

Der Trend zur nachhaltigen Geldanlage erfasst den Anleihemarkt

Bislang wurde der Trend zum nachhaltigen Investieren vor allem von der Aktienseite getrieben. Viele Marktteilnehmer haben der Analyse von Aspekten aus den Bereichen Umwelt, Gesellschaft und Unternehmensführung (Environmental, Social & Corporate Governance – ESG) bei Aktien aufgrund der höheren gefühlten Einflussnahme und höheren möglichen Kursverlusten eine größere Bedeutung zugeschrieben. Nachhaltiges Investieren auf der Anleihe Seite steckt hingegen noch in den Kinderschuhen, auch weil es vergleichsweise schwierig ist. So werden Anleihen nicht nur von Unternehmen, sondern auch von Staaten oder Institutionen begeben, für die eine Nachhaltigkeitsbeurteilung schwerer fällt. Zudem können sogenannte „Sustainability-Linked“- oder projektbezogene Anleihen wie Green Bonds nachhaltige Anlagen darstellen, auch wenn der Emittent selbst nicht alle Nachhaltigkeitskriterien erfüllt. Die Nachfrage nach nachhaltigen Anleiheprodukten steigt jedoch kontinuierlich, nicht zuletzt auch in Folge der Corona-Krise. Nachfolgend erfahren Sie, warum Nachhaltigkeit auch bei Anleihen eine wichtige Rolle spielen sollte und worauf bei einem Investment zu achten ist.

Corona-Krise steigert Nachfrage nach nachhaltiger Geldanlage

Immer mehr Anleger legen nicht mehr nur Wert auf die absolute Rendite, sondern wollen mit ihrem Investment etwas verändern oder etwas Positives bewirken. 2019 waren laut Zahlen des Forums Nachhaltiger Geldanlage rund 270 Milliarden Euro in Aktien und Anleihen nachhaltig angelegt – ein Zuwachs von mehr als 20 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Laut Daten von MSCI ESG stieg das Volumen von Euro-Rentenfonds, die ESG-Aspekte in ihrem Investmentprozess berücksichtigen, 2019 sogar um 30 Prozent (Abb. 1).

Die Corona-Krise hat diese Entwicklung beschleunigt. Einerseits fielen bei vielen ESG-konformen Anlagen die Kursverluste infolge der Krise niedriger aus. Andererseits rücken mit der Corona-Krise Faktoren wie Sozialstandards, Zugang zum Gesundheitswesen oder wirtschaftliche Ungleichheiten verstärkt in den Fokus der Anleger. In der Vergangenheit war vor allem der Umweltaspekt von großer Bedeu-

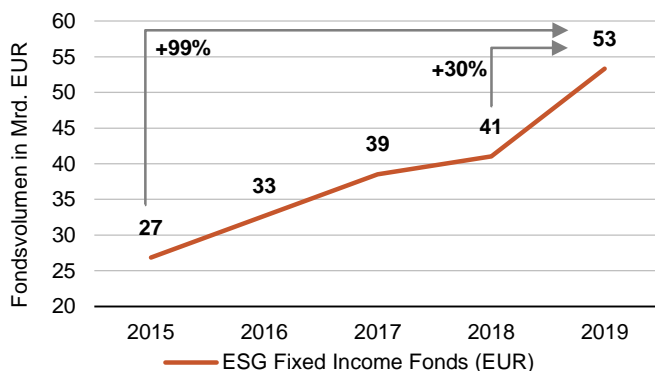
Im *Fokus* kommentieren wir außergewöhnliche Markt Ereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

2019 waren in Deutschland bereits 270 Milliarden Euro in Aktien und Anleihen nachhaltig angelegt

Neben Umweltaspekten rücken Faktoren wie Sozialstandards oder wirtschaftliche Ungleichheiten stärker in den Fokus

