problem zu lösen, indem dort die einzelnen Anleihen jeweils als hellgrün, mittelgrün oder dunkelgrün eingestuft werden.

Kreditratingagenturen

Kreditratingagenturen übernehmen eine wichtige Rolle bei der Förderung von Standards für grüne Anleihen, da sie grüne Anleihen kontinuierlich überwachen und überprüfen, wie zum Beispiel Moody's und Standard & Poors (S&P). Wie bei herkömmlichen Anleihen nutzen Ratingagenturen unterschiedliche Methodiken und Kriterien zur Bewertung grüner Anleihen. Da die meisten dieser Bewertungen nicht über einen längeren Zeitraum angewendet worden sind, ist es zu früh, die unterschiedlichen Methodiken zu bewerten. In einem gewissen Umfang haben Ratingagenturen ihre Bewertungen angepasst, da sie diese auf den GBPs basieren. Es wäre jedoch hilfreich für Emittenten und Anleger, wenn die Ratingagenturen ihre Methodiken und Kriterien besser aufeinander abstimmen würden.

Börsen

Börsen sind wichtige Akteure bei der Entwicklung der Märkte für grüne Anleihen, da sie Marktliquidität bereitstellen können. Darüber hinaus haben Börsen den Vorteil der Bereitstellung von regulierten und transparenten Märkten, an denen

grüne Anleihen gehandelt werden können. Auf diese Weise können Börsen vorhandene Standards wirksam einsetzen und zur Harmonisierung von Standards beitragen. Verschiedene Börsen, darunter die in London, Luxemburg, Oslo, Stockholm und Mexiko, haben unterschiedliche Anforderungen für Emittenten von grünen Anleihen eingerichtet.

Die Vorreiter unter den grünen Börsen – London, Luxemburg und Oslo – basieren ihre Standards für die Emission von grünen Anleihen auf den GBPs und den *Climate Bonds Standards*. Die Luxemburger Grüne Börse hat im Wesentlichen drei Qualifikationskriterien für die Zulassung von grünen Anleihen eingerichtet. Erstens kann die Offenlegung von Informationen zur geplanten Verwendung der Erträge entweder auf den GBPs oder auf den *Climate Bonds Standards* oder vergleichbaren Standards basieren. Zweitens können externe Vorabprüfungen entweder durch Zweitmeinung, Zertifizierung, Überprüfung oder durch einen Ratingbericht durch externe Gutachter bereitgestellt werden. Drittens muss sich der Emittent zur jährlichen Berichterstattung nach der Emission verpflichten. An den Börsen von London und Oslo unterliegen grüne Anleihen ähnlichen Anforderungen (CBI, 2017; SSE, 2016).

Indexanbieter

Indexanbieter können die Standardisierung von grünen Anleihen fördern, indem sie Anleiheemittenten auf der Grundlage bestimmter Regeln in ihre Indizes aufnehmen oder aus ihren Indizes ausschließen. Auf diese Weise können Indexanbieter für grüne Anleihen diese zertifizieren und kontinuierlich überwachen. Wichtige Indizes für grüne Anleihen sind von Barclays MSCI, Bank of America Merrill Lynch, S&P und Solactive ausgegeben worden. Während ein jeder Index eine unterschiedliche Methodik für die Auswahl von grünen Anleihen anwendet, basieren alle ihre Bewertungen auf den GBPs, einige von ihnen nehmen auch die Systematik der *Climate Bonds* an (Ehlers & Packer, 2016; OECD, 2017).

Trotz der Annahme der GBPs bestand eine große Herausforderung darin zu definieren, was grüne Anleihen sind. Bewertungen von Indizes für grüne Anleihen werden in dieser Hinsicht immer detaillierter. Die S&P-Indizes für grüne Anleihen sind ein gutes Beispiel für diese Entwicklung: diese Indizes nehmen nicht nur die GBPs an, sondern unterliegen auch einer detaillierten Bewertung von betitelten grünen Anleihen durch die Climate Bonds Initiative. Darüber hinaus nutzen diese Indizes bestimmte Richtlinien für ihre Finanzkriterien, wie zum Beispiel die Anforderung an Neuemissionen, dass die Bewertung durch wenigstens eine Ratingagentur erfolgen muss oder dass die Konzentration von Emittenten auf zehn Prozent für einen jeden Emittenten beschränkt ist (S&P, 2017).

Wie soll ein einheitlicher internationaler Rahmen für Standards für grüne Anleihen aufgebaut werden?

