

Jenseits der Green Bonds:

Eine nachhaltige Zukunft
für IG-Anleihen oder
Unternehmensanleihen?



JULI 2024

Marketing-Dokument



Über die Autoren.

Dany da Fonseca, CFA

Senior Portfolio Manager



Dany da Fonseca ist seit 2022 Senior Portfolio Manager und Credit Analyst im Investment-Grade-Credit-Team von Candriam.

Davor war Dany als Credit Portfolio Manager bei Amundi Asset Management tätig, wo er ESG-Strategien mitverwaltete und mitentwickelte, sowie als Risikoanalyst bei Amundi Pioneer in den USA.

Er hat einen Master-Abschluss in Management von der ESSEC Business School und einen Master-Abschluss in Ingenieurwesen von der ESTP Paris. Seit 2021 ist er CFA Charterholder.

Vincent Compiègne

Deputy Global Head of ESG Investments & Research



Vincent ist seit 2019 Deputy Global Head of ESG-Investments & Research bei Candriam. Er kam 2017 als Senior Analyst im ESG-Investments- und Research-Team zum Unternehmen.

Seit 2007 ist er in der Finanzdienstleistungsbranche tätig, unter anderem bei AXA IM als SRI-Analyst für die Sektoren Transport und Industriegüter, wo er die Entwicklung und das Follow-up von Green Investments überwacht hat, darunter die Green Bonds der AXA Group und AXA IM. Weiterhin war er bei ERAFP tätig, Frankreichs erstem hundertprozentigen SRI-Pensionsfonds, sowie bei Bloomberg.

Vincent hält einen Master in Economics and Finance von der Sorbonne (Frankreich).

Patrick Zeenni, CFA

Head of Investment Grade & Credit Arbitrage



Patrick Zeenni, CFA, ist seit 2019 Head of Investment Grade & Credit Arbitrage Management. Zuvor war er seit 2011 Deputy Head of High Yield & Credit Arbitrage Management.

Bevor er 2009 zu Candriam kam, begann er seine Karriere 1995 im Bereich Bond Origination bei der Société Générale und wechselte ein Jahr später zur Bayerischen Landesbank als Leiter des Bereichs Anleihen und Derivate. Im Jahr 2003 wurde er Senior Credit Fund Manager bei Candriam.

Patrick hat einen Master-Abschluss in Finance and Financial Markets der Universität Paris Dauphine. Seit 2010 ist er CFA-Charterholder.

Inhalts-

verzeichnis.

Zusammenfassung 04

**Unsere ESG-Philosophie:
Transparenz und Analyse** 06

**Einsatz eines besonderen
ESG-Ansatzes auf
den Credit Marketst** 10

Nachhaltige Performance 24

**Fazit : Nachhaltige
Performance** 31

**Hauptrisiken der Strategie der
nachhaltigen Euro IG** 32

**Anhang: Candriams
nachhaltiges Anlageuniversum** 34

Anmerkungen & Referenzen 36

Zusammenfassung.

Ein nachhaltiger Plan für Investitionen in europäische *investment grade*-Anleihen.

//

Wir sind der Überzeugung, dass Unternehmen, die sich den Chancen und Herausforderungen der Nachhaltigkeit in Kombination mit den finanziellen Chancen und Herausforderungen stellen, am ehesten Wert schaffen können.

-Wim van Hyfte, Global Head of ESG Investment & Research

Die neuen europäischen Transparenzvorschriften, die Einführung neuer Anleihetypen mit nachhaltigen "Eigenschaften" und neue Risikotypen begleiten den Weg hin zu Euro-Investment-Grade-Anleihen und stellen uns vor neue Herausforderungen – aber auch vor neue Chancen. Auch wenn eine gewisse Transparenz begrüßenswert ist und den nachhaltigen Markt in Europa stärken wird, ist die europäische Regulierung komplex. Der Finanzsektor macht 35 % des Euro-Benchmark-Index aus, was eine besondere Wachsamkeit gegenüber diesen oft undurchsichtigen und globalen Unternehmensbilanzen erfordert.

Wenn diese erhöhte Transparenz, wie wir erwarten, das Interesse an der Nachhaltigkeit auf den europäischen Rentenmärkten steigert, wird dies auch die Notwendigkeit einer sorgfältigen Fundamentalanalyse und Risikobewertung erhöhen. Sie sollte aktiven und analytischen Anlegern Performance-Chancen bieten. Die IG-Anleihen sind asymmetrisch, d. h. diejenigen, die in der Lage sind, Risiken vorherzusehen und einzuschätzen und Bonitätsausfälle zu vermeiden, werden belohnt. Governance, ein non-financial Faktor, ist seit langem ein Indikator für die Bonität. Wir sind überzeugt, dass weitere außer-finanzielle Faktoren, einschließlich ökologischer und sozialer Faktoren, bereits zur Bewältigung von Verlustrisiken beitragen.

Wir berücksichtigen sowohl außer-finanzielle Faktoren als auch den Ausschluss bestimmter Unternehmen und Sektoren. Bestimmte Sektorausschlüsse beruhen auf einer starken Überzeugung, die vielleicht sogar den Märkten voraus ist, denn manche ESG-Labels fordern dies bereits. Vergleicht man die Sektorkorrelationen bei europäischen Aktien mit denen bei europäischen Anleihen, so zeigt sich, dass sich die Sektoren bei IG-Anleihen so eng aneinander bewegen, dass das viel diskutierte Potenzial für sektorale Verzerrungen bei IG-Anleihen weniger ausgeprägt ist.

Der Net-Zero-Pfad wird wahrscheinlich nicht nur ein finanzielles, sondern auch ein außer-finanzielles Risiko darstellen, wenn man den Kommentaren des jährlichen Davos-Forums glaubt. Wir zeigen, warum wir überzeugt sind, dass der CO₂-Fußabdruck des Portfolios ein wichtiger Schritt zu einer konkreteren Messung des wirtschaftlichen Risikos ist. Welche Chancen ergeben sich? Für Investoren, die in den Tiefen des gewerblichen Immobilienmarkets "fischen", können Green Buildings ein Indikator dafür sein, welche Objekte weniger kostspielig in der Instandhaltung sind und eher von einer steigenden Auslastung profitieren werden. Auch bei den Bankschulden könnte es mehr Gewinner und Verlierer geben, wenn in Europa ein "Klimakapitalpuffer" eingeführt wird.

Neue GSS-Formate – Green Bonds, Social Bonds, Sustainable Bonds und an Nachhaltigkeit gebundene Anleihen – bieten nicht nur neue Möglichkeiten für nachhaltige Anleger, sondern auch zusätzliche Informationen und Transparenz für alle Anleger, da die Emittenten immer mehr aussagekräftige Kennzahlen liefern, die für ihre jeweiligen Modelle erforderlich sind. Werden diese Anleihen mit einem Aufschlag oder als "Greenium" verkauft? Manchmal. Ein weiteres Kriterium für die Entwicklung und Überwachung.

Mehr Transparenz, mehr Komplexität, mehr Chancen der Risikobewertung und -kontrolle, mehr Möglichkeiten für aktives Management und vor allem mehr Bedarf an fundamentaler Analyse.

Wir sind davon überzeugt, dass sowohl die wirtschaftliche als auch die nachhaltige Performance bald im Vordergrund der Euro IG-Portfolios stehen werden.



Unsere ESG-Philosophie: Transparenz und Analyse.

Der ESG-Rahmen bei Candriam

Da wir seit langem von den wirtschaftlichen Vorteilen der Nachhaltigkeit überzeugt sind, integrieren wir ein gewisses Maß an ESG-Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) in alle unsere Anlageprozesse und insbesondere in unsere nachhaltigen Anlagestrategien.

Das Umfeld für nachhaltige Investment-Grade-Anleihen in Europa ist heutzutage komplex und erfordert in jeder Phase die höchstmögliche ESG-Selektivität.

- **Die europäischen Bestimmungen sind komplex** und lassen jedem Asset Manager einen gewissen Interpretationsspielraum. Um den Anforderungen der Gesetzgeber, der Investoren und unseren eigenen Erwartungen gerecht zu werden, muss ein "Artikel 9"-Produkt¹ in jeder Phase auf einem soliden ESG-Auswahlprozess basieren, um sowohl die vorab veröffentlichten Key Performance Indicators (KPIs) zu erreichen als auch entsprechend auszuweisen. Einige nationale Nachhaltigkeitsiegel, wie das französische Label ISR und das belgische Febelfin, fordern zunehmend eine sektorbezogene Ausschlusspolitik. In diesem Umfeld wird es für die Managern leichter sein, die bereits über solche Methoden verfügen und sich auf eine kontinuierliche Präzisierung einstellen.
- **Auf den Finanzsektor entfallen satte 35%² des Referenzindex.**³ Angesichts dieser Gewichtung innerhalb der Benchmark sind wir der Meinung, dass unsere ESG-Analyse für diesen Bereich besonders solide sein muss. Es ist schwierig, Finanzunternehmen zu identifizieren, die eine klare Strategie zur Erzielung positiver ökologischer oder sozialer Ziele haben – aber es ist eine Voraussetzung, um sich nach dem derzeitigen Rechtsrahmen zu qualifizieren. Wie groß ist das Risiko der Finanzierung, des Underwritings oder anderer Faktoren in Bezug auf fossile Brennstoffe? Wie hoch ist die Belastung durch umweltfreundliche Aktivitäten? Wie sieht die Umweltstrategie des Unternehmens aus, z. B. Ausstieg aus der Kohleförderung, unkonventionellem Öl und Gas usw.? Auf Basis unserer eigenen fundamentalen Analyse der einzelnen Unternehmen stimmen nur sieben der 17 Finanzinstitute in unserem europäischen Universum mit unserer Candriam-Environmental Assessment überein.
- **Die Versorgungsunternehmen tragen 11 % zur Benchmark bei, jedoch 25-30 %⁴ zu globalen CO-Emissionen.**² Auch in diesem Sektor legen wir besonderen Wert auf die Rolle der ESG-Analyse. Es reicht nicht aus, den Anteil von Kohle und Gas an der Stromerzeugung eines

Versorgungsunternehmens zu berechnen. Wir müssen nicht nur wissen, wie die Investitionsausgaben für Solar-, Windkraft- und andere aufstrebende Technologien aufgeteilt werden, sondern auch, wie jedes Unternehmen sein CO₂/Kwh-Ziel, seine Ziele für die Emissionen der Bereiche 1 und 2 und seine Ziele für den künftigen Energiemix der Stromerzeugung erreichen wird. Und wie hoch ist das Risiko „Stranded Assets“?

- **Green Bonds sind nicht so simple – und auch nicht so grün.** Nachhaltige Anleihen, einschließlich Green Bonds, Social Bonds, Sustainability Bonds und nachhaltigkeitsgebundene Anleihen, sind von weniger als 30 Mrd. Euro im Jahr 2015⁵ bis Dezember 2023 auf 3,3 Trd. Euro angewachsen, wovon 1,8 Trd. Euro von Euro-Unternehmen ausgegeben werden. Bei jeder Emission müssen wir sicherstellen, dass die Verwendung der Erträge transparent ist.

Wir bei Candriam sind der Ansicht, dass nicht nur die Anleihe ein ökologisches oder soziales Projekt unterstützen sollte, sondern dass auch das emittierende Unternehmen unserem ganzheitlichen ESG-Ansatz entsprechen muss. Bleibt das Risiko bestehen, wenn die Anleihe ein qualifiziertes „Green“-Projekt unterstützt, der Mutteremittent aber nicht in eine nachhaltige Richtung geht? Wir denken schon – das macht die nachhaltige Anleihe für uns zu einem No Go .

Integration und sektorbezogene Ausschlüsse

Seit 2009 hat Candriam seine offizielle und sorgfältig durchdachte Ausschlusspolitik für Aktivitäten, die aufgrund ihrer Risiken für die Umwelt und die Gesellschaft Risiken für Investitionen darstellen, kontinuierlich aktualisiert. Wir wenden einige Ausnahmen auf alle unsere Investitionen an, während für unsere nachhaltigen Prozesse zusätzliche Ausnahmen gelten. In allen Bereichen unseres nachhaltigen Ansatzes berücksichtigen wir sowohl die Bedeutung als auch die Folgen.

Diese Ausschlüsse können umstritten sein. Nehmen wir das Beispiel Erdgas. Erdgas wird als Hilfsmittel für die Energiewende gesehen. Candriam schließt Unternehmen mit mehr als 5 % der Einnahmen aus konventionellem Öl und



Nach Angaben von BNP Paribas sind 100 Mrd. EUR in Investment-Grade-Fonds mit SRI-Label angelegt. Wie werden sich die (negativen) Auswirkungen auf die Spreads in diesem Sektor auswirken, wenn die Fonds ihre Anteile abgeben müssen? Laut Financial Times wird der französische Ölkonzern TotalEnergies von 161 Fonds mit dem SRI-Label gehalten, die in Summe 2,4 Mrd. Euro ausmachen, was 1,6 % der Marktkapitalisierung des Unternehmens entspricht.

Gas von allen Investitionen aus. (Das Szenario der Internationalen Energieagentur (IEA) besagt, dass zur Erreichung der Klimaziele für 2050 alle neuen Investitionen in fossile Brennstoffe ab jetzt eingestellt werden müssen).

Wir unterscheiden zudem zwischen konventionellen und unkonventionellen Produzenten – z. B. Fracking. Angesichts der Tatsache, dass nicht alle Projekte kurzfristig realisiert werden können, akzeptieren wir ein geringes Risiko von 5%. Doch aufgrund der hohen Kohlenstoff- und Wasserintensität unkonventioneller Projekte wird jedes Unternehmen, das ein neues unkonventionelles Öl- oder Gasprojekt startet, ausgeschlossen.

Auch die europäischen Fondssiegel verschärfen ihre Anforderungen. Das belgische Label *Toward Sustainability* (ehemals *Febelfin*) vertritt seit seiner Gründung die Auffassung, dass bestimmte Sektoren nicht mit ESG-Strategien vereinbar sind oder zumindest nicht ohne stichhaltige Begründung oder ESG-bezogene Anleihen aufgenommen werden sollten. Ende 2023 wurde das französische Label ISR aktualisiert, um die am schlechtesten bewerteten Emittenten auszuschließen und ab 2025 Kohle, unkonventionelle Kohlenwasserstoffe und neue Projekte im Bereich der fossilen Brennstoffe auszuschließen – was effektiv den gesamten Öl- und Gassektor ausschließen wird.

Mit der Weiterentwicklung von Technologien und Gesellschaften ändert sich auch unser Ansatz. Einen Einblick, wie wir Aktivitäten bewerten, erhalten Sie in unserer [Candriam Exclusion Policy](#).

Transparenz stärkt den Markt

Die zunehmende Transparenz in der Unternehmensberichterstattung und in der Berichterstattung der Finanzakteure an Investoren und andere, beschleunigt den Nachhaltigkeitstrend, vielleicht sogar noch schneller im Bereich Fixed Income.

Vor allem in Europa gibt es eine Reihe langfristiger Bemühungen verschiedener Interessensgruppen, an denen unter anderem auch Investoren und Regierungen beteiligt sind, die jetzt zum Tragen kommen. Die wichtigste davon ist unseres Erachtens die Meldepflicht für Unternehmen in der EU CSRD. Zusammen sollten sie unserer Meinung nach einen Synergieeffekt haben.

- **Die Corporate-Sustainability-Reporting-Richtlinie (CSRD)** der Europäischen Union ist ein entscheidender Schritt. Seit 2024 müssen Unternehmen in Europa zum ersten Mal ausführlich, umfassend und testiert über Nachhaltigkeitskennzahlen und ESG-Maßnahmen berichten. Es werden umfassende, ausführliche und prüfbare Daten für Investoren und andere bereitgestellt.
- **Die Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)**, ein weiteres Instrument der EU-Bemühungen im Bereich Sustainable Finance, verpflichtet Investmentmanager dazu, dass sie Unternehmen auf Portfoliobasis für ihre Anlagekunden vorlegen. Unter anderem bietet sie den Anlegern Transparenz über die Nachhaltigkeitsaspekte von Finanzprodukten und -portfolios.

- **Die EU Green Bond Standards (EuGB)** werden bis Ende 2024 verschärft und sind für alle Emittenten verpflichtend, die die Bezeichnung European Green Bond oder EuGB verwenden möchten. Die Transparenz, die Green, Social und Sustainability Bonds bieten, hat nicht nur zu einem beeindruckendem Wachstum dieses immer noch kleinen Sektors geführt, sondern steigert auch das Interesse an und das Bewusstsein für Nachhaltigkeit für alle festverzinslichen Wertpapiere.

Diese deutliche Verbesserung der Transparenz für Unternehmen, Investoren und Finanzakteure ist ein entscheidender Fortschritt für alle. Diese Initiative konzentriert sich auf vorausschauende Daten und nicht auf zurückliegende Daten, insbesondere auf zukunftsorientierte Dekarbonisierungspläne von Unternehmen.

Zusammen sorgen die CSRD und die SFDR für Transparenz bei nachhaltigen Investitionen und für eine effektivere Zusammenarbeit mit Emittenten.

Wir gehen davon aus, dass diese erhöhte Transparenz das Interesse an Nachhaltigkeit auf den europäischen Märkten für festverzinsliche Wertpapiere steigern wird. Sie erfordert auch die Notwendigkeit einer sorgfältigen fundamentalen Analyse und Risikobewertung. Diese Entwicklungen sind von Dauer und werden sich weiterentwickeln.

Weitere Informationen über unseren ESG-Rahmen finden Sie im [Anhang](#).

Einsatz eines besonderen ESG-Ansatzes auf den Credit Marketst.

Wir sind der festen Überzeugung, dass die fundamentale Analyse von außerfinanziellen Faktoren das Verständnis für Chancen und Risiken verbessern kann. Bei IG-Anleihen führt die asymmetrische Natur der Anleiherenditen dazu, dass wir uns auf die Vorteile der Risikoanalyse konzentrieren.

Hilft die ESG-Analyse bei der Einschätzung von Bonitätsausfällen?

Wir sind der Meinung, dass die Bonitätsanalyse wesentlich von der Berücksichtigung der sogenannten außerfinanziellen Indikatoren profitiert. Seit wann bewerten Investoren und Kapitalgeber das Management und die Governance-Struktur eines Emittenten? Sagt Ihr ältestes Banklehrbuch nicht, dass es nicht nur darauf ankommt, ob der Kreditnehmer *seine Schulden zurückzahlen kann*, sondern ob er auch *die Absicht hat* ?

Governance-Faktoren: Denken Sie an die Unternehmensführung der Banken, insbesondere an ihre undurchsichtigen Bilanzen. Durch mangelhafte interne Risikokontrollen wurde in vielen Fällen eine übermäßige Risikobereitschaft ermöglicht. Trotz zahlreicher (externer) Bestimmungen kann eine schwache interne Kontrolle denjenigen, die in Bankschuldentitel investieren, immer noch zum Verhängnis werden. Angesichts des Zusammenhangs zwischen dem Vertrauen in die Banken und ihrer Bonität, ganz zu schweigen von der Rolle der Banken bei der Finanzierung der Gesamtwirtschaft, kann sich ein Mangel an interner Kontrolle in diesem Sektor auf die Anleihenmärkte insgesamt auswirken, auch für diejenigen, die nicht in das jeweilige Unternehmen investiert haben. Fehlende Kontrolle hat zu auffälligen Ereignissen auf dem Anleihemarkt geführt, wie z. B. der Übernahme der Banca Monte dei Paschi di Siena durch den italienischen Staat und der von der Schweizer Regierung unterstützten Übernahme der Credit Suisse durch die UBS.

Soziale Faktoren: LAußer-finanzielle Faktoren wie faire Arbeitsbedingungen haben während der Covid-19-Pandemie die Aufmerksamkeit der Investoren auf sich gezogen. Die Qualität der Mitarbeiter ist ein zentraler Faktor für die Dienstleistungsqualität und ein Hauptkostenfaktor für Dienstleistungsunternehmen wie Teleperformance. Dieses weltweit tätige Kunden-Callcenter hat sowohl Auszeichnungen für die Mitarbeiter erhalten als auch Diskussionen über die Personalpolitik ausgelöst – unserer Meinung nach spiegeln die Anleihekurse diese Reputationsrisiken wider (Abbildung 1). Wie ist das zu sehen? Wir betrachten hier zwei Aspekte: die Fundamentalanalyse der außer-finanziellen Faktoren und eine mehrjährige Beschäftigung mit dem Unternehmen.

Abbildung 1:

Das "S" in ESG: Spreads von Teleperformance-Anleihen

Das kolumbianische Arbeitsministerium hat im November 2022 eine Untersuchung der Arbeitsbedingen veranlasst.



Candriam kann Anteile an den in diesem Dokument genannten Unternehmen halten oder gehalten haben. Positive oder negative Anmerkungen zu ihren ESG-Faktoren dienen der Veranschaulichung, geben nicht unsere vollständige Meinung zu den Wertpapieren wieder und stellen keine Empfehlung dar.

Quelle: Bloomberg®, Candriam. Z-Spread in Basispunkten.

Einen detaillierteren Einblick in unser Engagement und unsere Analyse des Unternehmens finden Sie in unseren Fallstudien [Juli 2020](#) und [Februar 2023](#) über Teleperformance.

Der Net-Zero-Pfad bietet Risiken und Chancen

Der Klimawandel ist ein greifbares und wesentliches Risiko für Anleihen. Extreme Wetterereignisse waren im Global Risks Report des Weltwirtschaftsforums für das Jahr 2024 das am häufigsten genannte globale Zehnjahresrisiko. Der Weg zu Net-Zero wird holprig, aber notwendig sein, und das Verständnis der Emittenten gegenüber dem Klimawandel ist eine wichtige außer-finanzielle Kennzahl.

Mehr von Candriam finden Sie unter [On the Green Brick Road to Net Zero](#).

Es gibt Möglichkeiten. Angesichts des asymmetrischen Charakters festverzinslicher Produkte ist das Verständnis der strategischen Fragen und der zeitlichen Abläufe von zentraler Bedeutung für das Verständnis der Risiken und Auswirkungen in bestimmten Sektoren und für die Auswahl der richtigen Emittenten. Zu den wichtigsten Sektoren gehören die Automobilindustrie, die Luftfahrt und die Banken:

Der Automobil-Sektor kann zusätzlich zu seinen klassischen Bonitätsmerkmalen der Investitionsintensität und der wirtschaftlichen Sensibilität die Faktoren Klimawandel und Klimaregulierungen berücksichtigen. Nach Angaben der Internationalen Energieagentur (IEA) trägt der Automobilsektor weltweit zu etwa einem Viertel aller energiebedingten Treibhausgasemissionen bei, wovon die Hälfte auf Personenkraftwagen entfällt. Angeführt von Europa und China führen Regierungen in aller Welt immer strengere Emissionsvorschriften ein. Da Unternehmen aus Gründen der Kosteneffizienz weiterhin globale Plattformen nutzen, werden sich die strengen Vorschriften in Europa und China weltweit auswirken.

Im Hinblick auf das künftige Verbot von Verbrennungsmotoren müssen die Automobilhersteller bereits jetzt strenge Emissionsvorschriften für den Flottenverkauf erfüllen, die voraussichtlich noch weiter verschärft werden. Die Automobilhersteller, die sich traditionell auf effizientere Verbrennungsmotoren konzentrieren, müssen sich zunehmend auf neue Hybridtechnologien und vollelektrische Fahrzeuge verlassen. Doch in welchem Tempo wird der aufwändige und kostenintensive Übergang stattfinden? Und wie wird der Weg aussehen?

Die Nichteinhaltung der Emissionsziele zieht nicht nur kostspielige Bußgelder nach sich, sondern bringt den Automobilhersteller auch einen Wettbewerbsnachteil, da wir uns dem Stichtag 2035 in Europa nähern. Staatliche Klimainitiativen können auch einen Wettbewerbsvorteil schaffen, wenn die von vielen gefürchtete Welle wettbewerbsfähiger, technologisch fortschrittlicher chinesischer Elektrofahrzeuge an den europäischen Märkten anrollt. .

Für den Luftverkehr steht sehr viel auf dem Spiel, da die Kohlenstoffemissionen (etwa 2,5 % der globalen CO₂ Emissionen) schwer zu reduzieren sind und es noch einige Zeit dauern wird, bis nachhaltiger Flugkraftstoff (Sustainable Aviation Fuels = SAF) oder bahnbrechende Technologien wie Wasserstoff praktikabel werden. Laut der SBTi-Datenbank hat keine der großen europäischen Fluggesellschaften ein Klimaziel vorgelegt, das ehrgeizig genug wäre, um die globale Erderwärmung auf 1,5°C über dem vorindustriellen Niveau zu begrenzen.

Laut McKinsey hat die Branche ihre Kraftstoffeffizienz zwischen 2005 und 2019 um etwa 39 % verbessert, doch der weltweite Anstieg der Emissionen hat diese Effizienzgewinne bei weitem übertroffen. Trotz



Le changement climatique est un risque tangible et matériel pour les obligations. Les "événements météorologiques extrêmes" étaient le risque mondial le plus important sur dix ans dans le rapport 2024 du Forum économique mondial sur les risques mondiaux.

Investitionen in effizientere Flugzeuge und betriebswirtschaftliche Maßnahmen steht zu befürchten, dass die politischen Entscheidungsträger – insbesondere in Europa – Bestimmungen einführen, die den Sektor schrumpfen lassen könnten.

Die Fluggesellschaften setzen stark auf SAF, das nach Schätzungen der IATA die CO₂-Emissionen um 24 % bis 70 % reduzieren könnte. Derzeit ist SAF dreimal so teuer wie herkömmliches Kerosin und macht nur 0,1 % der weltweiten Flugzeugtreibstoffvolumens aus. Die Umstellung ist mit erheblichen Herausforderungen verbunden, wie wir in unserem Candriam-Papier, [Green Innovations: Biofuels](#).

Diejenigen Unternehmen, die bereits intensiv in die Lieferkette investieren, werden am ehesten in der Lage sein, SAF erfolgreich einzuführen. Angesichts der steigenden Kosten könnte dieser Übergang die Konsolidierung innerhalb des Sektors, insbesondere unter den europäischen Fluggesellschaften, beschleunigen.

Die Banken stehen vor bedeutenden Veränderungen. Die Aufsichtsorgane, insbesondere die EZB, haben sich dafür ausgesprochen, dass die Banken das Klimarisiko berücksichtigen und transparenter werden müssen. Im Mai 2024 kündigte die EZB ihre ersten Geldbußen für mehrere Banken an, weil sie es "seit langem versäumt haben, sich mit den Auswirkungen des Klimawandels auseinanderzusetzen".⁸ Die Bestimmungen schreiben vor, dass Banken einschätzen müssen, ob sie wesentlichen Risiken ausgesetzt sind oder sein werden, und dies in ihren Kapitalrücklagen widerspiegeln müssen.

In derselben Woche veröffentlichte die EZB ein bahnbrechendes Whitepaper mit dem Titel "[Designing a Macroprudential Capital Buffer for Climate-Related Risks](#)". **Könnte dieses Whitepaper zu einem "Klimakapitalpuffer" für europäische Banken führen?**

Die Prämisse des EZB-Papiers ist, dass eine beschleunigte Energiewende notwendig ist, aber könnte sich negativ auf einige Bonitätsprofile auswirken. Die EZB entwickelte ein Modell der Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default, PD), das Energiepreise, Spillover-Effekte, Verschuldung und Rentabilität berücksichtigt. Dieses Modell deutet darauf hin, dass eine beschleunigte Umstellung zu einem vorübergehenden Anstieg der Strompreise und einer erhöhten finanziellen Hebelwirkung für nachhaltige Investitionen führt, was zu höheren Bonitätsausfällen für Haushalte und insbesondere für Unternehmen führen könnte. Das Modell verdeutlicht auch die Wahrscheinlichkeit einer deutlichen Differenzierung zwischen den Bewertungen der Banken in Bezug auf das Klimarisiko.

Angesichts der zunehmenden Überschneidung von Finanzstabilität und ökologischer Nachhaltigkeit könnte die Einführung eines "Klimakapitalpuffers" unserer Meinung nach sowohl unmittelbar bevorstehen als auch substantiel sein. In dem Dokument werden zusätzliche Kapitalanforderungen von bis zu 200 Punkten für bestimmte Institute aufgeführt. Sollte dies der Fall sein, könnte dies für die betroffenen Banken zu einem Problem werden.

CO₂-Fußabdruck des Portfolios: Warum messen und dokumentieren?

Der CO₂-Fußabdruck eines Portfolios misst nicht nur die CO₂-Auswirkungen der Strategie, sondern auch das Kohlenstoffrisiko:

- **Finanzierungsrisiko:** par exemple, que les investisseurs exigent une prime carbone
- **Finanzierungsrisiko :** Änderungen der Kundenpräferenzen, negative Nachrichten usw.
- **Risiko von Stranded Assets :** Kosten für die Anpassung kohlenstoffintensiver Produkte oder sogar Anlagen, Ausrüstungen und andere Vermögenswerte, die durch Marktveränderungen wertlos geworden sind
- **Politisches Risiko:** zum Beispiel die Einführung von CO₂-Steuern.

Der Zusammenhang zwischen CO₂-Fußabdruck und CO₂-Risiko

Um die Bedeutung eines CO₂-Fußabdrucks für ein wirtschaftliches Kohlenstoffrisiko zu demonstrieren, führen wir eine Sensitivitätsanalyse der CO₂-Preise durch.

Da politische Entscheidungsträger weltweit nach Strategien zur Begrenzung der Treibhausgasemissionen suchen, ist ein weithin diskutierter Ansatz die Bepreisung von Kohlenstoff, um den Produzenten zu helfen, die Kosten der externen Effekte in die Produktionskosten einzubeziehen, anstatt diese Kosten dem Klima und dem Steuerzahler aufzubürden.

Das 2005 eingeführte EU-Emissionshandelssystem (EU EHS) ist mit der Einführung einer Quote führend in diesem Bereich. Das Cap-and-Trade-System legt einen Höchstwert für die Treibhausgasemissionen der betroffenen Anlagen fest, wobei der zulässige Grenzwert mit der Zeit abnimmt. Den Teilnehmern werden Zertifikate zugeteilt, die zum Ausstoß einer Tonne CO₂ äquivalent (tCO₂e) berechtigen.

Unternehmen, die ihr Kontingent überschreiten, müssen zusätzliche Emissionsrechte kaufen, während andere ihre überschüssigen Berechtigungen verkaufen können, wodurch ein Markt entsteht. Derzeit weist das EU-EHS den Rechten einen Geldwert von 66,6 € pro Tonne aus

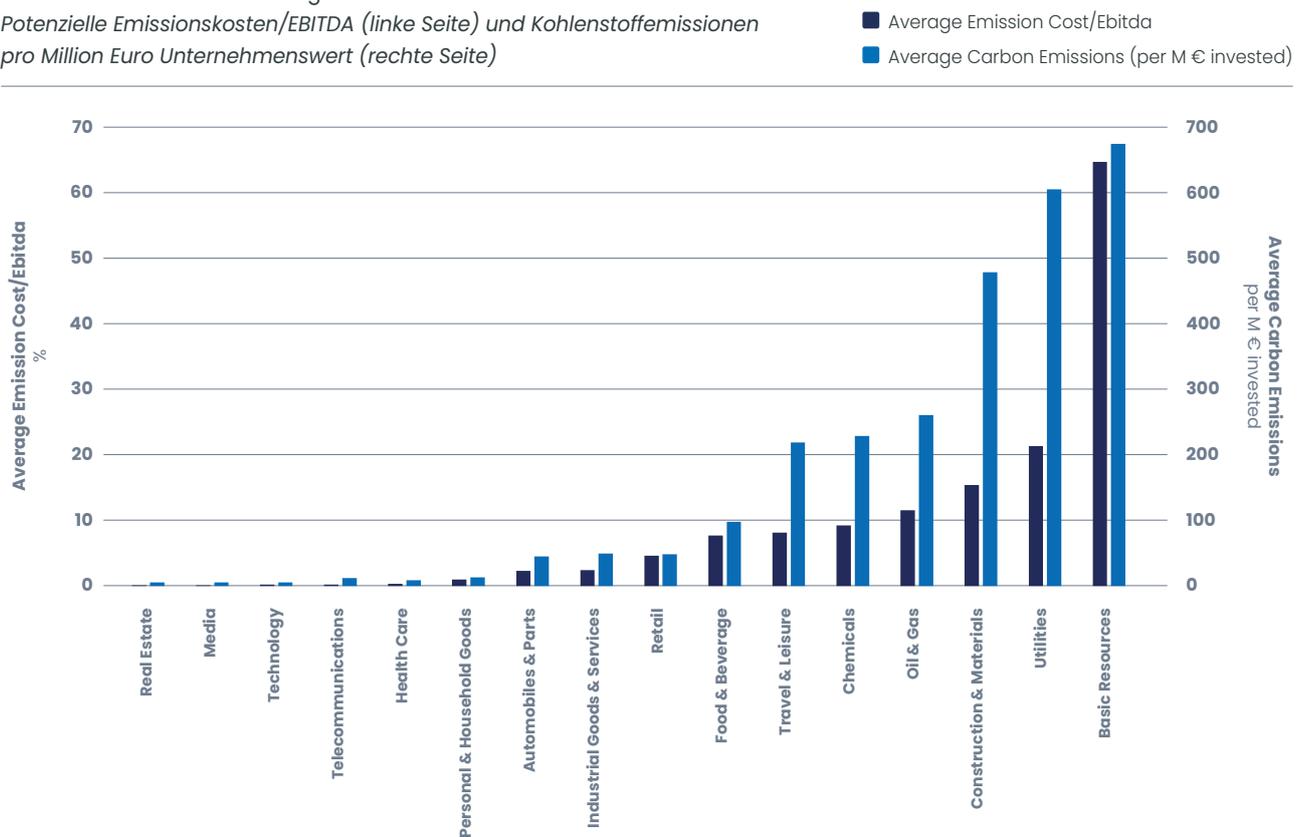
Dies hilft den Anlegern bei der Analyse des wirtschaftlichen Risikos und der Empfindlichkeit eines Emittenten gegenüber Kohlenstoff. Wenn plötzlich alle Emissionen explizit bepreist würden und wir davon ausgehen, dass der Kohlenstoffpreis in der Nähe des heutigen EU-EHS-„Handelspreises“ für Kohlenstoff liegt, wie würde sich das auf die Margen und die Bonität der einzelnen Emittenten auswirken?

Die Ergebnisse nach Sektoren sind besonders auffällig.

Abbildung 2:

Emissionen nach Industriezweigen

Potenzielle Emissionskosten/EBITDA (linke Seite) und Kohlenstoffemissionen pro Million Euro Unternehmenswert (rechte Seite)



Quelle: Candriam, iBoxx, Trucost, Bloomberg.

Dies veranschaulicht die Empfindlichkeit der Emittenten gegenüber einer möglichen CO₂-Steuer und zeigt, dass einige Emittenten dramatische Auswirkungen erleiden könnten. In einigen kohlenstoffintensiven Sektoren mit niedrigen Margen, wie z. B. in der Rohstoffindustrie, könnte die CO₂-Steuer mehr als die Hälfte des durchschnittlichen EBITDA betragen. Wenn diese Steuer Teil der Betriebskosten ist, haben wir festgestellt, dass 20 Unternehmen im Euro IG-Anlageuniversum EBITDA-Rückgänge von mehr als 30 % verzeichnen würden! Diese Unternehmen, die etwa 5 % des iBoxx ausmachen, sind stark in den Bereichen Kohle, biologische Chemikalien, Zementproduktion sowie Papier und Verpackung tätig.

Auf Emittentenebene sollte die Analyse des CO₂-Risikos nicht nur den aktuellen Fußabdruck, sondern auch die Positionierung jedes Unternehmens in Bezug auf das Szenario des sektoralen Dekarbonisierungsansatzes (SDA), seine künftigen Dekarbonisierungsbemühungen und andere

Elemente umfassen. Unter den Emittenten, die einen schlechten CO₂-Fußabdruck aufweisen, gibt es Unterschiede in den Strategien, die aus ESG-Sicht unbedingt zu berücksichtigen sind.

Aus diesem Grund ziehen wir es vor, das CO₂-Fußabdruck-Risiko als "systemrelevantes" CO₂-Risiko und auf Portfolioebene zu betrachten.

Das CO₂-Budget: Wir glauben, dass der CO₂-Fußabdruck auf Portfolioebene ein guter Indikator für das "CO₂-Beta" eines Portfolios sein kann, d. h. für die Empfindlichkeit des Portfoliowertes gegenüber Kohlenstoffemissionen.

Angesichts der finanziellen Risiken, die mit dem Net-Zero-Umstieg verbunden sind, empfehlen wir **nachhaltigen Portfolios ein unterdurchschnittliches Beta für das Kohlenstoffrisiko. Wir schlagen einen Zielwert für das CO₂-Beta von 0,7 vor, d. h. 30 % unter dem Wert des Marktes.** Dieser Zielwert entspricht auch den Schwellenwerten vieler Benchmarks der EU-Klimabenchmark-Verordnung.

Innerhalb dieses Budgets und eines nachhaltigen Universums liegt es im Ermessen des Fondsmanagers, ob er Emittenten mit einem hohen aktuellen CO₂-Fußabdruck einbezieht, wenn diese Emittenten ein

starkes Potenzial für eine zukunftsorientierte Dekarbonisierung aufweisen.

Was ist ein Carbon Footprint?

Treibhausgase (THG), einschließlich Kohlendioxid (CO₂), Methan (CH₄) und Distickstoffoxid (N₂O), haben unterschiedliche Auswirkungen auf die Wärmespeicherung in der Atmosphäre, können aber auf einer Skala von CO₂ Äquivalenten in metrischen Tonnen (tCO₂e) festgelegt werden. Der so genannte Carbon Footprint ist ein Maß für die Auswirkungen eines Emittenten oder einer Anlage auf die Konzentration dieser Gase in der Atmosphäre. Um die Emissionen im Verhältnis zur Unternehmensgröße zu vergleichen, werden sie häufig in tCO₂e pro Million Euro Umsatz oder pro Million Euro Unternehmenswert ausgedrückt. Die Verwendung der letztgenannten Kennzahl ermöglicht es Investoren, die relativen Auswirkungen der Unternehmensverschuldung zu bewerten und sie mit einer Benchmark zu vergleichen.

Die THG-Emissionen werden in drei Bereichen betrachtet:

- Scope 1 : Direkte Emissionen aus eigenen oder kontrollierten Quellen.
- Scope 2 : Indirekte Emissionen aus der Erzeugung von zugekaufter Energie.
- Scope 3 : Alle anderen indirekten Emissionen, die in der Wertschöpfungskette des berichtenden Unternehmens entstehen, einschließlich Lieferanten, Endverbraucher und Entsorgung. Sie ist am schwierigsten und subjektivsten zu messen.

Scope 1 und 2 haben den Vorteil, dass sie den Fußabdruck messen, der auf die direkten Aktivitäten des Unternehmens zurückzuführen ist, und dass sie vergleichbar sind.

Zum Vergleich: Der Carbon Footprint des iBoxx Euro Corporate beträgt 72,9 (tCO₂e) pro Million Euro Unternehmenswert.

Neue Anleiheformen vergrößern das Angebot an Möglichkeiten für verantwortungsbewusste Anleger.

Transparenz und Auswirkung für Investoren: GSS-Anleihen

Green, Social und Sustainability Bonds(GSS)- Anleihen sind „Vanilla Debt Instruments“, die speziell zur Finanzierung von Projekten mit positiven Auswirkungen auf die Umwelt, die Gesellschaft oder einer Mischung aus beidem ausgegeben werden. Diese Anleihen stellen einen kleinen, aber einflussreichen Teil des Marktes dar, mit einem aktuellen Gesamtvolumen von 3 Trd. Euro, was etwa 16 % des gesamten Euro IG-Universums entspricht.

Im Rahmen der ICMA-Leitlinien verpflichten sich die Emittenten dieser Anleihen gegenüber den Anlegern auf der Grundlage von vier Säulen:

- **Verwendung des Erträge:** Die Erträge müssen in eine klar definierte Anzahl von nachhaltigen Projekten investiert werden, z. B. in die Infrastruktur für erneuerbare Energien, Energieeffizienzinitiativen, nachhaltige Verkehrssysteme und Klimaanpassungsmaßnahmen.
- **Projektauswahl:** Zur Auswahl der Projekte muss ein striktes Verfahren und eine Governance-Struktur eingerichtet werden.
- **Verwaltung von Erträgen:** Es müssen Mechanismen zur Aufrechterhaltung von Transparenz, Rechenschaftspflicht und Nachvollziehbarkeit während des gesamten Lebenszyklus der Investition geschaffen werden, um Green- oder Social-Washing-Risiken zu vermeiden.
- **Reporting:** Es müssen transparente und umfassende Reportings über die Auswirkungen und Ergebnisse der mit Anleihen finanzierten Projekte veröffentlicht werden.



Ein einheitlicher Ansatz von Merkmalen für Investoren

Transparenz -- GSS-Anleihen bieten Transparenz, eine entscheidende Voraussetzung für die ESG-Bewertung und Entwicklung eines Unternehmens. Wie der Name schon sagt, wird bei der Verwendung von Anleihen der Zweck der zu finanzierenden Projekte klar definiert.

Messbare Auswirkungen -- Die Emittenten verpflichten sich, die gemessenen Auswirkungen der Erträge nach Zuteilung in Form von einem Bond Impact Report detailliert darzustellen und den Anlegern über die Auswirkungen zu berichten. Für jeden Euro, der in eine GSS-Anleihe investiert wird, kennen die Anleger also die entsprechenden Auswirkungen.

Transparenz auf Unternehmensebene für nachhaltige Ziele -- Bei der Emission müssen die Emittenten von GSS den Anlegern auch erklären, wie diese Vermögenswerte mit der ESG-Gesamtstrategie des Unternehmens zusammenhängen. Abgesehen von der Transparenz der Erträge bieten diese Anleihen ESG-Spezialisten auch die Möglichkeit, das Gesamtengagement der Emittenten in Bezug auf ihre Nachhaltigkeitsziele zu prüfen - zum Beispiel die Ziele für erneuerbare Energien von Versorgungsunternehmen. Einige Emittenten nutzten GSS-Anleihen, um eine ehrgeizige Kehrtwende in ihrer ESG-Strategie zu demonstrieren - zum Beispiel bestimmte Emittenten von Green Bonds im Automobilsektor.

Die Emission von GSS-Anleihen signalisiert ein Engagement für Transparenz, Rechenschaftspflicht und die Berücksichtigung von Stakeholdern, was die Zusammenarbeit mit Anlegern stärkt. Die Erstemission einer Anleihe oder die regelmäßige Berichterstattung über diese Messungen bieten den ESG-Analysten die Möglichkeit, mit den Emittenten in Kontakt zu treten.

Die zunehmenden Vorteile von GSS-Anleihen, sowohl für ihre Emittenten als auch für bestimmte Emissionen, machen die Einbeziehung eines Mindestanteils von Green Bonds oder Use of Proceeds-Anleihen in Strategien zu einem sinnvollen Ziel. Dadurch wird eine bessere Wirkung erzielt.



Die Emission von GSS-Anleihen signalisiert ein Engagement für Transparenz, Rechenschaftspflicht und die Berücksichtigung von Stakeholdern, was die Zusammenarbeit mit Anlegern stärkt.

Ausbau des Marktes: Die neuen EU-Normen

Bislang beruhte der GSS-Markt für Anleihen auf der freiwilligen Annahme freiwilliger Standards. Der EU-Green-Bond-Standard und das EU-Green-Bond-Label, die ab Dezember 2024 in Kraft treten sollen, sollen den Green-Bond-Markt erweitern und Greenwashing-Vorwürfen entgegenwirken. Es baut auf den freiwilligen Bestandteilen der Green Bond Principles des Branchenverbands ICMA auf und konkretisiert diese, indem es Prüfungen vor und nach der Emission unter behördlicher Aufsicht hinzufügt. Wenn ein Emittent die Bezeichnung European Green Bond, oder EuGB, verwenden möchte, sind diese Standards eine Voraussetzung.

Der Markt für GSS-Anleihen sollte durch drei spezielle Voraussetzungen gestärkt werden:

- **Bewertungen:** Die neuen externen, überwachten Bewertungen.
- **Ausrichtung der Erträge:** Die Verpflichtung, dass mindestens 85 % der Erträge mit der EU-Taxonomie übereinstimmen müssen (mit einer Spanne von 15 % für bestimmte Fälle).
- **Strategische Integration:** Der Emittent muss darlegen, wie die Anleihen mit seiner Gesamtstrategie in Einklang stehen.

Viele Emittenten äußerten die Befürchtung, dass sie diese Voraussetzungen nicht erfüllen könnten, was das Wachstum des GSS-Sektors bremsen könnte. So ist beispielsweise die Angleichung an die Mindesttaxonomie von 85 % eine Herausforderung, da nicht alle Wirtschaftszweige von der Taxonomie erfasst werden, insbesondere diejenigen außerhalb Europas.

Von Green Bonds bis hin zu einer obligatorischen Green Asset Ratio?

Die Green Asset Ratio (GAR) ist ein Beispiel dafür, wie Green Bonds die Nachhaltigkeit stärken und die Anleihemärkte vorantreiben. Der GAR ist eine neue europäische Offenlegungspflicht für Banken im Rahmen der Richtlinie über die außer-finanzielle Berichterstattung. Er quantifiziert den Anteil der Vermögenswerte, die für ökologisch nachhaltige Aktivitäten eingesetzt werden, und liefert damit eine messbare Kennzahl für die Bewertung und Verbesserung der Umweltauswirkungen von Banken.

Wie immer ist die Datenbasis eine Herausforderung

und die Unterschiede im Branchenmix der Banken stellen eine zusätzliche Komplexität dar.¹⁰ GAR kann als Benchmarking-Instrument innerhalb des Bankensektors dienen, was auf eine stärkere Betonung der Nachhaltigkeit hinweist. Zusammen mit anderen wichtigen Angaben wie dem Engagement in kohlenstoffintensiven Unternehmen deuten hohe GAR-Werte auf ein starkes Engagement für Nachhaltigkeit in der Vermögensallokation hin. Veränderungen der GAR im Laufe der Zeit sollte auch helfen, die Fortschritte der Banken bei der Erreichung ihrer Nachhaltigkeitsziele zu überwachen.

Die Verfügbarkeit und Erfassung von Daten war für Banken die größte Herausforderung bei der Berichterstattung dieser verpflichtenden Kennzahlen. Die Banken sind einer der wichtigsten Emittenten von Green Bonds. Denjenigen, die sich in der Vergangenheit um Bilanztransparenz bemüht haben, dürfte es leichter fallen, verbindliche Zahlen zu melden.



Nachhaltigkeitsgebundene Anleihen: Ein neuer Trend?

Green und Social Bonds kanalisieren Investitionen in spezielle nachhaltige Umwelt- oder Sozialprojekte, aber sie sind keine Verpflichtung auf Emittentenebene. Dieser limitierte Anwendungsbereich führte zu dem neuen Ansatz der Sustainability-Linked Bonds (SLBs), bei denen sich der Emittent zu ESG-Zielen für das gesamte Unternehmen und nicht nur für ein einzelnes durch die Anleihe finanziertes Projekt verpflichtet. In

einigen Bereichen sind Investitionsprojekte nicht so relevant, und eine SLB ist die einzige ESG-Anleihe, die ein Emittent ausgeben kann.

Der Emittent wählt einen oder mehrere relevante ESG-KPIs, einen Zeithorizont und ein Ziel für diesen KPI, auch Sustainability Performance Target (SPT) genannt. Erreicht der Emittent die Zielvorgabe zum festgelegten Zeitpunkt nicht, entschädigt er den Anleger, in der Regel durch eine Erhöhung des Kupons bis zur Fälligkeit der Anleihe.

Coupon-Step-ups: Sollten nachhaltige Investoren von ESG- Fehlern profitieren?

Es ist zu erwarten, dass die Expansion des SLB-Sektors die Aufmerksamkeit auf eine breitere Marktintegration von ESG-Überlegungen lenken wird. Die meisten SLBs (99%) enthalten eine Strafklausel für die Erhöhung des Kupons, in der Regel etwa 25 Basispunkte.¹¹ Dadurch, dass die EZB ab 2021 diese Anleihen in ihr Ankaufprogramm für Anleihen, die an ein nachhaltiges Ziel gebunden sind, aufnehmen kann, bietet sie Anlegern eine finanzielle Absicherung für ESG-Anlagen.

Betrachten Sie die Aufstockung als Versicherung, nicht als Leistung. Wir sind der Ansicht, dass es sich hierbei nicht um eine Belohnung handelt, sondern um eine Entschädigung des Inhabers für das höhere Risiko, das die Anleihe trägt, wenn der Emittent ein zugesagtes Ziel verfehlt hat.

Stellen Sie sich vor, Sie sind ein nachhaltiger Investor mit einem starken Engagement für die Dekarbonisierung Ihres Portfolios, insbesondere im Stromsektor. Trotz der positiven Absichten und glaubwürdigen Umstellungspläne einiger Emittenten ist der CO₂-Fußabdruck vieler Unternehmen nach wie vor hoch, da die Stromerzeugung auf bereits bestehende Kohlekraftwerke usw. angewiesen ist. Wenn Sie in diese Unternehmen investieren, unterstützen Sie deren Übergangsprozess, aber Sie brauchen auch Schutz (insbesondere für den Fall, dass Sie oder der nachhaltige Markt sich von diesem Emittenten trennen müssen). Wenn der Emittent seine Ziele ungerechtfertigt verfehlt, bietet die Kuponerhöhung einen gewissen finanziellen Ausgleich für das erhöhte Risiko der Anlage und sichert so in gewisser Weise Ihr ESG-Risiko gegen nicht erreichte Ziele ab.

Insgesamt erwarten wir, dass die SLBs die Integration von ESG-Kriterien vorantreiben werden, auch bei nicht-nachhaltigen Investoren. Die Preisgestaltung der ESG-Risiken durch Kuponaufschläge für verpasste ESG-

KPIs zu bepreisen, werden Anreize für alle Unternehmen geschaffen, ihre Anstrengungen zur Erfüllung ihrer Ziele zu verfolgen. Eine marktorientierte Prüfung verbessert fundierte Stellungnahmen und fördert eine größere Verantwortlichkeit. Technisch betrachtet ist der Kuponanstieg ein weiterer Schritt zur ausdrücklichen Berücksichtigung von ESG-Faktoren in die Preisgestaltung von Anleihen. So können beispielsweise SLBs ein hilfreiches Marktinstrument sein, um die Klimaperformance des Emittenten zu verfolgen.

Trotz der unterschiedlichen Konzepte können sowohl SLB als auch Green Bonds für ein und dieselbe Anleiheemission verwendet werden (wie es der österreichische Energieversorger Verbund getan hat).

Sustainability-Linked Bonds befinden sich in der Anfangsphase. Zu den Herausforderungen für Investoren gehört ein Mangel an Standardisierung, der die Integration von SLBs in die Anlageprozesse erschwert. Investitionen in SLB erfordern ein höheres Maß an ESG-Expertise, und die eingegangenen Verpflichtungen sind zukunftsorientiert, ein Vorteil, der den Bewertungsprozess komplexer macht. Schließlich wurden einige SLB-Emissionen bisher mit dem Vorwurf des Greenwashings konfrontiert. Was die Selbstverpflichtungen der Unternehmen im Allgemeinen anbelangt, so sind diese Vorwürfe oft auf die Auswahl irrelevanter KPIs oder auf die Festlegung von Zielen zurückzuführen, die nicht ehrgeizig genug sind und manchmal zum Zeitpunkt der Veröffentlichung schon fast erreicht sind.¹²

Der SLB-Markt befindet sich zwar noch in der Entwicklung und steht vor Herausforderungen, stellt aber einen wichtigen Schritt in der Entwicklung der ESG-Integration dar.

Der Marktführer im Bereich Nachhaltigkeit, Enel, hat sein Ziel verfehlt: Was nun?

Das erste nachhaltige Performanceziel zu einer vollständigen nachhaltigen Performancekurve. Enel gehört seit September 2019 zu den Vorreitern dieser ESG-Innovation, als das Unternehmen die erste Anleihe emittierte, die an die Verpflichtung zu einem nachhaltigen Performanceziel gebunden war. Für diese erste Anstrengung hat sich Enel verpflichtet, bis Ende 2021 50 % seines Stroms aus erneuerbaren Energien zu erzeugen,¹³ unterstützt dies mit einer Erhöhung des Kupons um 25 Basispunkte für den Fall, dass das Ziel nicht erreicht wird.

Die SLB-Anleihen von Enel sind so zahlreich, dass sie eine Art SLB-Kurve darstellen. Heute sind weniger als 4 % der erstrangigen Anleihen von Enel keine ESG-Anleihe (z. B. eine SLB-Anleihe oder Green Bond). Auf Enel entfallen 13 % der global aktiven SLB-Anleihen.¹⁴ Die Auswirkungen sind sogar bis hinunter zu einer repräsentativen Kurve für bestimmte Ziele spürbar, wie z.B. einige der Scope-1-THG-Emissionsintensitäten im Zusammenhang mit der Stromerzeugung. (Als einer der wichtigsten ESG-KPI für Versorgungsunternehmen dieser Art ist dies ein Beispiel dafür, wie GSS-Anleihen den Anleihenmarkt dazu bringen können, ESG-Risiken zu bewerten). Diese erste Anleihe, die 2019 ausgegeben wurde, sowie vier weitere Anleihen mit einem Zielzeitraum bis Ende 2022 haben ihre Ziele erreicht.

