Helaba

Im Fokus: Credits

14. Januar 2022

Sustainability im Schuldscheinmarkt auf dem Weg zum Standard



Yannick Ferber
Senior Advisor
Tel. 0 69/91 32-26 07

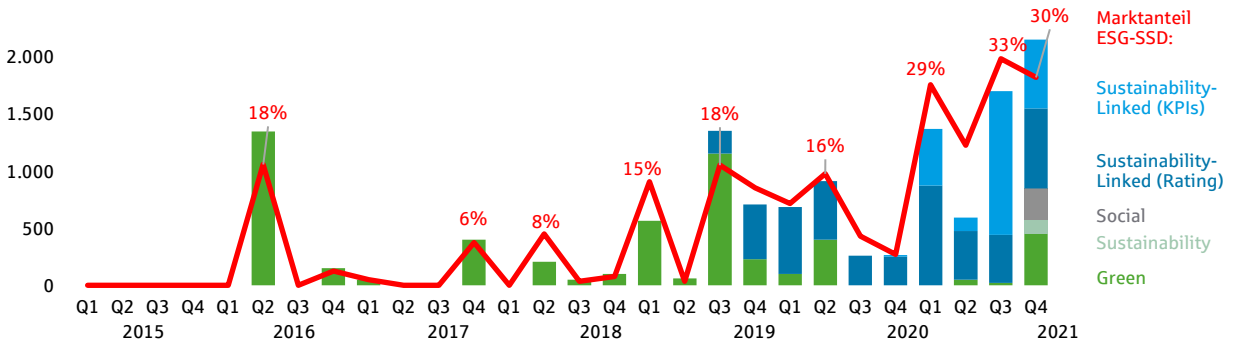
Nachhaltige Schuldscheinemissionen erreichten im Jahr 2021 ein Volumen von 5,8 Mrd. EUR. Damit lag der Marktanteil von Transaktionen mit zweckgebundener Mittelverwendung bzw. Zinskostenkopplung an Nachhaltigkeitsindikatoren bei 29 %. Wir erwarten, dass Emissionen mit ESG-Element im laufenden Jahr einen Anteil von mindestens 50 % erreichen und die Marke von 10 Mrd. EUR überschreiten. Immer mehr Emittenten entwickeln eine konkrete Nachhaltigkeitsstrategie und beziehen diese in ihre Finanzierung mit ein. Weitere Treiber sind das steigende Interesse der Investoren sowie die regulatorischen Rahmenbedingungen. Ein besonders starkes Wachstum erwarten wir bei Sustainability-Linked Emissionen, gefolgt von zweckgebundene Green und Social Schuldscheinen.

Blick in den Rückspiegel: 2021 bringt Durchbruch für Nachhaltigkeit im Schuldscheinmarkt

Anfang 2016, kurz nach der UN-Klimakonferenz in Paris 2015 (COP21), wurden erstmals Schuldscheine mit Nachhaltigkeitskomponenten ausgestattet. Nach einem fulminanten Auftakt – 1,35 Mrd. EUR Platzierungsvolumen in Q2 2016 – bewegten sich die Volumina zunächst auf einem überschaubaren Niveau. Eine zunehmende Dynamik war erst ab dem zweiten Halbjahr 2019 zu beobachten, wobei sich der Anteil von Sustainability-Linked Emissionen sukzessive erhöhte. Bei dieser Finanzierungsform sind die Zinskosten an eine gesamtheitliche Nachhaltigkeitsbewertung des Emittenten, etwa in Form von extern erstellten Ratings, und/oder an konkrete Nachhaltigkeitskennzahlen gekoppelt. Im Gegensatz zu zweckgebundenen Green/Social/Sustainability Schuldscheinen kann über die eingeworbenen Mittel jedoch frei verfügt werden, was von den Emittenten angesichts der häufig begrenzten Anzahl an grünen oder sozialen Projekten als wichtiger Vorteil gewertet wird. Das Jahr 2021 brachte den Durchbruch für ESG im Schuldscheinmarkt: Das Interesse an Nachhaltigkeitsthemen – sowohl seitens der Emittenten, als auch der Investoren – wurde nicht zuletzt durch das Inkrafttreten der EU Taxonomie-Verordnung sowie der Corona-Krise beflügelt. Das Volumen nachhaltig ausgestalteter Schuldscheindarlehen stieg auf 5,8 Mrd. EUR. Ihr Marktanteil verdreifachte sich auf 29 %. Dabei dominierten Sustainability-Linked Transaktionen mit einem Anteil von mehr als 80 %.

