



Marcio da Costa
Portfolio Manager
SSA & Green Bonds

Themendienst

Green Bonds: Kommen Bundesanleihen noch auf einen grünen Zweig?

24. Oktober 2019

www.bantleon.com

Bereits im kommenden Jahr will die deutsche Finanzagentur eine grüne Bundesanleihe begeben. Damit folgt Deutschland den Eurozonen-Mitgliedsstaaten Niederlande, Frankreich, Belgien und Irland, die bereits ein grünes Staatspapier begeben haben. Während viele Marktteilnehmer die grüne Bund-Emission befürworten, sind auch kritische Stimmen zu hören. Die Tatsache, dass die Bundesregierung nicht die Finanzierung neuer Klimaprojekte plant, sondern eine Umschuldung bestehender Projekte, lässt befürchten, es könnte sich um Green Washing, also Etikettenschwindel, handeln. Die besondere Ausgestaltung der Anleihe erhöht zudem die Komplexität für Investoren, was Privatanleger vor ungewollte Herausforderungen stellt.

Der öffentliche Druck auf die deutsche Bundesregierung, Investitionen in Klimaschutzprojekte zu erhöhen, ist in den vergangenen Monaten gestiegen. Nachdem sich bereits mehrere Länder der Eurozone im Green-Bond-Markt engagiert haben, sieht sich nun auch die Bundesrepublik Deutschland gedrängt, einen ersten Green Bond zu begeben. Positiv ist, dass die deutsche Finanzagentur bereits ein konkretes Konzept zur Emission einer grünen Anleihe vorgestellt hat. Details wie Emissionsvolumen und Zeitpunkt sind allerdings noch nicht bekannt. Auf jeden Fall verbessert die grüne Bundesanleihe die Diversifikationsmöglichkeit in Bezug auf die Emittenten und Anleihenlaufzeiten am Green-Bond-Markt. Die Auswahl an Green-Bond-Investitionen ist wegen des noch tiefen Anteils der grünen EUR-Anleihen am gesamten EUR-Anleihenmarkt (etwa 1,6%) noch eingeschränkt. Wegen der hohen Nachfrage nach klimafreundlichen Schuldverschreibungen kann das zu Preisverzerrungen und Fehlallokationen am Markt führen. Aktuell spiegelt sich dies bei einigen Emittenten in Form einer leicht tieferen Verzinsung gegenüber konventionellen Anleihen. Die grüne deutsche Bundesanleihe sollte sich aufgrund des knappen Angebots also einer regen Nachfrage erfreuen und das knappe Angebot etwas erweitern.

Abweichende Struktur der geplanten grünen Bundesanleihe hat ihre Tücken

Im Gegensatz zu den bisher am Markt etablierten Green Bonds plant der deutsche Staat eine besondere Ausgestaltung des grünen Debüts, nämlich die Aufteilung des Papiers in eine konventionelle deutsche Staatsanleihe und eine grüne Anleihe mit identischen Ausgestaltungsmerkmalen – Proof of Green genannt. Um eine vergleichbare Liquidität zu gewährleisten, soll das grüne Papier jederzeit in die großvolumigere konventionelle Anleihe umgetauscht werden können. Das Vorhaben birgt allerdings Tücken. Die Emission zweier Wertpapiere führt zu einer höheren Komplexität, was gerade Privatanleger von der Emission fernhalten dürfte. Zudem ist die jederzeitige Konvertierbarkeit der grünen Anleihe in eine konventionelle Anleihe ein neues Ausstattungsmerkmal. Investoren mit sehr strikten Investmentrichtlinien könnte es gar verboten sein, in solche konvertierbaren Anleihen zu investieren. Aufgrund der ohnehin sehr hohen Liquidität deutscher Staats-

anleihen ist – trotz der geringeren Emissionsgröße des Green Bonds – keine abweichende Struktur nötig. Die deutsche Finanzagentur kann zudem im Rahmen ihres freiwilligen Market Makings für eine ausreichende Preisstellung für die Anleihe sorgen.

Kritiker könnten der Bundesfinanzagentur Green Washing vorwerfen

Ein weiteres Problem könnte der Vorwurf des Green Washings sein. Damit ist der Versuch gemeint, durch Marketing und PR-Maßnahmen ein grünes und nachhaltiges Image zu erlangen. Die derzeitige Haushaltspolitik der schwarzen Null in Deutschland verhindert durch die limitierte Neuverschuldung die Finanzierung neuer klimafreundlicher Projekte. Folglich werden keine neuen Vorhaben finanziert, sondern bestehende nachhaltige Projekte umgeschuldet und damit als »grün« deklariert. Solange an dieser Haushaltspolitik festgehalten wird, dürfte sich die deutsche Finanzagentur daher mit dem Vorwurf des Green Washings konfrontiert sehen.

Zins von 2% ist eher unwahrscheinlich

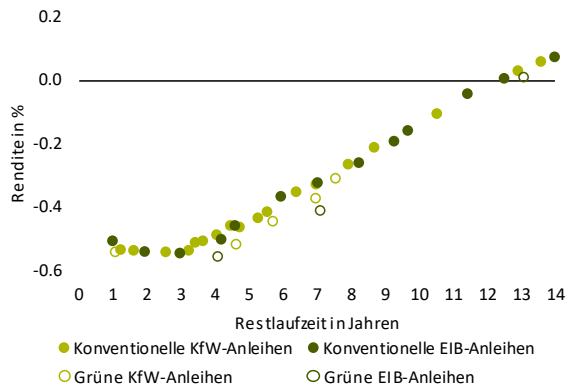
Der Vorschlag der CSU-Bundestagsfraktion, die Klimaanleihe mit einem Zins von 2% für 10 Jahre Laufzeit auszustatten, erscheint sowohl aus sozialer Sicht als auch aus der Kapitalmarktperspektive absurd. Aus sozialer Sicht, weil die höhere Verzinsung aus den Steuereinnahmen im Bundeshaushalt bezahlt werden würde. Das entspräche einer Vermögensumverteilung von der Allgemeinheit der Steuerzahler zu einzelnen Primärmarktinvestoren des Green Bonds. Aus Kapitalmarktsicht, weil der höhere Coupon zwar von den Zeichnern am Primärmarkt vereinnahmt werden würde, aber der Kurs der Anleihe im Sekundärmarkt wegen der höheren Verzinsung unmittelbar steigen würde. Käufer im Sekundärmarkt erhielten damit nur die Rendite einer konventionellen Anleihe, während die zeichnenden Investoren einmalig einen Kursgewinn erzielt hätten. Das Ziel der Bundesregierung, gerade den privaten Sparern ein attraktives Anlagevehikel zu bieten, würde damit verfehlt werden.

Rendite dürfte sich an einer konventionellen Bundesanleihe orientieren

Am Markt zeichnen sich bei einzelnen Emittenten, die bereits eine Zinskurve aus grünen Anleihen etablieren konnten, Unterschiede in den Finanzierungsbedingungen von grünen und konventionellen Anleihen ab – obwohl sich Bonität und Liquidität der Anleihen nicht unterscheiden (siehe Grafik 1). Beim langjährigen Green-Bond-Emittenten KfW und der Europäischen Investitionsbank (EIB) beträgt der Renditeunterschied im mittleren Laufzeitbereich circa 4 Basispunkte (siehe Grafik 2). Für diese Emittenten kompensiert dies die höheren Dokumentations- und Offenlegungspflichten gegenüber konventionellen Anleihen. Bei den ausstehenden Staatsanleihen der Länder Frankreich, Belgien, Irland und den Niederlanden erscheint die Differenz geringer, was womöglich der höheren Liquidität und dem Fehlen einer Green-Bond-Zinskurve der Emittenten geschuldet ist. Entsprechend wäre zu erwarten, dass sich die Höhe der Rendite für eine deutsche grüne Anleihe an den aktuell ausstehenden Bundesanleihen orientiert und der Green Bond das Potenzial für ein leicht tieferes Renditeniveau hat.

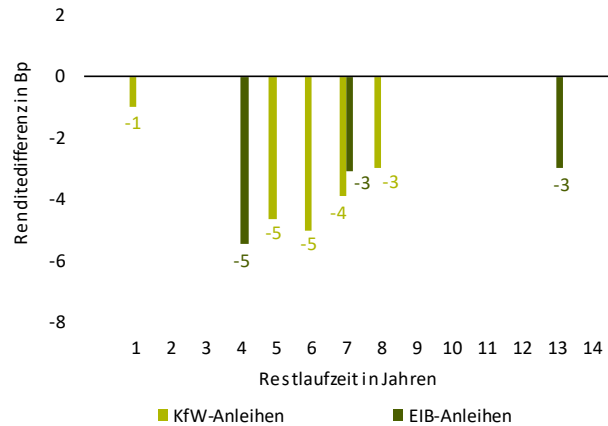
Fazit: Grundsätzlich ist die Emission neuer grüner Anleihen eindeutig zu begrüßen. Bei der geplanten grünen Bundesanleihe führt die abweichende Emissionsstruktur jedoch zu ungewollten Problemen. Eine Emission im bewährten Format bereits emittierter grüner Staatsanleihen wäre die schlüssigste Vorgehensweise. Eine neue Struktur dürfte den Green-Bond-Markt zusätzlich fragmentieren und die Komplexität gerade für Privatanleger erhöhen.

Grafik 1: Ausstehende EUR-Anleihen der KfW und der Europäischen Investitionsbank



Quellen: Bloomberg, BANTLEON; Stand: 18.10.2019

Grafik 2: Renditedifferenz ausstehender Green Bonds ggü. konventionellen Anleihen



Quellen: Bloomberg, BANTLEON; Stand: 18.10.2019

Kontakt:

Dominik Runkel
Telefon +49 (0) 511 288 798-33
dominik.runkel@bantleon.com

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.