

ESG-Integration bei Unternehmensanleihen: Diese Fallstricke sollten Anleger vermeiden

Weltweit erhöhen Notenbanken die Zinsen. Für Investments in Unternehmensanleihen eröffnen sich somit wieder Chancen auf höhere Erträge. Bei der ESG-Integration in der Asset-Klasse Unternehmensanleihen müssen Investoren aber einige Fallstricke beachten. So gilt es aus unserer Sicht im Hinblick auf ESG-Kennzahlen zwischen den Asset-Klassen Aktien und Unternehmensanleihen zu differenzieren. Welche Punkte dabei zu beachten sind, analysieren wir in dieser Studie.

Die Ergebnisse auf einen Blick

- ESG-Ratings sollten für Unternehmensanleihen adjustiert werden.
- Das Auslaufen von Anleihekaufprogrammen der Zentralbanken dürfte die ESG-Qualität von Unternehmen wieder stärker in den Fokus rücken.

Nachhaltige Unternehmen refinanzieren sich günstiger

Die nachhaltige Ausrichtung der Kapitalanlage ist auf dem besten Weg, sich als Standard zu etablieren. Wurden 2020 weltweit bereits 36 % aller Vermögenswerte unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten investiert, könnten es bis 2030 unserer Einschätzung nach bereits 90 % sein.¹

Aktiengesellschaften, die sich mittlerweile als Vorbild in Sachen Nachhaltigkeit etabliert haben, profitieren bereits von einer steigenden Nachfrage nach den von ihnen ausgegebenen Wertpapieren. Diese verstärkte Nachfrage wirkt sich positiv auf die Bewertungsmultiplikatoren der Unternehmen aus, was implizit deren Kapitalkosten senkt.

Folglich gilt: Nachhaltig ausgerichtete Aktienemittenten refinanzieren sich günstiger als Nachzügler innerhalb derselben Branche. Dies ist ein Wettbewerbsvorteil, der wiederum eine steigende Anzahl von geplanten Projekten rentabel macht und so stärkeres Umsatzwachstum ermöglicht.

Vergleich: Aktien vs. Unternehmensanleihen

Je mehr das Geschäftsmodell nachhaltig ausgerichtet ist, desto besser schätzen potenzielle Investoren die Ertragslage eines Emittenten von Wertpapieren ein. Entsprechen positiv schätzen die Kapitalgeber dann das Ausfallrisiko ein.

Nachhaltige Geschäftsmodelle können damit Refinanzierungskosten bei Neuemissionen senken. Das Bonitätsprofil wird entsprechend in den Verschuldungskennzahlen gestärkt, insbesondere im Zinsdeckungsgrad (EBIT/Zinsaufwand). Bei Aktien führen nachhaltige Geschäftsmodelle zu höheren Bewertungsmultiplikatoren, wie das Kurs-Gewinn- oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis.

Wir beobachten, dass die Palette von Nachhaltigkeitsprodukten weiter stark wächst. Eine steigende Nachfrage nach grünen Anleihen und nach Anleihen mit Nachhaltigkeitsmerkmalen (sog. Sustainability-Linked Bonds) können für Unternehmen weitere Refinanzierungsvorteile ermöglichen.

Um ESG-Risiken zu messen, verwenden Anleger ESG-Ratings, zum Beispiel von Agenturen wie MSCI ESG Research. Zu beachten gilt, dass diese ein industrieadjustiertes ESG-Risiko messen, das auf einer Aktien-Industrieklassifikation beruht, z. B. dem Global Industry Classification Standard (GICS).

Aus unserer Sicht sollten folgende Aspekte beachtet werden, damit diese Ratings auch für die Einschätzung der ESG-Risiken von Unternehmensanleihen genutzt werden können:

¹ Global Sustainable Investment Alliance (GSIA): Investment Review 2020

ESG:strategie

- 1) Identifiziert ein industrieadjustierter ESG-Score bzw. ein daraus abgeleitetes ESG-Rating in ausreichendem Maß kurzfristige Risiken? Für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit stehen Investoren vor einem durch die Fälligkeit der Anleihe vorgegeben Zeitraum. Umso wichtiger ist die Frage, welche

ESG-Risiken kurzfristig innerhalb der Restlaufzeit auf den Emittenten wirken können. So könnte beispielsweise ein schwaches Management von Arbeitssicherheit kurzfristig zu hohen finanziellen Schäden in Form von Produktionsausfällen oder Entzug der Betriebserlaubnis führen. Im Gegensatz hierzu würden sich zum Beispiel steigende CO₂-Preise mittelfristig negativ auf die Kreditwürdigkeit auswirken.

- 2) Für die Konstruktion von Fixed-Income-Portfolios sind Fixed-Income-Sektoren relevant. Wird auf dieser Basis eine Industrieadjustierung vorgenommen oder werden Industrieklassifikationen genutzt, welche einen Aktienfokus besitzen?

