

Zusätzliche Dimensionen erkennen

OBLIGATIONEN Eine eingehende ESG-Analyse der Anleihenmärkte in Schwellenländern ist oft von entscheidender Bedeutung. Sie kann Chancen ermitteln, die sich in den Anleihenkursen noch nicht spiegeln, wie Beispiele aus Usbekistan zeigen.

Claudia Calich

Neben einer genauen Analyse der Finanzkennzahlen bei der Bewertung von Schwellenländeranleihen sind Investments in die Anlageklasse mit zusätzlichen politischen und rechtlichen Risiken verbunden. Wichtig ist dabei, alle potenziellen Faktoren zu verstehen, die das Kreditprofil des Emittenten beeinflussen könnten, zumal Schwellenländer finanziell oft weniger flexibel sind, um externe Schocks zu verkraften.

Eine solide Analyse wesentlicher ökologischer, sozialer und Governance-Faktoren (Environmental, Social, Governance, ESG) ist bei Anlagen in Schwellenländeranleihen daher von entscheidender Bedeutung. Dabei gilt es insbesondere auf die Entwicklungstendenzen dieser Faktoren zu achten, da sie die Aussichten für einen staatlichen oder einen privatwirtschaftlichen Emittenten beeinflussen. Die ESG-Prüfungen bilden eine wichtige Ergänzung des traditionellen Finanzresearch und ermöglichen eine bessere

Kreditanalyse und fundiertere Anlageentscheide. Dabei geht es nicht nur um das Erkennen und Vermeiden von Risiken.

Der Ansatz trägt auch grundlegend dazu bei, Anlageargumente zu untermauern und die künftigen Gewinner zu identifizieren. Die Relevanz von ESG-Faktoren für die Kreditanalyse in den Schwellenländern wurde zudem durch Studien belegt.

SOZIALE ASPEKTE BEACHTEN

So verdeutlicht eine Analyse der OECD, dass ein Zusammenhang zwischen einer sinkenden Einkommensungleichheit und einem schnelleren Wirtschaftswachstum besteht. Bei der Bewertung von Anleihen muss nun beachtet werden, dass soziale Aspekte wie eine steigende Ungleichheit, Migrationsströme oder die Knappheit von Ressourcen möglicherweise zu wachsenden Spannungen und politischen Risiken führen, wodurch die Anleihenpreise unter Druck geraten können.

Am Beispiel des Libanon lässt sich diese Dynamik gut veranschaulichen. Das Land steht seit einigen Jahren unter aku-

tem wirtschaftlichen, politischen und sozialen Druck. Das Wirtschaftswachstum ist eingebrochen, und die Staatsverschuldung hat ein extrem hohes Niveau erreicht. Die Kurse libanesischer Staatsanleihen spiegeln derzeit ein sehr hohes Ausfallrisiko bis Ende 2021.

«Usbekistan liberalisierte sein Wechselkurssystem und führte Reformen ein.»

Wenn Regierungen und Unternehmen in Schwellenländern proaktiv auf ESG-Entwicklungen reagieren, wird dies von den Investoren zunehmend honoriert. Durch ein vorteilhaftes Ergebnis einer ESG-Analyse können Emittenten mit einer potenziellen Outperformance ermittelt werden, die ein traditionelles Kreditresearch möglicherweise ausser Acht lässt. Dies zeigte sich in Usbekistan, einem Land,

das von der Aussenwelt jahrelang recht stark isoliert war, bis die Regierung umfangreiche Reformen einleitete. Auf wirtschaftlicher Ebene liberalisierte das Land sein Wechselkurssystem, führte einen an Zielwerten orientierten Mechanismus zur Inflationskontrolle ein und initiierte eine Überarbeitung des Steuerrechts sowie weitere Reformen.

Darüber hinaus wurde begonnen, die hohe Staatsquote und den Einfluss der Politik auf die Wirtschaft zu reduzieren. Ebenso bedeutsam ist die Weiterentwicklung von sozialen Aspekten und Governance-Faktoren. Neben besseren regulatorischen Rahmenbedingungen verstärkt die Regierung die Rechenschaftspflicht der Institutionen gegenüber den Bürgern und sorgt für einen leichteren Zugang zu Bildung.