Abb. 1: Die Nachfrage nach ESG-Rentenfonds beschleunigt sich

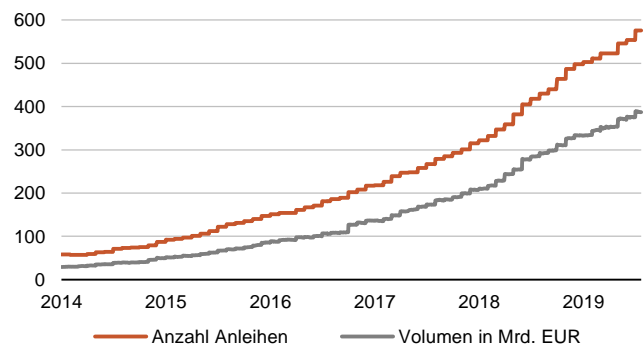
Entwicklung des Fondsvolumens von Euro-Rentenfonds mit ESG-Policy (gemäß MSCI ESG Manager) per 31.12.2019



Zeitraum: 31.12.2015-31.12.2019, Jahresdaten
Quelle: MSCI ESG (Euro Bond Fonds mit ESG-Policy)

Abb. 2: Neuemissionstätigkeit bei Green Bonds (projektbezogene Anleihen) steigt kontinuierlich

Anzahl der im ICE Green Bond Index enthaltenen Anleihen und des ausstehenden Volumens



Zeitraum: 31.12.2014-20.07.2020, Tägliche Daten
Quelle: ICE Data, ICE Green Bond Index, eigene Berechnungen



tung. Die Pandemie hat Anlegern aber vor Augen geführt, welche Auswirkungen besonders soziale und Governance-Aspekte auf die Kreditwürdigkeit eines Unternehmens haben können. Denn neben dem direkten Einfluss durch den akuten Wirtschaftseinbruch hat auch das Management von ESG-Risiken einen direkten Einfluss darauf, wie schnell und in welcher Form ein Unternehmen aus der Krise herauskommt.

Die Herausforderungen einer ESG-Integration auf der Anleihe Seite

Viele Anleger sind der Meinung, dass eine sorgfältige ESG-Analyse auf der Aktien- eine deutlich höhere Bedeutung als auf der Anleihe Seite hat. Zwar ist es richtig, dass im Falle einer akuten Schieflage bzw. eines potenziellen Zahlungsausfall eines Unternehmens aufgrund sich realisierender ESG-Risiken, der mögliche Kapitalverlust bei Aktionären in der Regel höher ist. Jedoch wird der Einfluss auch auf die Anleihepreise groß sein und zu starken Preisverwerfungen führen. Auch diese gilt es so gering wie möglich zu halten.

Trotzdem haben Nachhaltigkeitsaspekte in der Anleihe-Analyse im Gegensatz zu den klassischen Einflussfaktoren wie Zinsniveau oder Kreditqualität bei vielen Anlegern weiterhin nur eine geringe Bedeutung. Gerade aber aufgrund der Tatsache, dass Anleihe-Investoren eher langfristige Anleger sind (als Beispiel seien hier Pensionskassen und Vorsorgewerke genannt), sollten ESG-Einflussfaktoren, die in vielen Fällen ebenfalls strukturell und langfristig ausgerichtet sind, einen höheren Stellenwert haben.

Dies gestaltet sich als durchaus herausfordernd – so ist beispielsweise ein aktiver Dialog (Engagement) oder die Ausübung von Stimmrechten (Proxy Voting), das sogenannte „active ownership“, bei Aktien bereits ein wichtiger Bestandteil der ESG-Integration. Bei Anleihen ist diese Thematik jedoch noch weniger ausgereift. Hier ist ein einerseits detaillierter, aber eben auch standardisierter Ansatz nötig, um im direkten Austausch mit den Unternehmen Transparenz zu schaffen und eine aktive Einflussnahme geltend zu machen.

Eine weitere Schwierigkeit im Vergleich zur Aktienwelt ist die Struktur des Anleihemarkts. So ist die Nachhaltigkeitsanalyse von staatlichen und staatsnahen Emittenten komplexer und auch der aktive Austausch und die Einflussnahme sind hier in der Regel herausfordernder.

Zusätzlich erfordert die komplexe Kapitalstruktur im Anleihen-Segment, mit unterschiedlichen Sub-Asset-Klassen (Unternehmens- und Finanzanleihen, Pfandbriefe, etc.), Besicherungen und der vielfältigen Verwendung der Anleiheerlöse eine differenzierte ESG-Analyse. Große Unterschiede existieren auch hinsichtlich der vorhandenen Liquidität im Anlagesegment (gegenüber Aktien und innerhalb der Anleihe Segmente).

Um diese Herausforderungen zu meistern und attraktive Renditen zu erwirtschaften, muss die klassische, rein ökonomische Bewertung eines Unternehmens grundsätzlich um Nachhaltigkeitsfaktoren ergänzt werden. Dies lässt sich z.B. durch die geläufigen, aber fast ausschließlich vergangenheitsorientierten ESG-Integrationsmechanismen wie Ausschlusslisten oder Best-in-Class-Ansätze umsetzen. Wichtig ist es außerdem über den Tellerrand hinauszuschauen. Die nachhaltige Geldanlage steht nicht nur als Synonym für risikoärmeres Investieren, sondern kann und soll gezielt dazu eingesetzt werden, aktiv Chancen zu identifizieren z.B. durch strukturelle Trends. Im folgenden Abschnitt liegt das Hauptaugenmerk auf einer darüber hinausgehenden Integration von Nachhaltigkeit – der wirkungsorientierten Anlage.

Anleihe-Investoren sind eher langfristig orientiert – deshalb sollte die Nachhaltigkeit der Anlage einen besonderen Stellenwert haben

Der direkte Austausch mit dem Emittenten und eine Einflussnahme auf das Unternehmen ist bei Anleihen bisher weniger üblich

Nachhaltigkeitsanalyse von staatlichen und staatsnahen Emittenten ist komplex

Unterschiedliche Senioritätsstufen der Anleihen und vielfältige Verwendung der Emissionserlöse erschweren die ESG-Analyse



Nachhaltige Anleihen – mehr als nur Anleihen nachhaltiger Emittenten

Neben der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren aus Performance- und Risikomanagement-Gesichtspunkten rückt ein weiterer Aspekt immer mehr in den Vordergrund: die Auswirkung der Investments auf Umwelt und Gesellschaft. Entwicklungen wie der Klimawandel, die voranschreitende Ressourcenknappheit oder der demographische Wandel stellen große Herausforderungen für unsere Gesellschaft und unser Ökosystem dar. Indem Kapital gezielt für Projekte und Anleihe-Emittenten zur Verfügung gestellt wird, die einen nachhaltigen Wandel vorantreiben und die einen aktiven Beitrag zur Bewältigung dieser Herausforderungen leisten, kann eine positive Wirkung erzielt werden.

Auf der Anleihe-seite lässt sich dies über mehrere Wege umsetzen. Ähnlich zur Vorgehensweise im Aktiensegment, kann in Anleihen von Emittenten investiert werden, deren Produkte oder Services eine Lösung für Herausforderungen wie dem Klimawandel darstellen. Ebenfalls in Frage kommen Emittenten, die ihr Geschäftsmodell strategisch neu ausrichten und somit die Transition zu einem nachhaltigeren Wirtschaftsmodell vorantreiben, wie im Falle eines Energieerzeugers der von fossile auf erneuerbare Energiequellen umstellt. Eine weitere Möglichkeit bieten projektbezogene Anleihen, sogenannte Green, Social oder Sustainability Bonds – eine Besonderheit, die nachhaltiges Investieren im Anleihe- deutlich vom Aktienmarkt abgrenzt.

Bei projektbezogenen Anleihen handelt es sich in der Regel um unbesicherte Anleihen, die jedoch nicht zur Finanzierung der allgemeinen Geschäftstätigkeit eines Emittenten dienen, sondern die gezielt ausgewählte Projekte und Vermögensgegenstände finanzieren, die einen ökologischen oder gesellschaftlichen Mehrwert leisten und die in der Regel auch einen direkten Einfluss auf die durch die UN kommunizierten 17 Sustainable Development Goals haben. Dabei kann es sich z.B. um den Zugang zu bezahlbarem Wohnen für benachteiligte und einkommensschwache Familien handeln, oder auch um die Finanzierung einer Windkraftanlage. Green Bonds werden ausschließlich zur Finanzierung von Projekten mit ökologischem Mehrwert verwendet, während Social Bonds nur für soziale Projekte genutzt werden. Bei Sustainability Bonds hingegen handelt es sich um eine Art Mischform für die Finanzierung von ökologischen und sozialen Projekten. Die Ausgestaltung dieser Anleihen, wie bspw. Green Bonds, orientiert sich in der Regel an von der International Capital Markets Association (ICMA) veröffentlichten Richtlinien („Green Bond Principles“). Diese sollen hinsichtlich Transparenz und positiver Wirkung der fi-

