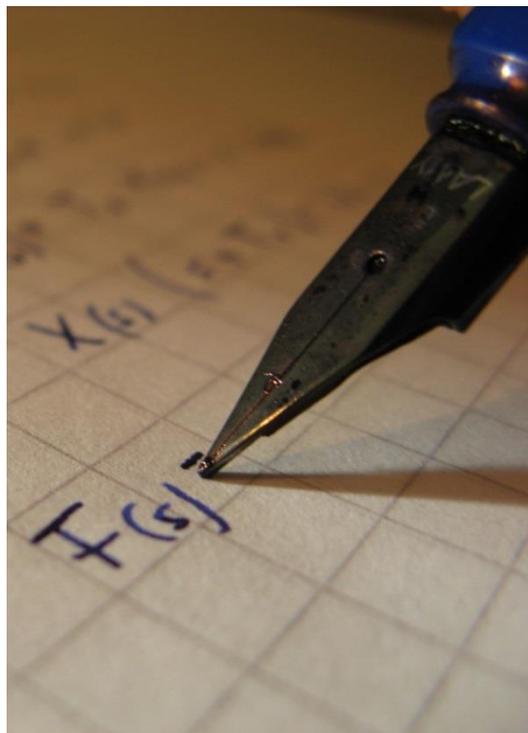


SOCIAL- UND GREENBONDS STUDIE



Working Paper

Stefan Donnerer, BA

Dr. Josef Obergantschnig

Martin Seitinger, MSc

Mag. Kevin Windisch, MSc

Graz, 31. März 2019

Inhaltsverzeichnis

1. Einführung.....	5
2. Übersicht Gesamtuniversum	15
2.1. Ertragserwartungen (EE)	23
2.2. Globale Spreads	28
3. Regionen.....	31
3.1. Bonität	34
3.2. Spreads	35
3.3. Ertragserwartung	37
4. Sektoren.....	41
4.1. Bonität	44
4.2. Spreads	45
4.3. Ertragserwartung	46
5. Erkenntnisse für das Portfoliomanagement	50
5.1. Vergleich Greenbonds mit konventionell nachhaltigen Bonds	50
5.2. Resümee	54
6. Zusammenfassung.....	56

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Übersicht Volumen und Anzahl der Emissionen.....	9
Abbildung 2: Übersicht der Volumen der Emissionen je Währung	10
Abbildung 3: Übersicht der Volumen der Emissionen je Kategorie	10
Abbildung 4: Übersicht der Volumen und Widmung der Emissionen	11
Abbildung 5: Übersicht der Risikoaufschläge und Volumen der Emissionen.....	12
Abbildung 6: Ertragsэлеmente eines Anleiheninvestments	13
Abbildung 7: E-FIXIS – Zinskurvenmanagement 4.0	14
Abbildung 8: Anzahl der Emissionen je Anleihentyp	16
Abbildung 9: Bonitäten nach Anzahl der Emissionen.....	17
Abbildung 10: Bonitäten nach Kapitalisierung.....	17
Abbildung 11: Bonitäten nach Staaten.....	18
Abbildung 12: Bonitäten nach Agencies	18
Abbildung 13: Bonitäten nach Corporates	19
Abbildung 14: Bonitäten nach Covereds.....	20
Abbildung 15: Anzahl der Emissionen von Staaten und Konzernen.....	21
Abbildung 16: Kapitalisierung von Staaten und Konzernen	22
Abbildung 17: Ertragsbestimmende Faktoren bei einer Anleihe.....	23
Abbildung 18: Verteilungsfunktion Ertragserwartung	24
Abbildung 19: Ertragserwartung nach Ratingkategorie	25
Abbildung 20: Ertragserwartung / mod. Duration nach Ratingkategorie	26
Abbildung 21: Ertragserwartung nach Mod. Duration	27
Abbildung 22: Verteilungsfunktion Spreads Universum	28
Abbildung 23: Spreads nach Ratingkategorie	29
Abbildung 24: Spreads nach Mod. Duration	30
Abbildung 25: Anzahl der Emissionen je Region	31
Abbildung 26: Kapitalisierung der Emissionen je Region	32
Abbildung 27: Anzahl der Emissionen je Kontinent.....	33
Abbildung 28: Kapitalisierung je Kontinent.....	33
Abbildung 29: Bonitäten der Regionen	34
Abbildung 30: Spreads der Regionen	36
Abbildung 31: Währungsabsicherungskosten in Euro, Quelle: Bloomberg, 31.01.2019	37
Abbildung 32: Ertragserwartung der Regionen	38
Abbildung 33: Ertragserwartung mit mindestens AA- Rating.....	39

Abbildung 34: Ertragserwartung mit Rating AA- und Duration 6	40
Abbildung 35: Anzahl Emissionen der Sektoren	41
Abbildung 36: Kapitalisierung der Sektoren	42
Abbildung 37: Anzahl der Emissionen der Subsektoren im Detail.....	43
Abbildung 38: Bonitäten der Sektoren	44
Abbildung 39: Spreads der Sektoren	45
Abbildung 40: Ertragserwartungen der Sektoren	46
Abbildung 41: Ertragserwartungen der Sektoren mit Dur. 6	47
Abbildung 42: Ertragserwartungen der Sektoren mit Mindestrating AA-	48
Abbildung 43: Ertragserwartungen Gesamtmarkt (EUR) vs Greenbonds (EUR).....	49
Abbildung 44: Darstellung Ertragserwartung je Einheit modified Duration nach Rating: Greenbonds vs. nachhaltige Bonds	50
Abbildung 45: Darstellung Ertragserwartung je Einheit modified Duration nach Rating: Greenbonds vs. Qualified	51
Abbildung 46: Darstellung Ertragserwartung nach modified Duration: Greenbonds vs. nachhaltige Bonds	52
Abbildung 47: Konventionelle nachhaltige Bonds und Greenbonds	53
Abbildung 488: Konventionell nachhaltige Bonds (links) im Vergleich zu Greenbonds Emissionen (rechts).....	54

1. Einführung

Green- und Social Bonds sind ein aufkeimender Markt. Hinsichtlich einer detaillierten Definition gibt es allerdings keine klaren Richtlinien. Laut Definition ist ein Green Bond eine Anleihe, deren Emissionserlöse ausschließlich zur anteiligen oder vollständigen (Re-) Finanzierung geeigneter grüner Projekte verwendet werden.

Die Internationale Capital Market Association (ICMA) hat im Juni 2018 die „Green Bond Principles 2018 (GBP)“ mit dem Ziel veröffentlicht, die Integrität im Green Bond Markt durch Richtlinien zu Transparenz, Offenlegung und Berichterstattung zu fördern. Es handelt sich dabei um eine freiwillige Prozessleitlinie zur Emission von Greenbonds. Der Schwerpunkt der GBP liegt auf der Mittelverwendung mit dem Ziel, vermehrte Kapitalallokationen hin zu klimafreundlichen Projekten anzustoßen. Die Richtlinie wird von vielen Marktteilnehmern positiv begrüßt, da dadurch eine erhöhte Transparenz gewährleistet werden kann.¹

Gegenwärtig gibt es vier Arten von Greenbonds:

- **Standard Green Use of Proceeds Bond:** eine standardmäßige Schuldverschreibung, die eine Forderung dem Emittenten gegenüber begründet und an den GBP ausgerichtet ist.
- **Green Revenue Bond:** eine an den GBP ausgerichtete Schuldverschreibung ohne Anspruch gegenüber dem Emittenten, bei der die Zahlungsströme in Form von Umsätzen, Provisionen, Steuern etc. das Kreditrisiko darstellen und deren Emissionserlöse in verwandte oder unverwandte grüne Projekte fließen.
- **Green Project Bond:** eine den GBP folgende Projektanleihe für ein oder mehrere grüne Projekte, bei der der Investor direkt den Projektrisiken ausgesetzt ist und die mit oder ohne Forderung gegenüber dem Emittenten ausgestaltet sein kann.
- **Green Securitised Bond:** eine GBP konforme Schuldverschreibung, die durch ein oder mehrere grüne Projekte besichert ist. Zu dieser Kategorie zählen Pfandbriefe, ABS, MBS oder andere Strukturen. Generell sind die Zahlungsströme aus den Vermögenswerten die erste Rückzahlungsquelle.²

¹ Vgl. <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>, [7.3.2019]

² Vgl. <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>, [7.3.2019]

Die vier Kernkomponenten der GBP sind:

1. Verwendung der Emissionserlöse (Use of Proceeds)
 - Beschreibung der Verwendung des Emissionserlöses
 - nur Finanzierung nachhaltig vorteilhafter Umweltprojekte
2. Prozess der Projektbewertung und -auswahl (Process for Project Evaluation & Selection)
 - Offenlegung des Entscheidungsprozesses sowie der Entscheidungskriterien
 - Spezifizierung der einzelnen grünen Investitionsprojekte
3. Management der Erlöse (Management of Proceeds)
 - Emissionserlös sollte separat verwaltet werden
4. Berichterstattung (Reporting)³
 - Emittent sollte mind. jährlich über die zugrundeliegenden Projekte berichten⁴

Folgende Kategorien an geeigneten grünen Projekten können herangezogen werden:

- Erneuerbare Energien (u.a. Produktion; Übertragung; Anwendungen und Produkte)
- Energieeffizienz (beispielsweise in neuen und renovierten Gebäuden; bei der Energiespeicherung; Fernwärmesysteme; intelligente Netze; Anwendungen und Produkten)
- Verschmutzungsprävention und -kontrolle (u.a. Reduzierung der Luftverschmutzung; Treibhausgaskontrolle; Bodenaufbereitung; Abfallprävention und -verringern sowie energie- und emissionseffiziente Müllverbrennungsanlagen)
- Ökologisch nachhaltiges Management von lebenden natürlichen Ressourcen und Landnutzung (u.a. ökologisch nachhaltige Land- und Forstwirtschaft einschließlich Erst- und Wiederaufforstung sowie Erhaltung und Wiederherstellung von Landflächen; ökologisch nachhaltige und artgerechte Tierhaltung, Fischerei und Aquakultur; intelligente landwirtschaftliche Instrumente wie biologischer Pflanzenschutz oder wassersparende Tröpfchenbewässerung)

³ Vgl. <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>, [7.3.2019]

⁴ Vgl. <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>, [7.3.2019]

- Erhaltung der terrestrischen und marinen Artenvielfalt (u.a. Schutz von Küsten, Meeres- und Einzugsgebieten)
- Sauberer Transport (u.a. Elektro- und Hybridtransport; öffentlicher Nah-, Fern- und Schienenverkehr; nichtmotorisierter und multimodaler Transport; Infrastruktur für mit sauberer Energie betriebene Fahrzeuge und Reduzierung von Schadstoffemissionen)
- Nachhaltiges (Ab-)Wassermanagement (u.a. nachhaltige Infrastruktur für sauberes Wasser und/oder Trinkwasser, Abwasseraufbereitung, nachhaltige Stadtentwässerung und Flussregulierung sowie weitere Hochwasserschutzmaßnahmen)
- Anpassung an den bereits existierenden Klimawandel (u.a. unterstützende Informationssysteme wie Klimabeobachtungs- und Frühwarnsysteme)
- Umwelteffiziente und/oder für die Kreislaufwirtschaft geeignete Produkte, Produkttechnologien und Prozesse (u.a. Entwicklung und Einführung ökologisch nachhaltiger Produkte mit Umweltsiegeln und -zertifikaten, ressourcenschonende Verpackung und Vertrieb)
- Umweltfreundliche Gebäude, die regional, national oder international anerkannte Standards und Zertifikationskriterien erfüllen⁵

Der Social Bond Markt unterstützt Projekte, die sich mit sozialen Herausforderungen auseinandersetzen und einen sozialen Mehrwert liefern. Analog den GBP hat die ICMA auch für diesen Bereich die Social Bond Principles (SBP) mit dem Ziel erstellt, vermehrte Kapitalallokationen hin zu sozialen Projekten anzuregen. Die Kernkomponenten

- Verwendung von Emissionserlösen
- Prozess der Projektbewertung und –auswahl
- Management der Erlöse und
- Berichterstattung

sind mit jenen der GBP ident. Folgende Kategorien beinhalten, beschränken sich aber nicht nur auf folgende Bereiche:

- finanziell tragbare Basisinfrastruktur (z.B. sauberes Trinkwasser, Kanalisation, Sanitäreinrichtungen, Verkehr, Energie)

⁵ Vgl. <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>, [7.3.2019]

- Zugang zur Grundversorgung an sozialen Dienstleistungen (bspw. Gesundheitswesen, Schul- und Berufsbildung, Finanzdienstleistungen)
- bezahlbarer Wohnraum
- Schaffung von Arbeitsplätzen, unter anderem durch Finanzierung von SME und Mikrofinanzierung entstehenden Arbeitsplätze
- Nahrungsmittelsicherheit
- sozio-ökonomische Weiterentwicklung und Befähigung⁶

Zielgruppen, an die sich die Projekte richten können umfassen, sind aber nicht beschränkt auf:

- Menschen, die unterhalb der Armutsgrenze leben
- ausgegrenzte oder benachteiligte Bevölkerungsgruppen
- schutzbedürftige Gruppen, beispielsweise aufgrund von Naturkatastrophen
- Menschen mit Behinderungen
- Zuwanderer und Vertriebene / Flüchtlinge
- Menschen mit begrenztem Bildungszugang
- unterversorgte Menschen ohne Zugang zu wesentlichen Gütern und Dienstleistungen
- Arbeitslose⁷

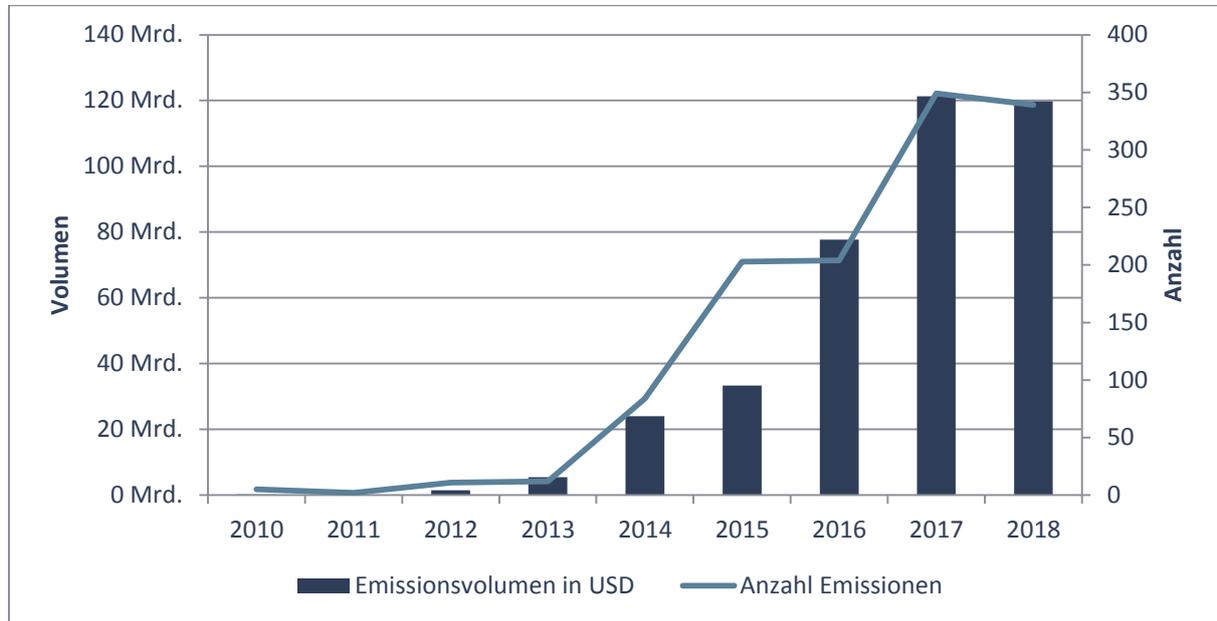
Im Vergleich zum Green Bond Markt ist der Social Bond Markt deutlich kleiner. Auch hier wird die durch die Social Bond Principles angestrebte Erhöhung der Transparenz von den Marktteilnehmern durchwegs positiv beurteilt.

Die Autoren haben sich mit der zugrundeliegenden Arbeit das Ziel gesetzt, den Green- und Social Bond Markt genauer zu durchleuchten und eine Beurteilung des Marktes (Emissionsvolumen, Bewertungen, Segmentierungen wie z.B. Rating-Klassen, etc.) durchzuführen. Als Basisdaten wurden sämtliche Emissionen berücksichtigt welche in der Datenbank von Thomson Reuters als Green Bond hinterlegt sind und seit 2010 begeben worden sind.

⁶ Vgl. <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>, [7.3.2019]

⁷ Vgl. <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>, [7.3.2019]

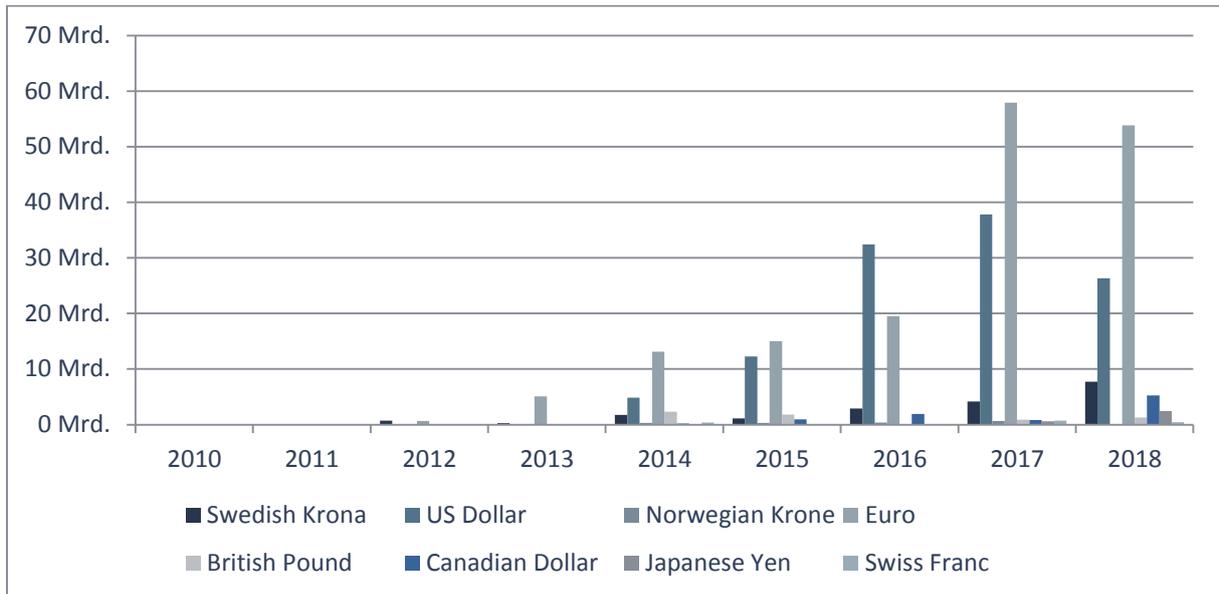
Abbildung 1: Übersicht Volumen und Anzahl der Emissionen



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Der Green und Social- Bond Markt ist noch sehr jung. In den vergangenen Jahren hat sich das Emissionsvolumen zwar deutlich erhöht, allerdings ist festzuhalten, dass der Gesamtmarkt noch relativ klein ist. Im Jahr 2018 ist sowohl das Emissionsvolumen als auch die Anzahl der Green und Social Bond Emittenten stagniert.

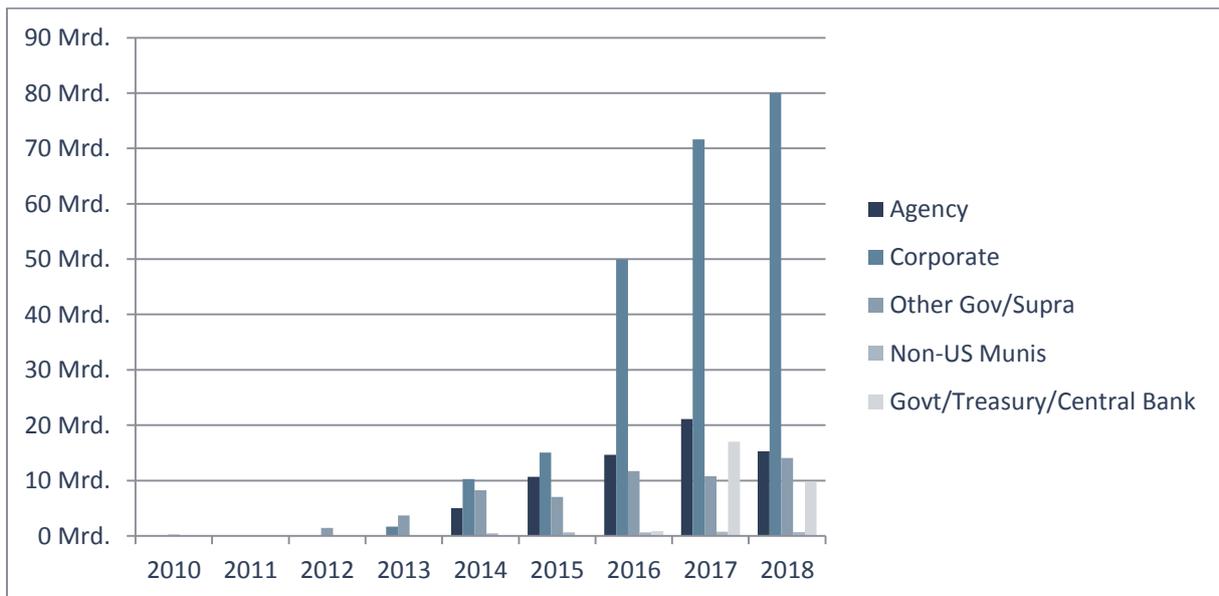
Abbildung 2: Übersicht der Volumen der Emissionen je Währung



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Ein Großteil der Neuemissionen wird in EUR oder USD denominated. Gerade in den letzten beiden Jahren belief sich mehr als 50% des Emissionsvolumens auf EUR. Lediglich im Jahr 2016 wurden mehr USD-Emissionen als EUR-Emissionen begeben.