Dynamische Entwicklung von ESG-Schuldscheinen seit Q3 2019

Emissionsvolumen* von Schuldscheindarlehen mit Nachhaltigkeitselement in Mio. EUR bzw. Marktanteil in %



*Basierend auf Valutadatum

Quelle: Helaba Research & Advisory

Zu den Highlights des Jahres 2021 gehörte die erstmalige Begebung eines Social Corporate Schuldscheins durch den schwedischen Gesundheitsdienstleister Medicover, die den Markt für zweckgebundene Emissionen mit sozialer Ausrichtung eröffnete. Für eine weitere Innovation sorgte die Nassauische Heimstätte, eine der führenden Wohnungsgesellschaften in Deutschland: Mit ihrem Sustainability Schuldschein wurden erstmals sowohl grüne Investitionen für energieeffizientes Wohnen als auch soziale Investitionen für bezahlbares Wohnen finanziert.
Bei den Sustainability-Linked Transaktionen setzte Faurecia neue Akzente. Der größte französische Automobilzulieferer nutzte bei der Zinskopplung nicht das bislang bei Schuldscheinen übliche Bonus/Malus-Konzept, sondern erstmals das im Anleihemarkt gängige „Step-up only" Konzept. Hier greift eine Zinserhöhung im Falle einer Verfehlung vorab definierter Nachhaltigkeitsziele. Das Erreichen der Ziele führt dagegen nicht zu einer entsprechenden Zinsreduktion. Seitens der Investoren wurden Transaktionen mit ESG-Bezug insgesamt sehr gut aufgenommen, gelten Firmen mit einer guten Unternehmensführung und geringeren Nachhaltigkeits- und Reputationsrisiken doch als stabile Investments mit geringer Anfälligkeit für exogene Störungen.[1] Dies lässt sich auch am Verhältnis von Platzierungssumme zu anfänglichem Emissionsvolumen ablesen: Im Vergleich zu klassischen (Ø 1,6-faches Upsizing) konnten Green/Social/Sustainability Transaktionen ein leicht überdurchschnittliches Upsizing von 1,7-fach und Sustainability-Linked Schuldscheine sogar von 1,9-fach verbuchen.[2]

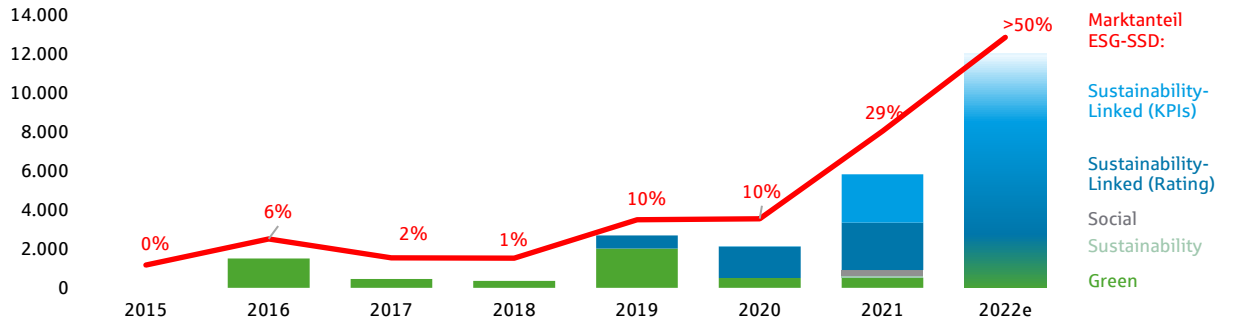
Ausblick 2022: Megatrend Nachhaltigkeit treibt Marktanteil von ESG-Transaktionen über 50 %

