



CREDIT SPECIAL

18. Juni 2021

Green Bonds mit Zinsvorteilen für SSA-Emittenten

AUTOR

Sabrina Miehs
Senior Credit Analyst
Telefon: 0 69/91 32-48 90
research@helaba.de

REDAKTION

Stefan Rausch
Head of Corporate
Research & Advisory

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research
& Advisory

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Wie viele andere Staaten hat sich auch Deutschland ehrgeizige Klimaschutzziele gesetzt. Grüne Anleihen sind ein wesentliches Instrument, die hierfür notwendigen Investitionen zu finanzieren.
- Entsprechend dynamisch wächst der weltweite Markt für grüne Anleihen. Mittlerweile begeben auch der Bund und einige Bundesländer solche Bonds. Hierzu zählt auch das Land Hessen, das Anfang Juni seine grüne Debut-Anleihe mit einer Laufzeit von über zehn Jahren vorlegte.
- Wichtige Triebkräfte für die Emission grüner Papiere sind das Fördern von Investitionen in klimafreundliche und nachhaltige wirtschaftliche Aktivitäten und die gezielte Lenkung von Finanzströmen in diesen Bereich. Letztlich motiviert das Erzielen eines Preisvorteils gegenüber konventionellen Anleihen (Greenium), sind mit der Auflegung eines Green Bonds doch auch höhere Aufwendungen für den Emittenten verbunden.
- Die empirische Quantifizierung des Greeniums gestaltet sich nicht zuletzt aufgrund der bislang geringen Anzahl von Transaktionen sowie des Niedrigzinsumfelds schwierig. Bei den 10-jährigen grünen Bundesländeranleihen lassen sich Spreadifferenzen von bis zu drei Basispunkten feststellen. Unserer Ansicht nach stehen die Chancen gut, dass das Greenium in den kommenden Monaten weiter steigen wird.

Nicht nur Deutschland auf dem Weg zu einer nachhaltigeren Wirtschaft

Die Europäische Union und Deutschland sind im Übergang zu einer klimaneutralen, ressourcenschonenden nachhaltigen Wirtschaft. Der Green Deal sieht vor, Europa bis zum Jahr 2050 zum ersten klimaneutralen Kontinent zu machen. Deutschland bekennt sich dabei ausdrücklich zum Pariser Klimaabkommen und zur Erreichung der 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen. So verabschiedete die Bundesregierung etwa den Klimaschutzplan 2050, um Treibhausgasemissionen bis zum Jahr 2050 im Vergleich zum Jahr 1990 um 80 bis 95 % zu senken. Das Rahmenwerk macht Vorgaben zur Zielerreichung für alle Sektoren, darunter Energiewirtschaft, Gebäude, Verkehr, und enthält Zwischenziele, die im Klimaschutzprogramm 2030 verankert sind.

Markt für grüne Anleihen mit rasanter Entwicklung

Grüne Anleihen sind ein wesentliches Instrument, die hierfür notwendigen Investitionen zu finanzieren und die mit dem Klimawandel einhergehenden Risiken zu reduzieren. Seit der Debut-Emission der European Investment Bank im Jahr 2007 hat sich das Segment rasant entwickelt. Gemäß Angaben der Climate Bond Initiative verzeichnen die Green Bond Emissionen seither eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von etwa 95 %. Ende 2020 durchbrach das Segment die Schallmauer von einer Billion USD. Als weiterer Meilenstein gilt die Begebung grüner Staatsanleihen. Nachdem Polen 2016 vorlegte, folgte Frankreich ein Jahr später und hat sich mit rund 40 Mrd. EUR ausstehendem Volumen zum größten Emittent grüner Staatspapiere entwickelt. 2020 platzierte schließlich auch die Bundesrepublik Deutschland ihre erste grüne Anleihe. Im ersten Quartal 2021 sorgten vor allem die Emissionen Frankreichs und Italiens im Gesamtumfang von 15,5 Mrd. EUR für einen Wachstumsrekord.