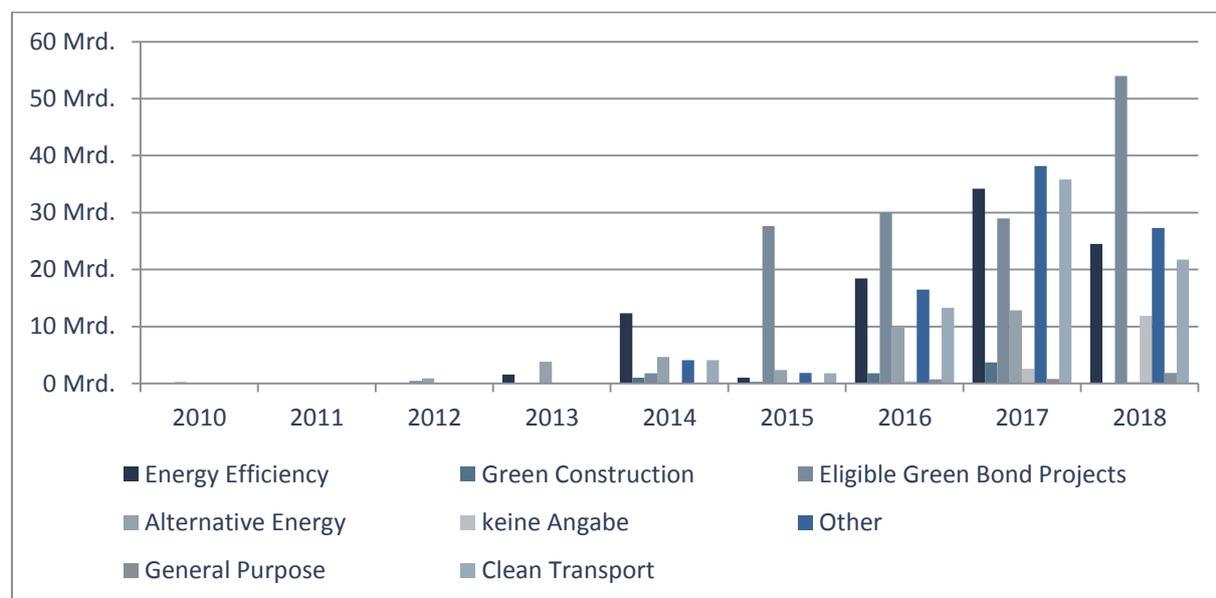
Abbildung 3: Übersicht der Volumen der Emissionen je Kategorie



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

In Bezug auf die Kategorisierung macht der Bereich Corporates rund zwei Drittel aller Neuemissionen aus. Zudem emittieren auch Agencies, Suprationals und Staaten Green und Social Bonds.

Abbildung 4: Übersicht der Volumen und Widmung der Emissionen

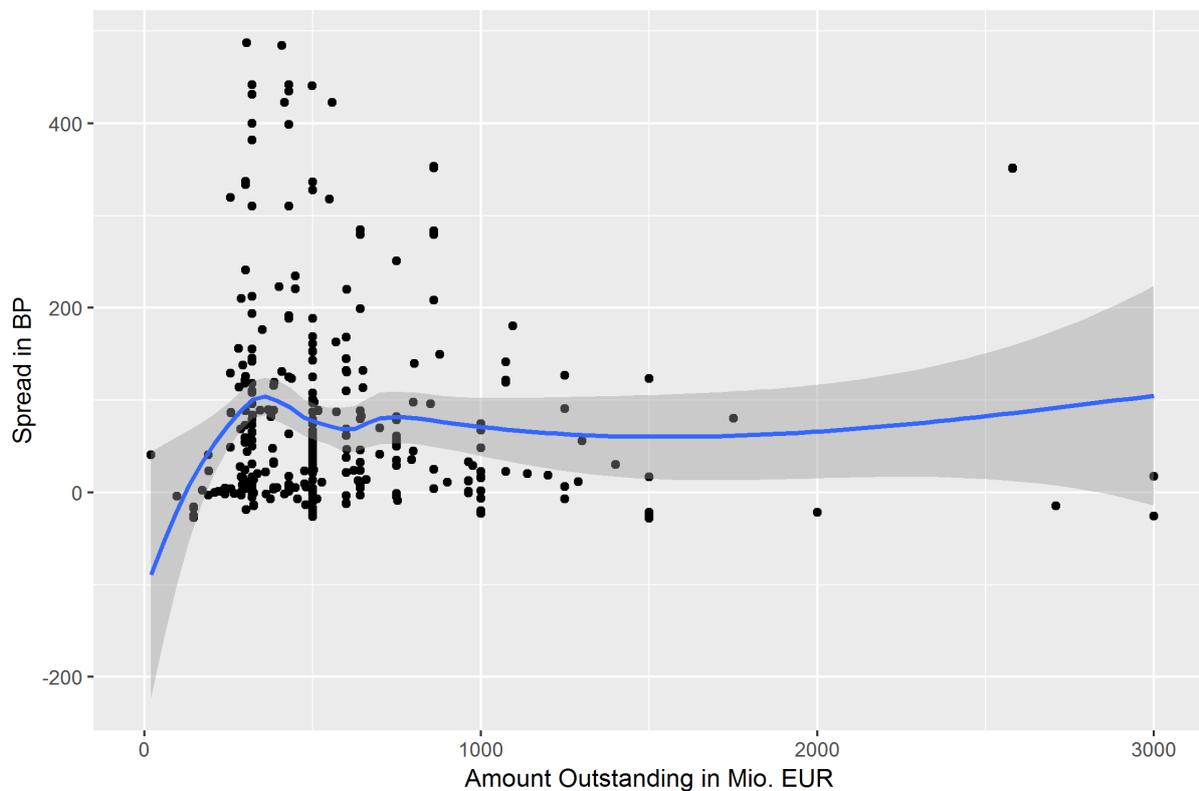


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Interessant ist auch eine Klassifizierung nach Widmung der betreffenden Anleihen. Der größte Block beläuft sich auf das Segment Eligible Green Bond Projects. Etwas mehr als 50 Milliarden USD der im Jahr 2018 emittierten Anleihen sind diesem Bereich zuzuordnen. In dieser Kategorie hat der Emittent die Möglichkeit, ein individuelles Rahmenwerk zu erstellen wofür das Kapital verwendet werden darf. Das Projekt-Rahmenwerk muss natürlich im Einklang mit den GBP sein und somit wird eine Diversifikation für die Nutzung der Gelder gefördert.⁸ Weitere wesentliche Bereiche sind Energy Efficiency sowie Clean Transport.

⁸ Vgl. <https://gresb.com/green-bonds-metrics-identifying-eligible-green-projects-and-reporting/>, [7.3.2019]

Abbildung 5: Übersicht der Risikoaufschläge und Volumen der Emissionen



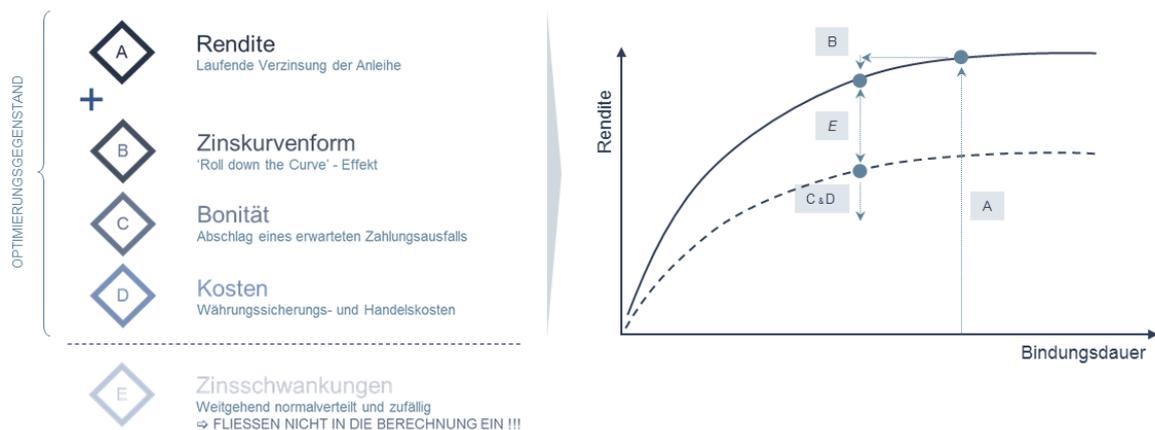
Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Spreadseitig ist ein Großteil der Emissionen im Bereich bis 100 Basispunkte angesiedelt. Das hängt mit der Ratingstruktur des Emissionsportfolios zusammen. Der Markt ist zudem dadurch gekennzeichnet, dass Green- und Social Bond Emissionen im Vergleich zum Gesamtmarkt eher gering ausfallen.

Daten sind das Gold der Zukunft. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass der Bereich Big-Data, also die systematische Erfassung von Daten, die je nach Gebrauch verwendet und analysiert werden können, zunehmend an Bedeutung gewinnt. Die Finanzindustrie ist sehr komplex. Portfoliomanager stehen vor der Herausforderung aus mannigfaltigen Möglichkeiten jene Wertpapiere auszuwählen, die sich aus Risiko- und Ertragsgesichtspunkten unter Berücksichtigung der jeweiligen Rahmenbedingungen am besten für das betreffende Portfolio eignen. Im Anleihenbereich gibt es tausende Investitionsmöglichkeiten, deren Attraktivität sich laufend ändert. Durch die Komplexität und die sich ständig ändernden Rahmenbedingungen ist es sehr hilfreich, Systeme zu implementieren, auf deren Basis eine quantitative und standardisierte Analyse aller

Investitionsmöglichkeiten unter Berücksichtigung der jeweiligen Guidelines durchgeführt werden kann. Die Security Kapitalanlage AG ist seit jeher sehr quantitativ orientiert. Empirische Kapitalmarktforschung spielt im Rahmen der Investmentprozesse eine zentrale Rolle. In den vergangenen Jahren wurden enorme Ressourcen dafür verwendet, systematisch Daten in einem Datawarehouse zu erfassen und darauf basierend Auswertungsroutinen aufzusetzen. Im Fixed-Income-Bereich folgen alle von der Security KAG verwalteten Fonds der E-FIXIS Strategie. Im Rahmen dieser Strategie wird die Ertrags expectation von Anleihen auf Basis von unterschiedlichen Ertrags elementen ermittelt:

Abbildung 6: Ertrags elemente eines Anleiheninvestments

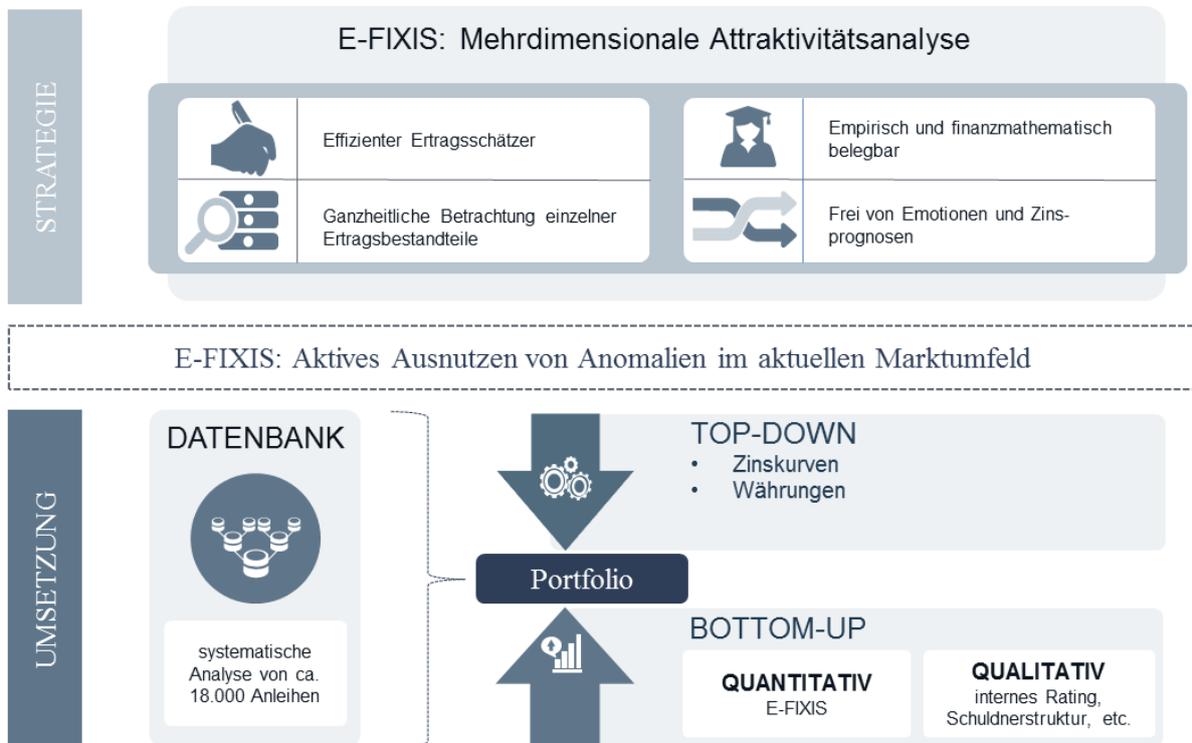


Quelle: Security KAG

Im Rahmen unserer Datenbank werden für tausende Anleihen die einzelnen Ertrags elemente unter Berücksichtigung des jeweiligen Marktumfeldes ermittelt und auf deren Basis eine Ertrags expectation berechnet.

Durch die systematische Berücksichtigung der einzelnen Ertrags elemente und der ganzheitlichen Analyse sind die Portfoliomanager in der Lage, einen tiefen und umfassenden Einblick zu erhalten, die Attraktivität eines Investments abschätzen zu können und Opportunitäten frühzeitig zu erkennen.

Abbildung 7: E-FIXIS – Zinskurvenmanagement 4.0



Quelle: Security KAG

Die Autoren haben sich im Rahmen der Social- und Greenbond Studie das Ziel gesetzt, dem Leser einen umfassenden Überblick über die Beschaffenheit und Attraktivität des neuen Anleihenmarktes darzustellen. In weiterer Folge gehen die Autoren auf die Ertragserwartungen unterschiedlicher Strategien sowie auf den Themenblock Währungen ein.

2. Übersicht Gesamtuniversum

Über die letzten Jahre ist das von der Security KAG betrachtete Universum stetig gewachsen. Mittlerweile befinden sich rund 18.000⁹ Anleihen in der Datenbank, die zur Analyse bereitstehen. Dabei werden durch das Setzen von Filtern gezielt Wertpapiere gewählt, die für unsere Strategien von Interesse sind. So beschränken wir uns beispielsweise auf ein für uns relevantes Durationsband, welches im Zeitverlauf aufgrund veränderter Zinsstrukturkurven variieren kann und sich innerhalb der Anleihenkategorien unterscheidet. Im Wesentlichen befinden sich im für uns relevanten Universum aber keine Anleihen mit einer Duration, die größer als 15 Jahre ist. Außerdem liegt der Fokus im Universum auf nicht strukturierte, liquide und erstrangige Forderungen.

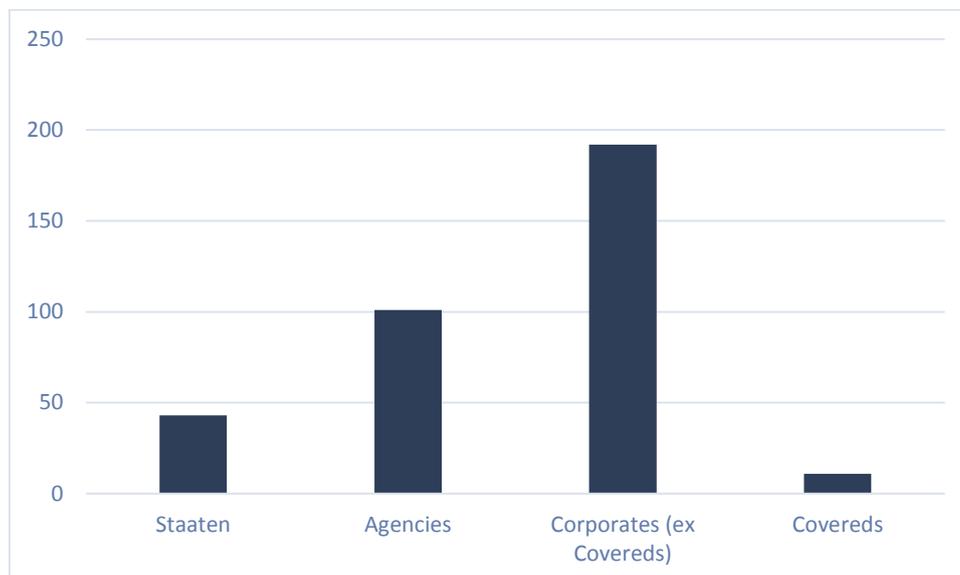
Da diese Studie sich ausschließlich mit dem Bereich der Social- und Greenbonds beschäftigt wurde, in einem ersten Schritt alle Anleihen eliminiert, die nicht in dieses Segment hineinfallen. Weiters wurden Anleihen entfernt, die vermeintliche Datenfehler aufweisen oder aus sonstigen Gründen zu stark von den Mittelwerten abweichen. Die Ergebnisse der einzelnen Auswertungen sollen nicht durch mögliche Liquiditätsprämien beeinflusst werden, weshalb nur Titel mit einem Emissionsvolumen bzw. ausstehenden Volumen von über 300 Mio. Euro berücksichtigt werden. Außerdem werden Ratings, die schlechter als B- sind, aus den Daten gestrichen, da aus diesen keine brauchbaren Aussagen mehr abzuleiten sind.

Nach der Bereinigung bleiben in Summe 347 Anleihen bei 137 Emittenten übrig, die auch die Grundgesamtheit der folgenden Auswertungen darstellen. Im Universum befinden sich verschiedene Arten von Anleihen, die in folgende Kategorien aufgeteilt wurden. Mit 192 Emissionen befindet sich in der Gruppe der Corporates (ex Covered) die meisten Social und Greenbonds. Die zweitgrößte Gruppe stellen die Agencies dar, mit 101 Emissionen. Danach folgen Staaten mit 43 und Covereds mit 11 Emissionen.

Aufgrund der geringen Anzahl an Social Bonds (nur 24 Emissionen) welche die Kriterien der Investierbarkeit erfüllten beziehen sich die ausgewerteten Daten nur auf Greenbonds.

⁹ Alle in dieser Studie angeführten Auswertungen beziehen sich auf Daten von Februar 2019

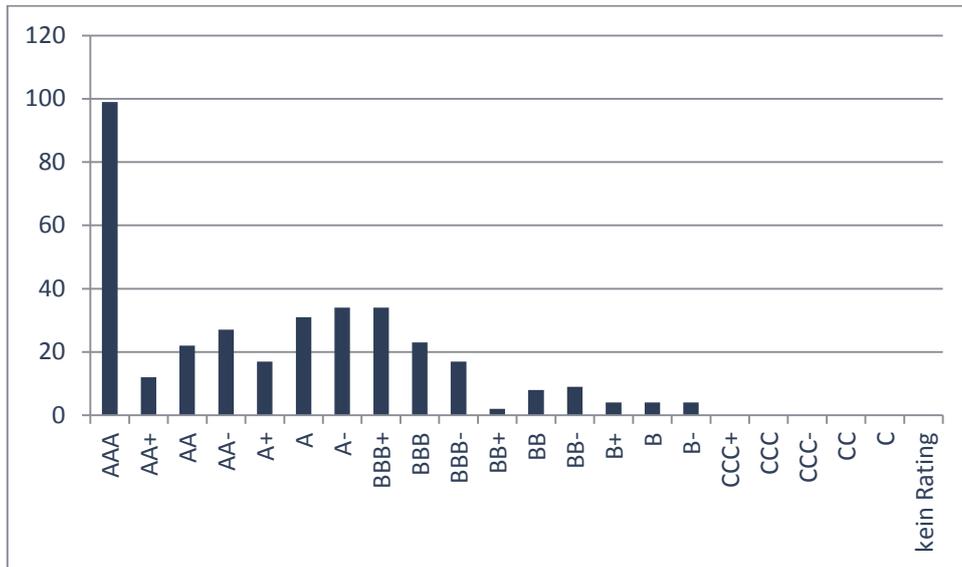
Abbildung 8: Anzahl der Emissionen je Anleihtyp



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Bei den Bonitäten wird in Abbildung 9 die Anzahl der Emittenten dargestellt. Wenn man den AAA Bereich ausklammert, sieht man die bei Anleihen übliche Verteilung. Die große Anzahl der Emittenten im Bereich Corporates ist der Grund für dieses Ergebnis. Im schwachen Investment Grade und starken High-Yield Bereich ist die Bonität der Mehrheit der Unternehmen angesiedelt.

