CREDIT SPECIAL

14. Mai 2020

Corporate Schuldscheindarlehen – ESG prägt den Markt nachhaltig

AUTOR
Rainer Neidnig, CFA
Sustainable Finance & Rating Advisory
Telefon: 0 69/91 32-38 62
research@helaba.de

REDAKTION
Stefan Rausch
Leiter Credit Research

HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Der Markt für nachhaltige Finanzierungen wächst rasant. Während am Anleihemarkt der Green Bond dominiert, hat sich am Schuldscheinmarkt neben dem Grünen der Sustainability-linked Schuldschein etabliert. Im vergangenen Jahr lag das Volumen nachhaltiger Emissionen bereits bei 2,7 Mrd. EUR, was rund 10 % des Gesamtmarktes entsprach. Davon entfielen 1,9 Mrd. EUR auf Green und 0,8 Mrd. EUR auf Sustainability-linked Schuldscheine.

- Kernkomponente des auch ESG-linked Schuldschein genannten Finanzinstrumentes ist die Kopplung des Zinssatzes an einen Nachhaltigkeitsindikator. Dafür unterliegen die Emissionserlöse – im Gegensatz zum Grünen Schuldschein – keiner Zweckmittelbindung, sondern können für allgemeine Unternehmenszwecke verwendet werden.

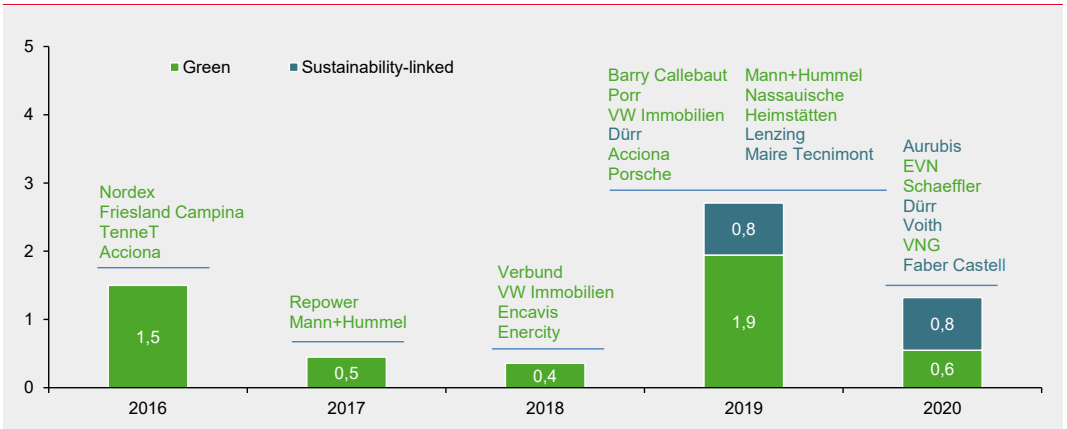
- Die Analyse der sieben bislang an den Markt gebrachten Sustainability-linked Schuldscheine lässt bereits ein klares Muster erkennen. So setzten Emittenten in aller Regel auf das Rating einer einzigen Nachhaltigkeitsagentur. Die Spannbreite des Zinsauf- beziehungsweise -abschlages lag bei +/-2 bis +/-10 Basispunkten, was in der Regel rund 3 % der Basismarge entsprach.

- Ein gemeinsames Merkmal von grünen und sustainability-linked Emissionen stellt der zusätzliche Aufwand dar, den Emittenten für die nachhaltige Ausgestaltung ihrer Finanzierung betreiben müssen – insbesondere für Debuttransaktionen. Führende Emissionshäuser haben dies erkannt und stehen ihren Kunden mit dezidierten Spezialisten aktiv zur Seite, um den Mehraufwand auf ein Minimum zu beschränken.

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

Green und Sustainability-linked Schuldscheine erfreuen sich wachsender Beliebtheit

Emissionsvolumen und Emittenten nachhaltig ausgestalteter Schuldscheintransaktionen (in Mrd. EUR; Stand: Mai 2020)



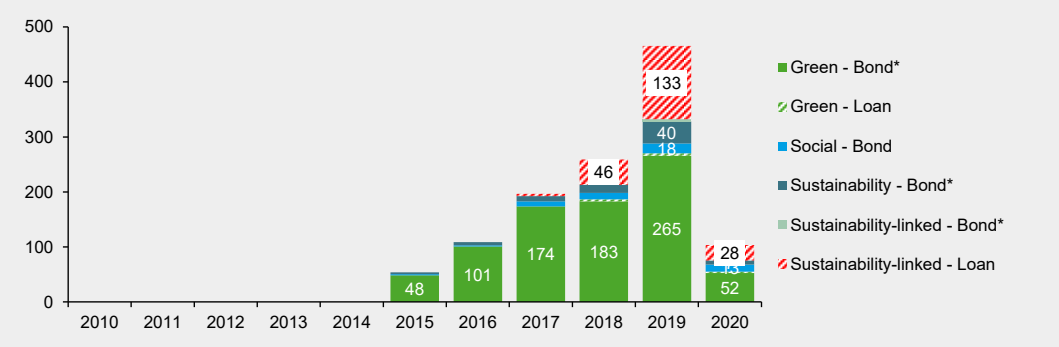
Quelle: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nachhaltige Finanzierungen werden zum Mainstream

Der Markt für nachhaltige Finanzierungen wächst rasant. Das Interesse an Sustainable Finance nimmt sowohl seitens der Investoren, als auch seitens der Emittenten weiter zu. Auch Covid-19 kann diese Dynamik nicht stoppen. Wir gehen vielmehr davon aus, dass sich der Trend zu einem umfassender gedachten, nachhaltigen Wirtschaften und Finanzieren durch die Corona-Krise weiter verstärkt. Am Anleihemarkt dominiert dabei mit dem Green Bond eine zweckmittelgebundene Finanzierungsform. Hier müssen die (re-)finanzierten Projekte einen im Sinne der Green Bond Principles klaren Umweltnutzen aufweisen. Seit vergangenem Jahr ist außerdem der Markt für nachhaltig ausgestaltete Konsortialkredite in vollem Schwung. Die Finanzmittel können hier in der Regel für allgemeine Unternehmenszwecke eingesetzt werden, unterliegen also im Gegensatz zum Green Bond keiner Zweckmittelbindung. Dafür ist der Zins dieser sogenannten Sustainability-linked Loans an ein oder mehrere Nachhaltigkeitsratings oder -indikatoren gekoppelt.

Vielfalt der Instrumente beflügelt Markt für nachhaltige Finanzierungen

Nachhaltig ausgestaltete Finanzierungen weltweit (in Mrd. USD; Stand: April 2020)



* inklusive Schuldscheintransaktionen
Quellen: BloombergNEF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Schuldschein verbindet Vorteile von Anleihe- und Kreditmarkt

Während am Bondmarkt und bei Konsortialkrediten jeweils eine klare Präferenz für eines der beiden Konzepte zu erkennen ist, haben sich am Schuldscheinmarkt grüne und sustainability-linked Emissionen nebeneinander etabliert. Dies eröffnet Unternehmen zwei interessante Optionen. Erstens erlaubt der Schuldscheinmarkt Gesellschaften, auch kleinere Projekte durch eine grüne Emission zu finanzieren. Die Mittel fließen dabei typischerweise in Investitionen für Erneuerbare Energien, Netzwerke, Energieeffizienz, Reduzierung des CO_2-Ausstoßes oder Elektromobilität. Zweitens ermöglicht der Sustainability-linked Schuldschein einer Vielzahl von Unternehmen aus unterschiedlichsten Branchen über die Zinskopplung an ein Nachhaltigkeitsrating, ihre Ambitionen in den Bereichen Environmental (E), Social (S) und Governance (G) zu unterstreichen.