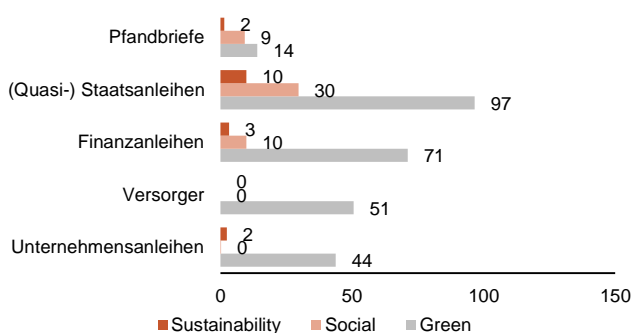
Höchste Stufe nachhaltigen Anlegens: Impact Investing – Investments mit positiver Wirkung auf Umwelt und Gesellschaft

Projektbezogene Green, Social oder Sustainability Bonds sind eine Besonderheit des nachhaltigen Investierens bei Anleihen

Projektbezogene Anleihen finanzieren gezielt Projekte oder Vermögensgegenstände mit ökologischem/gesellschaftlichem Mehrwert

Abb. 3: Projektbezogene Anleihen stellen nicht mehr nur eine Nische dar, sondern sind nach Sub-Segmenten...

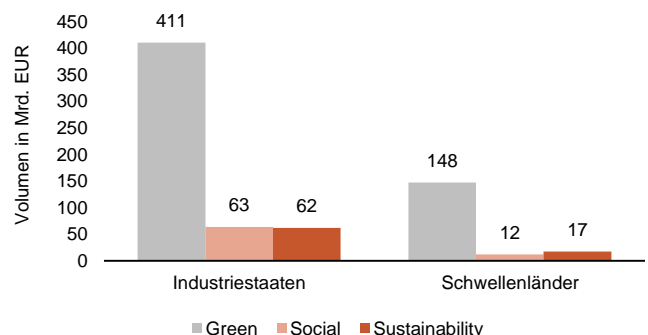
Ausstehendes Volumen Euro-denominierter Green, Social und Sustainability Bonds in Mrd Euro



Daten per: 31.07.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Abb. 4: ... und Regionen diversifiziert investierbar

Im Markt ausstehendes Volumen an Green, Social und Sustainability Bonds nach Region dargestellt in Mrd. Euro (FX-Wechselkurse per 31.07.2020)



Daten per: 31.07.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



nanzierten Projekte eine Art Marktstandard setzen, sind jedoch regulatorisch nicht verpflichtend.

Der ICE Green Bond Index (Abb. 2) veranschaulicht das enorme Wachstum dieses Marktsegments: Allein in den vergangenen zwei Jahren hat sich die Anzahl von Green Bonds mehr als verdoppelt. Im Zuge der Corona-Krise und den damit verbundenen sozialen Herausforderungen, die auf Gesellschaften, Unternehmen und Staaten zukommen, konnte 2020 besonders das Social-Bond-Segment eine starke Zunahme an Emissionen verzeichnen. Social Bonds wurden in diesem Zusammenhang z.B. zur Finanzierung von besserer und weitreichenderer medizinischer Versorgung durch Staaten oder Förderbanken emittiert. Im ersten Halbjahr 2020 lag das Neuemissionsvolumen von Euro-denominierten Social Bonds knapp 450% höher als im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Aufgrund dieses starken Wachstums macht das Segment der Green, Social und Sustainability Bonds mittlerweile mehr als zwei Prozent des gesamten ausstehenden Euro-Anleiheuniversums aus. Dies erlaubt es umfangreich über diverse Sub-Asset-Klassen, Regionen und Laufzeiten diversifiziert zu investieren, sodass es sich dabei nicht mehr nur um Nischenprodukte zur Beimischung handelt (Abb. 3 u. 4).

Projektbezogene Anleihen stellen bereits mehr als 2% des Euro-Anleiheuniversums dar

Die steigende Relevanz von Nachhaltigkeit im Anleihe-Segment bringt außerdem weitere Innovationen hinsichtlich der Anleihe-Struktur mit sich: Bei einer der jüngsten Neuerungen handelt es sich um sogenannte „Sustainability-Linked“-Anleihen, die - wie der Name schon impliziert - an bestimmte nachhaltige Ziele gekoppelt sind. Hierfür werden durch das emittierende Unternehmen Leistungskennzahlen (KPIs) definiert, die erreicht werden müssen, wie z.B. die Reduktion der durchschnittlichen CO₂-Emissionen des Unternehmens innerhalb der kommenden zehn Jahre. Wie diese Nachhaltigkeitsziele erreicht werden, ist im Gegensatz zu projektbezogenen Anleihen nicht definiert und hängt von der allgemeinen Strategie und Entwicklung des Unternehmens ab. Werden die vorab definierten Ziele nicht erreicht, so kann sich z.B. der zu zahlende Kupon der Anleihe erhöhen. Somit steht eine Weiterentwicklung des Unternehmens auf nachhaltiger Ebene unmittelbar in Relation mit den zu erwartenden Refinanzierungskosten, und somit ultimativ mit der Bonität und Rentabilität des Schuldners. Bei dieser auf Bestrafung ausgelegten Anleihe-Struktur stellt sich jedoch auch die Frage, ob nicht ggf. der positive finanzielle Anreiz in Form geringerer Zinszahlungen bei Erreichen ambitionierter Nachhaltigkeitsziele zielführender ist, um den Wandel zu einem nachhaltigeren Wirtschaftsmodell voranzutreiben. Gleichermaßen muss die Frage gestellt werden, ob ein Investor mit einem ausgeprägten Nachhaltigkeitsverständnis in ein Unternehmen investieren möchte, das die eigenen Nachhaltigkeitsziele nicht zwingend erreicht und sogar deutlich verfehlen könnte.

„Sustainability-Linked“-Anleihen: die jüngste Neuerung nachhaltiger Anleiheinvestments

So gelingt die ESG-Integration

Um durch Anleihe-Investments eine positive Wirkung zu erzielen und gleichzeitig attraktive Renditen zu erwirtschaften, ist somit eine detaillierte und zukunftsorientierte Analyse der Emittenten und der Rahmenbedingungen unabdingbar: zum einen aufgrund der komplexen Struktur von projektbezogenen und Sustainability-Linked Anleihen, zum anderen um die positive Wirkung von Anleihen und Emittenten auf Umwelt und Gesellschaft verlässlich zu identifizieren.

ESG-Ratings externer Datenanbieter können hierfür hilfreich sein und als Ausgangspunkt dienen, sie sind jedoch nicht als alleinige Informationsquelle und Entscheidungsgrundlage geeignet. Besonders bei Projektfinanzierungen ist die einfache Anwendung von ESG-Ratings in der Regel nicht angemessen, da sich diese lediglich auf den Emittenten beziehen, die investierten Anleihen und die daraus hervorge-

ESG-Ratings von externen Datenanbietern können nur als Ausgangspunkt dienen



henden finanziellen Ressourcen jedoch für spezifische grüne oder soziale Projekte allokiert werden. Hinzu kommt, dass ESG-Ratings zu einem gewissen Grad von dem Offenlegungsumfang eines Emittenten abhängen, was dazu führen kann, dass finanz- und ressourcenstarke Unternehmen tendenziell bessere ESG-Ratings erhalten, ungeachtet der Nachhaltigkeit und der positiven Wirkung ihres Geschäftsmodells auf Umwelt und Gesellschaft.¹