Standards für grüne Anleihen übernehmen bei der Übermittlung von Informationen von den Emittenten an die Anleger und damit bei der Steigerung der Markteffizienz eine wichtige Rolle. Einerseits sind unterschiedliche Standards sowohl auf nationaler Ebene notwendig, um länderspezifischen Umständen gerecht zu werden, als auch bei verschiedenen Arten von

Anleihen, damit unterschiedliche Zwecke von grünen Anleihen berücksichtigt werden können. Andererseits können unterschiedliche Standards die Anleger verunsichern, wodurch ihr Vertrauen in die grünen Anleihen geschwächt und ihre Transaktionskosten steigen könnten. Wenn unterschiedliche Standards notwendig sind, dann ist Transparenz wichtig.

Während die GBPs für die Zertifizierung von grünen Anleihen eine Grundlage bereitzustellen, bleibt immer noch die Frage offen, wie „grün“ die Anleihe tatsächlich ist. Die *Climate Bonds Standards* haben diese Aufgabe übernommen, indem sie in dieser Hinsicht eine genauere Bewertung bereitstellen.

Gleichermaßen sollten vorhandene Standards auf internationaler und nationaler Ebene für die Zulassung von grünen Anleihen und für Indizes für grüne Anleihen (OECD, 2017) sowie für ihre Zertifizierungssysteme besser harmonisiert werden.

Ein aktiver Dialog unter den Marktteilnehmern kann die Entwicklung von harmonisierten Standards fördern. Die jährlich stattfindende Beratung beim internationalen Branchenverband für Kapitalmarktteilnehmer (ICMA) zu den GBPs und die von der Climate Bonds Initiative organisierten Beratungen sind hierfür gute Beispiele. Gegenwärtig erörtern Behörden mit dem Privatsektor ein „*Termsheet*“ für grüne Anleihen, der Standards für die Definition, die Zertifizierung und die Bewertung für grüne Anleihen einschließt (G20 GFSG, 2016; OECD, 2017).

Die G20 übernehmen sowohl auf der G20 als auch auf der nationalen Ebene bei der Förderung von Standards für grüne Anleihen eine bedeutende Rolle, indem sie eine wichtige Dialogplattform für staatliche und private Finanzakteure bereitstellen. Die nationalen Gremien der G20 könnten als Vorreiter bei der Unterstützung und Einrichtung harmonisierter Standards für grüne Anleihen fungieren.

Literatur

- Berensmann K., Dafe, F., & Lindenberg, N. (i.E. 2017). Demystifying green bonds. In S. Boubaker, D. Cummings, & D. Nguyen (Eds.), *Sustainable investing and financial markets*. Cheltenham: Edward Elgar.
- CBI. (Climate Bonds Initiative). (2016). *Bonds and climate change – the state of the market in 2016*. London: Climate Bonds Initiative in association with HSBC Climate Change Centre of Excellence.
- CBI. (2017). *The role of exchanges in accelerating the growth of the Green Bonds Market*. London: Autor.
- CBI & ISSD (Climate Bonds Initiative & International Institute for Sustainable Development). (2016). *Roadmap for China Green Bond Guidelines for the next stage of market growth*. London: Autoren.
- Ehlers, T. & Packer, F. (2016). *Green bonds – certification, shades of green and environmental risks* (Contribution to the G20 Green Finance Study Group). Basel: Bank for International Settlements.
- G20 GFSG (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
- ICMA (International Capital Markets Association). (2017). *Green bond principles*. Paris: Autor.
- GCEC. (2016). *The sustainable infrastructure imperative: Financing for better growth and development*. The 2016 New Climate Economy Report. Washington, DC: The Global Commission on the Economy and Climate, The New Climate Economy.
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). (2017). *Mobilising bond markets for a low-carbon transition*. Paris: Autor.
- S&P. (2017). *Aligning impact and income: The next generation of green bond indices*. Abgerufen von <http://us.spindices.com/indexology/esg/aligning-impact-with-income-the-next-generation-of-green-bond-indices>
- SSE (Sustainable Stock Exchanges Initiative). (2016). *2016 Report on progress*. Abgerufen von <http://www.sseinitiative.org/2016rop/>

Dieser Beitrag wurde von der Deutschen Börse AG (Group Sustainability) in Auftrag gegeben. Die Ansichten in diesem sind die des Autors und spiegeln nicht notwendigerweise die Ansichten oder die offizielle Politik der Deutschen Börse AG wider.



Dr. Kathrin Berensmann
Wissenschaftliche Mitarbeiterin
Abteilung „Weltwirtschaft und Entwicklungsfinanzierung“
Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE)