

IM GESPRÄCH: BASTIAN GRIES, ODDO BHF ASSET MANAGEMENT

ESG reduziert Portfolio-Volatilität

Risiko-Ertrags-Situation wird optimiert – Nachhaltigkeit wird auch für Unternehmen immer wichtiger

Oddo BHF Asset Management (AM) hat ESG-Kriterien in Rentenportfolios implementiert. Denn immer mehr Anleger wollen nicht nur Rendite, sondern mit ihrem Geld auch einen Einfluss erzielen. Portfoliomanager Bastian Gries erläutert, worauf sein ESG-Ansatz basiert und wie er im Assetmanagement der Credits umgesetzt wird.

Von Kai Johannsen, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 22.11.2018
Immer mehr institutionelle Investoren richten ihre Portfolios nach Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsaspekten aus, besser bekannt unter ESG (Environment, Social, Governance). Experten erwarten, dass ESG in den kommenden Jahren noch eine sehr viel höhere Bedeutung im Assetmanagement bekommen wird, legen doch immer mehr Investoren, darunter auch Privatanleger, Wert darauf, dass mit ihrem Geld nicht nur eine Rendite erzielt wird, sondern auch ein Einfluss erreicht wird, die Gelder also nach ESG-Kriterien angelegt werden.

Grüne und nachhaltige Anleihen, ob nun von Staaten, supranationalen Adressen, Förderinstitutionen oder Banken und Unternehmen, sind deshalb sehr gefragt. Der Markt boomt seit einigen Jahren und wird nach Ansicht von Marktakteuren weiter boomen. „Wir haben als familiengeführtes Unternehmen eine langfristige strategische Ausrichtung, die auch den Nachhaltigkeitsaspekt beinhaltet. Unsere französischen Kollegen beschäftigen sich mit Nachhaltigkeit nun schon seit mehr als zehn Jahren“, sagt Bastian Gries, Leiter Unternehmensanleihen bei dem Assetmanager Oddo BHF AM, im Gespräch mit der Börsen-Zeitung.

Gries weist damit auch auf unterschiedliche Entwicklungsgrade in Europa hin. Während in skandinavischen Ländern, dem Benelux-Raum oder Frankreich das ESG-Thema schon sehr viel ausgereifter ist, hinkt Deutschland immer noch hinterher, auch wenn sich mittlerweile immer mehr Anleger dieses Themas annehmen.

Auch High Yield im Blick

Gries hat ESG in den Credit-Portfolios von Oddo BHF AM implementiert. In einem ESG-Ansatz sieht er auch eine sehr gute Ergänzung zur langfristigen fundamentalen Kreditanalyse, da zusätzliche, nicht finanzielle Risikofaktoren untersucht werden. „Für die Unternehmen wird die entsprechende Ausrichtung ebenfalls zu einem immer wichtigeren Thema, weil sie von Kunden und Investoren zunehmend mit Fragen zu ESG konfrontiert werden“, sagt er.

Bei dem Assetmanager Oddo BHF werden laut Gries derzeit 8,5 Mrd. Euro an Assets unter Management, nach ESG-Kriterien verwaltet. Davon entfallen 7 Mrd. Euro auf den Aktienbereich und 1,5 Mrd. Euro auf die

Rentenseite. Bislang wird im Rentenbereich ESG bei High-Grade angewendet. „Wir wollen die Analyseprozesse aber auch auf den High-Yield-Bereich ausrollen“, sagt Gries. Dort hätte man es aber häufiger mit kleineren Unternehmen zu tun, bei denen die Transparenz meist nicht so gut sei. Das Gleiche gelte für die Small Caps im Aktienbereich.

Zwei-Säulen-Ansatz

Neben den klassischen Fonds gebe es bei dem Assetmanager aber auch individuelle Lösungen für Kundenportfolios. Hier würden die Kunden Vorgaben hinsichtlich ESG machen, die es dann umzusetzen gilt. Abseits individueller Kundenvorgaben beschreibt Gries seine Vorgehensweise in Sachen ESG als einen Zwei-Säulen-Ansatz. „Basierend auf der ESG-Analyse optimieren wir das Portfolio hin zu einer deutlich verbesserten ESG-Qualität. Die zweite Säule sieht dann den Dialog mit den Unternehmen vor, um kritische Fragen bezüglich der jeweiligen ESG-Ausrichtung zu adressieren und auf einen langfristig positiven Fortschritt diesbezüglich hinzuwirken“, sagt er. In dem angewandten Best-in-Universe-Ansatz würde jedes Unternehmen für sich bewertet werden und dann das ESG-Risikoprofil im Vergleich zum Investmentuniversum gesetzt.

Humankapital betrachtet

Im Bereich Umwelt achtet Gries etwa auf das Umweltmanagementsystem des Unternehmens, auf die Umweltchancen, aber auch auf die Umwelttrisiken. Konkrete Beispiele nennt Gries mit der CO₂-Intensität, der Abfallbewirtschaftung, dem ökologischen Mehrwert von Produkten oder umweltbezogenen Übergangsrisiken. Beim Themenkomplex Soziales werden die Regulierung, die Reputation, das Humankapital und etwa das soziale Ökosystem betrachtet. In der Praxis werden dabei Zwischenfälle mit Lieferanten, das Profil des CEO, die personelle Zusammensetzung der Geschäftsführung, Personalfuktuation, Kundenkapital, Markenwert und auch die Qualität der Unternehmenskommunikation näher betrachtet und bewertet.

In Sachen Governance, also der Grundsätze der Unternehmensführung, werden die Nachhaltigkeitsstrategie und beispielsweise die Geschäftsethik in der Analyse zugrunde gelegt. Konkrete Beispiele seien die externe Zertifizierung der ESG-Daten, Rechte der Minderheitsaktionäre, die Vergütungspolitik, die Zusammensetzung des Vorstands und Korruptionsrisiken.

Internes Modell als Basis

Die Methodik bei Oddo BHF AM basiere auf einem intern entwickelten Modell, das insgesamt 42 Kriterien beleuchte. „Unser vorrangiger Blick gilt dabei den jeweils maßgeblichen Kriterien in jedem der drei The-



Bastian Gries

menblöcke ESG“, so Gries. Als Quelle für die ESG-Analyse dienen dem Assetmanager mitunter externe Datenlieferanten wie etwa Sustainalytics. Für jedes analysierte Unternehmen werde im Anschluss jeweils ein Score ermittelt, und zwar aus einer maximalen Punktzahl von 100. Danach wird das Investmentuniversum auf Basis einer ESG-Ratingskala von 1 (schlechtester Wert) bis 5, der Bestnote, eingeteilt. Auf der Basis der ESG-Ratings werde dann auch ein Emittentengewicht für die Portfolio-konstruktion vorgeschlagen. Die Corporate-Portfolios werden in Richtung ESG optimiert. Die Entwicklungsdynamik bei ESG werde ebenfalls gemessen, was Gries als sogenannte ESG-Momentum bezeichnet.

Die ESG-Analyse bedeutet in der strikten Umsetzung dann auch Konsequenzen für die Portfoliozusammensetzung. „Selbst bei einem starken konventionellen Rating kann es zum Beispiel bei heftigen negativen Umwelteinflüssen – ausgelöst durch das Unternehmen – zu Ausschlüssen aus dem Portfolio kommen. Das bedeutet dann wiederum den marktschonenden Verkauf der kompletten Position. Ein Unternehmen kann auch positive Kreditkennzahlen haben. Das ESG-Gesamtpaket kann dann aber auch zu einem geringeren Gesamtgewicht führen, als es die Kreditkennzahlen erwarten lassen würden“, ergänzt Gries. Die ESG-Analysen würden in der Regel alle zwölf bis 18 Monate aktualisiert.

Aktiv in diversen Initiativen

Länderübergreifend sieht Gries bei den Unternehmen keine Unterschiede. „Die Antworten, die man zu einem Thema bekommt, unterscheiden sich nicht auf der Grundlage der Nationalität. Unternehmen, die das Thema ESG seriös verfolgen, liefern in den einzelnen Ländern nicht diametral entgegengesetzte Aussagen“, sagt er. Oddo BHF AM ist seit 2010 Unterzeichnerin der Prinzipien für verantwortliches Investieren der Vereinten Nationen (UN-PRI) und engagiert sich in diversen internationalen Initiativen und Arbeitsgruppen in Frankreich und Deutschland, um einen nachhaltigen Ansatz des Investierens zu fördern. So ist man auch bei Climate Action 100 plus aktiv. Hier haben sich Investoren zusammengeschlossen, die dann auf Unter-

nehmen mit den größten Treibhausgasemissionen zugehen. Des Weiteren ist man auch beim Carbon Disclosure Project aktiv.

Marktteilnehmer können ESG-Kriterien und die Ausgestaltung derselben in der Praxis immer noch weitgehend selbst definieren, was vielerorts ein erhebliches Problem angesehen wird. Denn darunter leidet Einheitlichkeit und somit auch die Nachvollziehbarkeit durch Anleger. „Die Informationsbeschaffung ist für Kunden leider immer noch ein Problem. Die Transparenz bei großen Unternehmen ist in Sachen ESG gut, bei kleineren Unternehmen ist das leider nicht immer der Fall. Auch die fehlende Standardisierung im Bereich Green und Sustainable Finance ist ein Problem“, sagt Gries. Eine einheitliche EU-Taxonomie werde die weitere Entwicklung dann sicherlich begünstigen. Denn das schaffe Transparenz und bringe die notwendige Vereinheitlichung mit sich. Auch Entwicklungen wie das grüne Pfandbriefgesetz in Luxemburg, das in diesem Jahr ins Leben gerufen wurde, begrüßt Gries in diesem Zusammenhang ausdrücklich. „Das geht alles in die richtige Richtung“, sagt er.

Frankreich ist schon weiter

In Frankreich ist die Entwicklung ebenfalls schon weiter. Denn dort wurden für Investoren bereits verpflichtende Klimaberichte eingeführt. In der Änderung von Frankreichs Energiewendegesetz wurde beschlossen, dass Investoren jedes Jahr beispielsweise darüber berichten müssen, in welchem Ausmaß sie umwelt- und insbesondere klimabezogene Überlegungen in ihre Investitionspolitik der Portfolios integriert haben. Darüber hinaus müssen sie auch über die Treibhausgasemissionen berichten, die in ihren Investitionen enthalten sind. „So ein regulatorisches Rahmenwerk wird sicher eines Tages auch für Deutschland kommen“, ist sich Gries sicher. „Ich wünsche mir aber ein harmonisiertes Rahmenwerk auf EU-Ebene“, ergänzt er.

Ob ESG-Aspekte künftig für Aktien- und Bond-Portfolios als klare Werttreiber angesehen werden können, darüber gehen die Expertenmeinungen derzeit vielerorts immer noch ein wenig auseinander. „Analysen zeigen, dass langfristig durch ESG nicht unbedingt mehr Performance erzielt werden kann. Das Ziel besteht vielmehr darin, die Risiko-Ertrags-Situation des Portfolios weiter zu verbessern. Konkret bedeutet dies auf lange Sicht eine reduzierte Schwankungsbreite des Portfolios, da es weniger schwerwiegende Einzelereignisse durch ein Unternehmen in einem Portfolio geben soll“, sagt Gries. Das übergeordnete Ziel sei also in risikoadjustierten Erträgen zu sehen sowie dem langfristig positiven Einfluss auf die Unternehmen bei der Implementierung von ESG-Kriterien.

Kreditmärkte ohne Netz und doppelten Boden

Von Michael Klawitter *)

Börsen-Zeitung, 22.11.2018
Die Europäische Zentralbank (EZB) wird voraussichtlich Ende dieses Jahres die Nettoanleihekäufe einstellen und nur noch die Fälligkeiten ihres Portfolios über 2.500 Mrd. Euro reinvestieren. Damit sollten die Anleihekäufe der EZB auf nur noch leicht über 200 Mrd. Euro im kommenden Jahr schrumpfen



(2018: etwa 460 Mrd. Euro). Dies hat vielschichtige Auswirkungen auf die Kreditmärkte in der Eurozone, wobei ausgeweitete Spreads in jedem Fall die Folge sein dürften. Dies gilt umso mehr, als die vielfältigen Unsicherheiten, die von den Brexit-Verhandlungen und der politischen Situation in Italien ausgehen, grundsätzlich für ein Mehr an Volatilität bei risikoreichen Anlagen spricht.

In den vergangenen vier Jahren sorgten die Käufe der EZB für eine Kompression der Spreads in allen Kreditklassen. Gleichzeitig erfolgte eine Nivellierung der Spreads mit Blick auf Emittenten, Sektoren und Ratingklassen. Fundamentaldaten verloren als Begründung für Spreads an Relevanz. Die aggressive Anleihekäufe der EZB veränderten auch das Zusammenspiel zwischen Primär- und Sekundärmarkt. Marktteilnehmer konnten recht sicher sein, dass am Ende die EZB im Sekundärmarkt einen akzeptablen Preis, der über dem Emissionspreis lag, bezahlen wird. Das Risiko, mit hohen Bietungen im Primärmarkt aktiv zu sein, war damit begrenzt und folglich waren viele Anleihen deutlich überzeichnet und die Neuemissionsprämien schrumpften erheblich verglichen mit der Zeit, bevor die EZB ihr Anleihekaufprogramm begann.

Niedrige Renditen

Zudem verschob sich auch die Investorenstruktur im Anleihe- markt. Zunehmend niedrigere Spreads sowie niedrigere absolute Renditen ließen Marktteilnehmer verstärkt in riskantere Assetklassen ausweichen, um so interne Ertragsvorgaben zu erfüllen. Die EZB-bedingte niedrige gehandelte und realisierte Volatilität in fast allen Assetklassen bot Investoren dabei Spielraum, trotz dieser Migration in höhere Risikoklassen die Vorgaben der Risikosteuerung zu erfüllen.

Mit dem sich abzeichnenden Ende der Nettoanleihekäufe der EZB beginnen sich diese Marktverzerrungen zurückzubilden. Prominent zeigt sich dies schon in den steigenden Neuemissionsprämien in allen Marktsegmenten, in denen die EZB im Rahmen der Anleihekäufe tätig war und noch ist. Daher versuchen Investoren, im Vorfeld von Neuemissionen über Verkäufe der „teuren“ Altbestände Platz in den Portfolios für billigere neue Anleihen zu schaffen. Ähnlich agieren auch die Handelstische der Banken, wobei hier die „normale“ Positionsreduzierung vor dem Jahresende als Vorbereitung auf die zu erwartende Neuemissionswelle im neuen Jahr hinzukommt. Spread-Ausweitungen im Sekundärmarkt sind die Folge.

Hohe Neuemissionsprämie

Wie schnell und nach welchem Muster eine solche Bewegung erfolgt, zeigten u. a. die Auktionen verschiedener Euro-Anleihen von Volkswagen am 12. November. Die vier Anleihen waren mit einer erheblichen Neuemissionsprämie ausgestattet, was dazu führte, dass sich die Sekundärmarkt-Spreads bei Altanleihen, z. B. im Laufzeitbereich 2027, zum Vortageschluss

DIENSTAG	Devisenwoche
MITTWOCH	Technische Analyse
DONNERSTAG	Kreditwürdig
FREITAG	Geld oder Brief

um mehr als 20 Basispunkte (BP) anpassten. Bei 2030er Laufzeiten lag die Spread-Bewegung schon bei 30 BP und selbst im zweijährigen Laufzeitbereich kam es noch zu einer Anpassung um etwa 7 BP. Das Ausmaß und die Schnelligkeit der Spread-Anpassung unterstreichen, dass die Risiken vor allem mit Blick auf Emittenten mit hohen Schuldenständen und entsprechend hohem Refinanzierungsbedarf nach oben gerichtet sind. Neben VW zählen dazu auch Emittenten wie Daimler, Telefónica, Vodafone, Anheuser-Busch etc.