Zudem hat sie Massnahmen ergriffen, um die Zensur, die Korruption und die Verletzung von Menschenrechten zu verringern und die Grenzen des Landes stärker zu öffnen. Die Reformen dauern an, und viele Hürden müssen noch überwunden werden, doch erste Fortschritte

sind bereits sichtbar. Wirtschaftliche Kosten sind bei diesem Prozess unvermeidbar. Das Land hat sich jedoch für einen marktfreundlicheren Kurs entschieden, der bei seiner ersten Emission eines Eurobond im Jahr 2019 von den Anlegern begrüsst wurde.

ERMITTLUNG VON RISIKEN

Die Identifizierung von Risiken ausserhalb der Bilanz, die sich auf den Wert einer Anlage auswirken können, sind ein wichtiger Bestandteil der Fundamentalanalyse von Unternehmens- und Staatsanleihen.

Das gilt besonders für die Schwellenländermärkte, an denen positive oder negative ESG-Entwicklungen die Anleihenpreise erheblich beeinflussen können. ESG-Aspekte bieten nicht nur eine zusätzliche Dimension zur Ermittlung von Anlagerisiken, sondern sie erleichtern auch die Ermittlung von Chancen, die sich in den Anleihenkursen noch nicht spiegeln haben.

Claudia Calich, Leiterin Anleihen Schwellenländer, M&G Investments

GASTKOLUMNE

Pflicht und Kür

RENDITE Sind Investoren gute Klimapolizisten? Ja, doch es kommt immer auf den Ansatz an, den sie wählen.

Wir haben gerade den wärmsten Winter seit Messbeginn hinter uns. Daher erstaunt es nicht, dass Massnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels von allen Seiten immer lauter gefordert werden und dabei auch Finanzakteure zunehmend im Fokus stehen. In der Schweiz gab es im vergangenen Jahr fast dreissig parlamentarische Vorstösse zur Rolle der Finanzwirtschaft bei der Förderung einer nachhaltigen und klimafreundlichen Wirtschaft. Während einige auf mehr Transparenz zu Klimarisiken bei Anlagen zielen, schlagen andere konkrete Vorschriften bezüglich klimafreundlicher Investments vor.

Aber macht es denn Sinn, Investoren zu Klimapolizisten zu machen? Und ist dies überhaupt zu vereinbaren mit der treuhänderischen Pflicht von Anlegern, die Vermögen im Auftrag von Dritten zu verwalten? Die Antwort lautet wie in vielen Fällen «Ja, aber». Zahlreiche Studien zeigen bereits, dass sich der Einbezug von Nachhaltigkeits- und Klimafaktoren positiv auf das Rendite-Risiko-Profil von Anlagen auswirkt. So hat zum Beispiel der MSCI ACWI Low Carbon Target Index seit seiner Lancierung im Jahr 2014 eine um 0,1 Prozentpunkte bessere Rendite pro Jahr gezeigt als sein herkömmliches Pendant, dies bei einer leicht höheren Sharpe Ratio. Immer mehr Investoren – wie jüngst Publica – gehen daher den Weg, Klimarisiken gezielt aus ihren Portfolios zu eliminieren und vermehrt Unternehmen auszuwählen, die Lösungen für die Klimakrise bereithalten. Diese neuen Investorenpräferenzen wirken sich bereits auf die Kurse von Unternehmen aus. Seit Anfang Jahr haben Konzerne wie ExxonMobil oder Chevron, die unverändert an fossilen Energieträgern festhalten, an Wert verloren, während Energiegesellschaften wie NextEra Energy, die auf erneuerbare Energien setzen, profitieren. Der finanzielle Anreiz, Klimarisiken im Portfolio zu vermindern, ist also vorhanden.

Worin besteht also das Aber? Sosehr es sinnvoll ist, dass Investoren Klimarisiken berücksichtigen, so heikel ist es, ihnen vorzuschreiben, mit welcher Methode sie das zu tun haben. Die Investoreninitiative Climate Action 100+, der sich auch zahlreiche Schweizer Pensionskassen angeschlossen haben, führt mit den grössten Klimaständern der Welt einen Dialog mit dem Ziel, ihre Unternehmensstrategie klimafreundlicher zu machen. Die Gruppe kann schon einige Erfolge vorweisen, haben sich doch grosse Firmen wie Nestlé, Volkswagen oder Maersk verpflichtet, bis 2050 klimaneutral zu werden. Gelingt ihnen die Einhaltung ihrer Versprechen, profitieren davon nicht nur die Investoren, sondern auch die Umwelt. Der Effekt ist für das Klima möglicherweise grösser, als wenn sich alle nur noch auf besonders klimafreundliche Unternehmen konzentrieren und damit Gefahr laufen, überbewertete Gesellschaften zu kaufen.

Die Berücksichtigung von Klimarisiken gehört heute ganz klar zu den treuhänderischen Pflichten von Investoren. Auch dürfen Kunden erwarten, dass sie von Anbietern darüber informiert werden, wie Klimarisiken im Portfolio reflektiert sind. Welcher Ansatz dabei verwendet wird, sollte man aber den Investoren überlassen – nur so können sie neue Erkenntnisse und Ansätze jederzeit berücksichtigen: zum Nutzen der Anleger und des Klimas.



Sabine Döbeli, CEO Swiss Sustainable Finance.

BILD: ZVG

Nachhaltig mit Sicherheitsnetz

TRENDS Blended-Finance-Transaktionen können Pensionskassen Zugang zu neuen Märkten bieten.

Stephanie Bilo

Die Nachfrage nach Impact Investments, also Anlagen, die nicht nur finanziell attraktiv sind, sondern aktiv auf eine positive Wirkung abzielen, steigt. Sie beziehen sich auf Themen, wie die Vereinten Nationen sie in den siebzehn Nachhaltigkeitszielen (SDG) definiert haben, und bieten Investoren Zugang zu neuen Anlagethemen, Wachstumsmärkten und Diversifikationsmöglichkeiten.

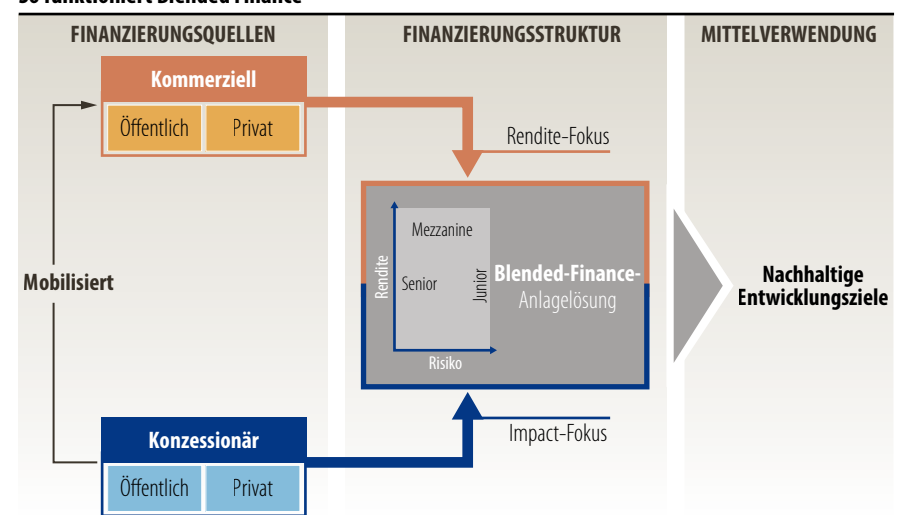
Wie oft bei Trends reagieren Investoren zunächst mit Vorsicht: Welche Produkte eignen sich für ihr Portfolio? Wie ist das Risiko-Rendite-Profil der Anlagelösungen einzuschätzen? Klassische Impact Investments mit zwanzigjährigem Track Record sind Mikrofinanzanlagen. Sie zielen auf finanzielle Inklusion ab, den Zugang zu essenziellen Finanzdienstleistungen für die untersten Einkommenschichten – zu meist Frauen – in Schwellenländern, laut Weltbank eine Grundvoraussetzung für nachhaltige Entwicklung. Investieren lässt sich darin vor allem über relativ liquide Private-Debt-Fonds, die gut in Portfolios von Pensionskassen oder Versicherungen passen, da sie kaum mit klassischen oder alternativen Anlageklassen korrelieren.

Neben dieser Anlagemöglichkeit mit einem recht konservativen Risiko-Rendite-Profil entstehen zunehmend neue Impact-Investing-Themen. Viele sind auf das Thema Klimawandel ausgerichtet und eröffnen unerschlossene Anlageuniversen. Ein interessantes Eintrittsticket für institutionelle Investoren zu diesen Themen sind Blended-Finance-Anlagelösungen.