Die Transformation des Finanzsystems gewinnt weiter an Fahrt. Dies liegt nicht zuletzt an politischen Entscheidungen, wie jüngst auf der UN Klimakonferenz in Glasgow 2021 (COP 26), wo erstmals konkrete Schritte zur Umsetzung des Pariser Klimaabkommens unter Einhaltung wissenschaftlicher Erkenntnisse vereinbart wurden, oder im Rahmen des EU Green Deals. Zudem steigen bei den Investoren die regulatorischen Anforderungen: So hat etwa die European Banking Authority (EBA) Maßnahmen zur Begrenzung von Klimarisiken bei Finanzinstituten und umfangreiche Berichterstattungspflichten vorangetrieben. Auch kapitalsuchende Unternehmen sehen sich mit steigenden regulatorischen Anforderungen konfrontiert. Sie werden künftig nicht nur darüber berichten müssen, inwieweit ihre Umsätze und Investitionen im Einklang mit der EU Taxonomie stehen, sondern im Rahmen der geplanten Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) auch wesentlich umfangreicher über ihr ESG-Profil.

Gleichzeitig gewinnt das Thema Nachhaltigkeit durch den sich vollziehenden Generationenwechsel in den Führungsebenen der Unternehmen und Finanzinstitute stetig an Bedeutung. Vor diesem Hintergrund erwarten wir in Summe einen nochmaligen deutlichen Anstieg bei Anzahl und Volumen von Schuldscheinemissionen mit Nachhaltigkeitselement. Konkret gehen wir davon aus, dass im Jahr 2022 der Anteil der Schuldscheine mit einer Zinskopplung an ESG-Kennzahlen oder ESG-Ratings sowie der zweckgebundenen nachhaltigen Emissionen insgesamt mehr als 50 % des Marktvolumens betragen werden. Insgesamt dürfte damit die Marke von 10 Mrd. EUR Platzierungsvolumen überschritten werden. Gerade bei großvolumigen Emissionen gehen wir davon aus, dass Transaktionen mit ESG-Element überwiegen.

Wahrscheinlich weiterer Anstieg des ESG-Marktanteils in 2022

Emissionsvolumen* von Schuldscheindarlehen mit Nachhaltigkeitselement in Mio. EUR bzw. Marktanteil in %



*Basierend auf Valutadatum

Quelle: Helaba Research & Advisory

[1] Vgl. Helaba-Studie „**ESG-Umfrage unter Schuldschein-Investoren: Nachhaltige Emissionen stoßen auf positive Resonanz**" vom 28.01.2021

[2] Basierend auf einer Auswertung von mehr als 110 Transkationen im Jahr 2021. Als Upsizing wird der Quotient von finalem Emissionvolumen und Startvolumen bezeichnet.

Neue Berichtspflichten als Katalysator für weiteres Wachstum bei Sustainability

Aus unserer Sicht war für viele Emittenten eine noch nicht explizit ausformulierte Nachhaltigkeitsstrategie bzw. eine fehlende Nachhaltigkeitsberichterstattung mit konkreten und extern geprüften ESG-Kennzahlen bisher einer der Hauptgründe von einer Sustainability-Linked Finanzierung Abstand zu nehmen. Wir erwarten, dass die CSRD mit ihren deutlich erweiterten Berichterstattungspflichten hier als Katalysator wirken wird. In Vorbereitung auf diese Regulierung dürften zahlreiche Unternehmen bereits das laufende Jahr nutzen, um ihr Nachhaltigkeits-Reporting zukunftsfit zu machen und konkrete ESG-Ziele im Einklang mit der Unternehmensstrategie zu definieren. Damit wird der zusätzliche Aufwand für eine Sustainability-Linked Emission drastisch reduziert. Vor diesem Hintergrund erwarten wir insbesondere bei KPI-Linked Transaktionen ein sehr dynamisches Wachstum im Jahr 2022. Gleichzeitig werden aber auch ESG-Ratings weiterhin eine Rolle spielen, da sich nicht in allen Branchen geeignete ESG-Kennzahlen finden lassen oder die wichtigsten Nachhaltigkeitsthemen nur schwer zu quantifizieren sind. Zudem könnte die ganzheitliche Betrachtung eines Unternehmens und die Bewertung durch einen unabhängigen Dritten insbesondere für kontroverse Branchen oder Unternehmen in einer Transformationsphase eine Alternative zu konkreten KPIs darstellen. Nicht zuletzt sind die Agenturen, die ESG-Ratings vergeben, bestrebt, die Anzahl der bewerteten Unternehmen zu steigern. Interessant wird dabei zu beobachten sein, inwiefern sich hybride Strukturen mit einer Mischung aus konkreten KPIs und externen Ratings etablieren.

Snapshot CSRD

Bereits seit 2017 sind große kapitalmarktorientierte Unternehmen, Versicherungen und Kreditinstitute durch die EU-Richtlinie zur CSR-Berichterstattung „Non-Financial Reporting Directive“ (NFRD) dazu verpflichtet, über nichtfinanzielle Aspekte zu berichten. Mangelnde Vergleichbarkeit und Relevanz verhinderten jedoch bisher eine effektive Berichterstattung. Am 21. April 2021 hat die Europäische Kommission daher einen Vorschlag zur Anpassung vorgelegt.[3]

Kern ist eine Erweiterung der Berichtspflichtigen: Nach dem im April 2021 vorgelegte Richtlinienentwurf der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) sollen innerhalb der EU alle großen Unternehmen (Bilanzsumme > 20 Mio. EUR / Nettoumsatzerlöse > 40 Mio. EUR) ab 250 Mitarbeitern (bisher 500) entsprechende Kennziffern für das Geschäftsjahr 2023 vorlegen[4] sowie ab 2026 alle kapitalmarktorientierten kleinen und mittleren Unternehmen (mit Ausnahme von Kleinstunternehmen). Während bisher etwa 500 Unternehmen in Deutschland berichtspflichtig waren, dürfte sich diese Zahl durch die neuen Kriterien schätzungsweise verzehnfachen. In der EU werden durch die Regelung rund 50.000 Unternehmen berichtspflichtig.[5]

Außerdem ist eine Erweiterung der Berichtsinhalte vorgesehen: Neben der Harmonisierung mit den Umweltzielen der Taxonomie, einer verbindlichen Veröffentlichung im Lagebericht und einer Pflicht zur externen Prüfung (Limited Assurance) wird das Prinzip der doppelten Materialität eingeführt. Künftig müssen Unternehmen also sowohl wesentliche nachteilige Auswirkungen der eigenen unternehmerischen Tätigkeit auf Nachhaltigkeitsbelange (Inside-out) als auch wesentliche Nachhaltigkeitsrisiken auf den eigenen Geschäftserfolg (Outside-in) darstellen.

Mehr „Step-up only“ bei Zinskopplung wahrscheinlich

Bislang wurde bei Sustainability-Linked Emissionen eine Zinskopplung in Form eines Bonus/Malus-Systems von zuletzt meist +/- 5 Basispunkten genutzt. Je nach Zielerreichung erhöhen bzw. reduzieren sich bei diesem Konzept die Zinsen. Im Anleihemarkt haben sich hingegen Zinskopplungsstrukturen durchgesetzt, welche lediglich zu einer Kuponerhöhung im Falle einer Zielverfehlung führen. Bei diesen „Step-up only“-Strukturen ist somit keine Kuponreduktion im Falle einer Zielerreichung vorgesehen. Sollten klassische Anleiheemittenten dem Beispiel von Faurecia folgen und wieder vermehrt auf dem Schuldscheinmarkt auftreten, ist zu erwarten, dass sie bewusst auf einen Step-down verzichten, um eine Ungleichbehandlung von Anleihe- und Schuldscheininvestoren zu vermei-

[3] Der Entwurf wurde am 21. April 2021, der Berichtsentwurf mit Änderungsvorschlägen am 16. November 2021 veröffentlicht. Nach ihrer Verabschiedung auf EU-Ebene muss die Richtlinie bis zum 01. Dezember 2022 in nationales Recht umgesetzt werden.
[4] Als „große Unternehmen“ gelten dabei alle Unternehmen sobald zwei der drei Kriterien (Bilanzsumme, Nettoumsatzerlöse oder Zahl der Beschäftigten) erreicht werden.
[5] Basierend auf Schätzungen von PWC und KPMG

den. Diese Entwicklung könnte sich in der Breite fortsetzen, wenn offen kommunizierte, quantifizierbare Nachhaltigkeitsziele auch für nicht börsennotierte und mittelständische Unternehmen zum Standard werden und die Erreichung dieser Ziele von den Investoren erwartet wird.

Externe Referenzen immer wichtiger, SPOs für Sustainability-Linked bleiben aber Ausnahme

Bei der Zinskopplung an konkrete ESG-Kennzahlen nutzen die meisten Emittenten bislang ein bis fünf Indikatoren. Während die Auswahl der Kennzahlen – häufig mit Bezug auf CO2-Emissionen, Ressourcenschonung und Diversität – meist naheliegend ist und durch die in der Nachhaltigkeitsberichterstattung enthaltene Wesentlichkeitsanalyse substantiiert werden kann, gestaltet sich die Frage nach ausreichend ambitionierten Zielsetzungen oft schwieriger.

Wir gehen deshalb davon aus, dass Unternehmen verstärkt ihre wichtigsten Nachhaltigkeitsziele einer externen Validierung unterziehen oder an wissenschaftlich fundierten und anerkannten Referenzwerten orientieren. Dies dürfte unabhängig davon geschehen, ob diese Zielwerte für eine Finanzierung genutzt werden, da sich das Thema Nachhaltigkeit auch im operativen Geschäft für viele Emittenten zunehmend zum Wettbewerbsfaktor entwickelt. Beispielhaft sei hier genannt, dass immer mehr Unternehmen eine Validierung ihrer CO2-Reduktionsziele durch die Science Based Targets Initiative (SBTi) anstreben, welche überprüft, ob die jeweiligen Ziele mit einer Eingrenzung der Erderwärmung von deutlich unter 2,0 °C bzw. 1,5 °C im Einklang stehen. Auch eine Orientierung an den technischen Screening-Kriterien der EU Taxonomie könnte künftig eine wichtige Rolle einnehmen – insbesondere für Sektoren, die sich in einer Transformationsphase befinden. Gleichwohl gehen wir davon aus, dass der Ambitionsgrad der in Schuldscheinen genutzten ESG-Zielwerte auch weiterhin meist nicht durch eine sogenannte Second Party Opinion (SPO) eines sachkundigen, unabhängigen Dritten bestätigt wird. Dies ist im Anleihemarkt zwar Standard – für kleinere und mittlere Emissionsvolumina sind die damit verbundenen zusätzlichen Kosten und der nicht unerhebliche Aufwand unseres Erachtens nach aber eine zu große Hürde. Daher erwarten wir, dass die meisten Sustainability-Linked Emissionen mit Kennzahlenbezug auch künftig ohne SPO begeben werden. Eine Ausnahme hiervon dürften Transaktionen von Unternehmen bilden, die aufgrund ihrer Aktivität im Anleihemarkt auf eine SPO einer bestehenden Emission zurückgreifen können.

Auch das Volumen zweckgebundener Emissionen wird steigen

Parallel zu dem starken Anstieg von Sustainability-Linked Emissionen, erwarten wir im laufenden Jahr ein Anziehen des Volumens zweckgebundener Finanzierungen von dem zuletzt vergleichsweise niedrigen Niveau. Die zunehmende Klarheit über die konkrete Ausgestaltung der EU Taxonomie - die de facto einen Katalog grüner Investitionen definiert - und die Übung im Umgang mit ihr sollten das absolute Transaktionsvolumen von grünen Schuldscheinen wieder anschieben. Zudem dürfte die Nachfrage nach zweckgebundenen Emissionen seitens der Investoren hoch bleiben, da sie die bestmögliche Transparenz bei der Mittelverwendung bieten und Taxonomie-konforme Anlagen auch bei der Berechnung der Green Asset Ratio (GAR)[6] vorteilhaft sind.