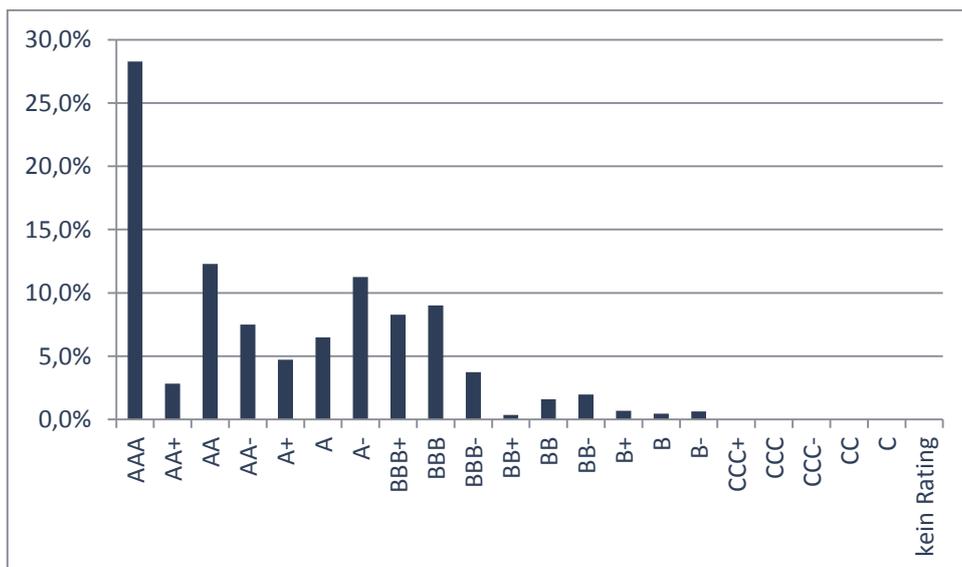
Abbildung 9: Bonitäten nach Anzahl der Emissionen



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

In Abbildung 10 wird wieder die Kapitalisierung mitberücksichtigt. Es wird deutlich, dass diese Darstellung sehr wesentlich ist, da die Kapitalisierung der Emissionen teils sehr unterschiedlich sein kann und so die Darstellung der Emissionen ein verfälschtes Bild widerspiegeln kann. Insbesondere Staaten begeben deutlich größere Emissionen, als das bei Unternehmen der Fall ist.

Abbildung 10: Bonitäten nach Kapitalisierung

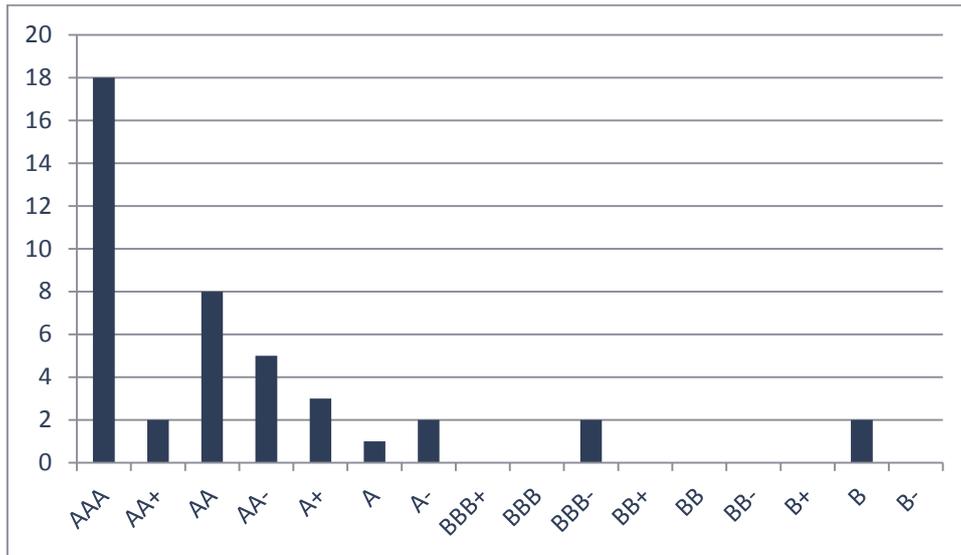


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Um einen besseren Überblick über die Kategorien zu bekommen, haben die Studienautoren auch noch die Verteilung der Bonitäten pro Kategorie dargestellt.

In Abbildung 11 ist die Verteilung der Bonitäten nach Staaten dargestellt. Die Verteilung der Emissionen der Staaten stimmt mit der Verteilung des Gesamtuniversums überein.

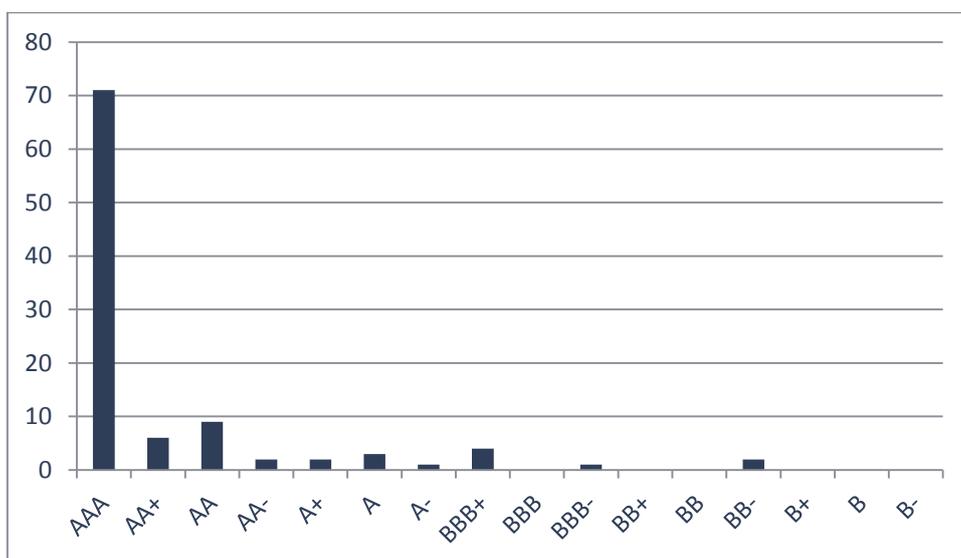
Abbildung 11: Bonitäten nach Staaten



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

In der nächsten Abbildung sind Agencies und Supranationals dargestellt. Diese Kategorie hat Emissionen fast ausschließlich im AAA Bereich.

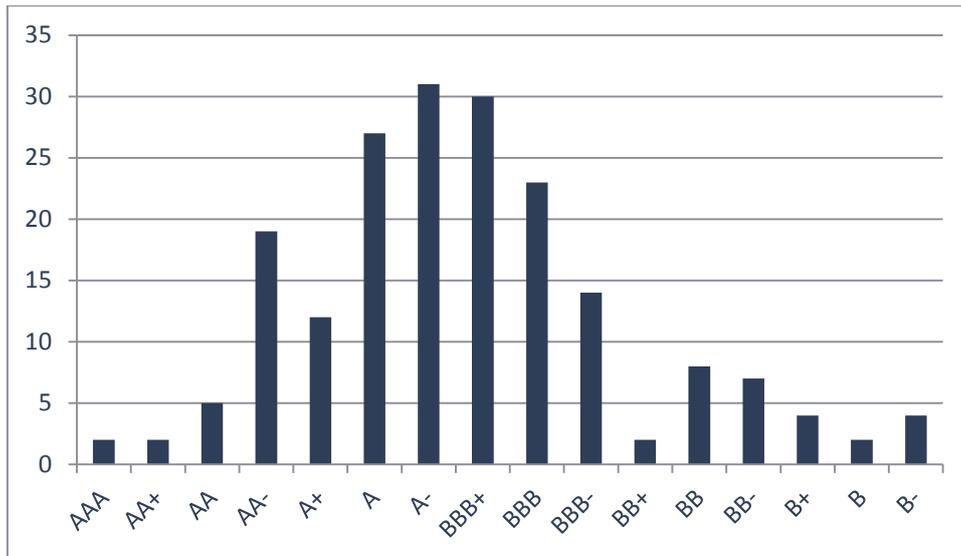
Abbildung 12: Bonitäten nach Agencies



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Ganz im Gegenteil zu den Corporates, die in Abbildung 13 gezeigt werden. Wie üblich, sind die Bonitäten von Unternehmen im Schnitt niedriger, als die von Staaten. Social- und Greenbonds haben im Schnitt jedoch eine bessere Bonität als Unternehmensanleihen im allgemeinen.

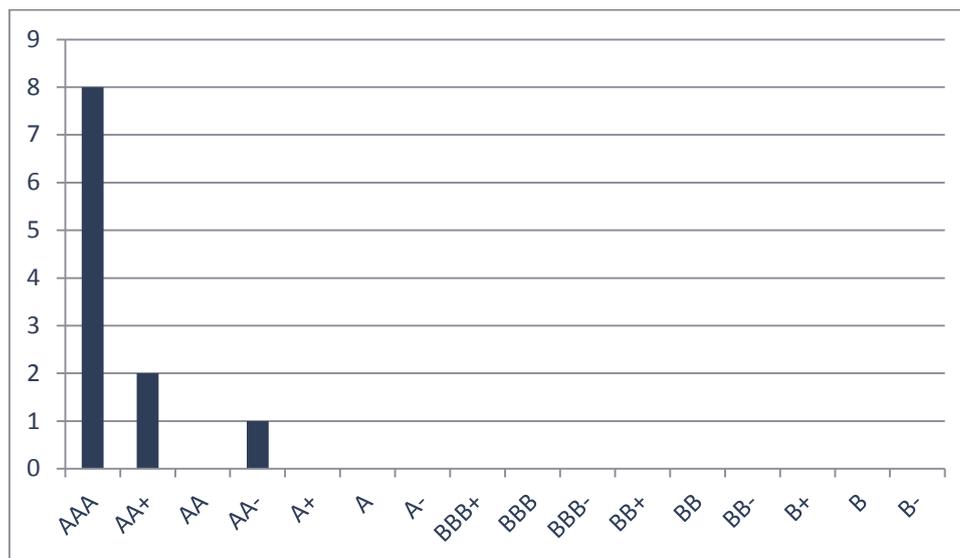
Abbildung 13: Bonitäten nach Corporates



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Die letzte Gruppe sind die Covered Bonds. Die guten Bonitäten waren vorauszusehen. Interessanterweise gibt es jedoch nur sehr wenige Emissionen in dieser Kategorie.

Abbildung 14: Bonitäten nach Covereds



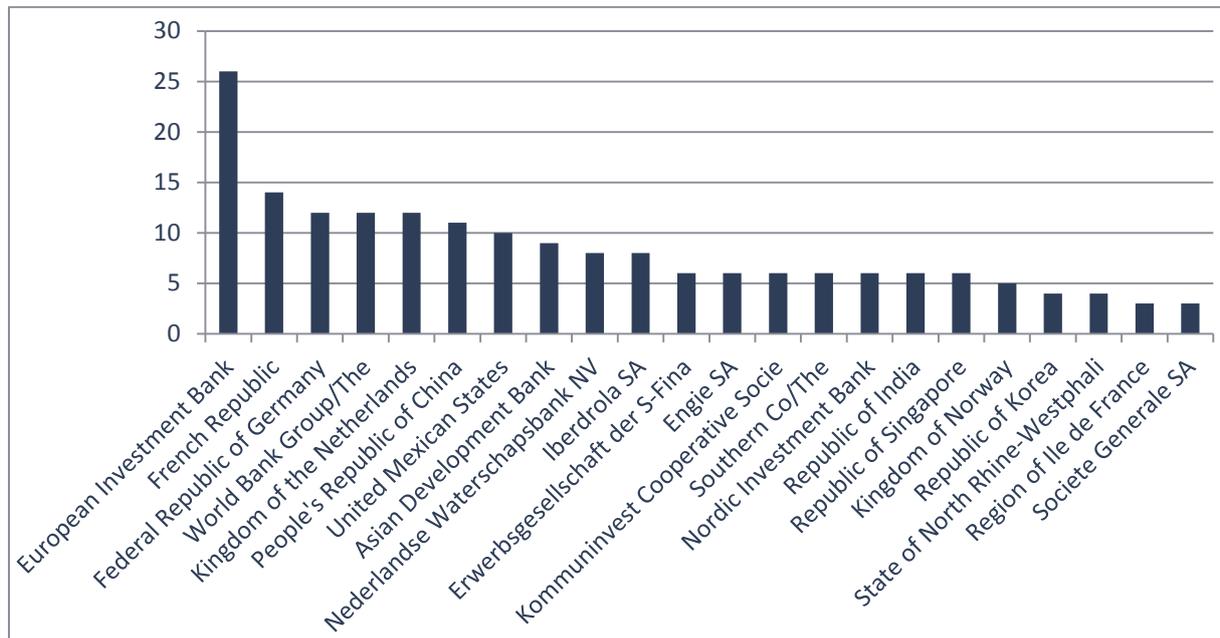
Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Dann sind die Studienautoren einen Schritt weiter gegangen und haben das Gesamtuniversum im Hinblick auf Unternehmensgruppen bzw. Muttergesellschaften durchleuchtet. Jeder Emittent wird einer übergeordneten Muttergesellschaft zugeordnet, folglich bilden auch Staaten eine Unternehmensgruppe. Es werden somit alle 347 Emittenten zur passenden Muttergesellschaft zugeordnet, wodurch sich rund 137 Unternehmensgruppen ergeben.

Abbildung 14 zeigt, dass auch bei Social- und Greenbonds die Ungleichheit sehr stark ausgeprägt ist. Wenige Staaten und Unternehmen vereinigen einen Großteil des Universums auf sich. Ein ähnlicher Zustand ist in vielen Bereichen des Lebens und auch in der Finanzwelt zu beobachten. Das Vermögen aller Menschen ist ähnlich verteilt, wie die Kapitalisierung bei Unternehmen und offensichtlich auch bei der Anzahl der Emissionen pro Emittent.

Die Europäische Investment Bank hat 26 Emissionen begeben. Auf Platz zwei und drei befinden sich Frankreich mit 14 und Deutschland mit 12 Emissionen. Der erste tatsächliche Konzern ist die Nederlands Waterschapsbank NV mit 8 Emissionen. Österreich liegt mit einer Greenbond-Emission ex-aequo auf dem letzten Platz gemeinsam mit 72 weiteren Emittenten. Die Top 10 Emittenten vereinigen 122 Emissionen und somit mehr als 35% auf sich.

Abbildung 15: Anzahl der Emissionen von Staaten und Konzernen

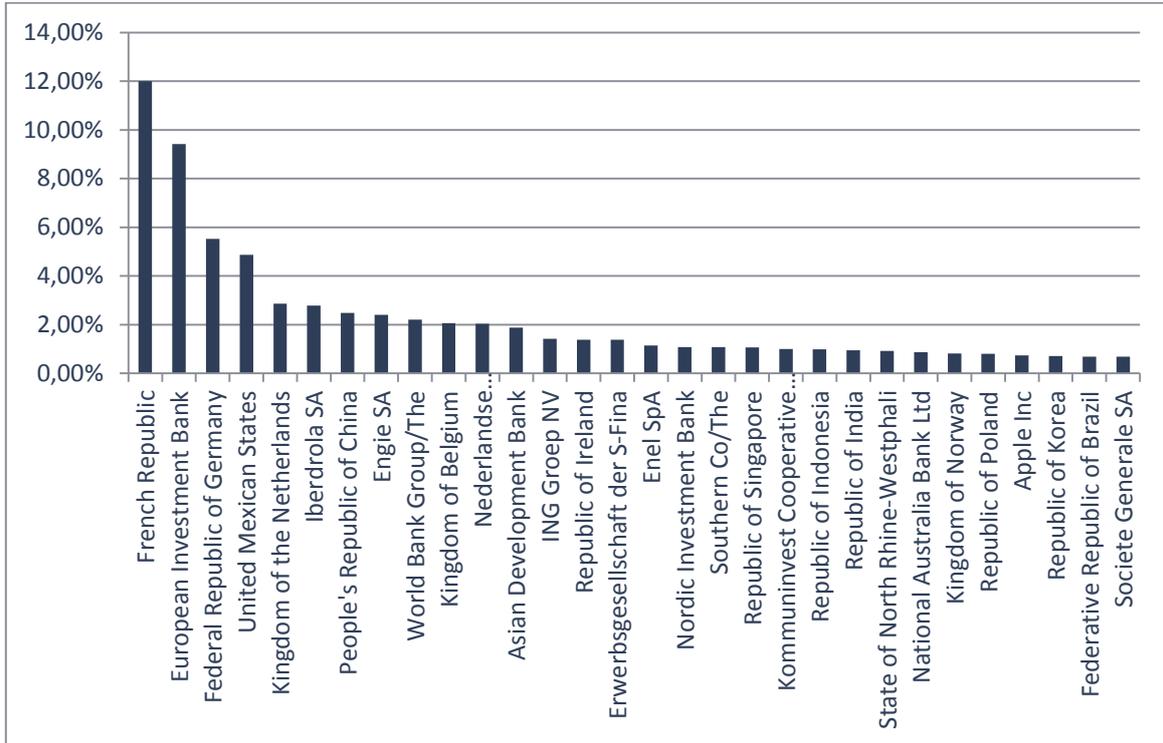


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Der nächste Blick geht nun wieder Richtung Kapitalisierung. Die reine Anzahl der Emissionen ist nicht immer so aussagekräftig, weil das Emissionsvolumen nicht mitberücksichtigt wird. Das Ergebnis ist, wie zu erwarten war, noch deutlicher im Hinblick auf die Ungleichverteilung.

Auf Platz 1 gab es sogar eine Veränderung. Frankreich ist der Emittent mit dem höchsten Emissionsvolumen in diesem Segment. Die Top 10 Emittenten sind für fast 50% des Emissionsvolumens verantwortlich. Frankreich ist mit 12% deutlich auf Platz 1 zu finden, gefolgt von der EIB mit knapp über 9%. Die Emission von Österreich schlägt mit 0,23% des Emissionsvolumens zu Buche. Der erste Konzern Iberdrola SA ist mit 2,79% auf Platz 6 zu finden. Spannend ist, dass dieser Emittent mehr Volumen auf den Markt gebracht hat, als zum Beispiel China (2,48%). Die Top 12 Emittenten vereinigen knapp über 50% des Emissionsvolumens auf sich.

Abbildung 16: Kapitalisierung von Staaten und Konzernen



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

2.1. Ertragserwartungen (EE)

Die Security KAG hat über die letzten Jahre und Jahrzehnte intensiv ihre Expertise im Bereich des Anleihenmanagements ausgebaut. Als Versicherungstochter, die auch für die Verwaltung des Deckungsstockes mitverantwortlich ist, ist dies eine unbedingte Notwendigkeit. Im Laufe der Zeit wurde die E-Fixis (Enhanced Fixed Income) Strategie entwickelt und immer weiter verfeinert. Das Zentrum stellt die alternative Berechnung der Ertragserwartungen dar. So werden neben der Rendite (YTM) noch weitere Faktoren berücksichtigt, wie die Steilheit der Zinskurve (Roll-Down-The-Curve-Effekt), Währungsabsicherungskosten, die in der jüngsten Vergangenheit eine immer bedeutendere Rolle spielen, Ausfallswahrscheinlichkeiten (Defaults) und ein paar weitere Aspekte, die aber eine untergeordnete Rolle spielen. Wenn in dieser Studie Ertragserwartungen erwähnt werden, beziehen sich diese immer auf die Summe dieser vier Aspekte, die auch in Abbildung 8 dargestellt sind und ermöglichen so eine bessere Vergleichbarkeit von Anleihen verschiedener Typen und Bonitäten aus Sicht eines Euro-Investors.

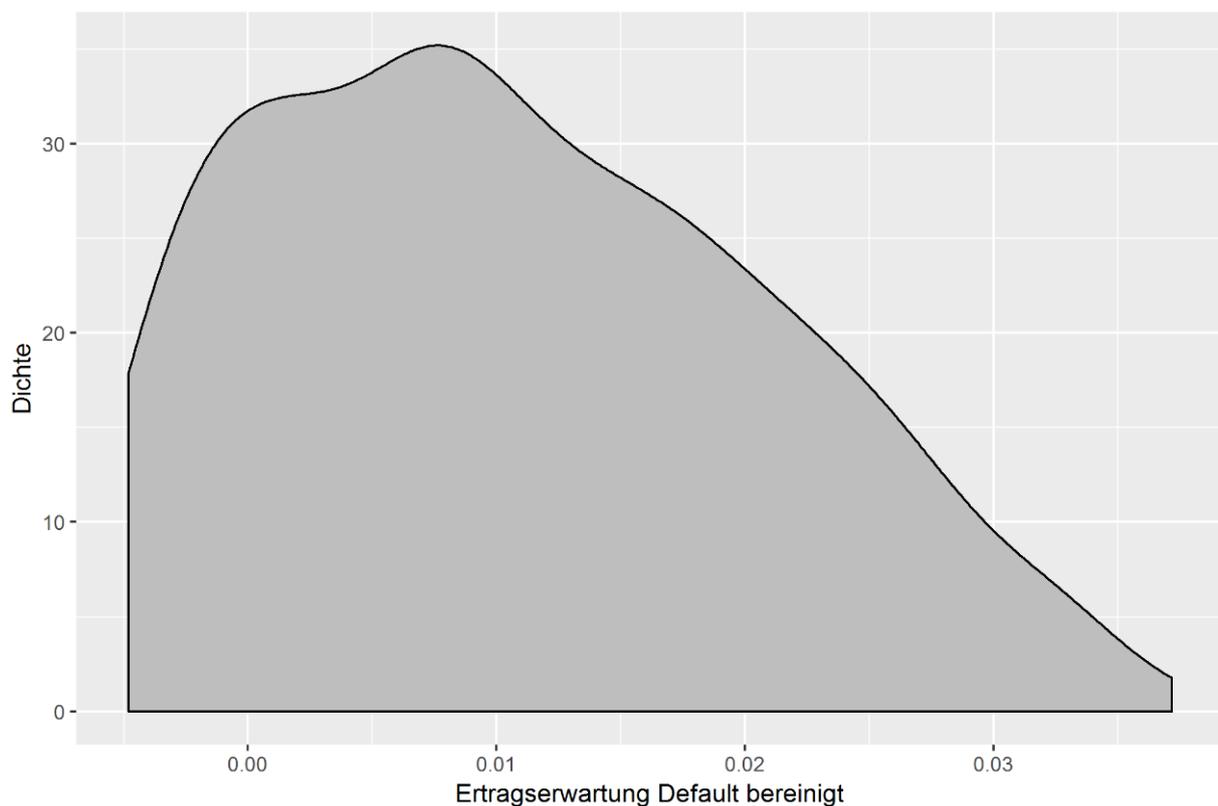
Abbildung 17: Ertragsbestimmende Faktoren bei einer Anleihe



Quelle: Security KAG

In Abbildung 18 ist die Verteilungsfunktion der Ertragserwartungen dargestellt. Die Verteilung sieht aufgrund der niedrigen Anzahl an Anleihen im Universum nicht normalverteilt aus. Eine Interpretation der Verteilung ist an dieser Stelle daher nur vorsichtig möglich. Eine große Mehrheit der Ertragserwartungen ist positiv, wobei nicht vergessen werden darf, dass der Roll-Down-The-Curve-Effekt mitberücksichtigt ist. Das tatsächliche Ausmaß negativer Renditen ist etwas höher anzusiedeln, als hier ersichtlich. Die Rechtsschiefe ergibt sich dadurch, dass auch die Verteilung der Bonitäten nicht symmetrisch ist und es einen starken Überhang bei AAA Anleihen gibt, die eine sehr niedrige Ertragserwartung aufweisen. Die mittlere Ertragserwartung aller Social- und Greenbonds liegt in etwa bei 1,00%.