Die nationalen und geopolitischen Bedürfnisse haben das Jahr 2023 überdauert. Um den

Gasverbrauch zu senken und die Vorräte zu schonen, verlangte die italienische Regierung von Enel, die Stromerzeugung aus Kohlekraftwerken vorübergehend zu maximieren, was Enel dazu zwang, sein Scope-1-Emissionsziel zu verfehlen. Enel konnte die SPT-Klausel aufgrund des externen Charakters des staatlichen Mandats vermeiden, aber das Unternehmen entschied sich dennoch, den Step-up für zehn seiner Anleihen zu aktivieren. Eine Debatte über den Ruf in Sachen ESG von Enel begann (die wirtschaftlichen Auswirkungen waren ca. 100 Mio. € zusätzliche Zinsen, eine bescheidene Zahl angesichts des freien Cashflows von ca. 16 Mrd. €).¹⁵ Die Ereignisse lagen außerhalb des Einflussbereichs des Unternehmens, das Engagement des Unternehmens war in der Tat ehrgeizig, und unsere Analyse hat gezeigt, dass das Ereignis weder die Stärke des langfristigen Engagements von Enel noch seine Fähigkeit, dieses Engagement zu erfüllen, beeinträchtigt hat. Bis heute ist die Produktion von Enel an erneuerbaren Energien gestiegen, während sich der Gasverbrauch in Europa einigermaßen normalisiert hat. Wir gehen davon aus, dass die Ziele für Scope-1-Emissionen für 2024 erreicht werden (140 gCO₂/kWh).

Reaktion des Marktes

Wenn die Klassifizierung von SLBs es dem Anleihemarkt ermöglichen sollte, ESG-Verpflichtungen besser zu berücksichtigen, was können wir dann aus dem Fall Enel lernen?

Das Versäumnis bezog sich auf 12 Anleihen. Wir verwenden eine SLB mit Fälligkeit im Mai 2026 und einem Zieljahr 2023, da sie eine der wenigen ist, die wir mit einer Nicht-SLB vergleichen können (wir

verwenden die ENELIM 0 05/28/2026, eine SLB, und die ENELIM 1 1/8 09/16/2026, die ein Green Bond ist, aber keinen Step-up hat, so dass wir davon ausgehen, dass ihr Preis nicht beeinflusst wurde). Hat die Anleihe unter der Prämisse einer Kuponerhöhung eine überdurchschnittliche Wertentwicklung erzielt oder eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung aufgrund des ESG-"Fehltritts" einen Ausverkauf ausgelöst?

Abbildung 3:

Enel's SLB bond premium vs vanilla Enel bond, assuming a 100% probability that the issuer will fail to meet its SPT
Green bond with step-up vs. traditional bond



Anmerkung: Wir verwenden die ENELIM 0 05/28/2026, eine SLB, und die ENELIM 1 1/8 09/16/2026, die ein Green Bond ist, aber keinen Step-up hat, so dass wir davon ausgehen, dass ihr Preis nicht beeinflusst wurde.

Source: Bloomberg, Candriam.

Wenn eine SLB mit einem Step-up von 25 Basispunkten mit einem Abschlag auf die Kurve, also einer negativen Prämie, gepreist wird, preist der Markt theoretisch eine Wahrscheinlichkeit von mehr als 0 % ein, dass der Step-up aktiviert wird. Ein Aufschlag von 25 Basispunkten sollte sich ergeben, wenn der Markt die Wahrscheinlichkeit einer Anhebung mit 100 % bewertet (siehe die sich bereits ausweitende Spanne in Abbildung 3).

Bei der Enel-Anleihe war das Gegenteil der Fall. Der Ausfall wurde am 22. April 2024 angekündigt. Entgegen der Erwartung entwickelte sich die Anleihe ein Jahr vor der Ankündigung schlechter als erwartet. Dies bedeutet, dass es trotz der Möglichkeit eines Ausfalls und einer Anhebung des Kupons mehr Verkäufer (wahrscheinlich ESG-Inhaber?) als Käufer gab. Später begann die Anleihe eine überdurchschnittliche Wertentwicklung zu erzielen (kauften Arbitrageure die Preisdifferenz nach einem Kursanstieg und/

oder einige ESG-Investoren, denen der KPI gleichgültig war)? Schließlich erreichten die Anleihen ein Gleichgewicht, aber weit entfernt von dem Abschlag von -25 Basispunkten, der sich zum Zeitpunkt der Ankündigung auf mechanisch ergab.

Abgesehen von den ESG-Überlegungen ist es interessant, wie langsam die Märkte auf die Wahrscheinlichkeit einer Zielverfehlung reagierten (insbesondere ESG-neutrale Anleger).

Abgesehen von den ESG-Überlegungen ist es interessant, wie langsam die Märkte auf die Wahrscheinlichkeit einer Zielverfehlung reagierten (insbesondere ESG-neutrale Anleger).

Letztendlich wurde der "Buy-and-Hold"-ESG-Anleger, der die SLB bei der Emission kaufte, für die erhöhte Volatilität durch den Gewinn von rund 50 Basispunkten zum Zeitpunkt des Step-up entschädigt. (Siehe die Vergrößerung der bereits positiven Spanne zwischen grünen und traditionellen Emissionen in Abbildung 1).

Nachhaltige Performance.

In den letzten Quartalen scheinen zwei Sorgen die Allgemeinheit der nachhaltigen Investoren zu beherrschen: das Risiko einer unzureichenden Wertentwicklung und das Risiko des Greenwashing (einschließlich des Socialwashing) – und zwar in allen Anlageklassen. Die gesetzlichen Bestimmungen und die Ausweitung der ESG-Rahmenbedingungen in vielen Bereichen der

Branche haben dazu beigetragen, diese Bedenken zu zerstreuen.

Auf den Punkt gebracht: Gibt es Performance-Kosten für nachhaltige Anlagen, insbesondere bei Euro Investment Grade Anleihen? Nachhaltigkeit, aber zu welchem Preis?

Die Volatilität der ESG-Risikoprämien: Das "Greenium" oder die Kosten für Green Bonds

Die Definition eines "nachhaltigen" Unternehmens oder eines "guten ESG-Emittenten" ist subjektiv und nicht standardisiert. Die wissenschaftliche Analyse, die die Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Anleiheprämien definiert, ist komplex und liefert oft widersprüchliche Ergebnisse. ESG-Anleger ahnen, dass die Risikoprämie einer Anleihe zu bestimmten Zeitpunkten am Markt aufgrund ihrer ESG-Eigenschaften niedriger sein kann. So sind zum Beispiel, wie wir später sehen werden, die Spreads eines nachhaltigen Universums im Allgemeinen geringer als die des gesamten Anlageuniversums.

Es gibt jedoch ein spezielles Segment des ESG-Marktes, das zeigen kann, wie Anleger ESG-Attribute aufwerten können: den Markt für Green Bonds.

Definition der Prämie für Green Bonds

Green Bonds sind bei den Anlegern sehr begehrt, was zur Folge haben kann, dass sie bei sonst gleichen Bedingungen eine geringere Rendite als bei einer konventionellen Anleihe ohne bestimmte Verwendung der Erlöse akzeptieren. Aus der Perspektive des Endrisikos haben Green und Non-Green-Bonds die gleichen Cashflow-Risiken, da die Anleger von Green Bonds keine besonderen Rechte an den zugrunde liegenden Vermögenswerten haben.

Da die Berichte öffentlich sind, sind die Auswirkungen und die Transparenz von Green Bonds tatsächlich allen Marktteilnehmern zugänglich.

Im Gegensatz zu Sustainability-Linked Bonds (SLBs) bieten Green Bonds keinen wirtschaftlichen Schutz vor potenzieller Volatilität, wenn die ESG-Merkmale

nicht erfüllt werden (auch wenn solche Vorkommnisse äußerst selten sind).

In der Praxis haben Experten beobachtet, dass sich bis 2020 ein signifikantes Renditegefälle entwickelt hat.¹⁶ Dieses "Greenium" war im Allgemeinen marginal - im Durchschnitt einige Basispunkte von hundert bei Investment-Grade-Anleihen. Für clevere Anleger, ob nachhaltig oder nicht, kann diese mögliche Fehleinschätzung sogar eine Quelle von Alpha sein.

Was haben wir beobachtet?

Da es wichtig ist, für die ESG-Eigenschaften von Green Bonds nicht zu viel zu bezahlen, können wir das Greenium im Laufe der Zeit und nach Segmenten bestimmen? Wir haben unsere eigenen Modelle entwickelt, um die Entwicklung dieses Greeniums

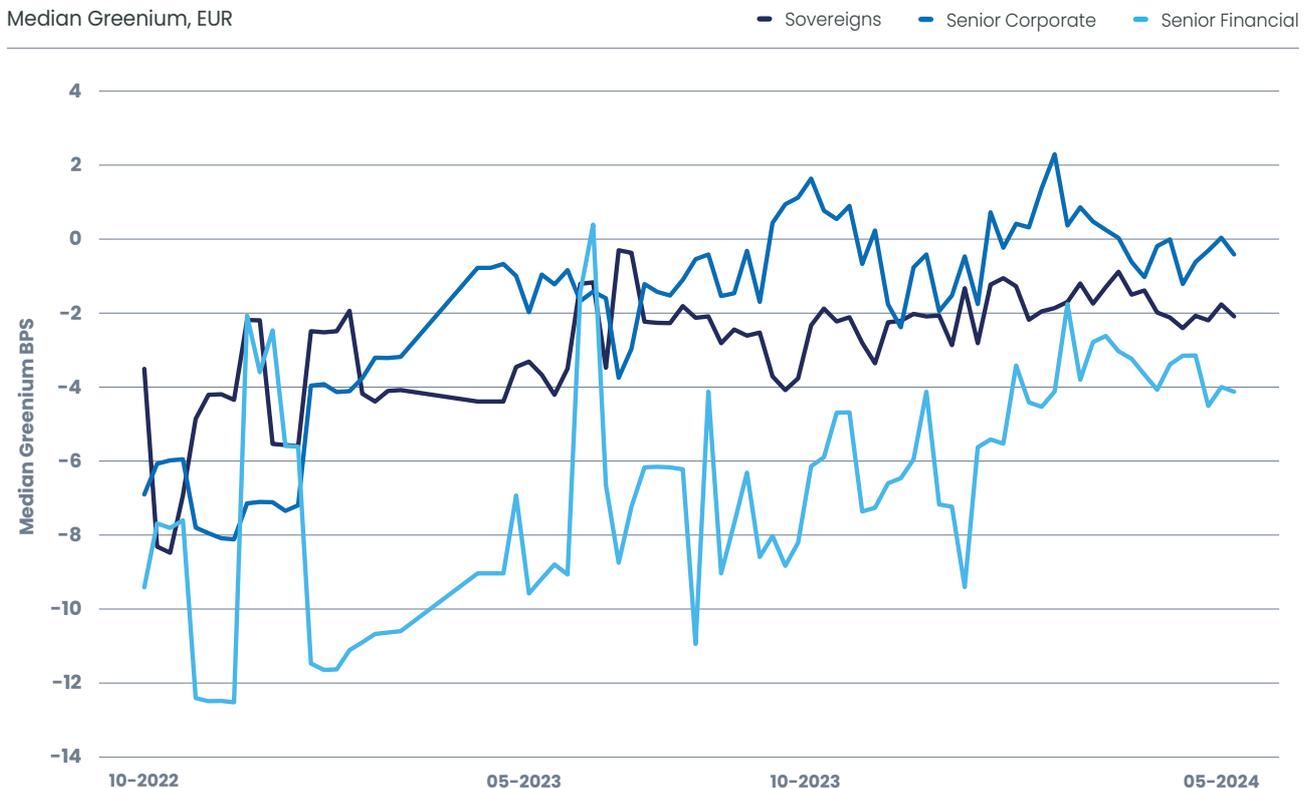
in den Marktsegmenten wie IG Senior Corporates, IG Senior Financials, Sovereigns, HY usw. zu verfolgen.

Der Fall ist einfach. In Anbetracht ihrer Tendenz, zu einem Greenium von Null zurückzukehren, scheint der Markt wenig Sinn darin zu sehen, dass sich die Kurse von Green Bonds stark von denen vergleichbarer nicht-grüner Anleihen unterscheiden. Wenn dies geschieht, ist es nur das Ergebnis von Ungleichgewichten auf der Ebene der Anleihen, aber angesichts des Anreizes für die Emittenten, mehr von diesem Format anzubieten, hält das Ungleichgewicht, wenn es extrem ist, nicht allzu lange an.

Die Bewertung dieses Preisniveaus von Green Bonds in Bezug auf das Alpha ist von entscheidender Bedeutung, da es sicherstellt, dass die Anleger für Green Bonds im Vergleich zum gesamten Markt nicht zu viel bezahlen, und es kann sogar auf dem globalen Markt dazu beitragen, die Allokation in Green Bonds zu optimieren (mehr investieren, wenn die Fehlbewertung reduziert wird).

Abbildung 4 :

Median Greenium, EUR



Bei den vorgestellten Szenarien und Daten handelt es sich um eine Schätzung, die auf Erkenntnissen aus der Vergangenheit und/oder den aktuellen Marktbedingungen beruht und keinen exakten Indikator darstellt.