Snapshot Sustainability-Linked Schuldschein von Faurecia

Der französische Automobilteilehersteller Faurecia hat im November 2021 Sustainability-Linked Schuldscheine in einem Gesamtvolumen von rund 700 Mio. Euro begeben. Die Transaktion ist Teil der Finanzierung zur Akquisition des deutschen Automobilzulieferers Hella GmbH & Co KGaA und die bisher größte internationale Sustainability-Linked Emission. Die Kennzahlen und Zielwerte richten sich nach der ambitionierten CO2-Reduktionsstrategie von Faurecia: Konkret wurde ein Step-up von 10 Basispunkten p.a. für die längeren Laufzeiten vereinbart, sofern es dem Unternehmen nicht gelingt, (i) seine CO2-Intensität (gemessen an Scope 1 und 2 Emissionen in Relation zum Umsatz) bis 2023 im Vergleich zu 2019 um 20 % zu reduzieren und (ii) seine absoluten CO2-Emissionen (Scope 1 und 2) bis 2025 im Vergleich zu 2019 um 80 % zu senken. Da sich durch die Akquisition von Hella der CO2-Fußabdruck des Unternehmens maßgeblich verändern wird, besteht für Faurecia die Option, diese Ziele entsprechend zu rekalibrieren. In diesem Fall müssen die neuen Ziele von der SBTi erneut validiert und von Faurecia öffentlich kommuniziert werden. Die Transaktion weicht von dem im SSD-Markt bislang üblichen Step-up/-down System bei der ESG-Zinskopplung ab, da Faurecia bewusst auf einen Step-

[6] Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) hat am 1.3.2021 eine Stellungnahme zur Offenlegung von Informationen durch Kreditinstitute und Wertpapierfirmen veröffentlicht. Die wichtigste vorgeschlagene KPI ist die Green Asset Ratio (GAR), welche Vermögenswerte der Institute identifiziert, die Taxonomie-konforme Aktivitäten finanzieren.

down bei der Erreichung seiner strategischen CO2-Reduktionsziele verzichtet hat. Auch ansonsten orientierte sich die Transaktion stärker als bisher im Schuldscheinmarkt üblich an den Anforderungen des Anleihemarktes: Die relevanten Kennzahlen und Zielwerte sind in einem öffentlich zugänglichen Sustainability-Linked Finance Framework erläutert. Dieses Framework wurde von Faurecia so gestaltet, dass in seinem Rahmen nicht nur eine zeitlich parallel platzierte Anleihe von 1.2 Mrd. EUR, sondern auch die Schuldscheinemission dargestellt werden konnte. Zudem bestätigt die SPO der Nachhaltigkeitsagentur ISS ESG den Ambitionsgrad der Reduktionsziele und die Übereinstimmung des Frameworks mit den Sustainability-Linked Bond Principles.

Social Impact gewinnt mittelfristig an Bedeutung

Aktuell haben bereits die meisten Unternehmen ihren ökologischen Fußabdruck und damit die Säule „Environmental“ auf dem Radar. Das Thema „Sozialer Impact“ ist bislang jedoch eher im Hintergrund geblieben. Ein Grund mag die ungleich komplexere Definition und Messung dieses Faktors sein. Die International Capital Market Association (ICMA) definiert Sozialanleihen beispielweise als Anleihen, die zu dem Zweck ausgegeben werden, ausschließlich in soziale Projekte zu investieren, die unmittelbar auf die Lösung oder Milderung eines bestimmten sozialen Problems und/oder Erzielung positiver sozialer Ergebnisse einzahlen, insbesondere, aber nicht ausschließlich, für eine oder mehrere Zielgruppen.[7]

Die Europäische Kommission hat sich die Stärkung dieser Säule auf die Fahnen geschrieben. Aufbauend auf der EU Taxonomy erarbeitet eine Expertengruppe in Auftrag der EU aktuell eine entsprechende Social Taxonomy.[8] Mit einer großen Bandbreite, die von der Bereitstellung essenzieller Infrastruktur, über den Gesundheits- und Bildungsbereich bis hin zur Schaffung von bezahlbarem Wohnraum reicht, könnten Social Schuldscheine nicht nur für klassische Corporates, sondern insbesondere auch für kommunalnahe Unternehmen interessant sein und dürften spätestens bei der Veröffentlichung der Social Taxonomy an Bedeutung zunehmen.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Autor: Yannick Ferber
Helaba Research & Advisory

Redaktion: Stefan Rausch

verantwortlich
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 0 69/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

Disclaimer

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.

[7] **ICMA: Social Bond Principles**
[8] **Draft Report by Subgroup 4: Social Taxonomy, Juli 2021**