Abbildung 18: Verteilungsfunktion Ertragserwartung



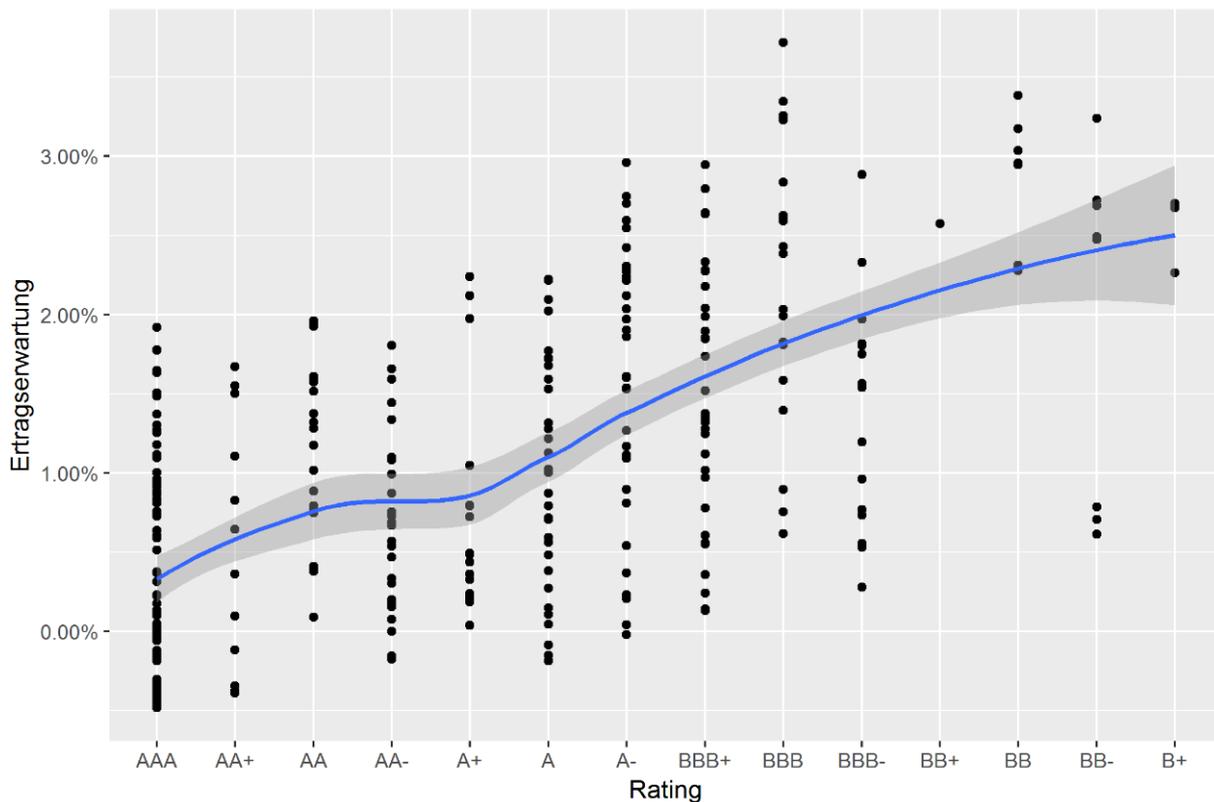
Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Abbildung 19 geht einen Schritt weiter und lässt einen Blick auf die Verteilung der Ertragserwartungen innerhalb der jeweiligen Ratingkategorie zu. Man kann die klare Tendenz zu höheren Ertragserwartungen mit fallender Bonität erkennen. Interessanterweise

gibt es beim „A+“ einen kleinen Knick, was aber auch der etwas geringeren Anzahl an Datenpunkten geschuldet sein kann.

Die graue Schattierung rund um die blaue Regressionslinie stellt das 95%-Konfidenzband¹⁰ dar. Dieses Konfidenzband gibt Aufschluss über die Genauigkeit der Regression an einem gewissen Datenpunkt, je weiter das Konfidenzband von der Regressionslinie abweicht, desto ungenauer ist diese. Dies liegt meist daran, dass die Datenbasis zur Berechnung zu gering oder in sich stark widersprüchlich ist.

Abbildung 19: Ertragserwartung nach Ratingkategorie



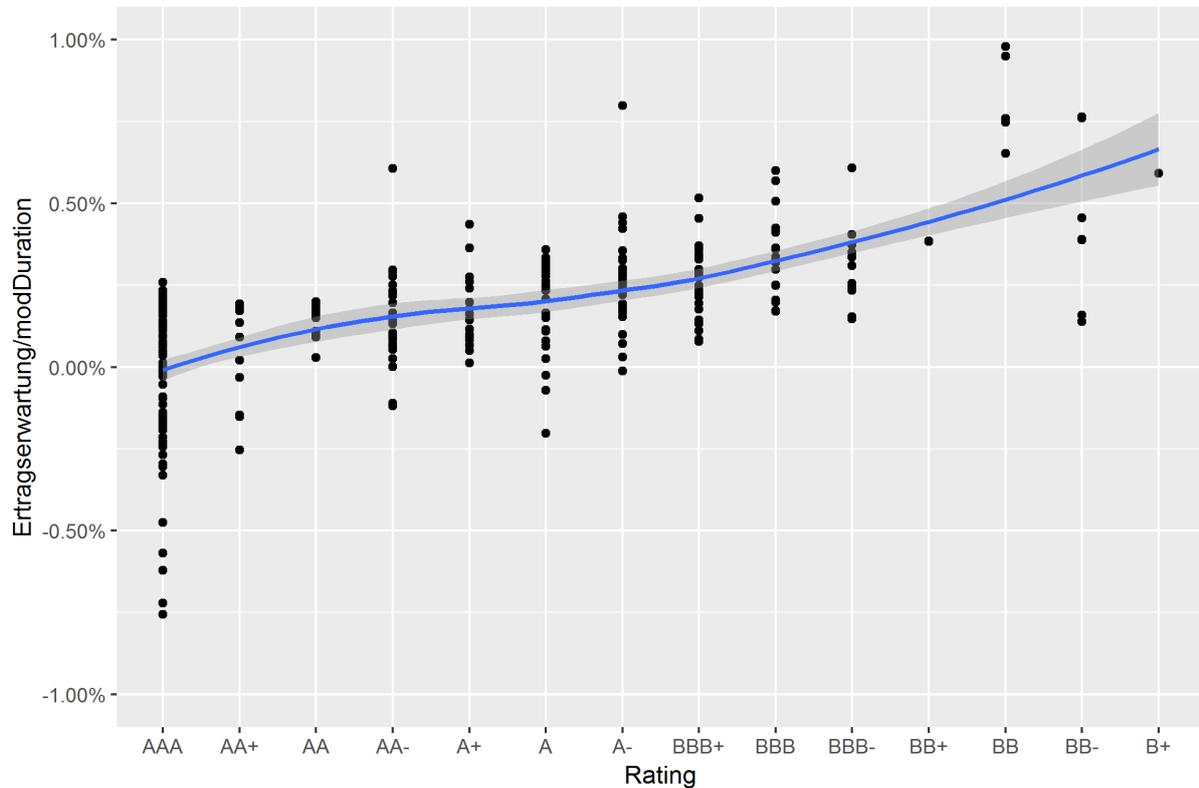
Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

In Abbildung 20 wurde die Ertragserwartung je Einheit modified Duration dargestellt um zusätzlich die Duration bzw. Laufzeit zu berücksichtigen. Das Ergebnis ist nahezu ident mit der Abbildung 19, der negative Ausreißer in der Ratingkategorie „A+“ konnte allerdings

¹⁰ Dies gilt für alle nachfolgenden Regressionen

entfernt werden. Auffallend ist zudem, dass die blaue Regressionslinie homogen steigend ist und somit in keiner Ratingkategorie eine überproportionale Steilheit gegeben ist.

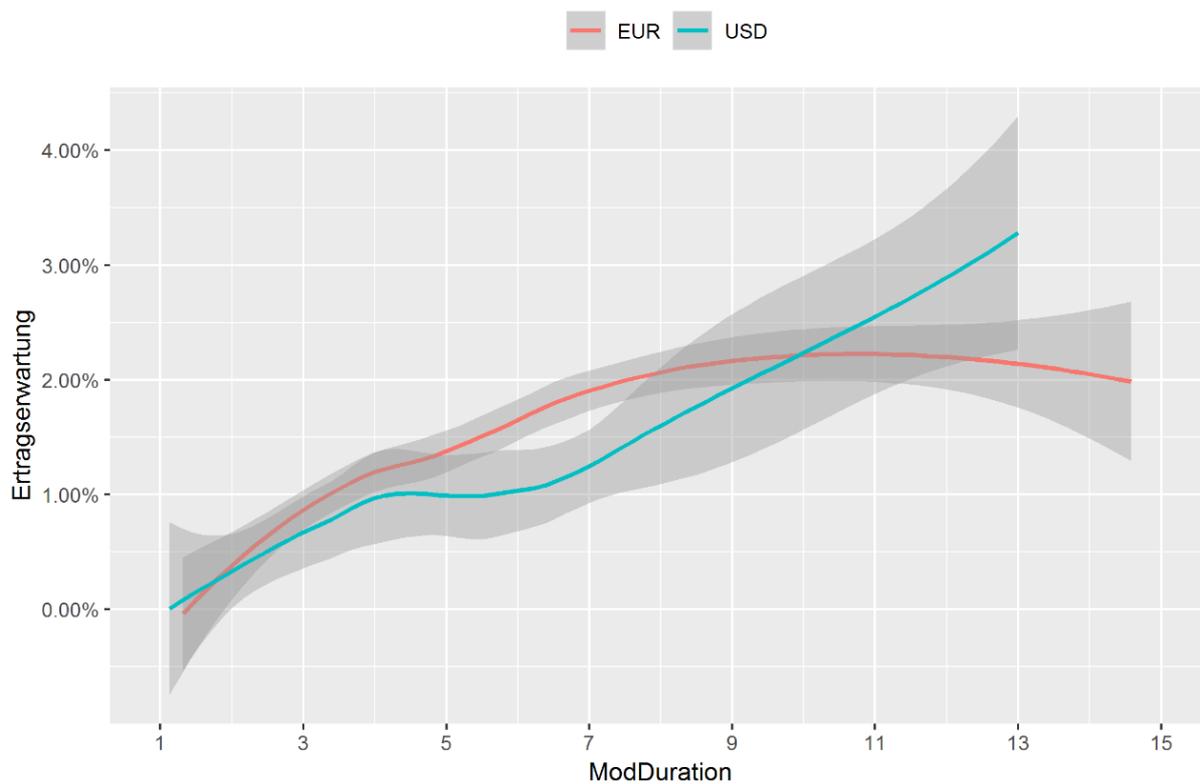
Abbildung 20: Ertragserwartung / mod. Duration nach Ratingkategorie



Im High-Yield Bereich lässt sich keine Aussage mehr treffen, da Social- und Greenbonds aktuell fast ausschließlich Investment Grade Ratings besitzen.

In Abbildung 21 werden die Ertragserwartungen von EUR und USD miteinander verglichen. Aufgrund der hohen Währungsabsicherungskosten sind Emissionen im USD über alle Laufzeiten unattraktiver.

Abbildung 21: Ertragserwartung nach Mod. Duration

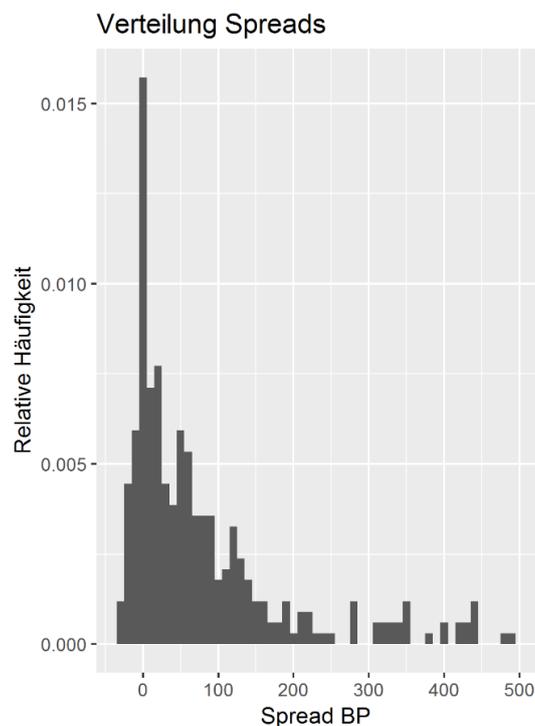


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

2.2. Globale Spreads¹¹

Die Spreads sind Teil der Ertragserwartungen und ein wesentlicher Aspekt für die Asset Allocation. Es wird immer wieder über das Korrelationsverhalten von Spreads gesprochen und spekuliert, wie sich dieses Verhalten wird. Es gibt keinen wesentlichen Unterschied in der Verteilung und Ausprägung der Spreads zwischen Anleihen allgemein und Social- und Greenbonds. Für Investoren scheint die Widmung der Gelder nicht von Relevanz zu sein in Bezug auf die erwartete Risikoprämie.

Abbildung 22: Verteilungsfunktion Spreads Universum



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

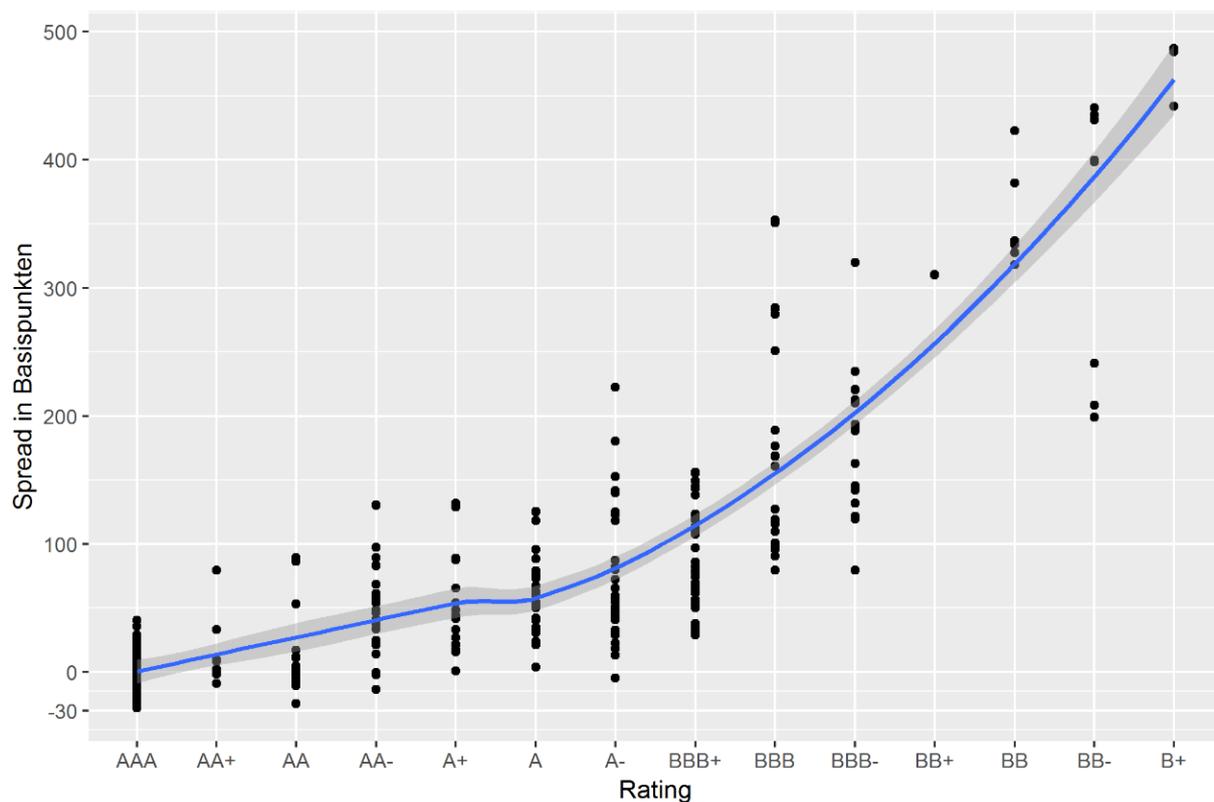
Auch Abbildung 22 macht dabei deutlich, dass die große Mehrheit des Universums ein Investment Grade Rating hat. Hohe Risikoprämien findet man in diesem Universum nur sehr selten.

¹¹ Der Spread wird in dieser Studie als Abstand zu einer interpolierten Swapkurve gemessen.

Bei Abbildung 23 sieht man, wie sich die Spreads je Rating verhalten. Die Eindrücke von Abbildung 20 werden hier jedoch nicht voll wiedergegeben. Der Knick beim „A+“ Rating ist hier quasi nicht zu erkennen. Das wiederum lässt den Schluss zu, dass bei Abbildung 20 der Roll-Down-The-Curve-Effekt, also eine Schlechterstellung aufgrund der Laufzeitenstruktur, eine weitere mögliche Ursache für diese Abweichung ist.

Generell kann festgehalten werden, dass die Risikoaufschläge mit den historisch gemessenen Defaulttraten korrelieren, die sich auch annähernd exponentiell entwickeln.

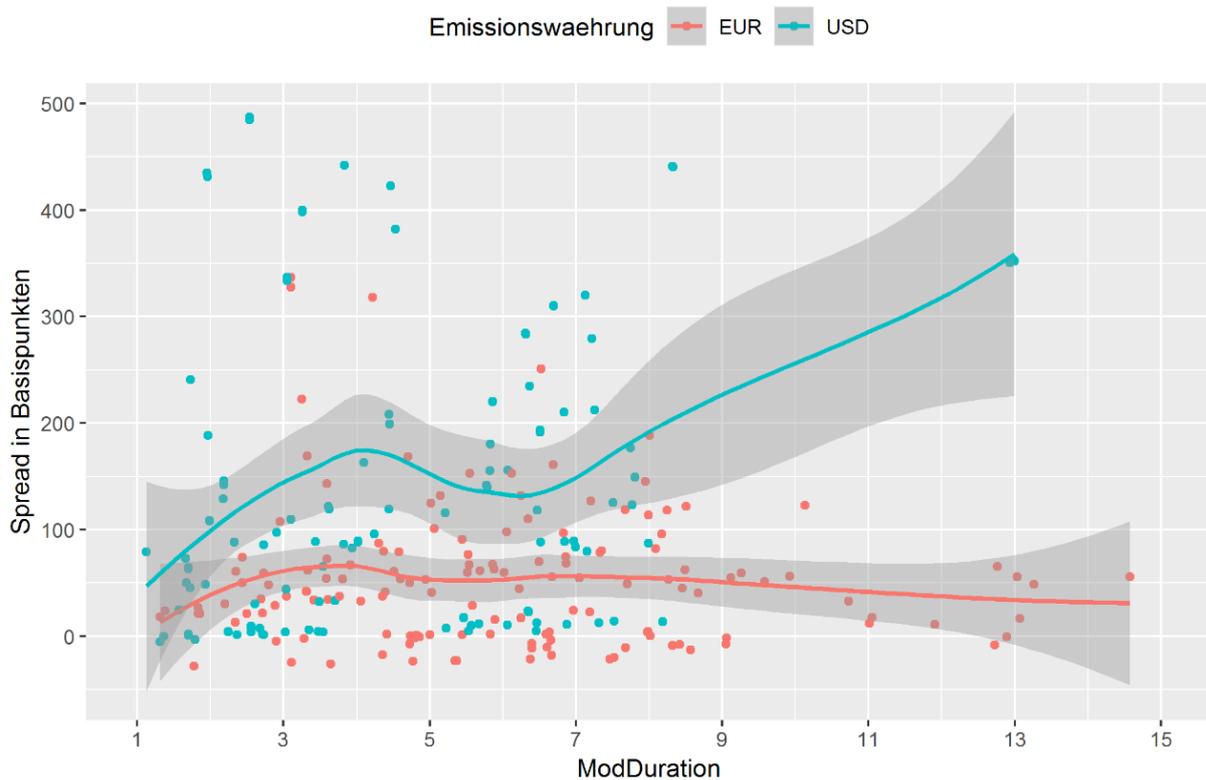
Abbildung 23: Spreads nach Ratingkategorie



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Abbildung 24 zeigt, dass USD-Emissionen im Universum im Schnitt einen deutlich höheren Spread haben, verglichen mit Euro Anleihen. Das ist insofern spannend, als die Ertragserwartung (nach Abzug der Währungsabsicherungskosten und der Defaultraten) im EUR im Schnitt über alle Laufzeiten über dem USD liegen. Das lässt sich insofern erklären, als High-Yield Emissionen fast ausschließlich im USD zu finden sind.