ANLEGER MOBILISIEREN

Der Begriff Blended Finance wird für Anlagelösungen verwendet, die mithilfe von Entwicklungsfinanzierung private Investoren für ein bestimmtes Impact-Thema mobilisieren. Sie entstehen meistens auf Initiative von Impact-Asset-Managern und sprechen verschiedene Investorengruppen an. Deren Motivation liegt typischerweise irgendwo zwischen zwei Extremen. So gibt es die konzessionäre Gruppe, für die Impact im Vordergrund steht. Diese Anleger haben eine grössere Risikotoleranz und/oder geringere Renditeerwartungen. Oft handelt es sich um öffentliche Investoren mit einem Entwicklungsfinanzierungsauftrag oder Stiftungen mit einem konkreten Stiftungszweck. Bei der kommerziellen Gruppe zählt das

So funktioniert Blended Finance



attraktive Risiko-Rendite-Profil der Anlage. Es sind meist institutionelle Investoren, die attraktive Engagements in neuen Wachstumsmärkten suchen, die gleichzeitig Wirkung erzielen.

Um möglichst viel kommerzielles Kapital für neue Impact-Anlagethemen zu gewinnen, wird das Blended-Finance-Produkt in Tranchen (Junior, Mezzanine und Senior) mit unterschiedlichen Risiko-Rendite-Profilen aufgesetzt. Konzessionäre Investoren beteiligen sich mit ihrem Risikokapital typischerweise an der Junior-Tranche, tragen etwaige Ausfälle als Erste und begegnen damit der Hauptsorge institutioneller Investoren: der Angst vor dem unbekanntem und oft überschätztem Risiko von Anlagen in Schwellenländern oder in neue Themen.

Die Senior-Tranche ist risikoseitig gut abgesichert. Sie müsste erst mit Verlusten rechnen, wenn sowohl die Junior- als auch die Mezzanine-Tranchen durch Ausfälle völlig aufgezehrt wären. Coupons werden in umgekehrter Reihenfolge ausgezahlt: Die Senior-Tranche erhält als Erste eine Rendite – dafür auch die niedrigste. Es folgt die Mezzanine-Tranche, die Junior-Tranche bekommt, was übrig bleibt. Diese speziellen Risiko-Rendite-Eigenschaften sind für institutionelle Investoren attraktiv, weshalb Blended-Finance-Transaktionen typischerweise in für institutionelle Anleger vertrauten Formaten aufgelegt werden, etwa als Fondsanteile einer luxemburgischen Sicav. Die Senior-Tranche wird dabei oft auch als Anleihe strukturiert.

Ein aktuelles Beispiel für Blended Finance ist eine 2019 lancierte strukturierte Anleihe zum Thema finanzielle Inklusion. Auch hier hilft konzessionäres Kapital (in diesem Fall die US-Behörde International Development Finance Corporation), kommerzielles Kapital zu mobilisieren, und stellt das Anfangskapital zur Verfügung. Umgesetzt wird das Ganze als für institutionelle Anleger noch zugänglichere Kapitalmarkttransaktion. Während die Senior- und die Mezzanine Notes mit festen Coupons versehen sind, hängt die Rendite der Junior Notes von der Wertentwicklung des Kreditportfolios ab.

INTERESSANT FÜR FAMILY OFFICES

Blended-Finance-Initiativen ermöglichen institutionellen Investoren ein aktives Engagement in neue Impact-Themen – mit einem Sicherheitsnetz. Institutionelle Anleger verbuchen sie entweder als Teil der klassischen Fixed-Income-Allokation oder auch als alternative Anlagen.

In der Schweiz interessieren sich bisher vor allem Family Offices für Blended-Finance-Anlagen und wählen dabei meist die Mezzanine-Tranche mit dem Profil von mehr Risiko und Rendite. Angesichts der Möglichkeit, neue nachhaltige Anlagethemen mit der Unterstützung durch konzessionäre Investoren zu erschliessen, ist zu erwarten, dass in Zukunft auch institutionelle Anleger vermehrt auf Blended-Finance-Lösungen setzen werden.

Stephanie Bilo, Investment Solutions Officer, ResponsAbility Investments