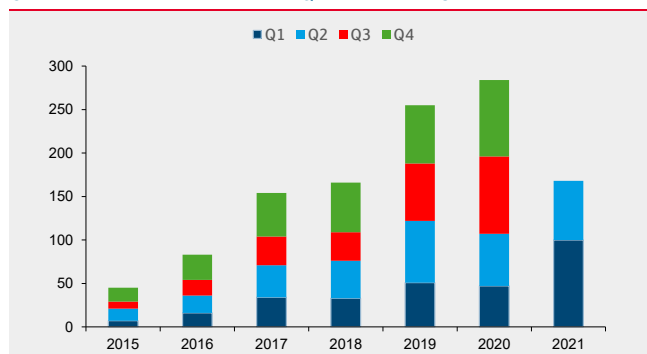
Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden. Die Informationen dieser Publikation stellen keine Anlageberatung dar. Anlageentscheidungen können nur auf Grundlage des Verkaufsprospektes und nach einer eingehenden Beratung durch Ihre Hausbank oder Ihren örtlichen Finanzberater getroffen werden.

Grünes SSA-Segment auf Wachstumskurs – Start grüner Bundesanleihen

Die größte Emittentengruppe bildet jedoch die Gruppe der supranationalen Organisationen, wie etwa Entwicklungsbanken, der teilsouveränen Gliedstaaten und der staatsnahen Institutionen („SSAs“, Supranationals, Sub-Sovereigns, Agencies). Dabei fallen die größten Anteile mit 16 % auf Entwicklungsbanken bzw. Supranationals sowie mit 15 % auf Agencies. Mit dem jüngsten Start der Next Generation EU-Emissionen gesellt sich vermutlich bald ein weiterer Emittent von grünen Anleihen hinzu. Das grüne Teil-Segment der Sub-Sovereigns ist dagegen mit 6 % noch verhältnismäßig klein. Grund dafür ist, dass viele Teilstaaten bislang eher soziale oder nachhaltige Anleihen emittieren. In Deutschland debütierten Baden-Württemberg und Hessen in diesem Jahr mit ihrer ersten grünen Anleihe.

Neuemissionen weiter auf Rekordkurs

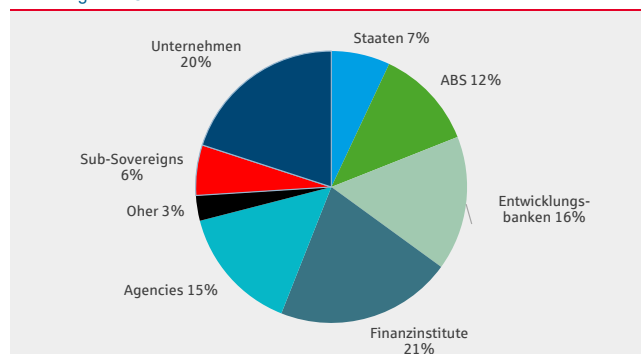
Green Bond-Emissionsvolumen nach Quartalen in Mrd. USD



Quellen: CBI, Helaba Research & Advisory

Grüne Sub-Sovereign-Anleihen noch rar

Verteilung aller Green Bond-Emissionen nach Emittenten



Quellen: CBI, Helaba Research & Advisory

Greenium von großem Interesse

Eine wichtige Motivation für die Emission grüner Papiere ist das Erzielen eines Preisvorteils gegenüber konventionellen Anleihen (Greenium), sind mit der Auflegung eines Green Bonds doch auch höhere Aufwendungen für den Emittenten verbunden. So fallen im Vorfeld der Emission Kosten für die Erstellung von Rahmenprogrammen, Zertifizierungen und Gutachten an. Zudem ergeben sich erhöhte Offenlegungs- und Transparenzpflichten. Dass Investoren diese geringere Verzinsung akzeptieren, liegt vor allem daran, dass Anleger die systematische Berücksichtigung von Klimarisiken als Verbesserung des Bonitätsprofils des Emittenten begreifen.

Quantifizierung nicht ganz einfach

Gerade bei Länderanleihen gestaltet sich die empirische Quantifizierung des Greeniums nicht zuletzt aufgrund der bislang geringen Anzahl von Transaktionen und oft fehlender Vergleichsmöglichkeiten recht schwierig. Hinzu kommt das niedrige Zinsumfeld, das gerade bei Papieren mit hohen Bonitätsnoten wenig Preisdifferenzierung zulässt. Zudem verzerrt das Eurosystem durch seine Ankaufprogramme die Märkte und erschwert damit die Analyse der Spreadentwicklung.