Abbildung 24: Spreads nach Mod. Duration

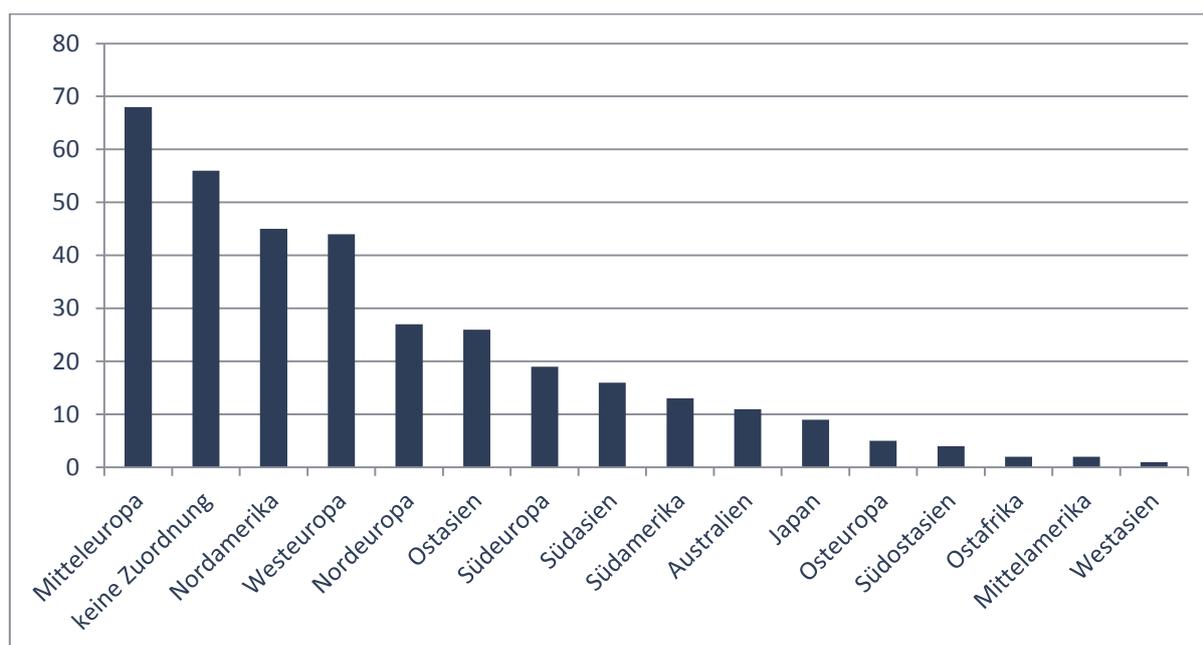


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

3. Regionen

Die regionale Verteilung der Anleihen hat einen deutlichen Bias zur westlichen Welt. Auf Mitteleuropa entfällt mit fast 70 Emissionen der größte Anteil, gefolgt von Nordamerika mit 45 und Westeuropa mit 44. Die Regionen Nordeuropa, Ostasien, Südeuropa, Südasien, Südamerika, Australien und Japan haben noch einen Anteil zwischen 9 und 27 Emissionen. Die restlichen Regionen sind nahezu nicht vorhanden, wie in Abbildung 24 sichtbar wird. Interessanterweise deckt sich diese Verteilung der Emissionen mit dem Gesamtmarkt, der in der Security KAG betrachteten Anleihen. Die Gruppe „keine Zuordnung“ besteht aus Supranationals und kann keiner Region zugeordnet werden. Die diversen Entwicklungs- und Investmentbanken scheinen sich trotzdem sehr stark im Social- und Greenbonds-Markt zu positionieren.

Abbildung 25: Anzahl der Emissionen je Region

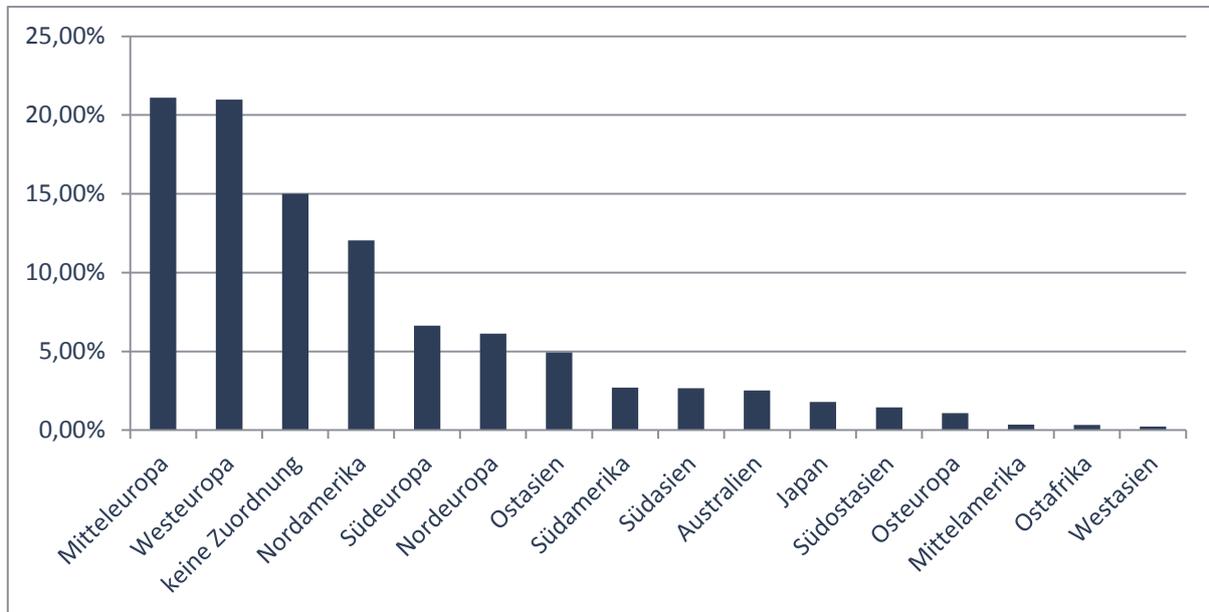


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Berücksichtigt man die Kapitalisierung, verändert sich das Bild leicht. Abbildung 26 zeigt, dass Mitteleuropa mit 21,1% nach wie vor an der Spitze zu finden ist. Danach folgen Westeuropa mit rund 21%, Nordamerika 12%, Südeuropa 6,6%, Nordeuropa 6,1% und Ostasien 4,9%. Die beiden größten Regionen vereinen mehr als 40% auf sich. Bei den Top 5 Regionen sind es schon 75,8% und bei den Top 10 94,8%. Es gibt hier natürlich auch einen

Zusammenhang zwischen den Regionen und deren Bonität. Umso niedriger die Bonität, desto niedriger ist tendenziell auch die Gewichtung in Relation zum Gesamtmarkt.

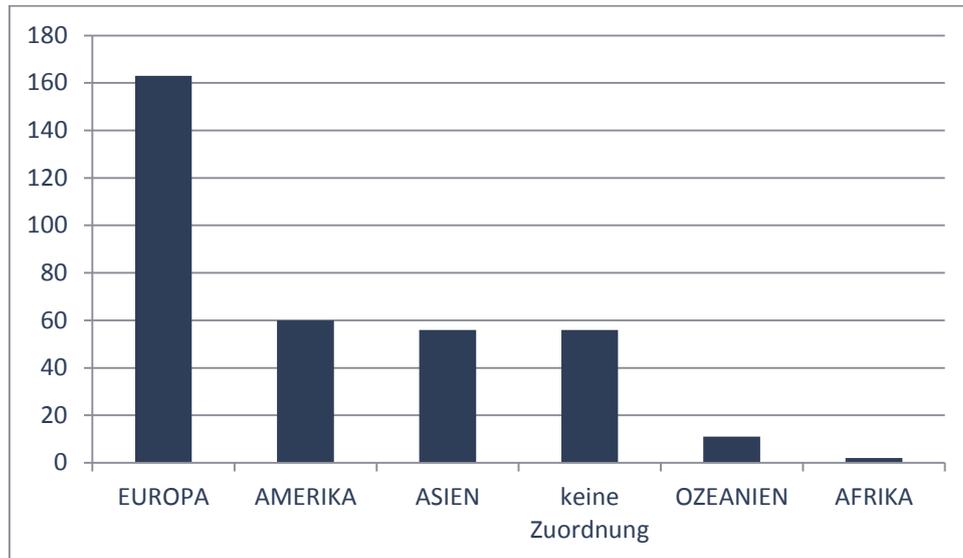
Abbildung 26: Kapitalisierung der Emissionen je Region



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Fasst man die Regionen in Kontinente zusammen, sieht man die große Bedeutung, die Europa für den Social- und Greenbonds-Markt hat. Amerika und Asien haben in Summe noch etwas Gewicht, die anderen Regionen/Kontinente sind deutlich zu vernachlässigen, wie in Abbildung 27 ersichtlich.

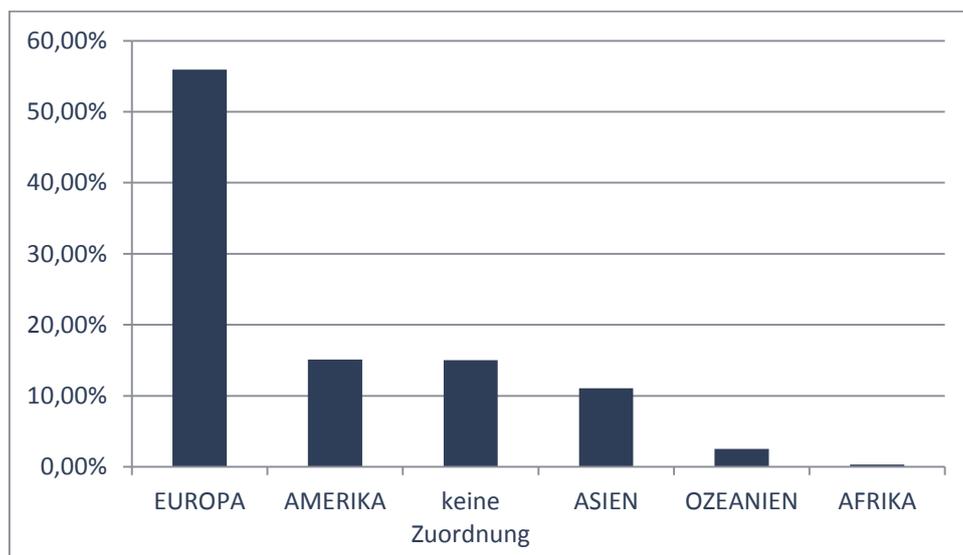
Abbildung 27: Anzahl der Emissionen je Kontinent



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Betrachtet man die Kapitalisierung, wird das Ungleichgewicht zwischen Europa und dem Rest der Welt noch deutlicher.

Abbildung 28: Kapitalisierung je Kontinent

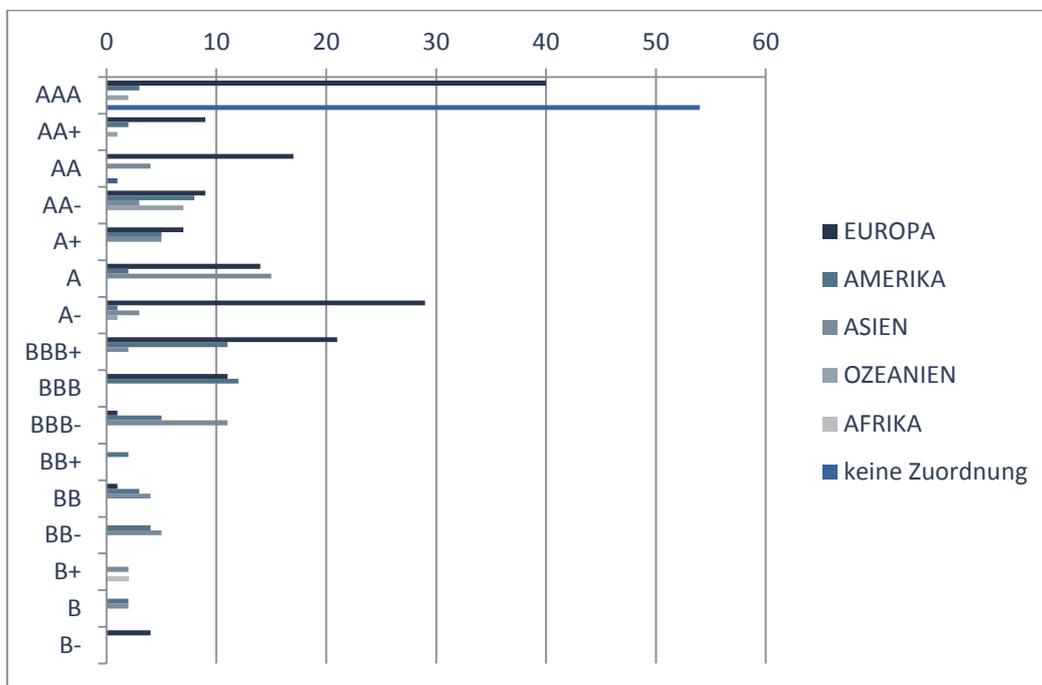


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

3.1. Bonität

In diesem Abschnitt werden die Ratings der verschiedenen Regionen gegenübergestellt. Abbildung 29 zeigt die Anzahl der Emissionen je Ratingkategorie je Region. Auch hier wird auf den ersten Blick die Dominanz Europas deutlich. Die Emittenten „ohne Zuordnung“ sind fast ausschließlich im AAA-Bereich zu finden. Bei der Analyse der Social- und Greenbonds, wird wieder deutlich, dass der afrikanische Anleihenmarkt nach wie vor äußerst klein ist.

Abbildung 29: Bonitäten der Regionen



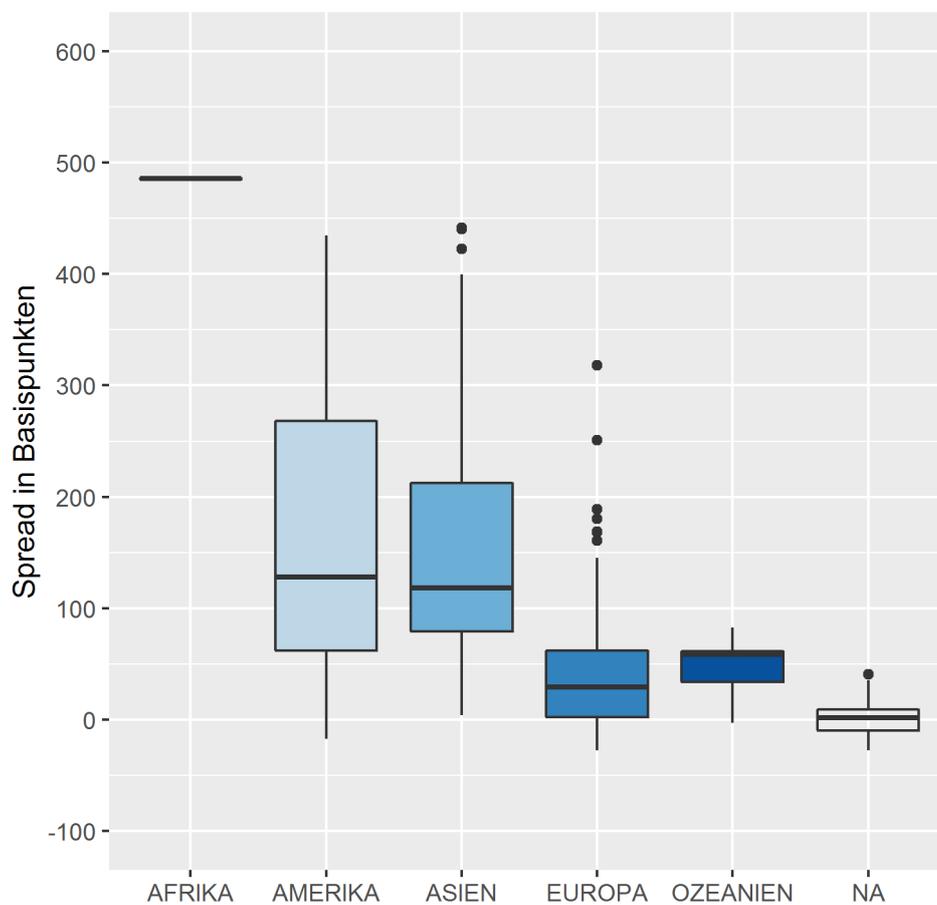
Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

3.2. Spreads

Bei einigen Charts haben die Autoren Boxplots als geeignete Form der Darstellung gewählt. Ein Boxplot besteht aus einer Box, welche die mittleren 50% der Daten darstellt. Diese Box wird durch den Median geteilt. Das obere Ende bildet das 3.Quartil ab, das untere Ende das 1. Quartil. Die Ausprägung über und unter der Box ist bis maximal 150% der Boxlänge gekennzeichnet. Darüber und darunter werden die Daten als Punkte dargestellt (häufig ein Anzeichen für Ausreißer). Diese sollen dabei helfen, einen möglichst präzisen Eindruck von der Verteilung der Daten in den jeweiligen Kategorien zu erhalten.

Bei der Spreadbetrachtung in Bezug auf die Regionen gibt es einiges zu beobachten. Zwischen Europa und Amerika gibt es deutliche Unterschiede in Median und auch Schwankungsbreite. Europa und Ozeanien mit einem Median zwischen 0 BP und 50 BP scheinen eine ähnliche Kategorie zu sein, sowie auch Amerika und Asien, mit einem Median von etwas über 100 BP. Afrika sticht in der Abbildung 30 hervor. Man muss jedoch betonen, dass es nur sehr wenige Emittenten und Emissionen aus dieser Region gibt. Das niedrigste Risiko ist bei den Multinationalen Anleihen (NA) eingepreist, was primär auf die Bonität zurückzuführen ist, die in dem Segment extrem hoch ist.

Abbildung 30: Spreads der Regionen



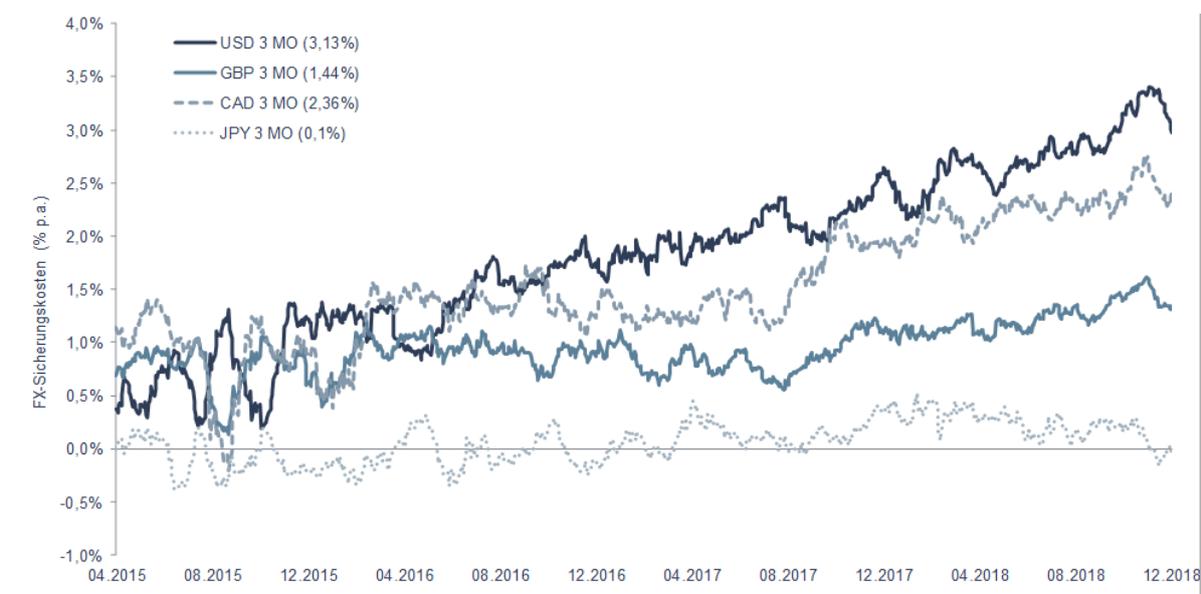
Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

3.3. Ertragserwartung

Um spezifische Unterschiede innerhalb der Regionen herauszuarbeiten, haben sich die Autoren dazu entschieden, in diesem Unterkapitel zuerst einen Vergleich der Regionen unabhängig der Bonität durchzuführen und in weiterer Folge einige Einschränkungen zu machen, um die Vergleichbarkeit zu ermöglichen. Abbildung 32 zeigt, dass Amerika, Asien und Europa sich auf einem ähnlichen Level bei der Ertragserwartung bewegen. Auch die Schwankungsbreiten sind vergleichbar. Wie man sehen kann, gibt es nach Berücksichtigung aller wesentlichen Faktoren der Ertragserwartung deutlich geringere Unterschiede zwischen den Regionen, als man ursprünglich vermuten würde, wenn man zum Beispiel nur die Rendite ansieht.