Quelle: Candriam.

Beispiele der Bonitätsanalyse: Die ESG-Analyse muss immer von einer Fundamentalanalyse begleitet werden

Ørsted A/S Der Weg ins Grüne

Einst ein Liebling des Anleihemarktes und ein Paradebeispiel für ein Öl- und Gasunternehmen, das erfolgreich auf erneuerbare Energien umgestellt hat, verschlechterten sich die Bewertungen der Anleihen von Ørsted im Jahr 2023. Die Agenturen stufte daraufhin ihre Prognosen herab, und Anfang 2024 wurde die vorrangige Anleihe von S&P auf BBB und die Hybridanleihe auf High Yield herabgestuft. Zwischen Juli und Oktober 2023 kam es bei einigen vorrangigen Anleihen zu einer Anhebung um 50 Basispunkte und bei einigen Hybridanleihen um 6 Punkte gegenüber dem Nennwert.

Höhere Zinssätze haben erhebliche Auswirkungen auf den Sektor der erneuerbaren Energien. Beträchtliche Anfangsinvestitionen, aggressive Expansionspläne, Unterbrechungen der Lieferkette und der Eintritt in den aufstrebenden US-Markt mit seinen Unwägbarkeiten bei den Steuergutschriften und den Anforderungen an die lokale Produktion erinnerten die Investoren an die operative und wirtschaftliche Hebelwirkung in diesem Sektor.

Ørsted scheint nach dem Abbau von Arbeitsplätzen und dem Rückzug aus bestimmten Offshore-Windmärkten mit den Problemen fertig zu werden. Die europäischen Wettbewerber prüfen weiterhin ihre Strategien. Wie anspruchsvoll das ESG-Profil auch sein mag, die Bonitätsgrundlagen müssen beachtet werden.

Gewerbeimmobilien: Können grüne Referenzen helfen, freie Stellen vorherzusagen?

Der Gewerbeimmobiliensektor (CRE) hat mit mehreren Herausforderungen zu kämpfen, insbesondere mit steigenden Leerstandsquoten, da die Büronachfrage unter der Zunahme des Trends zum Arbeiten von zu Hause aus leidet. Zu den Problemen des CRE-Sektors kommt der Anstieg der Zinssätze hinzu.

Die Umweltverträglichkeit von Gebäuden wird nur in geringem Maße thematisiert. 40 % des Energieverbrauchs in Europa entfallen auf Gebäude. Die meisten sind über 50 Jahre alt, und 75 % sind nicht energieeffizient genug. Nur 1 % wird jedes Jahr energetisch saniert.¹⁸

Die Umweltfreundlichkeit von Gebäuden hat sich zu einem wichtigen, wenn auch manchmal übersehenen Faktor auf dem CRE-Markt entwickelt. Die Notwendigkeit, die Umweltleistung stärker zu kontrollieren, hat zu einer weiteren Polarisierung des Marktes geführt. Auch der regulatorische Druck nimmt zu. Langfristig werden Immobilien mit schlechten Energiewerten höhere Betriebs-, Versicherungs- und Wartungskosten verursachen. Noch wichtiger ist, dass Gebäude, die die Erwartungen des Marktes nicht erfüllen – seien es regulatorische Anforderungen oder Betriebskosten – wahrscheinlich eine schwächere Nachfrage, höhere Leerstandsquoten und ein geringeres Mietwachstum erfahren und letztendlich zu "gestrandeten Vermögenswerten" werden könnten.

Wenn die Zinssätze sinken oder sich stabilisieren, könnte der CRE-Sektor eine gewisse Erleichterung erfahren, aber Investoren werden zunehmend ESG-Analysen einbeziehen müssen – ein versteckter, aber entscheidender Faktor für die Belegung und die finanzielle Lebensfähigkeit.



Das Timing für den Übergang zur Elektromobilität: Wird die Schildkröte oder der Hase das Rennen um ESG machen?

Ein klimaneutraler Verkehrssektor kann als ESG-Chance gut punkten, ist aber angesichts der notwendigen Umstellung des Geschäftsmodells nicht ohne Risiken. Die Einführung von Elektrofahrzeugen (EVs) stellt den Markt vor mehrere Herausforderungen, die durch ein unsicheres Umfeld und externe Risiken noch verschärft werden. Historiker und Autofans erinnern sich vielleicht an den Ford Edsel, ein Auto aus den 1950er Jahren, das angeblich daran scheiterte, dass es dem Markt voraus war.

Das Bonitätsrisiko gilt nicht nur für die Hersteller, sondern beispielsweise auch für Unternehmen, die beträchtliche Investitionen in die Modernisierung

- **Subventionen:** Die staatliche Unterstützung einschließlich Steuern ist komplex, umstritten (USA) und rückläufig (Deutschland). Auch wenn die meisten Beihilfen gekürzt werden, dämpft die fehlende Planbarkeit für die Verbraucher die Begeisterung.
- **Stagnation bei den Kaufabsichten der Verbraucher:** Trotz des gestiegenen Umweltbewusstseins sind Bedenken hinsichtlich der Infrastruktur des Ladens, der Reichweite der Batterien und der Anschaffungskosten nach wie vor große Hindernisse.
- **Unvorhersehbarkeit der Politik:** Die politische Ungewissheit, z. B. das aus den letzten Europawahlen hervorgegangene neue Parlament, trägt zu dieser Komplexität bei, indem sie die Vorhersehbarkeit der Politik erschwert. Die Verbraucher brauchen Vorhersehbarkeit,

um ihre Einkäufe zu planen, und die kapitalintensiven Hersteller brauchen lange Vorlaufzeiten. Könnten die Europawahlen dazu führen, dass das Verkaufsverbot für Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor im Jahr 2035 noch einmal überdacht wird?

- **Konkurrenz aus China:** Dieser Wettbewerbsdruck, der durch niedrigere Produktionskosten und eine starke Innovationskraft begünstigt wird, könnte Marktanteile und Gewinnspannen der europäischen Hersteller verringern.

Könnte ein Hersteller, der sich voll und ganz der Elektrifizierung verschrieben hat, ein Edsel werden, nur ohne den Vorteil von Ford? Unternehmen, die sich noch nicht im Bereich der Hybride etabliert haben, könnten besonders gefährdet sein. In Anbetracht dieser Herausforderungen sind Flexibilität und Diversifizierung für die Bonität von entscheidender Bedeutung.

Die Hertz-Vermietung erlitt erhebliche Verluste, nachdem sie stark in Elektrofahrzeuge investiert hatte, was die mit dem Timing des Übergangs verbundenen Risiken verdeutlicht. Die Preissenkung von Tesla für Neuwagen hat den Wert der Vermögenswerte von Hertz verringert. Diese Erfahrung zeigt, wie wichtig es ist, bei den Anlagestrategien eine gewisse Flexibilität zu bewahren.

BMW's eher hybrider Ansatz, mehrere Antriebsstränge auf demselben Fließband zu bauen – Diesel, Benzin, Hybrid und vollelektrisch – bot maximale Flexibilität. Die Fähigkeit von BMW, sich an das unvorhersehbare Tempo des Wandels anzupassen, wurde von einigen ESG-affinen Anlegern aufgrund der höheren Gesamtinvestitionen zunächst in Frage gestellt, erscheint aber heute als klug.

Performance nachhaltiger Strategien: Strukturelle Kosten ?

Nachhaltige Anlagen schränken das Anlageuniversum von Natur aus ein und reduzieren das verfügbare Universum in der Regel um 10 % bis 40 %, (abhängig von der Anlagestrategie, den Anforderungen der nationalen Labels und einer Reihe von weiteren Faktoren). Diese strikten Ausschlüsse bilden zusammen mit den KPI-Zielen den Kern der außer-finanziellen Performance der nachhaltigen Strategien.

Die üblichen Bedenken sind, dass der begrenzte Charakter einer nachhaltigen Strategie einige der wirtschaftlichen Alpha-Fähigkeiten im Vergleich zu nicht limitierten Strategien reduzieren (wenn auch nicht eliminieren) können. Für die Theoretiker unter Ihnen: Nach dem Fundamental Law of Active Management von Black und Litterman hängt die Fähigkeit zur Alpha-Generierung von der "Breadth" ab, d.h. von der Fähigkeit einer Strategie, unabhängige Positionen aufzubauen. Je kleiner Ihr investierbares Universum ist, desto geringer sind die unabhängigen Möglichkeiten für den Alpha-Investmentmanager.

Indem sich mit dem ungleichen Risiko von Anleihen befasst wird, soll ESG auch die risikobereinigte Performance verbessern. Allerdings ist diese Wertschöpfungsquelle in dem Maße, in dem sich die ESG-Integration verbreitet, theoretisch nicht das vorrangige Ziel der nachhaltigen Strategie.

So könnte ein Anleger, der ESG- oder andere nicht-finanzielle Faktoren berücksichtigt, Investitionen in einen Kohleemittenten vermeiden, weil eine nicht lohnende ESG-Prämie bietet, sich aber opportunistisch an einem Primärgeschäft für denselben Emittenten beteiligen, wenn erhebliche Fehlbewertungen und eine "Neuemissionsprämie" (vorübergehend) verfügbar sind.

Zwar können auch unlimitierte Strategien von der

ESG-Integration profitieren, aber bei den nachhaltigen Strategien könnte man erwarten, dass sie die Flexibilität und Freiheit eines unbegrenzten Universums nutzen.

Diese Erkenntnis führt uns zu der grundlegenden Frage: Können nachhaltige IG Credit-Strategien Alpha gegenüber einer nicht-ESG-Benchmark schaffen?

Langfristig erwartete Erträge

Wie groß könnte der Unterschied in der langfristig erwarteten Rendite zwischen dem Candriam nachhaltigen Universum und dem nicht nachhaltigen Universum ohne aktiven Input sein?

ESG-Ratings korrelieren im Allgemeinen mit der Bonität, sowohl aus positiven als auch aus negativen Gründen. Intuitiv nimmt die Bonitätsqualität mit der Größe und dem Entwicklungsstand der Unternehmen zu, insbesondere bei den Unternehmen mit den niedrigsten Ratings. Ein gutes ESG-Ranking beginnt im Allgemeinen mit der Transparenz von Daten und Absichten. Darüber hinaus fließen einige außer-finanzielle Informationen bereits in die Ratings ein.

Es gibt weniger positive Gründe für diese Korrelation. Ein übermäßiges Vertrauen in die systematische Erfassung von ESG-Daten und ein Mangel an qualitativer Bewertung in der Investmentbranche könnten die Korrelation zwischen der Bonität und den Bewertungen kommerzieller ESG-Datenanbieter verstärkt haben. Bei Candriam erfordert unser ESG-Rahmenwerk analytische Inputs, die über die reine Datensystematik hinausgehen und so konzipiert sind, dass sie selbst bei kleinen Schwachstellen nachhaltige Signale erkennen.

Vielleicht liegt es daran, dass unsere ESG-Methode zukunftsorientiert ist, vielleicht auch daran, dass sie ein Scoring mit Bewertungsfaktoren umfasst, die nach ihrer Relevanz für jeden Sektor gewichtet sind. Insbesondere für vorrangige Euro-IG-Unternehmensanleihen (ohne Finanztitel und nachrangige Anleihen) ist die Korrelation zwischen unseren ESG-Ratingwerten und dem Median der Bonität (Fußnote) nicht von 0 zu unterscheiden. Bei Verwendung desselben Universums ist die Korrelation mit dem MSCI ESG-Rating negativ und liegt bei -0,17.

Wir können die Unterschiede bei den erwarteten Renditen in Zahlen ausdrücken. Die gewichtete durchschnittliche Spread-Differenz zwischen unserem nachhaltigen Universum und dem gesamten IG-Markt liegt bei ähnlicher Laufzeit nahe bei 0 (etwa -2 bps).²² Dies bedeutet, dass es langfristig (z. B. bis zur Fälligkeit) und unter der Annahme, dass beide Universen gleich herabgestuft werden oder ausfallen, keinen Grund für das nachhaltige Universum gibt, schlechter abzuschneiden als die breitere iBoxx-Benchmark.

Faktorenanalyse und die „CO₂-Prämie“

Ein Anbetracht der Volatilität und des Drawdowns von ESG-Fonds gibt es Grund zu der Annahme, dass ein Teil der "ESG-Prämie" in Wirklichkeit systematische Risikofaktoren sein könnten. Zum Beispiel die „CO₂-Prämie“ oder die zusätzliche Rendite, die der Markt für Anleihen von Unternehmen mit hohen Emissionen verlangt.

Wenn wir die Renditen der vorrangigen Unternehmensanleihen im IG-Anlageuniversum unter Berücksichtigung des CO₂-Fußabdrucks (Scope 1 und Scope 2) der Emittenten analysieren, stellen

wir eine signifikante Korrelation zwischen den Renditen und dem CO₂-Fußabdruck seit Juni 2024 fest. Obwohl die Spanne im Durchschnitt sehr gering ist - 1 Basispunkt für einen CO₂-Fußabdruck von 285 tCO₂e pro investierter Million Euro - gibt es mehr als zehn Unternehmen im Universum mit einem Fußabdruck von über 1300 tCO₂e!²³

Diese "CO₂-Prämie" überschneidet sich wahrscheinlich mit anderen nicht-ESG-Prämien, z. B. einer "Konjunkturprämie". Die Branchen, die dem Wirtschaftszyklus am stärksten ausgesetzt sind, haben oft von Natur aus einen höheren CO₂-Fußabdruck.