Sustainability-linked bildet attraktive Alternative zu green

Während der Green Schuldschein eine ideale Plattform schafft, um das ökologisch nachhaltige Geschäftsmodell eines Emittenten oder den Umweltnutzen ausgewählter Investitionsvorhaben zu präsentieren, liegt die Stärke des Sustainability-linked Schuldscheins in seiner hohen Flexibilität, da er keiner Zweckmittelbindung unterliegt. Investoren wiederum wissen bei einem Green Schuldschein genau, welche Projekte sie finanzieren. Bei einem Sustainability-linked Schuldschein können sie hingegen davon ausgehen, dass der Kreditnehmer ernsthaft bestrebt ist, sein Nachhaltigkeitsprofil zu verbessern. Sollte sich dies verschlechtern, werden sie mit einem Zinsaufschlag entschädigt. So erfreuen sich beide Formate – Green und Sustainability-linked – zunehmender Beliebtheit, was sich auch in den zu beobachtenden Transaktionsvolumina niederschlägt. Im vergangenen Jahr lag das Volumen nachhaltiger Emissionen bereits bei 2,7 Mrd. EUR, was rund 10 % des gesamten Schuldscheinmarktes entsprach. Davon entfielen 1,9 Mrd. EUR auf Green und 0,8 Mrd. EUR auf Sustainability-linked Schuldscheine. Die größte Emission lag bislang bei 1 Mrd.

EUR (Porsche), die kleinsten bei 50 Mio. EUR (Encavis, Repower). Im laufenden Turnus setzt sich dieser Trend fort, und wir gehen davon aus, dass der Anteil von green und sustainability-linked Emissionen in den kommenden Jahren weiter steigt.

Klares Muster bei sustainability-linked Emissionen erkennbar

Die wesentlichen Stellschrauben des Sustainability-linked Schuldscheins sind die Höhe des Zinsauf- beziehungsweise -abschlages, die Auswahl der Bezugsgröße sowie die Bestimmung der Grenzwerte für den gewählten Indikator. Bei den sieben bereits erfolgreich platzierten beziehungsweise sich im Markt befindlichen Transaktionen lässt sich hierfür ein klares Muster erkennen. So setzten Emittenten in aller Regel auf das Rating einer einzigen Nachhaltigkeitsagentur. Die im Markt für Sustainablity-linked Loans zu findende Kombination von Ratings verschiedener Agenturen wurde gemieden und der Einsatz von konkreten ESG-Indikatoren (z.B. CO_2-Ausstoß oder Frauenanteil in Führungspositionen) bildet die Ausnahme. Dies entspricht dem Wesen des Schuldscheins als Finanzinstrument mit vergleichsweise schlanker Vertragsdokumentation und hält die Komplexität für Emittent und Investor überschaubar. Ein scheinbar uneinheitliches Bild zeigt die Höhe der Margen-Step-Up beziehungsweise Step-Down genannten Zinsanpassungen, die in Abhängigkeit von der Entwicklung des Nachhaltigkeitsratings vorgenommen werden. Die Spannbreite reicht hier bei +/- 2 Basispunkten bis +/- 10 Basispunkten. Setzt man den Step-Up/-Down jedoch in Relation zur Basis-Marge, zeigt sich auch hier ein wiederkehrendes Muster. So entspricht die Zinsanpassung in fast allen Fällen rund 3 % des Basis-Spreads der fünfjährigen Tranche. Dies halten Investoren wie Emittenten offenbar für eine angemessene Veränderung des Risiko-Rendite-Profils, falls sich der Kreditnehmer in puncto Nachhaltigkeit besonders gut oder schlecht entwickeln sollte. Kein klares Bild zeigt sich hingegen bei den Rating-Schwellenwerten, die eine Zinsanpassung auslösen. Dies dürfte vor allem an der unterschiedlichen Skalierung und Kategorisierung der Ratings durch die Agenturen liegen.

Ausstattungsmerkmale im noch jungen Markt für Sustainability-linked Schuldscheine ähneln sich

Sustainability-linlked Schuldscheintransaktionen

	Dürr	Lenzing	Maire Tecni-mont(1)	Faber-Castell	Voith	Dürr	Aurubis
Emissionsdatum	Jun. 19	Nov. 19	Dez. 19	Feb. 20	Feb. 20	Mrz. 20	Mai. 20
Emissionsvolumen (in Mio. EUR)	200	500	62,5	55	400	115	200
Ratingagentur	Ecovadis	MSCI	n.a.	IMUG	ISS ESG	Ecovadis	Ecovadis
Rating bei Close	51	A	n.a.	59	C+	55	68
Step-Up Ratingschwelle	40	< A	n.a.	49	< C+	40	56
Step-Down Ratingschwelle	62	> A	n.a.	69	> C+	62	80
Marge-Step-Up/Down (in Bp.)	+/- 2	+/- 2,5	+/- 10	+/- 2	+/- 2,5	+/- 2	+/- 5
Marge-Step-Up/Down (in % der Basis-Marge)(2)	2,9%	2,9%	4,3%	3,1%	3,3%	3,1%	3,1%

(1) Zinskopplung an CO_2-Reduktion; (2) bezogen auf 5-jährige Tranche (Annahme: Pricing am unteren Ende der Vermarktungsspanne)
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Arrangierende Banken minimieren Zusatzaufwand für Emittenten

Ein gemeinsames Merkmal von grünen und sustainability-linked Emissionen stellt – insbesondere für Debuttransaktionen – der zusätzliche Aufwand dar, den Emittenten für die nachhaltige Ausgestaltung ihrer Finanzierung betreiben müssen. So erfordert der Green Schuldschein ein sogenann-

tes Green Finance Framework, das u.a. die geplanten Investitionsprojekte beschreibt und darlegt, in welcher Form über die künftige Mittelverwendung Bericht erstattet wird. Zudem ist es marktüblich geworden, den grünen Charakter einer Emission durch eine sogenannte Second Party Opinion eines unabhängigen Dritten bestätigen zu lassen. Bei der sustainability-linked Emission hingegen steht das Rating im Vordergrund. Während große, börsennotierte Konzerne oft auf ein bestehendes Nachhaltigkeitsrating zurückgreifen können, müssen kleinere oder im Privateigentum befindliche Unternehmen dieses nicht selten erst in Auftrag geben. Für beide Dienstleistungen – Second Party Opinion und Nachhaltigkeitsrating – hat sich mittlerweile eine Handvoll am Markt anerkannter Agenturen etabliert. Allerdings gilt auch hier keinesfalls one-size-fits-all. So variieren die Bewertungsansätze ebenso wie die Kosten. An dieser Stelle kann die emissionsbegleitende Bank einen wichtigen Zusatznutzen stiften, indem sie hilft, das Green Finance Framework zu entwerfen oder die passende Nachhaltigkeitsagentur zu finden und den SPO- oder Ratingprozess aktiv begleitet. Führende Emissionshäuser haben dies erkannt und stehen ihren Kunden mit dezidierten Spezialisten aktiv zur Seite.

Führende Anbieter von Second-Party-Opinions und Nachhaltigkeitsratings

Ausgewählte Eckdaten

	Sustain-alytics	ISS ESG(1)	VigeoEiris / IMUG(2)	CICERO	Ecovadis	MSCI	S&P
Second Party Opinion	✔	✔	✔	✔	✖	✖	✔
Nachhaltigkeitsrating	✔	✔	✔	✔	✔	✔	✔
Hauptsitz	Amsterdam (NL)	Rockville (US)	Bagnolet (F) / Hannover	Oslo (NOR)	Paris (F)	New York (US)	New York (US)
Eigentürmer	Morning-star(3)	Genstar Capital(4)	69% Moody's(3)	Stiftung des Staates Norwegen	Manage-ment, Pri-vate Equity	börsen-notiert	börsen-notiert

(1) Übernahme von oekom in 2018, (2) IMUG ist der deutsche Netzwerkpartner von VigeoEiris; (3) börsennotiert; (4) Private Equity
Quellen: Unternehmensangaben, Helaba Volkswirtschaft/Research ■