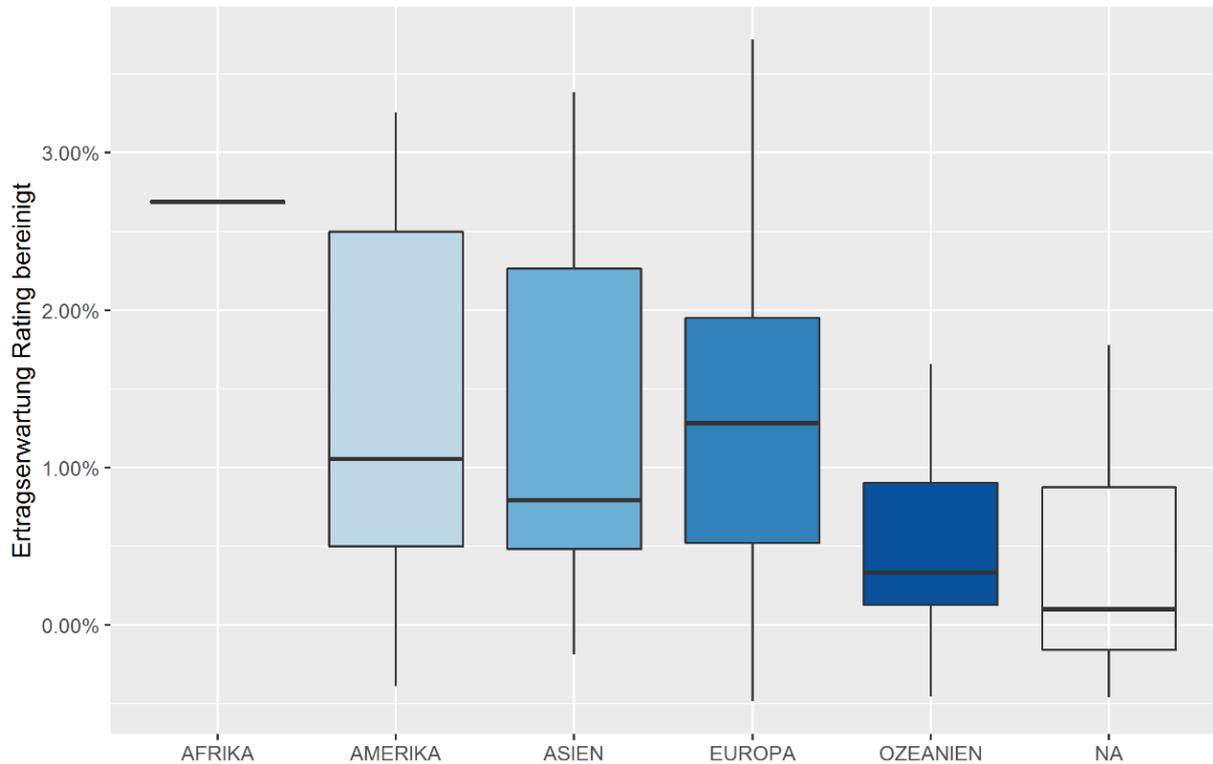
Das Bild kann unmittelbar jedoch noch verzerrt sein, da der Chart hier nicht zwischen unterschiedlichen Bonitäten und Durationen unterscheidet. Nicht zu vergessen sind außerdem die in diesem Zusammenhang teils sehr hohen Absicherungskosten, wie Abbildung 31 veranschaulicht. Im USD sind die Absicherungskosten per 31.01.2019 bei 3,13% gelegen, was zur zusätzlichen Verzerrung der Daten führt. Für Euroinvestoren ist es jedoch die geeignete Darstellung.

Abbildung 31: Währungsabsicherungskosten in Euro, Quelle: Bloomberg, 31.01.2019



Quelle: Security KAG, Bloomberg

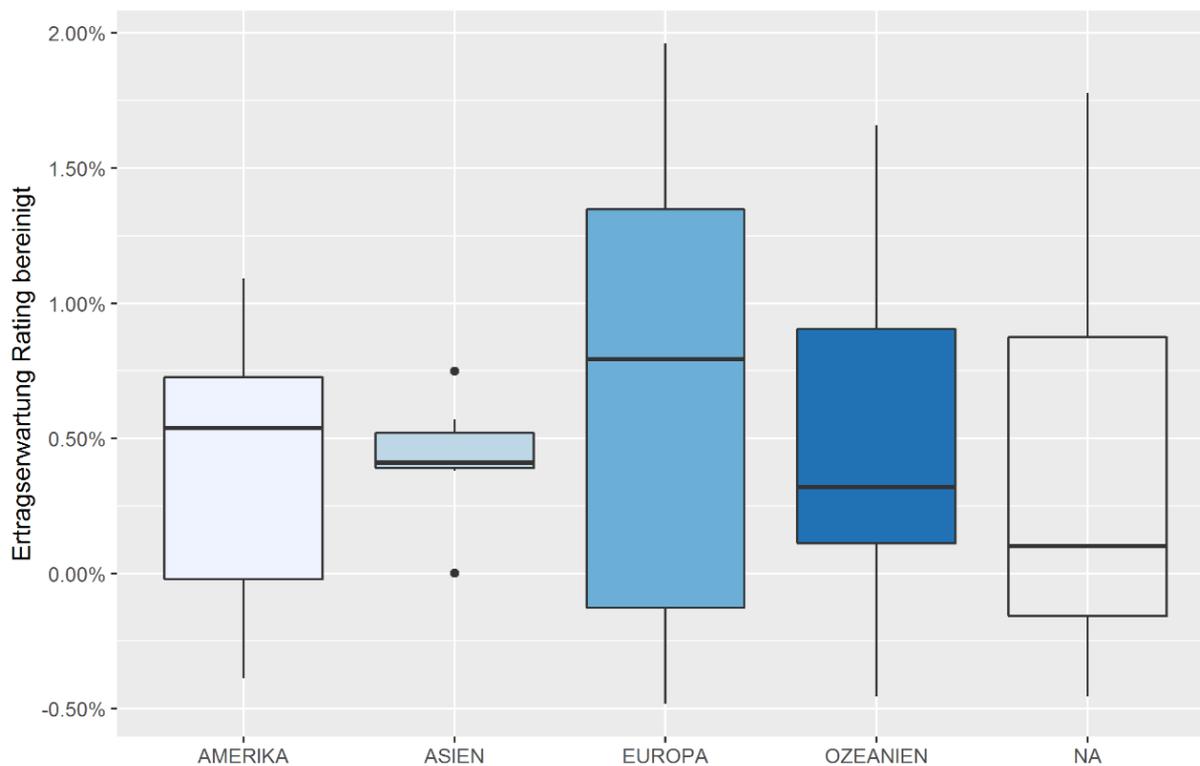
Abbildung 32: Ertragserwartung der Regionen



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Der in Abbildung 33 gezeigte Vergleich bezieht sich ausschließlich auf Anleihen mit einer Bonität von mindestens AA-. Hier ergeben sich die ersten klareren Unterschiede und machen deutlich, dass man in Europa aktuell im High-Grade-Bereich aus Sicht eines Euro-Investors die größten Opportunitäten hat. Es wird auch deutlich, dass im hohen Investment Grade Bereich es nur schwer bzw. in diesem Universum sogar unmöglich geworden ist, eine Ertragserwartung von über 2% zu erreichen. Hinzu kommt noch die niedrige Liquidität am Markt, was eine Investition in ausgewählte attraktive Anleihen oft verunmöglicht.

Abbildung 33: Ertragserwartung mit mindestens AA- Rating

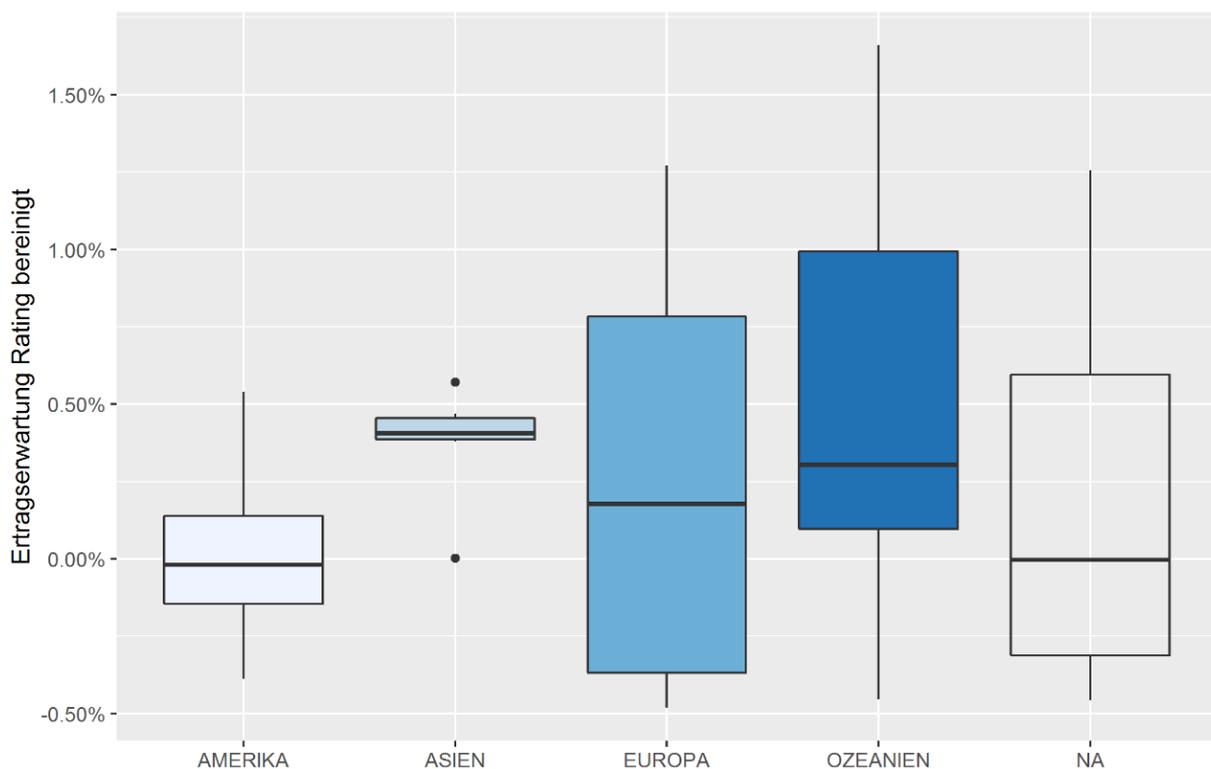


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Im nächsten Schritt haben die Studienautoren einen zusätzlichen Filter eingebaut und das Universum auf Rendite inkl. Währungsabsicherungskosten mit „AA-“ Rating und einer Duration von kleiner als 6 beschränkt, um eventuelle Laufzeitenunterschiede zu identifizieren.

Abbildung 34 zeigt das Ergebnis und bringt zum Vorschein, dass Ozeanien und Asien in Summe sehr geringe Laufzeiten emittiert haben. Denn unter Berücksichtigung der Duration sind Ozeanien und Asien die attraktivsten Regionen. Es lässt sich daraus ableiten, dass die Mehrheit der Anleihen aus Asien und Ozeanien eine Duration kleiner 6 haben. Mit dieser zusätzlichen Einschränkung bekommt man ein Gefühl für die Möglichkeiten in einem eingeschränkt konservativen Rahmen. Bei AA- mit Duration von 6 hat man im Schnitt eine Ertragserwartung zwischen 0% und 0,50%.

Abbildung 34: Ertragserwartung mit Rating AA- und Duration 6

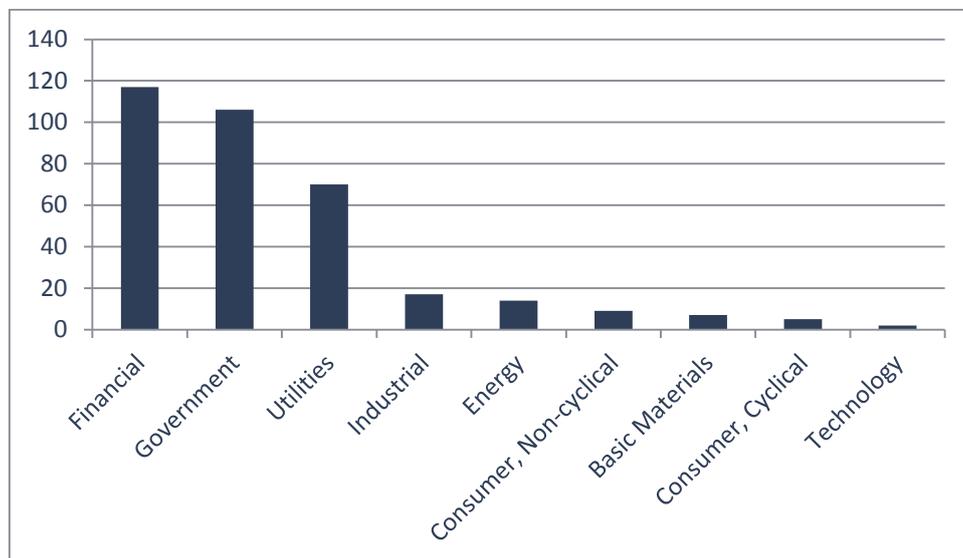


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

4. Sektoren

Abbildung 35 verdeutlicht, dass die Sektoren primär von drei Gruppen geprägt werden, wenn man nur die Anzahl der Emissionen betrachtet: Staatsanleihen, Financials und Utilities. Financials mit 117 Emissionen folgen Staatsanleihen mit 106. Danach kommen Utilities mit 70 Emissionen, Industrials 17 und Energie mit 14. Consumer Goods, Basic Materials und Technologie haben am wenigsten Emissionen mit 14, 7 und 2.

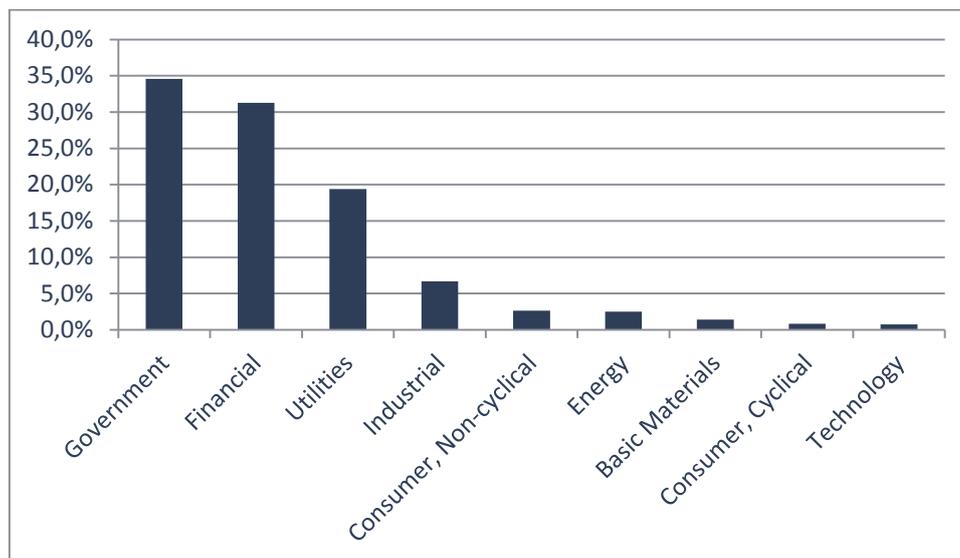
Abbildung 35: Anzahl Emissionen der Sektoren



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Wenn die Kapitalisierung mitberücksichtigt wird, kommt wieder der Bias Richtung Staatsanleihen zum Vorschein. Mit knapp 35% ist dieser Sektor deutlich am stärksten ausgeprägt. Die Financials sind mit knapp über 30% nahe dran. Utilities machen fast 20% der Kapitalisierung aus. Alle anderen Sektoren subsumieren 14,7% der Kapitalisierung auf sich, wie Abbildung 36 zeigt.

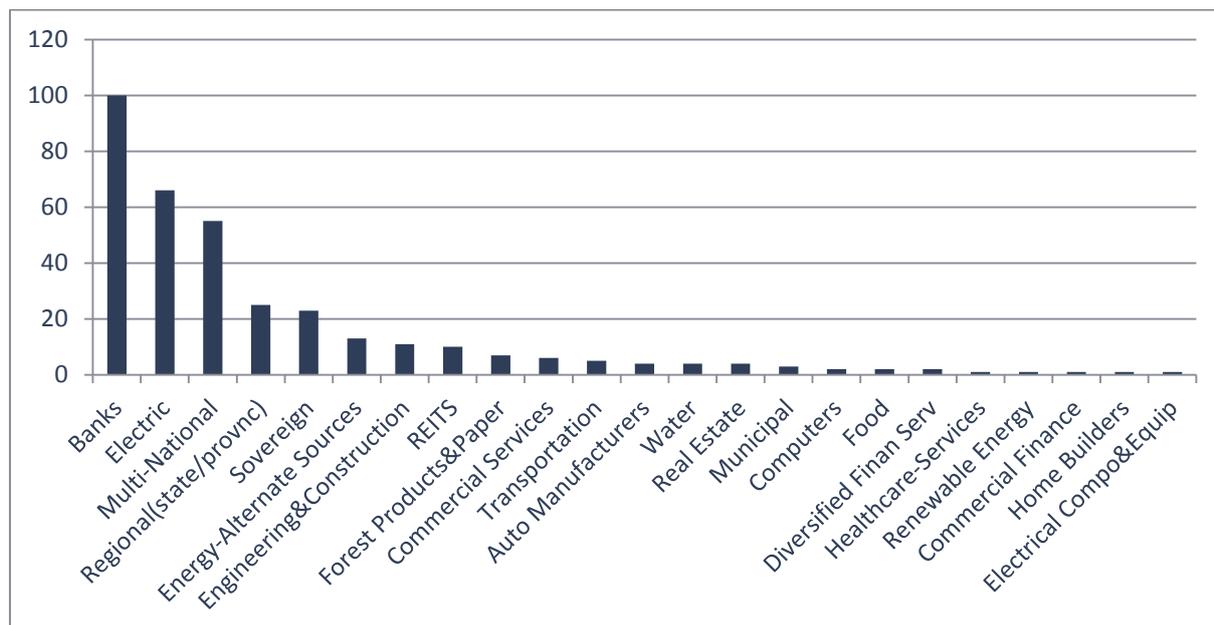
Abbildung 36: Kapitalisierung der Sektoren



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Blickt man in die Tiefe und spaltet die Sektoren etwas feiner in Subsektoren auf, gibt es eine Vielzahl an Bereichen, die investierbar sind. Im Social- und Greenbonds Universum gibt es 23 Subsektoren.

Abbildung 37: Anzahl der Emissionen der Subsektoren im Detail



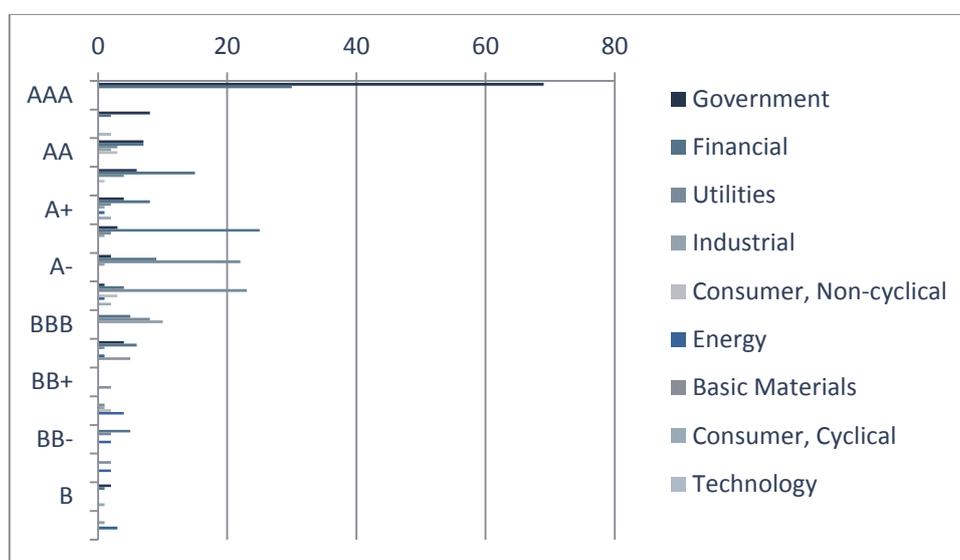
Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Die beiden größten Subsektoren sind Banken (100) und Elektrizität (66). Danach folgen Multinationals (55), Regionale Staaten (25), Sovereigns (23). Auf den Rest fallen noch 78 Emissionen.

4.1. Bonität

Abbildung 38 zeigt die Verteilung der Bonitäten der Sektoren. Auffällig ist die hohe Konzentration der Staatsanleihen und der Financials im „AAA“ Bereich. Die große Mehrheit der Unternehmensanleihen weist eine Bonität rund um den „BBB“ Bereich aus. Das High-Yield Segment ist nicht so stark präsent.

Abbildung 38: Bonitäten der Sektoren

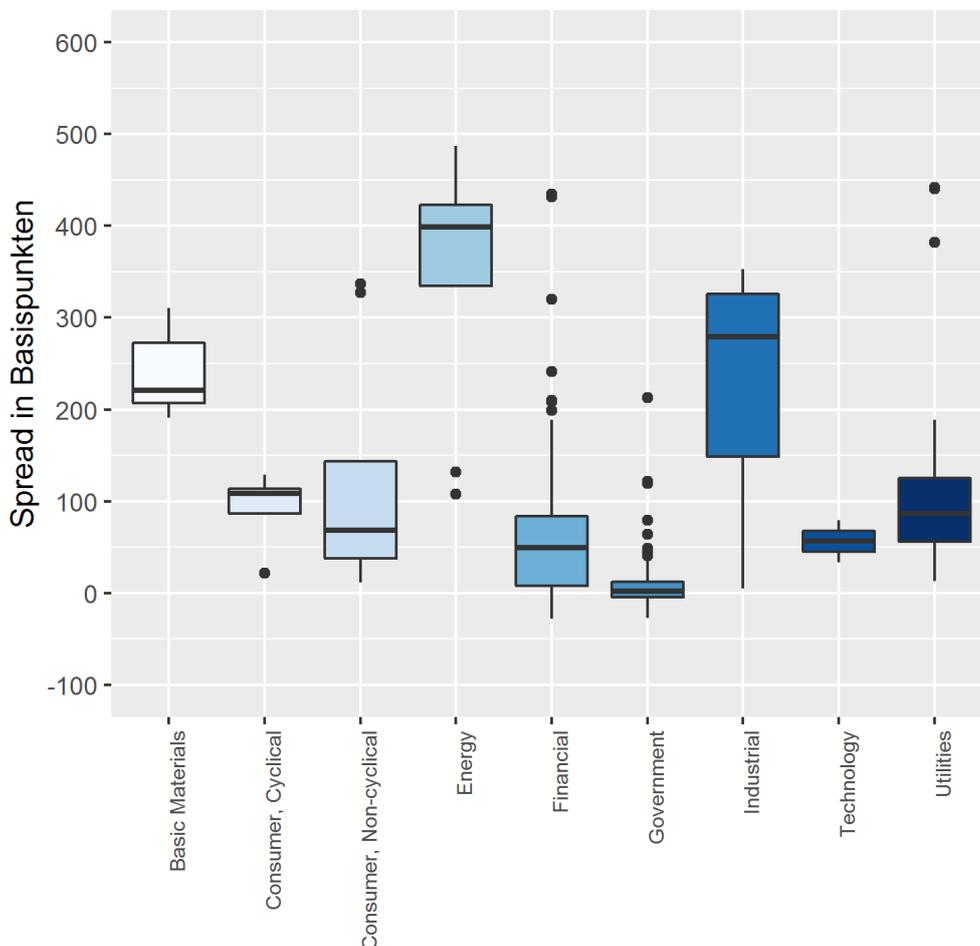


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

4.2. Spreads

Die Spreads der Sektoren gestalten sich sehr unterschiedlich. Abbildung 39 zeigt die Ausprägung der verschiedenen Bereiche. Klammert man die Staatsanleihen aus, haben in jedem Sektor deutlich mehr als 75% einen positiven Spread. Bei den Financials ist die untere Kante der Box knapp über der Nulllinie, was bedeutet, dass knapp unter 25% der Anleihen einen negativen Spread haben, was vor allem durch die Covereds erklärbar ist. Die attraktivsten Spreads sind bei Industriewerten (Industrials) und Energie zu finden. Der Median dieser Sektoren befindet sich bei Energie bei 400 BP und bei den Industrials bei fast 300 BP. Vergleicht man diese Sektoren mit Abbildung 38, sieht man die starke Präsenz von Energie im High-Yield Segment, was auch beantwortet, warum die Risikoaufschläge so hoch sind. Die Industrials sind zwar hauptsächlich im IG angesiedelt, haben aber sehr hohe Risikoaufschläge. In den anderen Sektoren ist die Tendenz zu erkennen, dass mit besser werdender Bonität auch die Bandbreite der Spreads abnimmt.