Zusätzlich zu einer Bottom-Up getriebenen Detail-Analyse bildet auch das Engagement einen essentiellen Bestandteil des nachhaltigen und wirkungsorientierten Investierens. Dies ist nicht nur durch das Proxy Voting bei Aktien-Investments möglich, sondern durch den regelmäßigen aktiven Austausch mit Emittenten auch bei Anleihen (Engagement). Bei vielen Unternehmen sind Anleihe-Investoren ein wichtiger Kapitalgeber, die durch aktive Kommunikation von Erwartungen an das Unternehmen und Diskussion von Nachhaltigkeitsgesichtspunkten Einfluss nehmen können und sollten. Um bessere Einflussmöglichkeiten und Zugang zu den Emittenten zu erhalten, ist dementsprechend auch förderlich, wenn Interessen und Kapital von diversen Investoren gebündelt werden können, z.B. in Form von zielgerichteten und breit diversifizierten Publikumsfonds.

Bottom-Up-Analysen und das Engagement sind essentielle Bestandteile nachhaltigen und wirkungsorientierten Investierens

Fazit

Das Thema nachhaltige Geldanlage steht heutzutage bei Investoren ganz weit oben auf der Agenda. Während der Fokus in der Vergangenheit fast ausschließlich auf der Aktienseite lag, machen sich die Anleger nun auch intensiv über die Integration von ESG-Aspekten auf der Rentenseite Gedanken. Aufgrund der vergleichsweise höheren Komplexität der Emittenten und der Kapitalstruktur im Anleihen-Segment stellt dies jedoch eine größere Herausforderung dar, die nur durch einen ganzheitlichen Nachhaltigkeitsansatz im Portfoliomanagement bewältigt werden kann.

Die nachhaltige Geldanlage im Rentenbereich ist mittlerweile mehr als nur „grün“. Das Anlagespektrum hat an Form und Facetten zugenommen, wodurch auch der Fokus immer stärker auf die positive Wirkung der Investments rückt. Um zum einen der Komplexität der Nachhaltigkeitsanalyse bei Anleihen gerecht zu werden und zum anderen die positive ökologische und soziale Wirkung der Investments zu identifizieren, ist die reine Anwendung von ESG-Daten externer Anbieter nicht ausreichend. Berenberg geht hier einen Schritt weiter. Wir ergänzen externe ESG-Beurteilungen um fundierte und vorausschauende Nachhaltigkeitsanalysen sowie durch die aktive Kommunikation und Diskussion von Nachhaltigkeitsgesichtspunkten mit den Emittenten. Erst dadurch sprechen wir im Rentenbereich von einer nachhaltigen und wirkungsorientierten Investition.

¹ Weitere Information hierzu finden Sie in Berenberg's ESG Office Studie: "ESG-Ratings: Die Small und Mid-Cap-Problematik"
https://www.berenberg.de/files/ESG%20News/Small%20Cap%20Bias_White%20Paper_Berenberg_DE.pdf



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie

AUTOREN



Christoph Mäder | Portfolio Manager Fixed Income

Ist zuständig für die Selektion von Anleihen mit Fokus auf das europäische Renten-segment und die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in der Anleiheanalyse.
+49 69 91 30 90-234 | christoph.maeder@berenberg.de



Robert Reichle, CFA, CQF | Leiter Fixed Income - Emerging Markets

Ist zuständig für die Selektion von Anleihen im Emerging Markets Segment und managt unter anderem den Publikumsfonds Berenberg Sustainable EM Bonds.
+49 40 350 60-8237 | robert.reichle@berenberg.de

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 14. August 2020

Die Index-Daten, auf die hier Bezug genommen wird, sind das Eigentum von ICE Data Indices, LLC, ihrer Tochterunternehmen („ICE Data“) und/oder ihrer Drittanbieter und wurden zur Verwendung durch Berenberg lizenziert. ICE Data und ihre Drittanbieter übernehmen keine Haftung im Zusammenhang mit ihrer Verwendung. Den vollständigen Text des Haftungsausschlusses finden Sie unter <https://www.theice.com/market-data/disclaimer>.

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- Monitor
- Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de