Da für die Bewertung von Bonds nicht nur der absolute Spread im Verhältnis zu den Fundamentaldaten eine Rolle spielt, sondern auch der relative Vergleich zu Bonds ähnlicher Emittenten, können Spread-Ausweitungen bei einem wichtigen Namen wie VW den Impuls zu Anpassungen im gesamten Unternehmensanleiheuniversum geben. Dass die EZB-Bruttokäufe 2019 bei Unternehmensbonds aufgrund niedriger Fälligkeiten förmlich kollabieren und nach etwa 50 Mrd. Euro in diesem Jahr auf nur noch 6 bis 7 Mrd. Euro schrumpfen werden, erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass es zum generellen Repricing kommt.

Gedämpfte Nachfrage

Auch mögliche Anpassungen der Käuferstruktur sprechen für etwas weitere Spreads bei Unternehmensanleihen. So dürften angesichts der gestiegenen Volatilität vor allem bei Emittenten mit „BBB“-Ratings einige Marktteilnehmer, die ab 2016 dieses Marktsegment verstärkt in ihrer Assetallokation berücksichtigt hatten, diese Allokation nun wieder zurückfahren. Dies wird strukturell die Nachfrage dämpfen und sollte zu steileren Spread-Kurven führen.

Während die Argumentation für eine Spread-Ausweitung bei Unternehmensanleihen stark auf die rückläufige Nachfrage der EZB abstellt, ergibt sich bei Bankanleihen eine Sondersituation. Denn neben den Auswirkungen der reduzierten Covered-Bond-Käufe der EZB im kommenden Jahr (etwa –50% verglichen zu 2018) kommt hier hinzu, dass auch das zu emittierende Angebot an neuen Anleihen im kommenden Jahr deutlich zunehmen sollte. Denn Banken müssen sich schon im Vorfeld auf die im Juni 2020 anstehende Rückzahlung von 382 Mrd. Euro TLTRO II Liquidität vorbereiten. Auch wenn ein Teil der Banken auf die Rückzahlungen mit einer Bilanzverkürzung reagieren wird, werden andere gezwungen sein, die Fremdfinanzierung am Markt und damit die Emissionstätigkeit hochzufahren.

Nachdem die hohe und langlaufende EZB-Liquidität in den vergangenen Jahren maßgeblich den Neuemissionsbedarf bei Euroland-Banken (Covered Bonds, Senior Anleihen) gedämpft hatte, werden 2019 die Nettoemissionen damit spürbar anziehen. Um die Absorptionsfähigkeit des Marktes nicht überstrapazieren, dürfte das Angebot bei Covered Bonds und Senior-Anleihen schon ab dem ersten Quartal zunehmen und Neuemissionen nur über steigende Neuemissionsprämien zu platzieren sein. Selbst bei deutschen Pfandbriefen erscheinen positive Emissionspreads gegenüber Swaps per Ende März 2019 plausibel.

Allerdings wird es zunehmend wahrscheinlicher, dass die EZB erneut einen Langfristender im kommenden Jahr anbieten wird, um negative Markteffekte der TLTRO-II-Fälligkeiten abzufedern. Ziel wäre es dabei, vor allem kleinen Banken in Italien aber auch dem Rest der Peripherie, der sich kaum am Markt refinanzieren können, eine Refinanzierungsalternative zu bieten, um so negative Auswirkungen auf den monetären Transmissionsprozess zu vermeiden. Auch wenn ein solcher neuer Tender zu schlechteren Konditionen als die auslaufenden TLTRO-II-Tender käme, dürfte dies den Anstieg der Nettoemissionen im kommenden Jahr dämpfen. Der Spread-Ausweitungsdruck bei Bankanleihen würde verringert, aber nicht gestoppt.

*) Michael Klawitter ist im Floor Research der DekaBank tätig.

Italiens Privatanleger zeigen Staat die kalte Schulter

BTP-Italia-Bond erzielt extrem schwache Nachfrage – Bund mit fünfjähriger Laufzeit am Start

Börsen-Zeitung, 22.11.2018
kjo Frankfurt – Italien bekommt den Haushaltsstreit mit der EU-Kommission immer stärker an den Anleihemärkten zu spüren. Die Schuldenmanager des Landes gingen am Montag

ANLEIHEN

und Dienstag dieser Woche mit dem BTP-Italia-Bond an den Start. Diese Anleihe wird nur Privatanlegern in Italien angeboten. Diese Investorengruppe zeigte dem italienischen Staat aber nun die kalte Schulter.

Davide Iacovoni, der beim Schatzamt für das Schuldenmanagement des Landes verantwortlich zeichnet, sah den Grund für das zurückhalten der Taktieren der Anleger in der höheren Volatilität. Das habe den BTP-Italia-Bond genauso belastet wie andere Staatsanleihen des Landes auch. Deshalb sei das Ergebnis dieses Bond-Deals hinter den Erwartungen zurückgeblieben, sagte er gestern der Nachrichtenagentur Reuters.

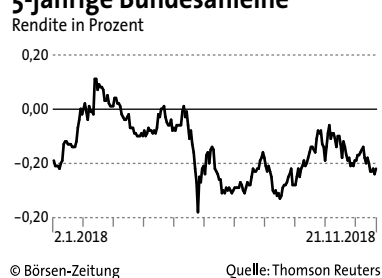
Am ersten Tag der Vermarktung der BTP-Italia-Anleihe seien für das Papier Orders über 481,35 Mill. Euro eingegangen. Am zweiten Tag zeichneten die Privatanleger noch gerade einmal für weitere 156 Mill. Euro, so dass der Bond insgesamt auf ein Nachfragevolumen von 637,35 Mill. Euro kam. Laut Analysten war das eines der schwächsten Ergebnisse für diesen Retail-Bond, seitdem das Papier im Jahr 2012 eingeführt wurde. Bei der vorigen Transaktion mit einem BTP-Italia-Bond kamen am ersten Tag Orders über 2,3 Mrd. Euro zustande. Am zweiten Tag folgten weitere Orders über insgesamt rund 700 Mill. Euro, so dass der Deal auf eine Nachfrage von rund 3 Mrd. Euro kam. Diese Transaktion fand im Mai kurz vor den Marktturbulenzen statt.

Die geringe Nachfrage bei der jetzigen Transaktion gilt in Marktkreisen deshalb als bemerkenswert, da Italien einen großen Teil seiner Staatsschuld bei den Anlegern im eigenen Land platziert. Angesichts des Etatstreits mit der EU könnte Italien somit auch mal Probleme bei der

10-jährige Staatsanleihe Italiens



5-jährige Bundesanleihe



Refinanzierung über die Märkte bekommen, wenn Investoren mehr und mehr dem Staat die kalte Schulter bei neuen Anleihen zeigen. Laut Berechnungen von Analysten hat der italienische Staat die weltweit drittgrößte öffentliche Schuldenlast. Sie liegt aktuell bei rund 2,3 Bill. Euro.

Gestern schwankten die Renditen der Italien-Bonds deutlich. Hoffnungen auf eine Einigung der italienischen Regierung mit der EU-Kommission drückten die Renditen im Zehnjahresbereich bis auf das Tages Tief von 3,48%. Die späteren harten

Töne aus Rom ließen die Renditen wieder anziehen. Die EU-Kommission wies den Haushalt des Landes erneut zurück und empfahl ein Defizitverfahren gegen Italien. Dann beruhigte sich die Lage abermals. Italiens Zehnjahresrendite lag abends bei 3,48% nach 3,62% am Vortag.

Die Deutsche Finanzagentur stockte die fünfjährigen Papiere um 3 Mrd. auf 16 Mrd. Euro auf. Es gab Gebote über 3,767 Mrd. Euro. Zugeteilt wurden Papiere über 2,4474 Mrd. Euro. Die Durchschnittsrendite lag bei –0,22%.