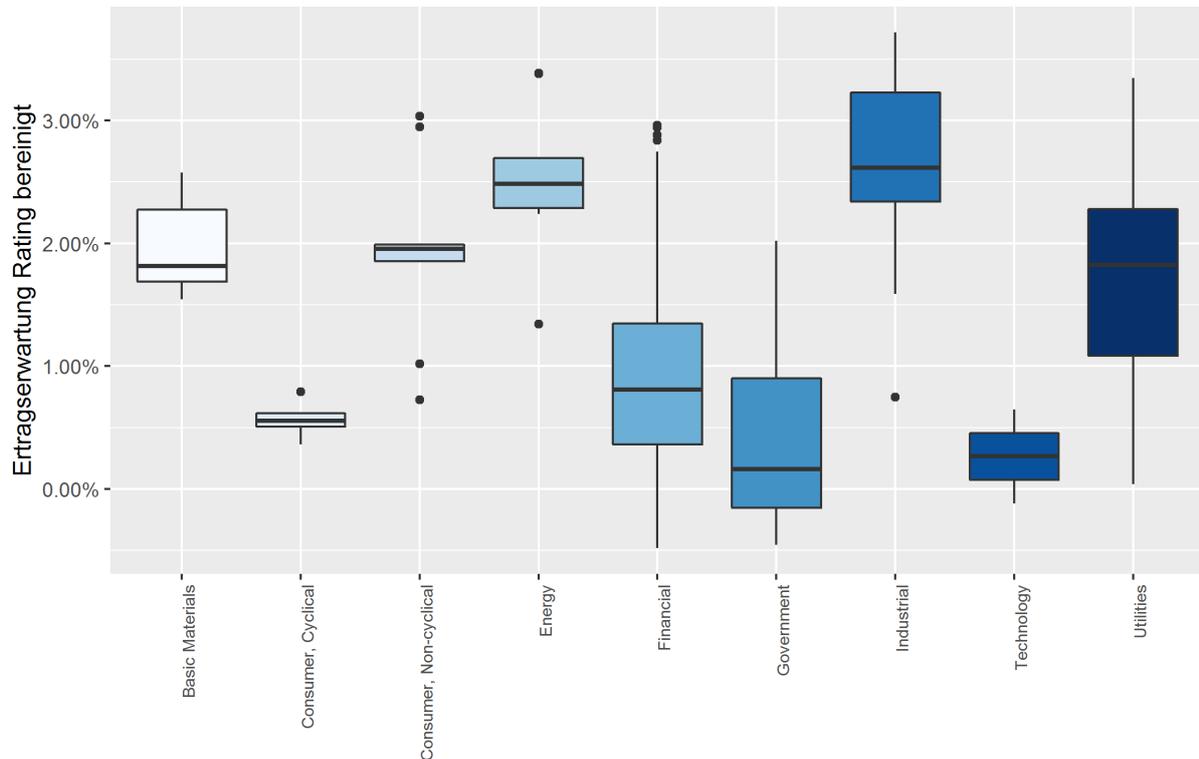
Abbildung 39: Spreads der Sektoren



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

4.3. Ertragserwartung

Abbildung 40: Ertragserwartungen der Sektoren

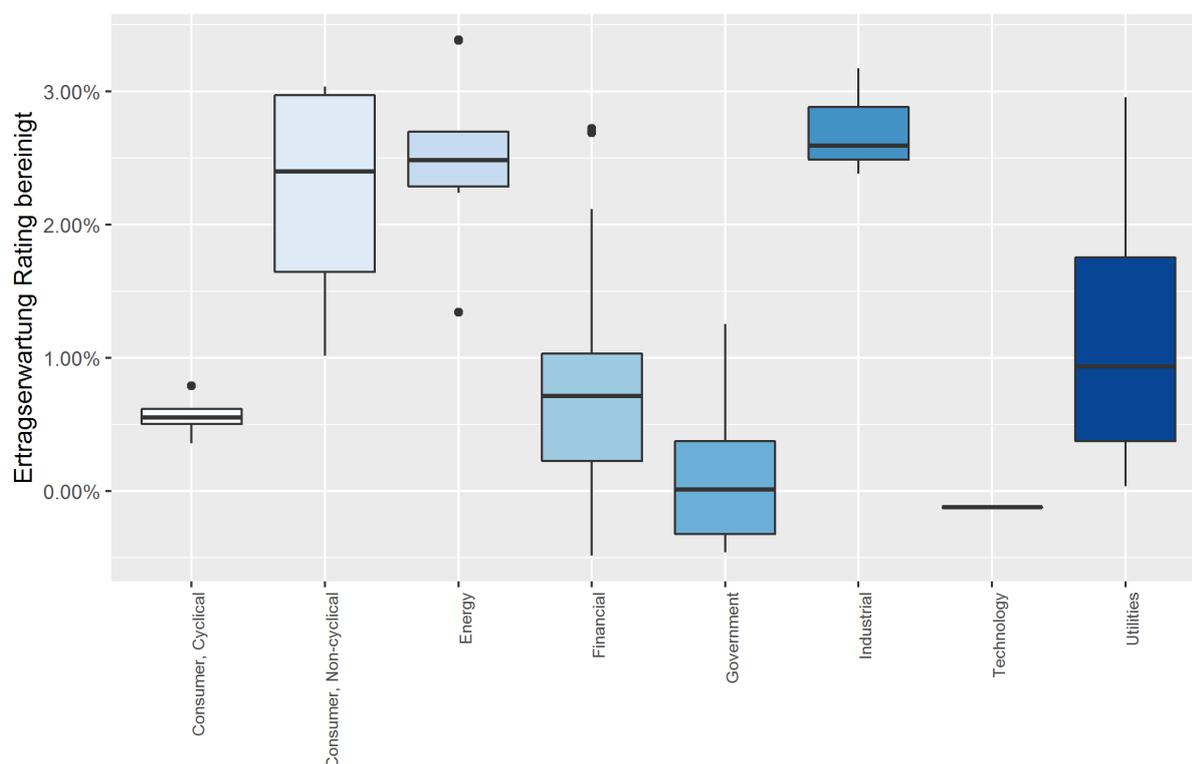


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Bei den Ertragserwartungen verändert sich das Bild etwas. Die Boxen sind von der Größe fast durchgehend auf einem geringeren Niveau, als bei den Spreads. Trotzdem sind die Sektoren mit hohen Spreads auch in der Ertragserwartung attraktiver. Auch die Mediane unterscheiden sich nicht wesentlich. Dies ist darauf zurückzuführen, dass bei der Berechnung der Ertragserwartungen die historischen Default-Raten abgezogen werden und somit eine Bereinigung des Risikoaufschlages stattfindet. Das hat zur Folge, dass verschiedene Ratingkategorien deutlich besser miteinander vergleichbar werden, wie auch hier in Abbildung 40 wieder ersichtlich wird.

Abbildung 41 zeigt die Ertragserwartung der Sektoren, wenn man nur Anleihen mit einer Duration von 6 heranzieht. Aufgrund der niedrigen Anzahl an Titel im Gesamtuniversum, verschwinden einige Sektoren ganz (Basic Materials, Technology). Darüber hinaus werden auch die Bandbreiten schmäler, was auch zu erwarten ist. Wesentliche Veränderungen sind jedoch nicht zu beobachten.

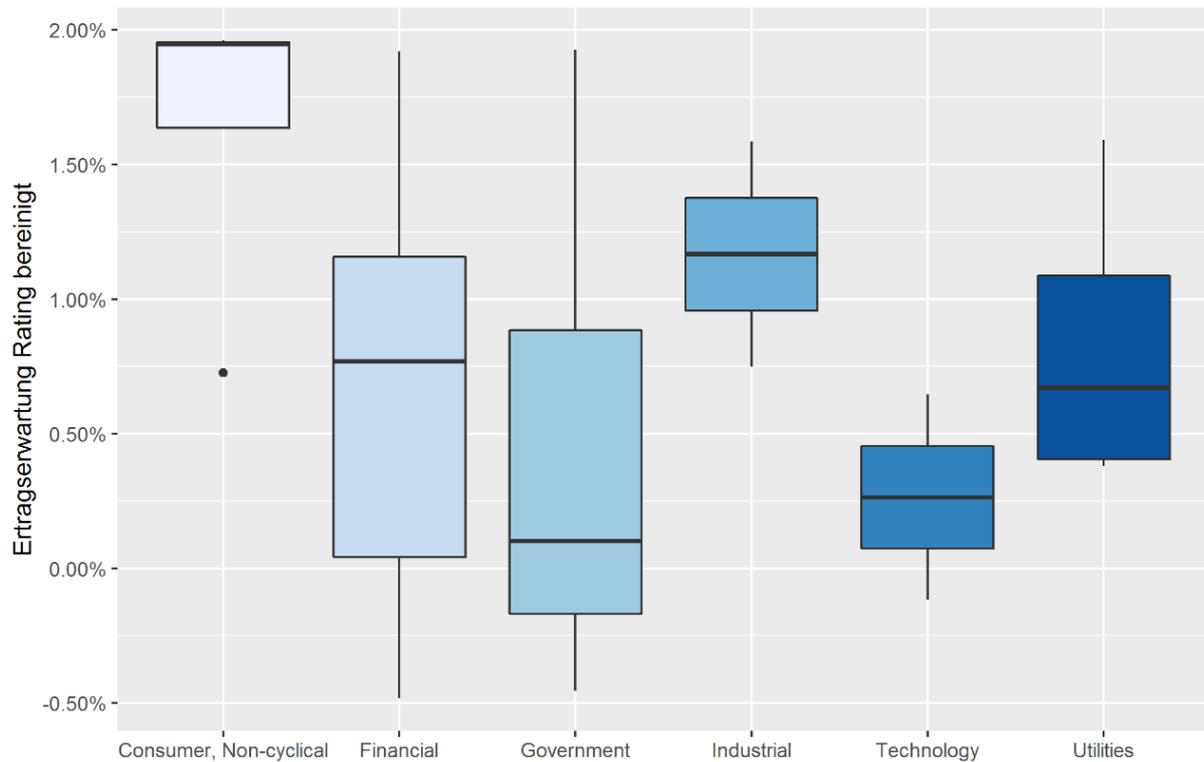
Abbildung 41: Ertragserwartungen der Sektoren mit Dur. 6



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Wenn nicht die Laufzeit, sondern die Bonität eingeschränkt wird, fallen auch sehr viele Social- und Greenbonds heraus bzw. werden gewisse Sektoren wieder ganz eliminiert (Energy, Basic Materials, Consumer Cyclical). Alle Anleihen mit einer Ertragserwartung von über 2% sind nicht mehr Teil dieser Kategorie, wie Abbildung 42 veranschaulicht.

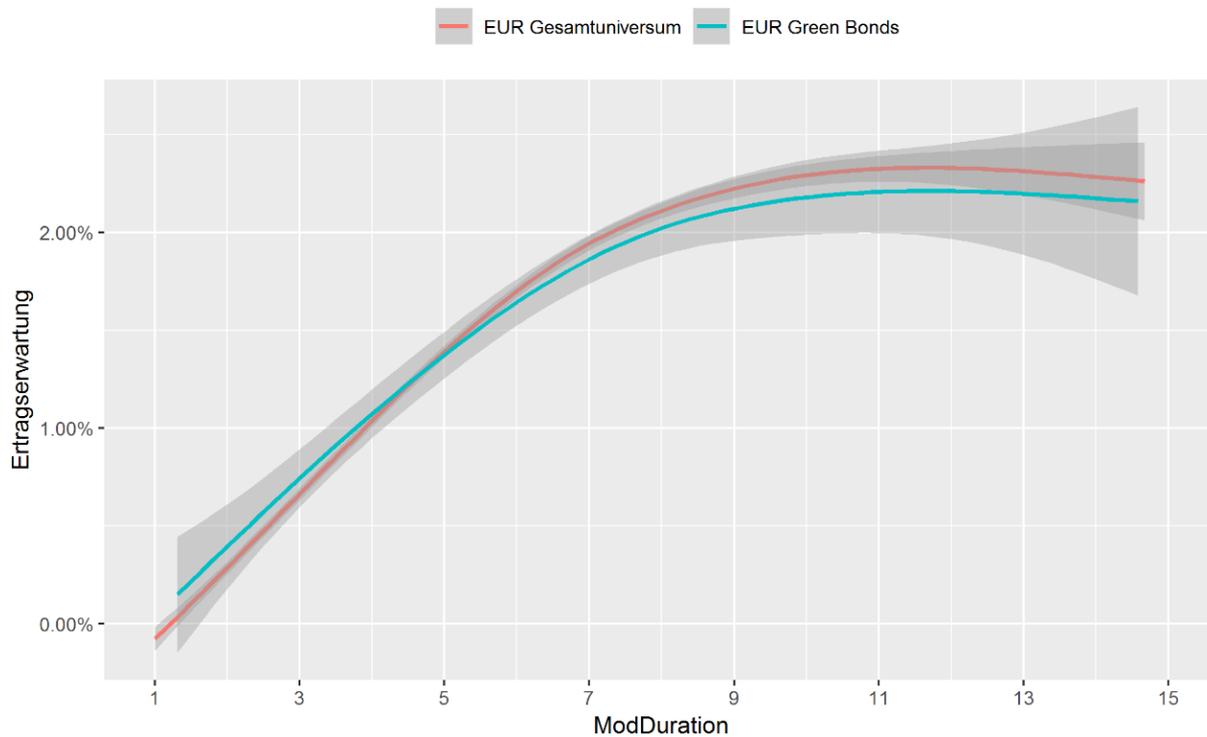
Abbildung 42: Ertragserwartungen der Sektoren mit Mindestrating AA-



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

Im Vergleich zum Gesamtmarkt ist gegenwärtig kein großer Unterschied hinsichtlich der Ertragserwartung zu attestieren. Im kürzeren Laufzeitenbereich weisen Green und Social Bonds eine etwas höhere Ertragserwartung als der Gesamtmarkt aus. Ab einem Schneidepunkt bei einer Duration von rund 5 Jahren verkehrt sich das Bild. Die Autoren möchten aber festhalten, dass der Trend zur Nachhaltigkeit ihrer Einschätzung weiter anhalten wird. Es ist nicht auszuschließen, dass es durch die erhöhte Nachfrage zu Verschiebungen kommen kann.

Abbildung 43: Ertragserwartungen Gesamtmarkt (EUR) vs Greenbonds (EUR)



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters

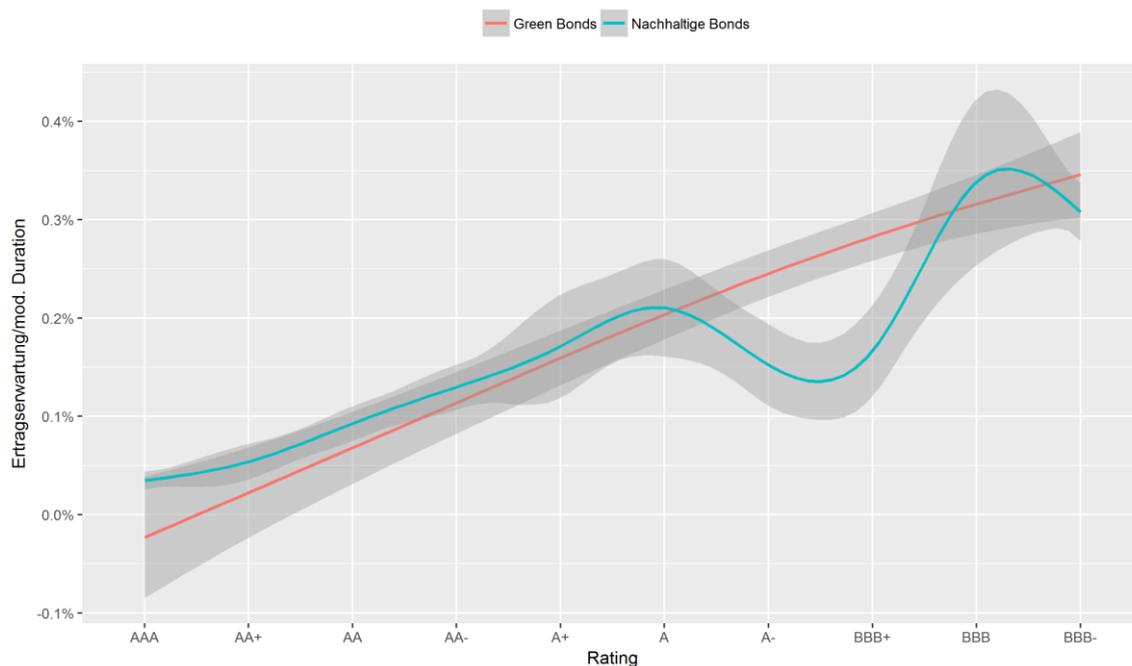
5. Erkenntnisse für das Portfoliomanagement

In diesem Kapitel sollen die gewonnenen Erkenntnisse zusammengefasst und die Ergebnisse für das Portfoliomanagement kurz vorgestellt werden. Hierfür werden Greenbonds mit konventionellen nachhaltigen Bonds verglichen um Unterschiede aufzuzeigen.

5.1. Vergleich Greenbonds mit konventionell nachhaltigen Bonds¹²

In Abschnitt 4.3 wurde bereits ein Vergleich der Ertragserwartung von Greenbonds zum Gesamtuniversum durchgeführt. An dieser Stelle sollen nun die Ertragserwartungen der Greenbonds mit denen der konventionellen nachhaltigen Bonds verglichen werden, dafür werden nur Bonds, die über ein Investment Grade Rating verfügen, berücksichtigt, da Auswertungen im Bereich der High Yields aufgrund der geringen Datenmenge nicht aussagekräftig sind.

Abbildung 44: Darstellung Ertragserwartung je Einheit Modified Duration nach Rating: Greenbonds vs. nachhaltige Bonds

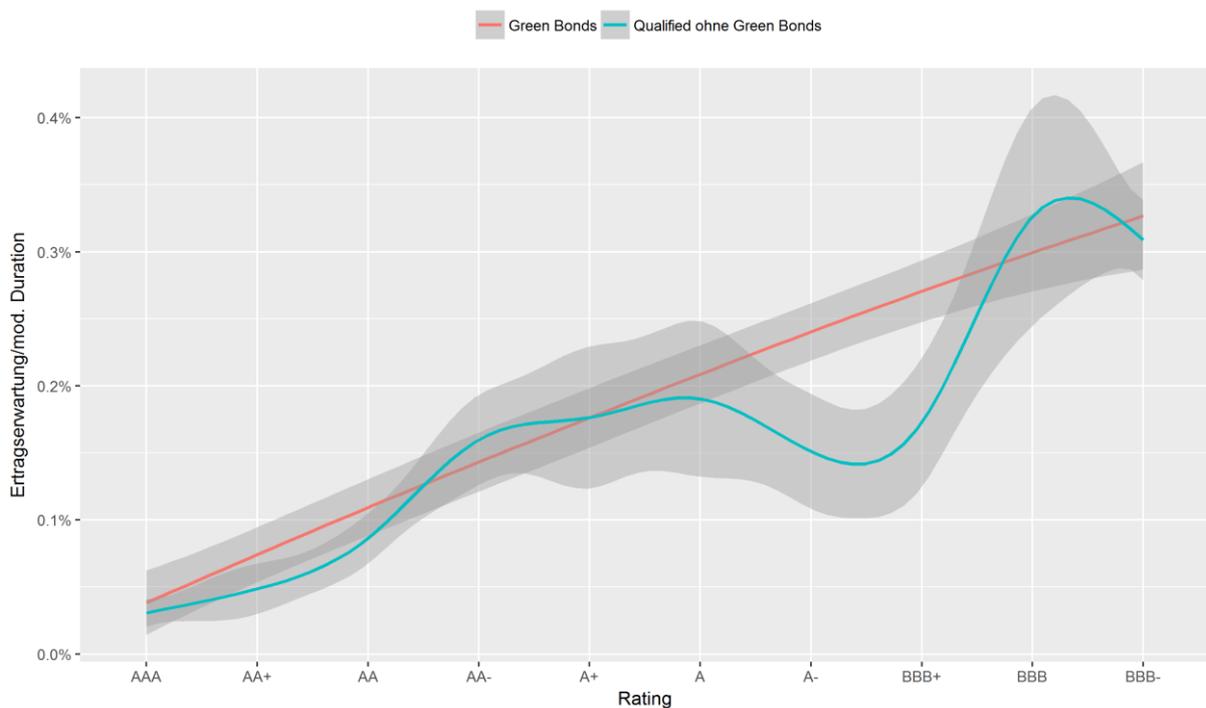


Quelle: Security KAG, Thomson Reuters, RFU Consulting

¹² Als konventionelle nachhaltige Bonds werden in dieser Arbeit all jene investierbaren Titel definiert, welche die Kriterien FinAnko, UZ49 und EKD gemäß RFU Consulting erfüllen.

Abbildung 44 zeigt eine tendenziell höhere Ertragserwartung der konventionellen nachhaltigen Bonds. Auffällig ist im Bereich A-/BBB+ eine wesentlich niedrigere Ertragserwartung je Einheit Modified Duration der nachhaltigen Bonds. Die erwartete Rendite bei den nachhaltigen Bonds ist stärker von einzelnen Emittenten abhängig, als dies bei den Greenbonds der Fall ist. So wurden beispielsweise die BBB+ Emissionen der nachhaltigen Bonds fast ausschließlich von Spanien emittiert, während sich die Anzahl der Emittenten von Greenbonds in diesem Ratingbereich auf ca. 20 beläuft. Diese Charakteristika sind in den weiteren Abbildungen ebenfalls anzutreffen.

Abbildung 45: Darstellung Ertragserwartung je Einheit Modified Duration nach Rating: Greenbonds vs. Qualified¹³



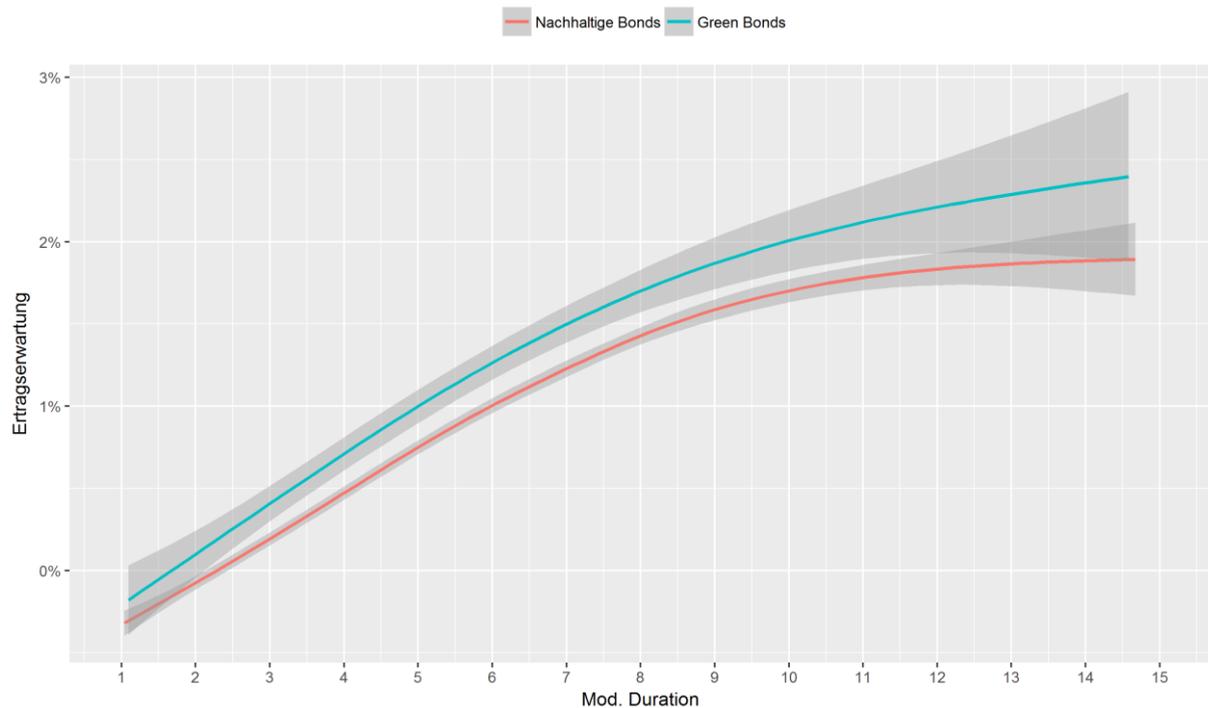
Quelle: Security KAG, Thomson Reuters, RFU Consulting

Werden nun anstelle der konventionell nachhaltigen Bonds, nur Anleihen welche als „Qualified“ eingestuft sind betrachtet, verschiebt sich das Bild. In Abbildung 45 ist erkennbar, dass die Ertragserwartung je Einheit Modified Duration von Greenbonds tendenziell über

¹³ Qualified bezeichnet den höchsten Standard innerhalb der Nachhaltigkeit

Qualified Bonds liegt. Die Schwankungsbreite der Qualified Bonds ist im Vergleich zu den konventionell nachhaltigen Bonds deutlich gestiegen, da hier die Anzahl der Emissionen wesentlich geringer ausfällt.

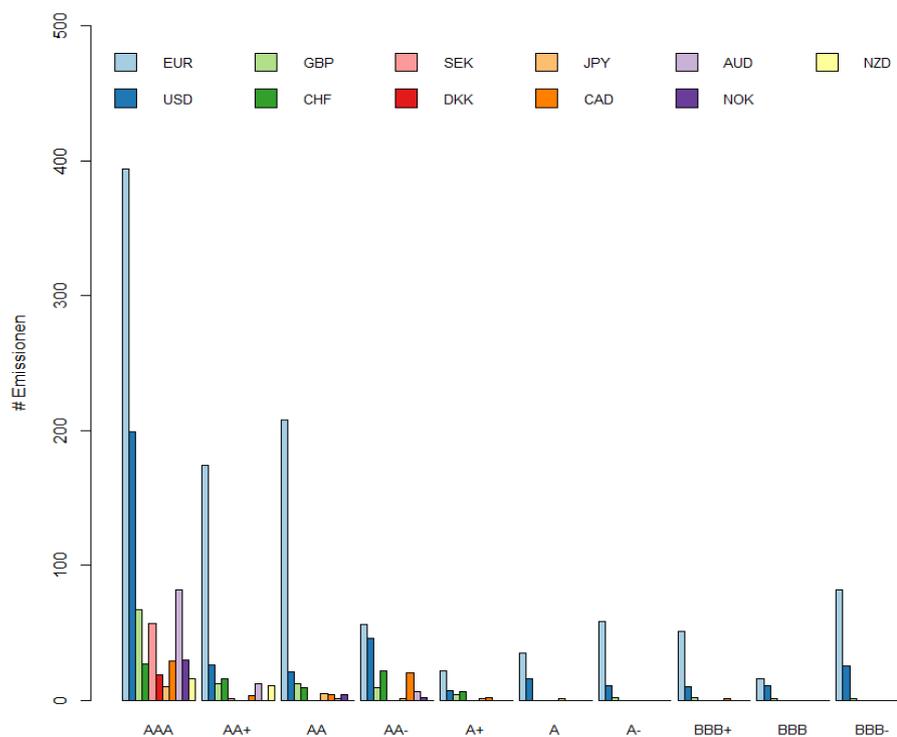
Abbildung 46: Darstellung Ertragserwartung nach Modified Duration: Greenbonds vs. nachhaltige Bonds



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters, RFU Consulting

In Abbildung 46 wird nun die Ertragserwartung nach Modified Duration dargestellt. Auffällig ist hier, dass im Vergleich zu der vorherigen Abbildung die Greenbonds eine höhere durchschnittliche Ertragserwartung aufweist als konventionelle nachhaltige Bonds. Dies ist hauptsächlich auf die unterschiedliche Ratingstruktur der beiden Universen zurückzuführen. So beträgt das Durchschnittsrating der Greenbonds A+ (4,7) und das der nachhaltigen Bonds AA (2,6).

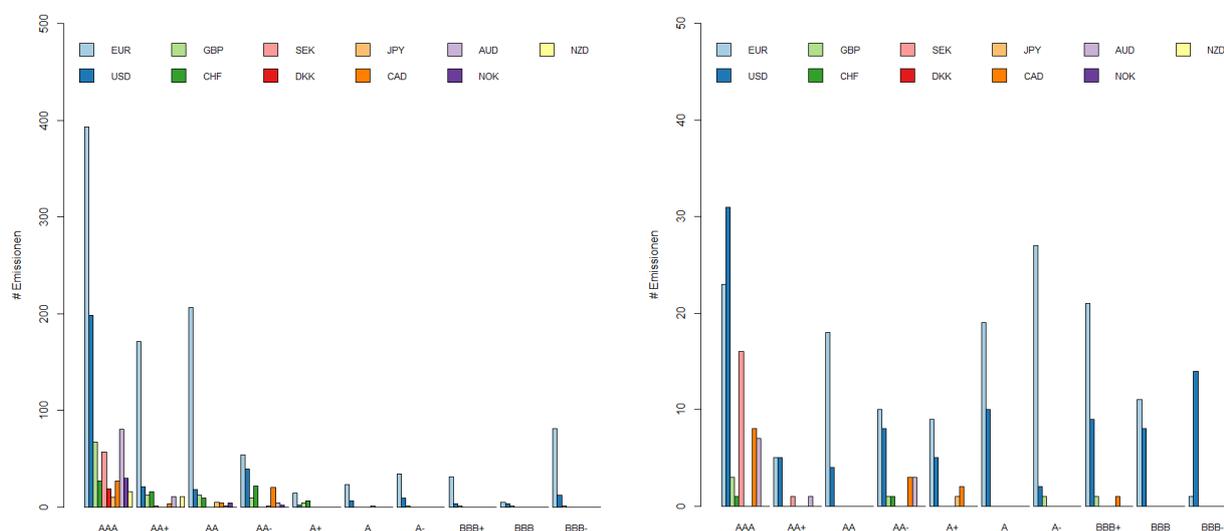
Abbildung 47: Konventionelle nachhaltige Bonds und Greenbonds



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters, RFU Consulting

Das Gesamtuniversum (Greenbonds und konventionell nachhaltigen Bonds) wird in Abbildung 47 dargestellt. Die Gesamtanzahl der Emissionen beläuft sich auf 1.977 Anleihen. Der Großteil der Emissionen wird in EUR begeben und befindet sich im High-Grade Bereich. Auch in USD sind noch zahlreiche Emissionen vorhanden, während die Anzahl der Anleihen in den restlichen Währungen nur noch von untergeordneter Bedeutung ist. Eine Ausnahme hiervon stellt nur der AAA Bereich dar, in welchem neben den genannten Hauptwährungen auch noch eine größere Anzahl von Anleihen die in Schwedische Kronen, Australische Dollar, Britische Pfund und Kanadische Dollar begeben worden sind.

Abbildung 48: Konventionell nachhaltige Bonds (links) im Vergleich zu Greenbonds Emissionen (rechts)



Quelle: Security KAG, Thomson Reuters, RFU Consulting

Abbildung 48 stellt die Anzahl der Emissionen von konventionell nachhaltigen Bonds im Vergleich zu Greenbonds gegenüber. Größere Unterschiede sind bei den Greenbonds feststellbar, hier verteilen sich die Anzahl der EUR- und USD-Emissionen fast gleichmäßig auf alle Ratingklassen.

5.2. Resümee

Der Gesamtmarkt an Green und Social Bonds ist vergleichsweise noch sehr klein. Es handelt sich gegenwärtig noch um ein Randsegment, obwohl aufgrund der Strömungen in Richtung nachhaltiges Investment mit einer starken Aufwertung dieses Segments zu rechnen sein wird. Ein sortenreines Portfolio aus Green- und Social Bonds ist aus Sicht der Autoren gegenwärtig aufgrund der Marktkonstellation ökonomisch nicht sinnvoll umsetzbar. Es zeigt sich, dass die Anzahl der Emittenten bzw. der Emissionen zu gering sind, um aus gegenwärtiger Sicht ein sinnvolles Portfolio zu generieren. Es ist aber zielführend, das Segment der Green- und Social Bonds in nachhaltigen Portfolios zu berücksichtigen. Dies wird mit den Analysen untermauert, welche eine höhere durchschnittliche Ertragserwartung von Greenbonds im Vergleich zu konventionellen nachhaltigen Bonds belegen. Vor allem die unterschiedliche Rating- und Laufzeitenstruktur des Greenbonds-Universum bietet sich an,

ein nachhaltiges Portfolio diversifizierter und letztendlich effizienter gestalten zu können. Gerade im Vergleich von Greenbonds zu Qualified Bonds konnte auch gezeigt werden, dass Greenbonds eine höhere durationsbereinigte erwartete Rendite in den analysierten Ratingklassen aufweist. Erwähnenswert hierbei ist, dass der Nachhaltigkeits-Status von Bonds im Regelfall um eine Stufe angehoben wird¹⁴, wenn es sich um eine Greenbonds Emission handelt. Dadurch erhält man zusätzliche Emissionen mit der höchsten Nachhaltigkeitsstufe.

Im ersten Schritt hat sich das Portfoliomanagement dazu entschlossen, eine Quote in einem breit diversifizierten, nachhaltigen Anleihenfonds mit guten Bonitäten einzubauen. Dadurch können im Hinblick auf die Nachhaltigkeit Akzente gesetzt werden, ohne ökonomische Nachteile befürchten zu müssen.

In einem zweiten Schritt wird das Portfoliomanagement auch in einem nachhaltigen Emerging Markets Anleihenfonds Akzente setzen und eine Green und Social Bonds Quote implementieren. Dies hat zum einen den Vorteil, dass Green und Social Bonds in Bezug auf den Nachhaltigkeitsaspekt eine bessere Beurteilung erhalten als eine normale Emission des gleichen Emittenten. Gerade im Bereich der Schwellenländer ist in Bezug auf die Nachhaltigkeit ist hierbei mit Bedacht vorzugehen, da bei einzelnen Kriterien (z.B. Corruption Perception Index) durchaus Abstriche hingenommen werden müssen, um eine ökonomisch sinnvolle Universumsgröße zu erhalten. Die Implementierung einer geringen Green- und Social Bonds Quote geht demnach mit keiner Benachteiligung im ökonomischen Sinne einher.

¹⁴ Die Verbesserung des Nachhaltigkeits-Status bezieht sich dabei auf das Universum von RFU.

6. Zusammenfassung

Allgemeines:

- Wachstumsmarkt
- noch relativ geringes Emissionsvolumen
- Kritikpunkt: Transparenz
- Freiwillige Richtlinie für Green und Social Bonds von der Internationale Capital Market Association (ICMA)
 - o 4 Kernkomponenten
 - Verwendung der Emissionserlöse (Use of Proceeds)
 - Prozess der Projektbewertung und -auswahl (Process for Project Evaluation & Selection)
 - Management der Erlöse (Management of Proceeds)
 - Berichterstattung (Reporting)

Greenbonds

- Arten
 - o Standard Green Use of Proceeds Bond
 - o Green Revenue Bond
 - o Green Project Bond
 - o Green Securitised Bond
- Kategorien
 - o Erneuerbare Energien
 - o Energieeffizienz
 - o Verschmutzungsprävention und -kontrolle •
 - o Ökologisch nachhaltiges Management von lebenden natürlichen Ressourcen und Landnutzung
 - o Erhaltung der terrestrischen und marinen Artenvielfalt
 - o Sauberer Transport
 - o Nachhaltiges (Ab-)Wassermanagement
 - o Anpassung an den bereits existierenden Klimawandel
 - o Umwelteffiziente und/oder für die Kreislaufwirtschaft geeignete Produkte, Produkttechnologien und Prozesse
 - o Umweltfreundliche Gebäude, die regional, national oder international anerkannte Standards und Zertifizierungskriterien erfüllen

Social Bonds

- Bereiche
 - o finanziell tragbare Basisinfrastruktur (z.B. sauberes Trinkwasser, Kanalisation, Sanitäreinrichtungen, Verkehr, Energie)
 - o Zugang zur Grundversorgung an sozialen Dienstleistungen (bspw. Gesundheitswesen, Schul- und Berufsbildung, Finanzdienstleistungen)
 - o bezahlbarer Wohnraum
 - o Schaffung von Arbeitsplätzen, unter anderem durch Finanzierung von SME und Mikrofinanzierung entstehenden Arbeitsplätze
 - o Nahrungsmittelsicherheit
 - o sozio-ökonomische Weiterentwicklung und Befähigung
- Zielgruppen
 - o Menschen, die unterhalb der Armutsgrenze leben
 - o ausgegrenzte oder benachteiligte Bevölkerungsgruppen
 - o schutzbedürftige Gruppen, beispielsweise aufgrund von Naturkatastrophen
 - o Menschen mit Behinderungen
 - o Zuwanderer und Vertriebene / Flüchtlinge
 - o Menschen mit begrenztem Bildungszugang
 - o unterversorgte Menschen ohne Zugang zu wesentlichen Gütern und Dienstleistungen
 - o Arbeitslose

Emissionsjahr 2018

- 350 Emittenten
- USD 120 Mrd.
- Währung: Großteil in EUR und USD
- Kategorie: 2/3 Corporates
- Widmung: Fokus auf Segmente Eligible Green Bond Projects und Energy Efficiency sowie Clean Transport
- Bonität

Analyse Gesamtuniversum

- Green Bond 347 Emissionen
- Social Bond Emissionen 24 → daher sehen die Autoren von einer Detailanalyse ab
- Anzahl der Emissionen

- 192 Corporates
- 101 Agencies
- 43 Staaten
- 11 Covered Bonds
- Bonität
 - AAA – 99 Emissionen
 - AA – 61 Emissionen
 - Non-Investment Grade – 31 Emissionen
- Größte Emittenten (Anzahl)
 - European Investment Bank (26)
 - Frankreich (14)
 - Deutschland (12)
 - World Bank Group (12)
 - Niederlande (12)
 - China (11)
 - Mexico (10)
- Größte Emittenten (Kapitalisierung)
 - Frankreich (12%)
 - European Investment Bank (9,42%)
 - Deutschland (5,53%)
- Ertragserwartung
 - Mittel- bis langfristig höher im EUR
 - ab Mod Dur 10 höher im USD
 - keine gravierenden Bewertungsdivergenzen im Vergleich zum Gesamtmarkt
- Spreads
 - korrelieren mit historischen Default-Raten
 - Spreads im USD über alle Laufzeiten deutlich höher als im EUR
- Regionale Verteilung
 - Großteil in Europa und Agencies
 - laut Kapitalisierung entfallen mehr als die Hälfte der Emittenten auf Europa
- Sektoren (Anzahl)
 - Financials (117)
 - Government (106)
 - Utilities (70)

- Sektoren (Kapitalisierung)
 - o Government (34,6%)
 - o Financials (31,3%)
 - o Utilities (19,4%)

Erkenntnisse Portfoliomanagement

- reines Green und Social Bond Portfolio ökonomisch nicht sinnvoll (Konzentrationsrisiken)
- Vergleich Green Bonds mit konventionell nachhaltigen Bonds
 - o Anzahl der Greenbonds Emissionen (347) im Vergleich zu konventionell nachhaltigen Anleihen (1.977) deutlich geringer
 - o Durchschnittliche Ertragserwartung von Greenbonds liegt tendenziell über „Qualified“ Bonds
 - o Großteil der nachhaltigen Bonds im High-Grade Bereich, Greenbonds weisen ein breiteres Ratingspektrum auf
- Beimischung von Greenbonds zu einem nachhaltigen Anleihen-Portfolio empfehlenswert
 - o Erweiterung des Investmentuniversums
 - o Effizientere Portfoliogestaltung durch Steigerung der Diversifikation hinsichtlich Rating-, Währungs- und Laufzeitenstruktur
 - o Durationsbereinigte Rendite von Greenbonds liegt tendenziell über nachhaltige Bonds mit „Qualified“ Einstufung
- Umsetzung mit Minimumquoten → keine ökonomischen Nachteile zu befürchten
 - o gute Bonitäten/internationaler Fokus
 - o Schwellenländer Anleihen

Hinweis

Diese Unterlage basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen und dient der zusätzlichen Information unserer Anleger. Sie ist weder ein Anbot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf noch eine Einladung zur Anbotslegung oder eine Kauf- bzw. Verkaufsempfehlung. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse von Anlegern hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Jede Kapitalanlage ist mit Risiken verbunden. Wir übernehmen für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hier wiedergegebenen Informationen und Daten sowie das Eintreten von Prognosen keine Haftung. Die Unterlage ersetzt keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung. Die Anlagegrundsätze der Fonds können zukünftigen Änderungen unterworfen sein. Auf die Einhaltung von Anlagegrundsätzen und Anlagezielen sowie der Nachhaltigkeitskriterien einzelner Fonds, insofern es sich um freiwillige und nicht in den jeweils gültigen Prospekten festgelegte Beschränkungen handelt, besteht daher kein Rechtsanspruch. Erhaltene Auszeichnungen, Preise und Ähnliches (wie z.B. Morning Star Rating) lassen keine Rückschlüsse auf die Zukunft zu, da sie für die Vergangenheit verliehen werden. Die steuerliche Behandlung der Fonds ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Ausgabe- und Rücknahmespesen der Fonds sowie sonstige externe Spesen und Steuern sind in den Performanceberechnungen nicht berücksichtigt und mindern die Performance. Ertragserwartungen stellen bloße Schätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar und sind kein verlässlicher Indikator für eine tatsächliche künftige Entwicklung.

Die aktuellen Prospekte und die Wesentlichen Anlegerinformationen ("KID", "KIID") sind in deutscher Sprache auf der Homepage www.securitykag.at (Fonds) sowie am Sitz der Security Kapitalanlage AG, Burgring 16, 8010 Graz als Emittentin und der Liechtensteinische Landesbank (Österreich) AG, Heßgasse 1, 1010 Wien, als Depotbank kostenlos erhältlich. Die auf Basis der geprüften Rechenschaftsberichte erstellten steuerlichen Behandlungen werden unter www.securitykag.at (Fonds) veröffentlicht.

Bitte beachten Sie auch die besonderen Risikohinweise der Fonds auf unserer Homepage.