Bundesanleihen im Twin-Bond-Format bestätigen Preisvorteil

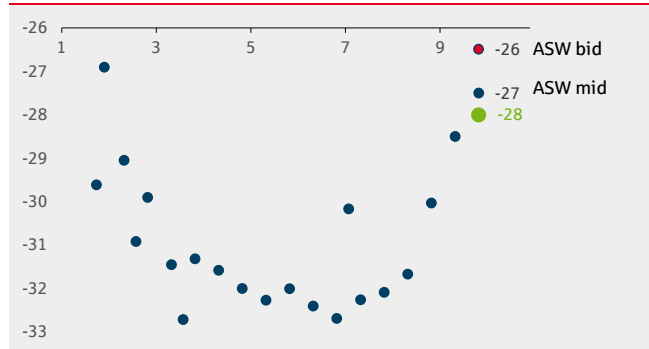
Eine sehr gute Vergleichbarkeit von Preisen bieten die grünen Bundesanleihen. Der Grund für die gute Messbarkeit des Greeniums liegt im gewählten Zwillingskonzept: Jede neue grüne Anleihe wird parallel zu einer bestehenden konventionellen Bundesanleihe mit exakt den gleichen Basiseigenschaften, wie Fälligkeit, Zinstermine und Kupon, emittiert. Auf diese Weise sind direkte Preisvergleiche zwischen den konventionellen und den grünen Papieren möglich, zumal die deutsche Finanzagentur die Liquidität am Sekundärmarkt unterstützt. Um eine realistische Investitionsentscheidung abzubilden, sollte aus unserer Sicht der Emissions-Spread des neu aufgelegten Green Bonds dem Geld-Kurs einer geeigneten Vergleichsanleihe gegenübergestellt werden.

Insgesamt wurden bislang drei grüne Bundesanleihen begeben. Für den Herbst 2021 ist die Emis-

sion einer weiteren 10-jährigen „Green Bund“ geplant, so dass der Aufbau einer grünen EUR-Bundkurve weiter voranschreitet. Das **Greenium** der ersten grünen Bundesanleihe im Volumen von 6,5 Mrd. EUR lag bei Emission bei etwa zwei Basispunkten. Am Sekundärmarkt hat sich die Differenz innerhalb weniger Monate sogar um mehr als drei Basispunkte erhöht.

Hohes Investoreninteresse erlaubt Spreadabschlag

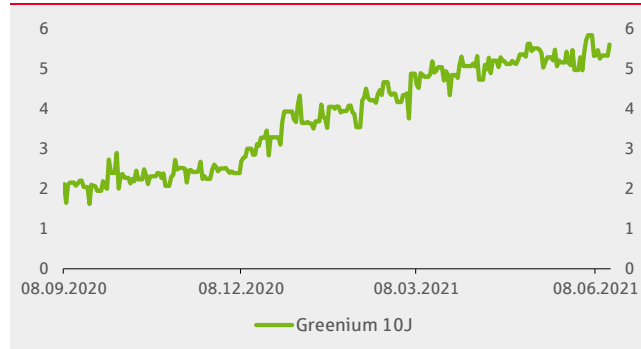
Spreads bei Preisfestsetzung der grünen 10-jährigen Zwillingsanleihe, ASW in Bp.



Stand: 02.09.2020; Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Bund-Greenium weitet sich am Sekundärmarkt aus

Bund-Greenium der Anleihe DBR 0 % 08/30, ASW mid in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

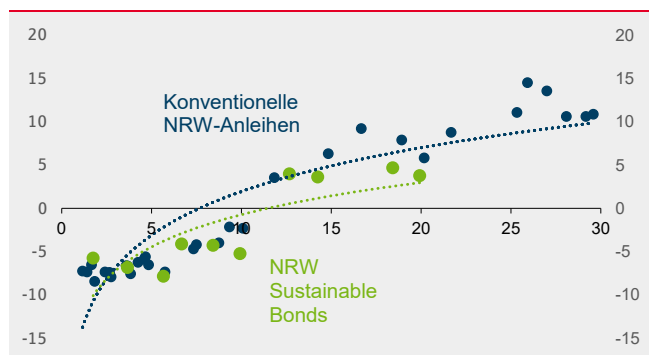
Auch jüngste NRW-Anleihe mit kleinem Greenium

Bis Ende 2020 war NRW das einzige Bundesland mit nachhaltigen Anleihen (Sustainability Bonds), deren Erlöse in grüne und soziale Projekte fließen. Seit Platzierung der ersten nachhaltigen Anleihe 2015 hat NRW zehn Sustainability Bonds emittiert und steht damit an der Spitze deutscher Emittenten. Die Emissionsgröße reicht von 750 Mio. EUR bis 2,4 Mrd. EUR. Die Laufzeiten lagen bis vor kurzem im Bereich von sieben bis zwanzig Jahren. Die letzte Dualtranche im Mai 2021 betrug 3,5 Mrd. EUR und teilt sich in einen 10- und einen 28-jährigen Titel in Höhe von 2 Mrd. EUR bzw. 1,5 Mrd. EUR auf. Geplant ist zukünftig jeweils ein nachhaltiger Bond pro Budgetjahr.

Die jüngste nachhaltige 10-jährige Anleihe wurde mit einem Asset Swap Spread von null gepreist. Die vergleichbare konventionelle NRW-Anleihe mit 10 Jahren Restlaufzeit notierte am Tag der Preisfestsetzung bei einem Swapsatz von einem Basispunkt. In den Folgetagen wuchs der Preisunterschied zwischen konventioneller und nachhaltiger Anleihe am Sekundärmarkt recht zügig und stieg um zwei Basispunkte.

Grüne NRW-Kurve gut besetzt

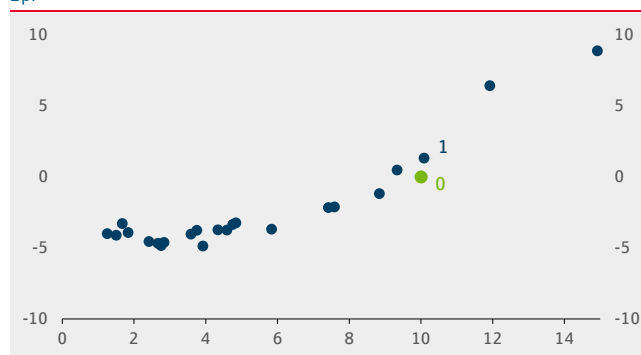
NRW-Anleihen bis 30 Jahre und entsprechende Kreditkurven, Stand: 15.06.2021 ASW mid in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Jüngste 10-jährige grüne NRW-Anleihe mit Greenium

NRW-Anleihen konventionellen und 10-jährigen grüne NRW 1,25 % 06/31, Stand: 27.05.2021 (Tag der Preisfestsetzung der 10-jährigen grünen Anleihe), ASW bid in Bp.



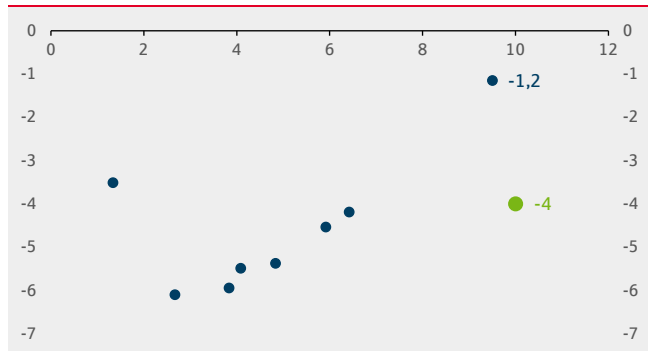
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Baden-Württemberg mit erster Grüner Anleihe

Im März 2021 platzierte Baden-Württemberg als erstes Bundesland einen Green Bond über 300 Mio. EUR mit zehn Jahren Laufzeit. Die Emissionserlöse fließen in grüne Projekte des Landes, die der EU Taxonomie und den Vorgaben von ICMA entsprechen. Das Land plant für die kommenden Jahre die Emission von jeweils einem grünen Papier pro Jahr. Bei einer Preisfestsetzung von minus vier Basispunkten lag das Papier unter der (gerade in den längeren Laufzeiten dünn besetzten) Emittenten-Kurve; im Vergleich zur Anleihe mit 9,5 Jahren Laufzeit errechnet sich ein Abschlag von 2 bis 3 Basispunkte.

Baden-Württemberg: Greenium-Ansatz schwierig

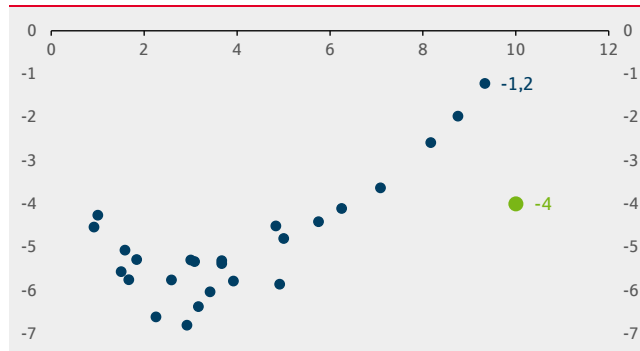
Anleihen konventionell und grün, Stand: 02.03.2021, ASW bid in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Erste grüne Hessen-Anleihe mit klarem Greenium

Hessen-Anleihen konventionell und grün, Stand: 11.06.2021, ASW bid in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Auch grüne Hessen-Anleihe mit günstigeren Refinanzierungskosten

Seit 11. Juni 2021 gehört auch das Land Hessen zu den Bundesländern mit eigenen grünen Anleihen. Wie sein südlicher Nachbar refinanzierte auch dieses Bundesland einen ganzen Katalog an grünen Projekten. Das 10-jährige Papier in Höhe von 600 Mio. EUR wurde zu einem Emissions-spread von minus vier Basispunkten begeben und lag damit klar unter dem Spread der 9,3-jährigen Anleihe, die zur Preisfestsetzung bei minus 1,2 Basispunkte notierte. Unter Berücksichtigung des Laufzeitenunterschieds dürfte das Greenium somit bei zwei bis drei Basispunkten gelegen haben. Dennoch belief sich das Orderbuch auf über 3,6 Mrd. EUR. Dies zeigt einmal mehr, dass Investoren bei grünen Anleihen häufig weniger preissensitiv sind.

Grünes Sub-Sovereign-Segment vor weiterem Wachstum

Der Green Bond Markt im Sub-Sovereign-Segment befindet sich noch in einem frühen Stadium. Die wenigen, bislang durchgeführten Transaktionen deuten darauf hin, dass das Greenium bei ein bis drei Basispunkten liegt. Dennoch konnten sich alle grünen Länderanleihen hoher Überzeichnungsquoten erfreuen. Perspektivisch sind sogar höhere Greeniums denkbar: Zum einen ist das Angebot nach wie vor knapp, zum anderen dürfte das Interesse der Investoren weiterwachsen. Dafür sprechen nicht zuletzt die angelaufenen Vorgaben für das Berichtswesen von Anlegern, nach denen Investoren u.a. die Einbeziehung des Klimawandels in ihre Geschäftsmodelle, Risikomanagementrichtlinien etc. offenlegen müssen. Zudem planen die Zentralbanken, ihr Portfolio künftig nachhaltiger zu gestalten. Auf der Angebotsseite könnten tiefere Refinanzierungskosten neue Emittenten anlocken, die bisher aufgrund des enormen Vorbereitungsaufwands und erhöhter Offenlegungspflichten gezögert haben.

Weitere Credit Specials:

Europäische Banken: EBA mit Pilotstudie zum Umfang von Klimarisiken

25.05.2021

Europäische Banken: EZB Bank Lending Survey zeigt Entspannung

20.04.2021

Primärmarkt-Update EUR-Corporate Bonds: Starker Jahresauftakt

12.04.2021

EUR-Benchmark Bankanleihen: 1. Quartal 2021: EZB gräbt Covered-Bond-Emissionen das Wasser ab

09.04.2021

Primärmarkt-Update Corporate Schuldschein: ESG-Schuldscheine kräftig im Aufwind

08.04.2021

Europäische Banken: EBA hebt erneut steigende Kreditrisiken hervor

01.04.2021

Europäische Banken: Gut gewappnet gegen steigende Kreditausfälle?

04.03.2021

ESG-Umfrage unter Schuldschein-Investoren: Nachhaltige Emissionen stoßen auf positive Resonanz

28.01.2021

Corporate Schuldschein: Den guten Freund erkennt man in unsicheren Zeiten

08.12.2020

Europäische Bankanleihen: Aufsicht setzt die grüne Brille auf

08.12.2020

Unternehmens-Liquidität: Firmen machen aus der Not eine Tugend

24.11.2020

Europäische Banken: EBA sorgt für mehr Transparenz bei Kredit-Moratorien

23.11.2020

Hybridanleihen: Rechtzeitig Abwehrkräfte stärken

11.11.2020

Primärmarktausblick: EU und Länder weit vor Corporates und Banken

07.09.2020

Ertragsstabilität europäischer Corporates: Vorsicht vor Pauschalurteilen

24.07.2020

Desaster oder Delle: Wie wirkt die Corona-Krise auf die Cashflows der Unternehmen?

24.06.2020

Europäische Banken: COVID-19 erhöht Kredit-Risikovorsorge drastisch

27.05.2020

Europäische Bankanleihen: COVID-19 rückt Bilanzqualität in den Fokus

02.04.2020

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar. Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf www.helaba.com/de/research

Newsletter können Sie unter <https://news.helaba.de/research> abonnieren. ■