Der CO₂-Fußabdruck ist ein zuverlässiger Indikator für das Übergangsrisiko. Zu den Übergangsrisiken gehören die Auswirkungen der Dekarbonisierungsziele, die von großen europäischen Investoren (wie der EZB und Finanzinstituten, die sich zu einer Net-Zero-Emission verpflichtet haben) festgelegt wurden. So haben wir zum Beispiel beobachtet, dass einige institutionelle Anleger mit mittleren Dekarbonisierungszielen (z.B. 2030) den CO₂-Fußabdruck von Großemittenten im Portfolio nicht mehr tragen können, insbesondere bei langfristigen Laufzeiten.

Handelt es sich bei der CO₂-Prämie also um eine reine ESG-Präferenz oder spiegelt sie einen breiteren Risikofaktor wider, der auf Veränderungen in der allgemeinen Marktbewertung von CO₂-Emissionen und auf regulatorische Änderungen reagieren kann? Wenn man das Beispiel des CO₂-Risikos weiterführt, könnte der oben genannte bescheidene Unterschied in der nachhaltigen Streuung (geringere erwartete Rendite) tatsächlich das Ergebnis einer geringeren Exposition gegenüber einem gewissen systematischen Risiko sein.

ESG-Sektorausrichtung bei Anleihen

Selbst die größten Anstrengungen zur Vermeidung von Fehlern bei der Erstellung eines nachhaltigen Anlageuniversums führen zu einem gewissen Restrisiko im Vergleich zu einer neutralen Benchmark. Branchenausschlüsse sind in einem nachhaltigen Anlageuniversum unverzichtbar, und wie wir bereits erwähnt, geben sie die aktuelle Richtung des Marktes vor. Unser nachhaltiges Best-in-Universe-Modell zum Beispiel schafft (und übernimmt) eine gewisse sektorale Ausrichtung im Vergleich zum iBoxx Euro Corp.

Wie wirkt sich dies auf die risikobereinigten Anleihenrenditen aus, und wie schneiden Anleihen im Vergleich zu Aktien ab? Um ein besseres Verständnis zu erlangen, vergleichen wir die wöchentlichen Sektorkorrelationen innerhalb von Euro Equities mit denen von Euro IG Credit über die

letzten 10 Jahre.

Speziell für Euro IG Corporates analysieren wir die Korrelationen zwischen den Aktienkursen des Eurostoxx 600 und die Korrelationen zwischen den Spreads der iBoxx Eur Unternehmensanleihen. Die Unterschiede zwischen den Aktien- und Anleihemärkten waren deutlich.

Im Bereich der Anleihen führt der Ausschluss von Sektoren zu einer geringeren Abweichung, gemessen an Tracking Error, als bei Aktien. (Dies gilt trotz des Duration-Faktors, der ESG-unabhängig ist).

Abbildung 5:

Sektorale Korrelationen Aktien vs. Anleihen
Eurostoxx 600 und iBoxx Euro-Aggregate: Unternehmen

	Aktien	Anleihen (Preise)	Anleihen (Spreads)
Index	1.00	1.00	1.00
Grundstoffe	0.69	0.92	0.91
Industrie	0.94	0.97	0.95
Chemie	0.90	0.96	0.93
Essen und Trinken	0.77	0.96	0.95
Konsumgüter	0.86	0.95	0.92
Banken	0.75	0.95	0.89
Gesundheitswesen	0.74	0.95	0.85
Immobilien	0.76	0.92	0.82
Energie	0.72	0.96	0.93

Quelle: Bloomberg, Candriam

Fazit :

Fazit : Nachhaltige Performance?

Nachhaltige Strategien sind der Schlüssel zur Erzielung einer außer-finanziellen Performance. Die zunehmende Transparenz, insbesondere in der EU, ermöglicht es uns immer besser zu analysieren, inwieweit dies zutrifft. Dazu gehört das wachsende Angebot an Instrumenten speziell für festverzinsliche Anleihen (z. B. Green, Social und Sustainable Bonds).

Nachhaltiges Kapital ist ein wichtiger Bestandteil der Zukunft der Finanzmärkte. Unsere Gesellschaft und damit auch unsere Wirtschaft und unsere Finanzmärkte stehen vor großen Herausforderungen wie Klimawandel, Überalterung der Bevölkerung, Ressourcenknappheit, Ernährungssicherheit, Wasserverfügbarkeit und vielem mehr. Die Finanzmärkte spielen bei der Finanzierung der Lösungen eine wichtige Rolle.

Da nachhaltiges Kapital der Schlüssel zu diesen gesellschaftlichen Problemen ist und sein wird, die unsere Wirtschaft bedrohen, ist es wichtig, die risikobereinigte Performance zu maximieren. Wie lässt sich dies auf das Management eines nachhaltigen IG-Portfolios übertragen?

- Die Anleger sollten außerfinanzielle Faktoren, einschließlich ESG-Faktoren, als wirksames Instrument zur Vermeidung von Bonitätsausfällen einbeziehen (in der Tat sind wir der Meinung, dass die Manager diese Faktoren für die finanzielle Performance einbeziehen).
- Manager sollten die Entwicklung von ESG-Prämien und technischen Faktoren verstehen und überwachen.
- Die Manager müssen eine solide und kontinuierliche Fundamentalanalyse durchführen, die ESG-Aspekte auf Emittentenebene einbeziehen.
- Die Portfoliomanager sollten alle ihre ausgefeilten Instrumente an die Entwicklung der Märkte anpassen, z. B. durch die Optimierung der Allokation und der Handelsaktivitäten innerhalb des nachhaltigen Universums.

Wir sind davon überzeugt, dass nachhaltige Strategien im Bereich der Euro-Investment-Grade-Anleihen sowohl gesellschaftliche Vorteile bieten als auch die finanzielle Performance verbessern können.

Wir lassen uns gerne an beiden Kriterien messen.

Haupttrisiken der Strategie der nachhaltigen Euro IG.

- **Kapitalverlustrisiko:**

Es gibt keine Garantie für die Anleger in Bezug auf das in die betreffende Strategie investierte Kapital, und die Anleger erhalten möglicherweise nicht den gesamten investierten Betrag zurück.

- **ESG-Investitionsrisiko:**

Die in diesem Dokument dargestellten außer-finanziellen Ziele beruhen auf der Umsetzung der von Candriam getroffenen Annahmen. Diese Annahmen werden auf der Grundlage der ESG-Ratingmodelle von Candriam getroffen, deren Umsetzung den Zugang zu verschiedenen quantitativen und qualitativen Daten erfordert, je nach Sektor und den genauen Aktivitäten eines bestimmten Unternehmens. Die Verfügbarkeit, Qualität und Zuverlässigkeit dieser Daten kann variieren, was sich auf die ESG-Ratings von Candriam auswirken kann. Weitere Informationen über ESG-Anlagerisiken finden Sie in den aufsichtsrechtlichen Dokumenten.

- **Zinssatzrisiko:**

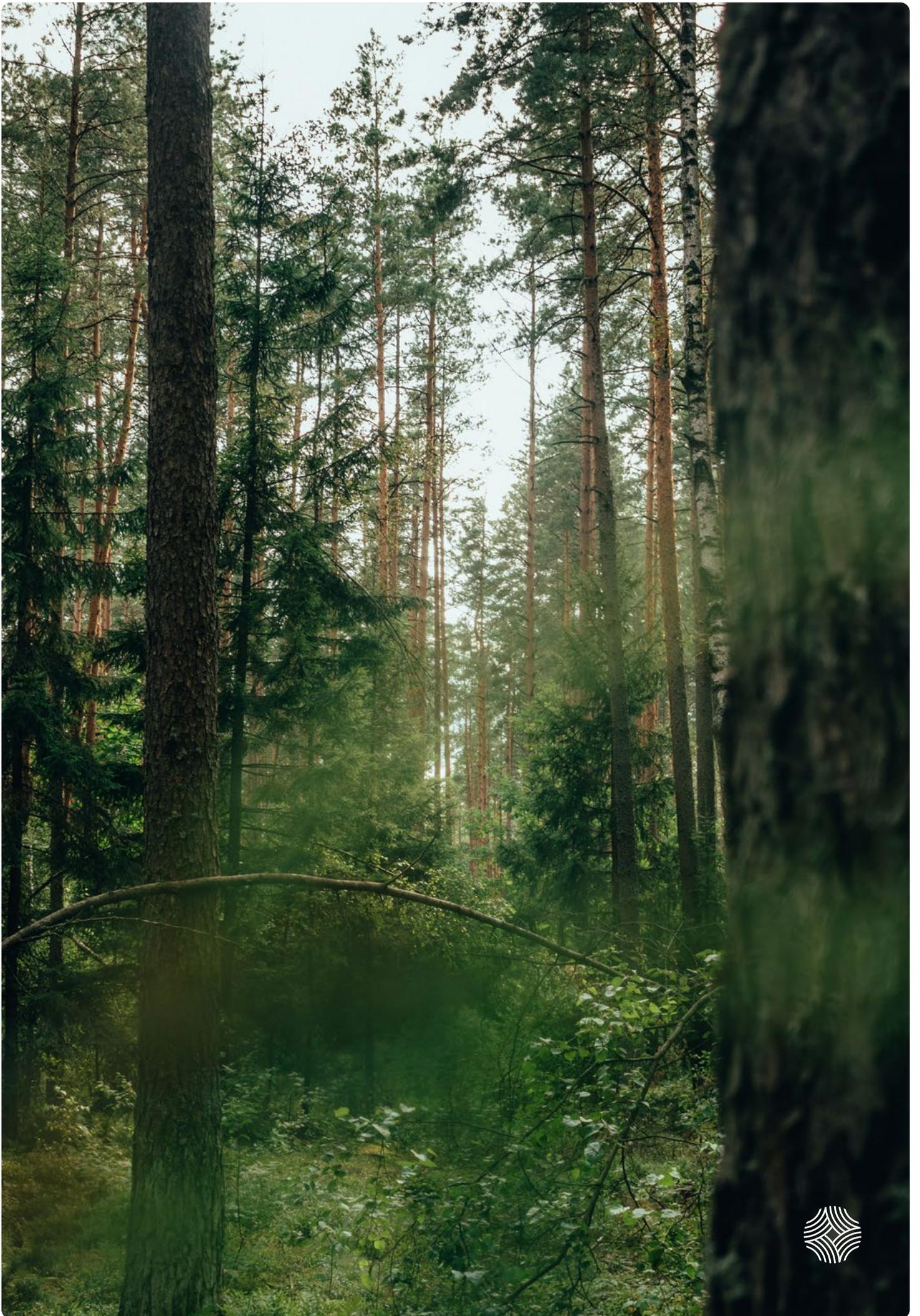
Eine Änderung der Zinssätze, insbesondere aufgrund der Inflation, kann zu einem Verlustrisiko führen und die Wertentwicklung der Strategie verringern (insbesondere im Falle einer Zinserhöhung, wenn die Strategie eine positive Zinssensitivität aufweist, und im Falle einer Zinssenkung, wenn die Strategie eine negative Zinssensitivität aufweist). Langfristige Anleihen (und damit verbundene Derivate) reagieren empfindlicher auf Zinsschwankungen. Eine Veränderung der Inflation, d.h. ein allgemeiner Anstieg oder Rückgang der

Lebenshaltungskosten, ist einer der Faktoren, die sich auf die Zinssätze und damit auf den NAV auswirken können.

- **Bonitätsrisiko:**

Risiko, dass ein Emittent oder eine Gegenpartei ausfällt. Dieses Risiko umfasst das Risiko von Veränderungen der Credit Spreads und das Ausfallrisiko. Einige Strategien können dem Markt und/oder bestimmten Emittenten ausgesetzt sein, deren Kurse sich je nach den Erwartungen des Marktes hinsichtlich ihrer Fähigkeit, ihre Schulden zurückzuzahlen, ändern werden. Diese Strategien können auch dem Risiko ausgesetzt sein, dass ein ausgewählter Emittent ausfällt, d.h. nicht in der Lage ist, seine Schulden in Form von Kupons und/oder Kapital zurückzuzahlen. Je nachdem, ob die Strategie positiv oder negativ auf den Markt und/oder bestimmte Emittenten im Besonderen positioniert ist, kann eine Aufwärts- bzw. Abwärtsbewegung der Credit Spreads oder ein Ausfall die Performance negativ beeinflussen. Bei der Bewertung der Bonität eines Finanzinstruments wird sich die Verwaltungsgesellschaft niemals ausschließlich auf externe Ratings verlassen. Die aufgelisteten Risiken sind nicht abschließend, und weitere Einzelheiten zu den Risiken sind in den rechtlichen Unterlagen zu finden. aux notations externes..

Erfahren Sie mehr über
Risikoprofile:
www.candriam.com



Anhang: Candriams nachhaltiges Anlageuniversum.

Das analytische Grundlage von Candriam.

Ausgehend von unserer Überzeugung, dass ein gutes Portfoliomanagement ein gutes Risikomanagement (in allen Anlageklassen) voraussetzt, analysieren wir jeden Emittenten und jede Emission, bevor wir sie in ein Portfolio aufnehmen. Für alle Portfolios beinhaltet dies eine gewisse Integration von ESG-Faktoren. Bei nachhaltigen Portfolios geht der Prozess noch weiter in die Tiefe.

