



(Un)gläubwürdig grün?

Wie Anleger
im boomenden Markt
für Grüne Anleihen
nach Orientierung suchen

von Pia Barth

Der Klimaschutz ist in der Finanzwelt angekommen. Diesen Eindruck erweckt zumindest das wachsende Angebot an »grünen« Anleihen. Diese Wertpapiere beschaffen Kapital für explizit klimafreundliche Industrien und Projekte. Doch können Anleger sicher sein, dass sie ihr Geld in einen klimafreundlichen CO₂-Fußabdruck investieren und nicht doch beim »Greenwashing« eines rasant ressourcenabbauenden Unternehmens Beihilfe leisten? Die Wirtschaftswissenschaftlerin Julia Kapraun hat sich mit der Glaubwürdigkeit Grüner Anleihen befasst.

Vor 54 Jahren beginnt der Wirtschaftswissenschaftler, mehrfache Nobelpreiskandidat, dreiunddreißigfache Ehrendoktor und anerkannte Außenseiter seines Fachs Kenneth Boulding, eine Schrift mit den Worten: »Wir sind derzeit mitten in einem langen Wandlungsprozess, in dem sich die Wahrnehmung der Menschen von sich selbst und ihrer Umgebung ändert.« Der Steinzeitmensch sei davon ausgegangen, er lebe auf einer grenzenlosen Fläche und könne immer woanders hingehen, wenn es schwierig werde. Kaum verschlechterte sich die natürliche Umgebung – schon zog der Mensch, den scheinbar unendlichen Horizont vor Augen, einfach weiter. Inzwischen wüssten wir aber, dass die Erde eine Kugel ist, also ein für uns relativ begrenztes, geschlossenes System. Als Maß unserer Wirtschaftsform gelte aber noch immer mehr Verbrauch, mehr Durchfluss, mehr Ressourcennutzung – statt Form, Ausmaß, Qualität des Verbrauchs sowie der geistige und gesundheitliche Zustand des Menschen. »Besonders Ökonomen«, kommentiert Boulding 1966 lakonisch, »jedenfalls die meisten, haben es nicht geschafft, die grundlegenden Konsequenzen daraus zu ziehen«, dass die Erde eine Kugel sei.

Vom Nischenprodukt zum Green-Bond-Hype

Die ersten Green Bonds, also Grüne Anleihen, werden auf dem Finanzmarkt im Jahr 2006 ausgegeben. Die Europäische Investitionsbank, und kurz danach die Weltbank, bieten sogenannte »Climate Awareness Bonds« an, die zur Finanzierung erneuerbarer Energien und von Projekten zur Steigerung der Energieeffizienz dienen. Anleger haben nun die Möglichkeit, für eine bestimmte Laufzeit und einen festgelegten Zinssatz in Projekte zu

investieren, die bestimmte ethisch-ökologische oder auch soziale Ziele verfolgen oder gar ihr Geld von Projekten in fossiler Industrie abziehen. Zu diesem Zeitpunkt sind Green Bonds ein Nischenprodukt.

Zehn Jahre später bedienen Anleihen im Wert von 81 Milliarden US-Dollar die gestiegene Nachfrage – die UN-Klimakonferenz 2015 in Paris und der wachsende Fokus von internationalen Organisationen und Investoren auf den Klimawandel zeigen Wirkung. Die internationalen Finanzströme sollen umgelenkt werden. Weg von Öl, Gas und Kohle etwa hin zu klimafreundlichen Projekten. Grüne Anleihen gelten als wichtige Katalysatoren, möglicherweise als Dreh- und Angelpunkt bei der Umstellung der Weltwirtschaft hin zu weniger Kohlenstoffverbrauch. Wer nicht ökologisch wird, verliert ökonomisch – dieser Gedanke kommt inzwischen auch Unternehmern, Förderbanken, Geschäftsbanken, Unternehmen oder Staaten in den Kopf, die mit »grün« ansonsten nicht viel im Sinn haben.

Doch wie glaubwürdig sind »Green Bonds«? Können sich Anleger darauf verlassen, dass jeder Bond, der das Label »Grün« trägt, auch klima- und umweltfreundliche Projekte finanziert? Sie könne sich daran erinnern, dass »Mitarbeiter in Unternehmen vor Jahren mitunter kopflos losgerannt seien, um zu sehen, ob Grüne Labels zu einem Produkt passen«, erzählt Julia Kapraun, Autorin der Studie »(In)-Credibly Green: Which Bonds Trade at a Green Bond Premium?«. Wie Anbieter überstürzt nach klimafreundlichen Unternehmen Ausschau halten, so suchen Anleger nach Kriterien für die Glaubwürdigkeit der neuen Anleihen. Den Green-Bonds-Boom begleitende erste wissenschaftliche Studien,

Länder im Vergleich ihrer Umweltfreundlichkeit

Land	Rank	EPI Score
Dänemark	1	82,5
Luxemburg	2	82,3
Schweiz	3	81,5
Vereinigtes Königreich	4	81,3
Frankreich	5	80,0
Österreich	6	79,6
Finnland	7	78,9
Schweden	8	78,7
Norwegen	9	77,7
Deutschland	10	77,2

Welches Land macht die umweltfreundlichste Finanzmarktpolitik? Die Yale-Universität veröffentlicht dazu jährlich ein Ranking von 180 Ländern, das auf einem umfassenden Kriterienkatalog beruht.

Quelle: <https://epi.yale.edu/epi-results/2020/component/epi>, Stand Oktober 2020.

die die Preise und Renditen der Grünen Anleihen mit denjenigen konventioneller Bonds vergleichen, zeichnen ein widersprüchliches Bild. Anleger und Anlegerinnen investierten unabhängig von deren Rentabilität in Green Bonds, resümieren die einen. Andere betonen, dass Grüne Anleihen nur dann punkten, wenn sie beim Erlös mit ihren konventionellen Bond-Partnern gleichauf liegen. Manche Analysen

AUF DEN PUNKT GEBRACHT

- Grüne Anleihen gelten als Dreh- und Angelpunkt bei der Umstellung der Weltwirtschaft hin zu weniger Kohlenstoffverbrauch.
- Was »grün« ist, ist aber nicht verbindlich festgelegt: Jedes Unternehmen, jede Bank, jedes Land kann Kriterien für ausgegebene Green Bonds selbst bestimmen.
- Anleger sind bereit, für Grüne Anleihen einen höheren Preis zu zahlen. Im Wildwuchs der Angebote suchen sie aber nach Kriterien für Glaubwürdigkeit.
- Staatliche Institutionen, Länder und überstaatliche Institutionen genießen als Bond-Ausgeber mehr Glaubwürdigkeit als Unternehmen.
- Grünen Anleihen von Unternehmen vertrauen Anleger v. a. dann, wenn diese zertifiziert, also von Dritten geprüft worden sind.

beziehen sich auf den Primärmarkt, also auf das Aktionsfeld der großen Player, die aufgrund der boomenden Nachfrage die Märkte nach nachhaltigen Anleihen abgrasen. Andere betrachten das Interesse an Green Bonds auf dem Sekundärmarkt, auf dem v. a. auch kleinere Unternehmen und private Investoren unterwegs sind. Um überhaupt zu belastbaren Aussagen zu kommen, seien die untersuchten Anleihe-Samples aber oft zu klein, die Anleihetypen zu heterogen, die angewandten Methoden zu verschieden, sagt Julia Kapraun. Das wollten sie und ihr Co-Autor Christopher Scheins mit ihrer Studie ändern.

Wer legt fest, was »grün« ist?

Jedes Unternehmen, jede Bank, jedes Land kann die Kriterien für seine Green Bonds selbst bestimmen. Dazu kann der Verzicht auf fossile Energieträger ebenso gehören wie die aktive Förderung eines Windanlagenparks und die Entwicklung eines Elektrofahrzeugs oder die Förderung von Photovoltaik. Institutionen wie die International Capital Market Association oder wie zuletzt die Europäische Union versuchen neuerdings, mit einem Standardkatalog die Qualität von Green Bonds zu sichern. Allerdings ist die Anwendung dieser Richtlinien freiwillig. Unter diesen Umständen fällt es schwer, den Verdacht zu zerstreuen, bei Green Bonds handle es sich um Green Marketing oder »Greenwashing«.

Immerhin: Zur Einschätzung der Bonds ausgebenden Länder gebe der Environmental Performance Index (EPI) der Yale University Kaufinteressenten eine Entscheidungshilfe an die Hand, führt Kapraun in ihrer Studie aus. 180 Länder werden auf den Stellenwert von Umweltpolitik und die Umsetzung von Umweltmaßnahmen hin geprüft und bewertet. China etwa rangiert im Länderindex nur auf Platz 120 – gehört aber zu den drei Topanbietern auf dem Green-Bonds-Markt. Mit Dänemark, Luxemburg und der Schweiz an der Spitze werden die europäischen Länder auf den oberen 20 Plätzen positioniert – was aber nicht ausschließt, so Kapraun, dass sie auch zweifelhafte, also weniger nachhaltige Bonds im Angebot haben können.

Big Player nehmen höhere Preise in Kauf

Die Kriterien für Glaubwürdigkeit sind also vielfältig, die Lage ist unübersichtlich. Bevorzugen Anleger Green Bonds ohne »Wenn und Aber«, d. h., sind sie bereit, eine geringere Rendite als bei konventionellen Bonds in Kauf zu nehmen bzw. eine höhere Prämie zu zahlen? Unterscheidet sich der Primärmarkt der großen Finanzdienstleister, denen das üppige Angebot Grüner Anleihen Reputation verschafft und eine boomende Nachfrage bedient, von dem

Marktführende Unternehmen im Green-Bonds-Markt

(Stand Ende 2018)

Bondausgeber	Vol. in Mrd. USD	Anzahl der Green Bonds	Sektor	ESG-Punktzahl
European Investment Bank	40,19	49	Banking Services	88,09
WindMW GmbH	29,37	80	Electric Utilities & IPPS	nicht verfügbar
Électricité de France S.A.	26,19	18	Multiline Utilities	86,25
IBRD	17,00	158	Banking Services	67,31
Industrial Bank Co Ltd	16,93	7	Banking Services	53,77
KfW	14,74	18	Banking Services	93,26
Mexico City Airport	12,00	8	Collective Investments	nicht verfügbar
International Finance Corp	8,46	77	Investment Banking & Investment Services	78*
NRW Bank	7,86	10	Banking Services	77*
Shanghai Pudong Development Bank Co Ltd	7,59	3	Banking Services	50,66

ESG-Rating: Stand August 2020, Quelle Sustainalytics; *Letzter verfügbarer Wert vom 1. Juli 2019.

Wie nachhaltig Unternehmen wirklich sind: Hilfen bei der Bewertung von Unternehmensanleihen geben Umweltinstitute, Agenturen zu Nachhaltigkeit und Wirtschaftsprüfer durch jährliche Ratings wie das ESG-(Environment, Social, Government)Rating. Anbieter wie Sustainalytics, MSCI oder S&P beurteilen Unternehmen nach Kriterien auf einer ansteigenden Skala zwischen 0 und 100 danach, wie ernst ihre nachhaltigen Absichtserklärungen gemeint sind. Die Liste von 2020 zeigt, dass Unternehmen mit bestem »grünem« Image mit weniger überzeugenden Anbietern auf dem Markt konkurrieren.

Sekundärmarkt, dessen Anleger womöglich nur die Rendite im Sinn haben oder verunsichert vor Green Bonds zurückschrecken? Dies sind Fragen, denen die Wirtschaftswissenschaftlerin Julia Kapraun in ihrer Studie zur Bereitschaft, eine Prämie für Grüne Anleihen zu bezahlen, nachgeht.

Dabei greift sie auf die Gesamtzahl der bis Ende 2018 angebotenen Green Bonds mit verfügbaren Daten zurück. Diese stellt sie dann entsprechenden konventionellen Bonds gegenüber. Im Sekundärmarkt stammen diese zudem von demselben Herausgeber.

Ein Ergebnis der Studie: Vor allem auf dem Primärmarkt sind Anleger sehr wohl bereit, für einen Grünen Bond einen höheren Preis zu zahlen, d. h. bis zu 0,4 Prozent weniger Rendite zu erwirtschaften als für einen vergleichbaren konventionellen Bond. Die Big Player wollen also in jedem Fall ihren Teil zu einem CO₂-ärmeren Fußabdruck beitragen und scheinen sich von einem bunten Strauß Grüner Bonds einen Imagegewinn zu versprechen.

Die Zustimmung zu Grünen Anleihen ist hoch – allerdings unterliegt sie bestimmten Bedingungen. Eines der Kriterien ist die Glaubwürdigkeit des Anbieters: Zwar rangieren auf den vorderen Plätzen der Bond-Anbieter Großbanken, Finanz- und Energieunternehmen sowie staatliche Institutionen. Doch Akteure auf dem Primär- und Sekundärmarkt schenken staatlichen Institutionen, Ländern und überstaatlichen Institutionen weitaus mehr Vertrauen als Konzernen. Dafür sind sie sogar bereit, 0,2 bis 0,4 Prozent mehr für ihre Wertpapiere zu zahlen.

Gepriüfte Anlagen haben mehr Erfolg

Bei Konzernen sind Anleger darüber hinaus nur dann zu einem Renditeverzicht bereit, wenn die Anleihe eine bestimmte Größe überschreitet. Viele wollen »groß« einsteigen. Das heißt: Sie möchten möglichst viel positiven Einfluss auf die Umwelt ausüben. Gekoppelt ist das Vertrauen allerdings an die Bedingung, dass der Unternehmensbond von Dritten, also Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Umweltinstituten oder Nachhaltigkeitsratings-Agenturen (wie Sustainalytics, Cicero, Vigeo Eiris etc.), als »grün« zertifiziert worden ist. Ein Unternehmen, das seine Bonds ohne Prüfung durch Dritte anbietet, hat das Nachsehen: Hier muss die Rendite überdurchschnittlich sein, z. B. zehn Basispunkte

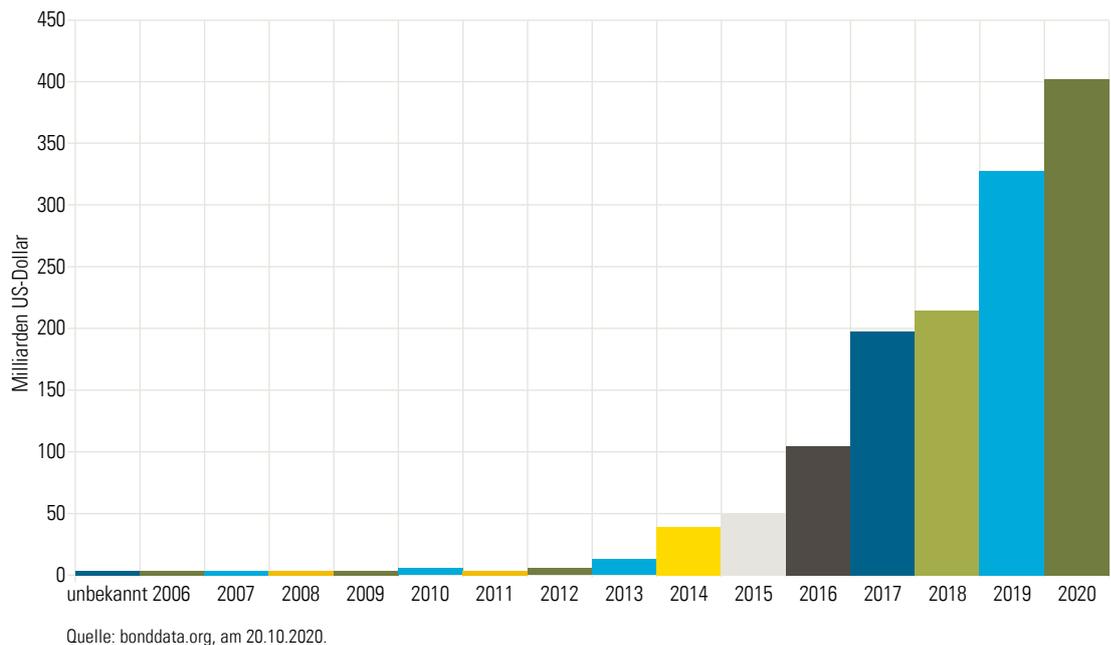


Zur Person

Julia Kapraun, 37, hat in Berlin Mathematik studiert und wurde an der WHU – Otto Beisheim School of Management am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft promoviert. 2017 wechselte sie auf eine Stelle als Postdoktorandin in der Abteilung Finanzen am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Goethe-Universität. Ihre Forschungsschwerpunkte liegen in den Bereichen Sustainable Finance, Behavioral Finance und Portfolio Management. Ihre aktuellen Forschungsprojekte befassen sich mit nachhaltigen Anlageprodukten, deren Bewertung sowie der Wahrnehmung und Akzeptanz von Nachhaltigkeitslabels durch Investoren auf verschiedenen Märkten und Anlageplattformen.

Marktvolumen Grüner Anleihen pro Jahr

Das Angebot an umweltfreundlichen Investitionsmöglichkeiten auf dem weltweiten Finanzmarkt ist seit den Anfängen im Jahr 2006 enorm in die Höhe geschneit. Die Grafik zeigt das Volumen Grüner Anleihen in Milliarden Dollar für das jeweilige Kalenderjahr.



(0,1 Prozent) über vergleichbaren Anlageformen liegen. »Die Anleger und Anlegerinnen sind keineswegs so blauäugig, vorbehaltlos auf ein Grünes Label zu vertrauen«, schließt Julia Kapraun.

Einen spürbaren Vertrauensvorschluss genießen allerdings Grüne Anleihen, die auf sogenannten Grünen Börsen gehandelt werden. Das sind Börsen, die ein Segment für nachhaltige Investmentprodukte im Angebot haben. Sie tragen zur Transparenz und Liquidität des Grünen Anleihe-Marktes bei, indem dort eingetragene Bonds zuverlässig, d.h. kontrolliert sind. Viele Grüne Börsen wandeln Empfehlungen in Verpflichtung um.

Ein Plus an Vertrauen, hat Finanzexpertin Kapraun herausgefunden, stiftet auch die Währung, in der die Grüne Anleihe angeboten wird. US-Dollar und Euro liegen in der Gunst der Investoren quasi gleichauf, wobei in EU-Bonds doppelt so viel investiert wird wie in US-Dollar, Tendenz steigend. Auf Platz drei mischt aber auch der chinesische Yen als Key Player im Green-Bond-Markt mit, obwohl die Ansprüche an chinesische Anleihen weitaus magerer ausfallen als europäische Standardempfehlungen: Nur die Hälfte des Green-Bond-Volumens, schreiben chinesische Standardempfehlungen vor, muß in nachhaltige Projekte fließen; bei europäischen Bond-Standards sind es 95 Prozent. Allerdings würden in China, erklärt Julia Kapraun, die empfohlenen 50 Prozent auch tatsächlich in Grüne Investitionen umgesetzt. Wie

viel von den anspruchsvolleren Empfehlungen für europäische Bonds tatsächlich in klimafreundliche Wirklichkeit umgesetzt werde, bleibe dagegen offen.

Umdenken wird belohnt

Haben Anleger gute Erfahrungen mit einem ersten Bond gemacht, hat das keinen Einfluss auf die Akzeptanz von Folgeprodukten: Der erste Grüne Bond eines Unternehmens, das bislang nicht durch Umweltbewusstsein auf sich aufmerksam gemacht hatte, wird von den Anlegern besonders prämiert. Bis zu 0,18 Prozent weniger Ertrag werden dafür in Kauf genommen. Im Vertrauen auf den Gesinnungswandel eines Unternehmens wollen Anleger offenkundig Akzente setzen.

Überraschend unterscheiden sich Primär- und Sekundärmarkt allerdings in einem: Investoren, die sich privat an der Börse orientieren, greifen bei Grünen Anleihen eher zu, wenn diese preisgünstiger oder zum gleichen Preis wie konventionelle Bonds zu haben sind. Für sie gilt offenbar: Erst die Rendite, dann die Umwelt. Über die Gründe können Wirtschaftswissenschaftler nur spekulieren: Haben kleinere Anleger tatsächlich ein weniger ausgeprägtes Umweltbewusstsein? Oder sind sie angesichts der Gemengelage von Empfehlungen, Standards und Ratings verunsichert?

In einer noch laufenden Studie mit der Universität Zürich hat Julia Kapraun erste Einblicke in das Anlageverhalten von Privatpersonen gesucht. Auch nachdem diese umfassend über

Literatur

Kapraun, Julia, Scheins, Christopher: (In-)Credibly Green: Which Bonds Trade at a Green Bond Premium?, April 2020.

Die Ökonomik des zukünftigen Raumschiffs Erde, 1966 (The Economics of the Coming Spaceship Earth; übersetzt v. Lexi von Hoffmann), in: Höhler, Sabine, Luks, Fred (Hrsg.): Beam us up, Boulding! 40 Jahre Raumschiff Erde, Vereinigung für Ökologische Ökonomie, Heft 7, Zitat S. 9, 2006.

Nachhaltigkeitsratings von Firmen informiert wurden, ihnen gar »Guidelines« an die Hand gegeben worden waren, haben sich ihre Entscheidungen für oder gegen ein Unternehmen kaum verändert. »Das Ergebnis war kaum nachhaltig. Die Schere zwischen Denken und Tun geht noch weit auseinander«, so Kapraun. Vieles spreche dafür, dass Anleger und Anlegerinnen die nachhaltigen Finanzprodukte, deren Labels und Ratings nicht ausreichend verstehen. Warum das so ist und was helfen könnte, dies zu ändern, will Julia Kapraun in Zukunft untersuchen.

Experten schätzen, dass derzeit erst etwa 2 Prozent aller weltweiten Anleihen ökologischen und sozialen Zwecken dienen. Ihr Gesamtvolumen beläuft sich auf 1 137,35 Milliarden US-Dollar.

Die Europäische Union arbeitet derzeit an einem verbindlichen Label für »grüne« Geldanlagen.

Auch im Jahr 2020 sind Anlageobjekte, die eine sichere Rendite bieten und die Welt grüner und gerechter machen, noch immer rar. Je mehr Geld in ein »grünes Projekt« fließen soll, desto schwieriger wird es: Noch immer fehlt es an Unternehmen, die »Form, Ausmaß und Qualität« ihres bisherigen Verbrauchs infrage stellen und nach neuen, umweltschonenden Wegen suchen.

Das Motto des Wissenschaftsjahres 2020, das vom Bundesministerium für Bildung und Forschung ausgerufen wird, ist die Bioökonomie – also die Umwandlung einer Wirtschaft, die auf fossilen Ressourcen basiert, hin zu einer nachhaltigen, biobasierten Wirtschaftsweise. Das Motto wurde kürzlich um ein Jahr verlängert. Vielleicht wandert die Zuständigkeit für Grüne Anleihen also bald doch von der Marketingabteilung ins Headoffice der Unternehmen. ●



Die Autorin

Pia Barth arbeitet als Referentin für Öffentlichkeitsarbeit an der Goethe-Universität. Geprägt durch ein Studium der Philosophie und Literaturwissenschaft, ist ihr Interesse an Wirtschaft erst allmählich erwacht – vor allem seit ihr bewusst geworden ist, dass sich am Umgang des Menschen mit der Erdkugel ohne Impulse aus der Finanzwirtschaft nichts ändern wird. Ohne eine veränderte Finanzwirtschaft allerdings auch nicht.

p.barth@em.uni-frankfurt.de