Folgende Darstellung zeigt jeweils zwei Unternehmen derselben Branche (Sportbekleidung und Energieversorger). Es soll verdeutlicht werden, dass der industrieadjustierte ESG-Score nur eingeschränkt das absolute ESG-Risiko widerspiegelt.

Abb. 1: Absoluter ESG-Score vs. industrieadjustierter ESG-Score

| Unternehmen | Absoluter ESG-Score | Industrieadjustierter ESG-Score | MSCI ESG Rating |
|-----------------|---------------------|---------------------------------|-----------------|
| Adidas | 6,1 | 8,7 | AAA |
| Under Armour | 3,4 | 3,0 | BB |
| Orsted | 8,1 | 10,0 | AAA |
| Shenzhen Energy | 4,1 | 3,2 | BB |

Quellen: MSCI ESG Research, Metzler; Stand April 2022

Der absolute ESG-Score misst auf einer Skala von 0–10 wie das Unternehmen ESG-Risiken managt und Chancen nutzt, die sich in der Industrie ergeben. 10 stellt die beste Bewertung dar und 0 die schlechteste. Nach der absoluten Beurteilung von Risiken und dem Management von ESG-Themen (Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) wird ein gewichteter Durchschnitt auf Basis der Wesentlichkeit der Themenfelder berechnet. Dieser gewichtete Durchschnitt bildet den absoluten ESG-Risiko-Score. Durch eine Industrieadjustierung, in der vereinfacht dargestellt das absolut beste Unter-

nehmen eine 10 und das absolut schlechteste Unternehmen eine 0 erhält, wird der industrieadjustierte ESG-Score kalkuliert. Dieser wird in eine Bewertung von AAA bis CCC übersetzt. In dieser Skala stellt AAA das beste ESG-Rating dar, CCC das schlechteste.

Das Beispiel verdeutlicht, dass dem industrieadjustierten ESG-Rating von AAA im Falle von Adidas ein absoluter ESG-Score von 6,1 zugrunde liegt. Dieser ist um 25 % geringer als der absolute ESG-Score von 8,1 im Falle von Orsted, das ebenfalls mit AAA geratet ist. Somit sieht die ESG Research Agentur MSCI bei Adidas um 25 % höhere ESG-Risiken, was aus dem auf einem industrieadjustierten ESG-Score beruhenden Buchstabenrating nicht ersichtlich wird.

Weitere wichtige Faktoren für die Portfoliokonstruktion sind die Themen Zinssensitivität (Duration) und Risikoaufschlag.

Abb. 2: Gegenüberstellung am Beispiel des Pharma-Sektors

| Fixed Income Sektor | Konzern | ESG Fixed Income Score | Spread | Duration (Jahre) |
|---------------------|---------------|------------------------|--------|------------------|
| Pharma | Unternehmen A | 6,3 | 147,5 | 5,0 |
| Pharma | Unternehmen B | 3,9 | 95,0 | 4,9 |

Quellen: MSCI ESG Research, BoAML ICE, Metzler

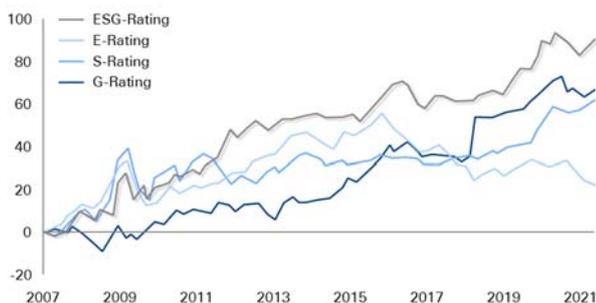
Um ESG-Vorbilder von ESG-Nachzüglern in Ihrer Vergleichsgruppe unterscheiden zu können, ist die Nutzung des für Fixed-Income-Investoren relevanten Fixed-Income-Sektors maßgeblich. Hier gibt es signifikante Unterschiede zwischen Unternehmensanleihen und Aktien. Sektoren wie Autokredit oder Leasing beispielsweise spielen für Aktieninvestoren eine geringe Rolle, sind jedoch im Markt für Unternehmensanleihen ein wichtiger Sektor. In einzelnen Fällen ist auch zu beobachten, dass identische Emittenten in unterschiedliche Sektoren eingestuft werden. Die Kalkulation eines industrie- oder sektoradjustierten ESG-Scores wird somit erschwert.

Während eine Differenzierung nach ESG-Ratings seit 2007 mit stetigen Überschussrenditen im europäischen Aktienmarkt einherging (siehe Abb. 3), zeigen unsere Analysen des Marktes für EUR-basierte Unternehmensanleihen keine signifikante strukturelle Differenzierung. Grundsätzlich sehen wir bei Unternehmensanleihen einen Zusammenhang auf der idiosynkratischen Ebene, also bezogen auf den jeweiligen Emittenten. Entsprechend kann eine stabilere Performance für den Investor

ESG: strategie

generiert werden. Das gilt insbesondere für die Risikoprämien, die Unternehmen für Fremdkapitalaufnahme bezahlen müssen. Darüber hinaus spiegelt sich dies in den ausstehenden Anleihen im Sekundärmarkt wider. Somit profitieren bereits in die Anleihe investierte Investoren von einer Reduzierung der Risikoprämie und Unternehmen von günstigeren Refinanzierungskosten. Die Asset-Klasse ist jedoch komplexer und der zugrunde liegende „risikolose“ Zins kann entscheidend für die Wertentwicklung sein, besonders in den Marktphasen mit geringen Risikoprämien. Zusätzlich kamen in den vergangenen Jahren weitere Faktoren hinzu, wie das Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB). Fundamentale Faktoren spielten entsprechend zeitweise eine untergeordnete Rolle.

**Abb. 3: Differenzierung der ESG-Ratings
Brutto-Überschussrendite* ESG-Vorbilder vs. ESG-Nachzügler, in %**



*Die Bruttoperformance ist die reine Performanceleistung, ohne Berücksichtigung sämtlicher auf Kundenebene anfallenden Kosten (z.B. Ausgabeaufschlag, individuelle Verwahrungsgebühren und Transaktionskosten).

Universum: MSCI Europe

Quellen: MSCI ESG Research, FactSet, Metzler

Unterschiedliche Käufer

Der entscheidende Grund für ein unterschiedliches Ergebnis zwischen Aktienmarkt und dem Markt für Unternehmensanleihen ist, dass die EZB in ihren Kaufprogrammen Anleihen von Unternehmen einschließt, Aktien jedoch nicht. Im direkten Vergleich mit ESG-Nachzüglern profitieren zwar EUR-Anleihen von ESG-Vorbil-

dern im Mittel von niedrigeren Renditeaufschlägen gegenüber „risikolosen“ Staatsanleihen. Anders als bei Aktien lässt sich im Rentenmarkt jedoch im Zeitverlauf kein Trend erkennen. Denn immer dann, wenn die Kapitalmärkte von Krisen erschüttert wurden, intervenierten die Zentralbanken und kauften Anleihen auf. Dies führte stets zu einer Verringerung des Risikoaufschlages der Anleihen von ESG-Nachzüglern gegenüber denen der ESG-Vorbilder, was die Differenzierung nach ESG-Ratings beeinflusst.

Fazit

Die Asset-Klasse Unternehmensanleihen rückt aufgrund der gestiegenen Zinsen wieder ins Blickfeld vieler Anleger. Um ESG-Kriterien zu integrieren ist unserer Ansicht nach eine Adjustierung der ESG-Kennzahlen nötig. Das Auslaufen der Anleihe-Kaufprogramme durch die Zentralbanken könnte dazu führen, dass – analog dem Aktienmarkt – ESG-Vorbilder auch im Rentenmarkt von günstigeren Refinanzierungskosten und fallenden Renditeaufschlägen profitieren können.

Als Fremdkapitalgeber hat der Anleiheinvestor insbesondere kurz- und mittelfristige ESG-Risiken im Blick, die eine Rückzahlung zur Fälligkeit der Anleihe gefährden können. Industrieadjustierte ESG-Scores und daraus abgeleitete Ratings greifen daher zu kurz. Durch die Bereinigung der Industrieadjustierung und Nutzung von Fixed-Income-Sektoren lässt sich dieses Manko ausgleichen.

ESG:strategie

Ihre Ansprechpartner

Sustainable Investment Office



Daniel Sailer
Leiter Sustainable Investment Office
Daniel.Sailer@metzler.com



Philipp Linke
ESG Reporting
PLinke@metzler.com



Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Sustainable Investment Office
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Daniel Sailer Telefon +49 69 2104-1627
Philipp Linke Telefon +49 69 2104-1105
sustainableinvestments@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Weitere Informationen
auf unserer Webseite:



Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH.
Information für professionelle Kunden – keine Weitergabe an Privatkunden.

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, der geltenden wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden. Metzler kann keine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben, dass eine Wertuntergrenze gehalten oder eine Zielrendite erreicht wird. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten können. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat.

Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden. Die Nachhaltigkeitsberichte und weitere Informationen zur CSR-Strategie der Metzler-Gruppe sind einsehbar unter www.metzler.com/konzern-nachhaltigkeit, Informationen zu Nachhaltigkeit bei Metzler Asset Management unter www.metzler.com/esg.

Dem Anleger steht das Recht auf eine Musterfeststellungsklage nach § 606 ZPO und auf Durchführung eines Ombudsverfahrens vor dem BVI zu. Es gilt das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG). Der grenzüberschreitende Vertrieb kann von Metzler jederzeit widerrufen werden.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Vielfalt ist uns wichtig: Daher legen wir Wert darauf und betonen ausdrücklich, dass wir mit unseren Informationen alle Menschen gleichberechtigt ansprechen. Wenn wir im Text männliche Bezeichnungen für Menschen und Positionen verwenden, dient das allein dazu, den Lesefluss für Sie zu vereinfachen.