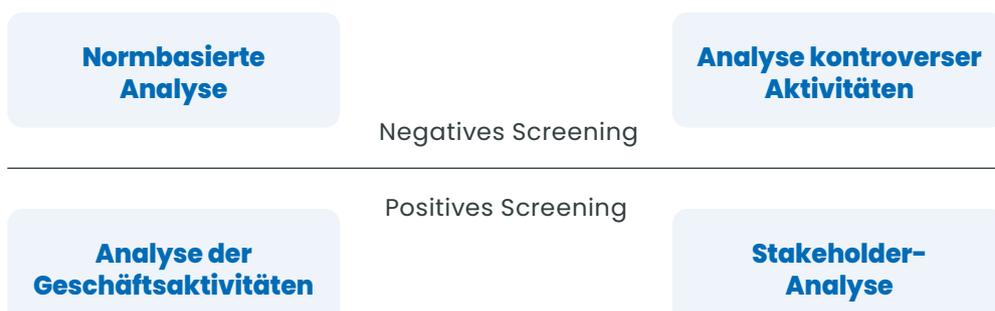
Candriam wendet einen strukturierten ESG-Research- und Integrationsprozess an, um diese Wahrscheinlichkeiten zu bewerten. Durch die Kombination von Positiv- und Negativanalysen erkennen wir stets Wachstumschancen, die den Cashflow verbessern können, und Risiken, die die künftige Bonität beeinträchtigen oder sogar zu einem Verlust von Vermögenswerten führen können.

Der Stand der Technik im Finanzbereich hat sich seit

der Gründung des internen ESG-Research-Teams von Candriam im Jahr 2005 stark weiterentwickelt. Da wir und viele andere Investoren kontinuierlich daran arbeiten, die Verfügbarkeit und Transparenz von investitionsrelevanten außer-finanziellen Informationen zu verbessern, werden wir unsere ESG-Analyse auf alle Anlageklassen ausweiten und weiter verfeinern. Wir entwickeln unseren analytischen Ansatz kontinuierlich weiter, um die Transparenz zu verbessern, den Kundenbedürfnissen gerecht zu werden und den Änderungen der Regulierungsbehörden Rechnung zu tragen.

Candriam wendet einen strukturierten ESG-Research- und Integrationsprozess an, um diese Risiken und Chancen zu bewerten. Es ist zunehmend möglich, einen ähnlichen Ansatz anzuwenden, egal ob es sich um Aktien, Anleihen oder andere Wertpapiere handelt. Heute besteht unser Prozess aus vier Säulen:

Unsere Normbasierte Analyse bewertet die Einhaltung internationaler Normen und Standards durch



Emittenten, insbesondere durch Unternehmen. Wir schließen Emittenten aus, die erheblich und wiederholt gegen eines der zehn Prinzipien des Global Compact der Vereinten Nationen oder der OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen verstoßen haben. Unsere Analyse umfasst die Bereiche Menschenrechte, Arbeitsrechte, Umwelt und Korruption, und wir berücksichtigen vier Faktoren:

- **Zeitaspekt:** Wann ist das Ereignis eingetreten, und wie lange hat es angehalten?
- **Ausmaß:** Wie hoch waren der Schaden und die damit verbundenen Kosten?
- **Glaubwürdigkeit:** Wie lauteten die Anschuldigungen, welche Gerichtsverfahren oder sonstigen Konflikte hat es gegeben?
- **Wiederholung:** War dies ein einmaliges Ereignis, oder gab es wiederholte Fälle?

Unsere **Controversial Activities Analysis** schließt Unternehmen aus, deren Aktivitäten mit erheblichen Nachhaltigkeitsrisiken behaftet sind und nicht mit den Nachhaltigkeitszielen in Einklang gebracht werden können. Unsere Begründung für jede Art von Ausschluss, die je nach Datenverfügbarkeit und Marktentwicklung aktualisiert und verfeinert wird, ist in [unserer Candriam-Ausschlusspolitik ausführlich dargelegt](#).

Unsere **Business Activity Analysis** bewertet, inwieweit die Produkte und Dienstleistungen eines Unternehmens fünf zentralen Nachhaltigkeitsherausforderungen (Key Sustainability Challenges - KSCs) ausgesetzt sind und positiv oder negativ dazu beitragen: Klimawandel, Ressourcenverknappung, Demografischer Wandel, Gesundheit & Wellness und Digitalisierung. Diese langfristigen Trends und Herausforderungen haben einen erheblichen Einfluss auf das wirtschaftliche Umfeld, in dem Unternehmen tätig sind, und einer oder mehrere davon werden die Zukunft jedes Unternehmens bestimmen. Unsere Analyse

berücksichtigt die Branche, in der jedes Unternehmen tätig ist, seinen geografischen Standort, sein Geschäftsmodell und andere relevante Faktoren. Dank unserer Branchenkenntnis können wir die Wesentlichkeitsbewertung für jedes KSC in jeder Geschäftstätigkeit eines Unternehmens beurteilen und eine detaillierte Bewertung der zugrunde liegenden Geschäftsaktivitäten vornehmen. Wir untersuchen die Sensitivität der Einnahmen, des Cashflows, der Vermögenswerte, der Investitionsausgaben usw. eines Unternehmens gegenüber den fünf KSC.

Unsere **Stakeholder-Analyse** bewertet die Fähigkeit eines Unternehmens, die Interessen seiner Stakeholder nachhaltig in seine langfristige Strategie einzubeziehen, sowie die möglichen positiven oder negativen Auswirkungen der Unternehmensstrategie auf seine Stakeholder. Zu diesen Interessengruppen gehören die Umwelt, die Gesellschaft, die Mitarbeiter, die Lieferanten, die Kunden und die Investoren. Unsere Analyse umfasst quantitative und qualitative Bewertungen der Wesentlichkeit. Wir können zum Beispiel die Häufigkeit von Ereignissen wie Unfällen und Geldbußen, die materiellen oder immateriellen finanziellen Auswirkungen von ESG-Themen, den Grad der Aufmerksamkeit für Aktionäre und Investoren sowie die Aussichten und Perspektiven für eine Verbesserung oder Verschlechterung eines Unternehmens untersuchen

*** Wir gehen davon aus, dass die europäischen SFDR-Klassifizierungen im Laufe der Zeit international einheitlichere Definitionen liefern werden, aber im Moment unterliegt die Klassifizierung der Interpretation der einzelnen Vermögensverwalter.*

[Weitere Einzelheiten sind in unseren Transparenzkodizes zu finden.](#)

Anmerkungen & Referenzen.

- 1 Gemäß Artikel 9 der EU-Verordnung über die Offenlegung nachhaltiger Finanzierungen (SFDR) haben diese Portfolios unterschiedliche Nachhaltigkeitsziele.
- 2 Quelle: iBoxx. 35,1 % gelten für Banken und Versicherungen, aber nicht für Immobilien. Ab Juni 2024.
- 3 Basierend auf dem iBoxx EUR Corporates (Total Return), der häufig zur Definition von European IG Corporate Credit verwendet wird. In diesem Dokument bezieht sich der Begriff "Benchmark" auf den iBoxx EUR Corporate (Total Return), sofern nicht anders angegeben. Alle Angaben zur Benchmark beziehen sich auf den Stand vom Juni 2024
- 4 Quelle: Trucost und Candriam, EPA.
- 5 Candriam, Bloomberg.
- 6 Weltwirtschaftsforum, in Zusammenarbeit mit March McLennan und der Zurich Insurance Group. The Global Risks Report, Januar 2024. https://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2024.pdf (weforum.org), Zugriff am 20. Juni 2024.
- 7 Quelle: IATA
- 8 Bloomberg, 5. Juni, 2024. Banken müssen sich nach falschem Umgang mit Klimarisiken auf Geldstrafen der EZB gefasst machen - Bloomberg <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-06-05/banks-told-to-brace-for-ecb-fines-after-mismanaging-climate-risk>, abgerufen am 1. Juli 2024.
- 9 Trucost, 24. Juni 202. Da der iBoxx die Emissionen im Verhältnis zum Unternehmenswert ausweist, berichten wir aus Gründen der Vergleichbarkeit auch den Carbon Footprint unseres Portfolios auf diese Weise.
- 10 Zu den technischen Feinheiten gehören das Geschäftsmodell der Bank, da die Kennzahl nur für die Finanzierung relevant ist, und die geografische Lage, da die Kennzahl nur für die EU-Taxonomie relevant ist.
- 11 Seit 2021 kann die EZB diese Anleihen in ihr(e) Kaufprogramm(e) für Green Bonds aufnehmen.
- 12 In der Tat sind unzureichend klare oder ehrgeizige Ziele ein Hauptgrund für die Stimmrechtsausübung bei Candriam zu allen Themen. <https://www.candriam.com/siteassets/medias/publications/brochure/commercial-brochures/sri-brochure/voting-and-engagement-report-2023.pdf>
- 13 Dollar-Anleihe mit Fälligkeit am 9. Oktober 2024.

ungen

nzen

- 14 Quellen: Candriam, Bloomberg.
- 15 Unternehmensberichte und Schätzungen von Candriam
- 16 Ben Sliman, M., Da Fonseca, D., und Mahtani, V. (2020). Fakten und Fantasien über die Prämie für grüne Anleihen. Siehe ResearchGate, 348650560. Zugriff am 1. Juli 2020.
- 17 Candriam, Bloomberg.
- 18 Quelle: Europäische Kommission, Zugriff am 8 Juli 2024. Commission welcomes political agreement on new rules to boost energy performance of buildings across the EU. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_23_6423
- 19 Quelle: ISR label, peers flagships, European Securities and Markets Authority final guidelines on fund names.
- 20 ($\alpha = IC \times BR \times TC \times \sigma\alpha$), Black und Litterman (1992), basierend auf Grinold, Markowitz und Sharpe. Financial Analysts Journal, 48(4), 28–43. Abgerufen am 1. Juli 2024. Dabei ist α definiert als die Überschussrendite gegenüber der Benchmark, IC ist der Informationskoeffizient, der die Korrelation zwischen den Prognosen des Managers und den tatsächlichen Ergebnissen misst, BR (breadth) ist die Anzahl der unabhängigen Anlageentscheidungen, TC ist der Transferkoeffizient oder die Effizienz, mit der die Fähigkeiten des Managers in aktive Positionen umgesetzt werden, und $\sigma\alpha$ ist die Standardabweichung von Alpha, die das Risiko oder die Volatilität im Zusammenhang mit den Überschussrenditen darstellt.
- 21 Methodik: Wir vergeben ein quantitatives Kreditrating durch eine lineare Umrechnung der Punktzahlen der Rating-Agenturen (von 1 bis 16 bzw. AAA von B-) und bilden den Durchschnitt der drei größten verfügbaren Rating-Agenturen (S&P, Moody's und Fitch).
- 22 Candriam, Bloomberg.
- 23 Quelle: Candriam, Bloomberg.
- 24 Eigenkapital wird einmal ausgegeben. Es ist schwer zu ändern (Satzung usw.) und Erhöhungen des Aktienwerts bringen dem Unternehmen keine neuen Mittel ein. Neuemissionen von Aktien sind selten. Anleihen werden fällig und Neue Anleihen finanzieren das Wachstum. Neue Anleihen können in neuen Formaten ausgegeben werden.
- 25 Im darauf folgenden Jahr, 2006, wurde Candriam zu einem der Gründungsmitglieder der UN PRI.



144 Mrd. €

**verwaltetes Vermögen
mit Stand Ende
Juni 2023***



+600

**Erfahrene und
engagierte Spezialisten**



+25 Jahre

**Vorreiter im Bereich
nachhaltiges
Investieren**

Dies ist ein Marketing-Dokument. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder ein Kauf- oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente noch eine Anlageempfehlung oder Transaktionsbestätigung dar. Candriam lässt bei der Auswahl der in diesem Dokument genannten Daten und ihrer Quellen größte Sorgfalt walten. Dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Candriam haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen könnten. Die Rechte von Candriam am geistigen Eigentum sind jederzeit zu wahren. Eine Vervielfältigung des Inhalts dieses Dokuments ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung seitens Candriam zulässig.

Warnung: Die frühere Wertentwicklung eines bestimmten Finanzinstruments, eines Index oder einer Anlagedienstleistung oder -strategie bzw. Simulationen der Wertentwicklung in der Vergangenheit und Prognosen der künftigen Wertentwicklung sind keine verlässlichen Indikatoren künftiger Ergebnisse. Provisionen, Gebühren und sonstige Kosten können sich auf die Bruttowertentwicklung auswirken. Angaben zur Wertentwicklung in einer Währung, die nicht der Währung im Wohnsitzland des Anlegers entspricht, können Wechselkursschwankungen unterliegen, die sich positiv oder negativ auf die Gewinne auswirken können. Falls das vorliegende Dokument Bezugnahmen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung enthält, hängen diese Informationen von der individuellen Situation des jeweiligen Anlegers ab und können sich ändern.

Das Kapitalverlustrisiko wird vom Anleger getragen.

Informationen zu Nachhaltigkeitsaspekten in diesem Dokument sind auf folgender Webseite von Candriam zu finden: <https://www.candriam.com/en/professional/stdr/>

*Per 30.06.2023 hat Candriam die Berechnungsmethode für das verwaltete Vermögen geändert. Das verwaltete Vermögen umfasst nun bestimmte Vermögenswerte, wie nicht diskretionär verwaltetes Vermögen, externe Fondsauswahl, Overlay-Services, einschließlich ESG-Screening-Services, [Beratungs-] Services, White-Label-Services und Modellportfolio-Lieferservices, die laut Definition der Form ADV der SEC nicht als „Regulatory Assets Under Management“ einzustufen sind. Das verwaltete Vermögen ist in USD angegeben. Nicht in USD angegebenes verwaltetes Vermögen wird zum Kassakurs per 30.06.2023 umgerechnet.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.
WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY