

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

78. Jahrgang · 15. Januar 2025

2-2025

Digitaler
Sonderdruck

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

DAS FONDSGESCHÄFT 2025

Umgang mit ESG-Risiken bei
Schwellenländeranleihen

Daniel Theilen



Daniel Theilen

Umgang mit ESG-Risiken bei Schwellenländeranleihen

Um erfolgreich in Schwellenländeranleihen zu investieren, muss man wichtige Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren verstehen und beachten. Viele Schwellenländer sind stark vom Klimawandel und anderen sozialen und gesellschaftlichen Entwicklungen betroffen. Die Energiewende folgt hier oft ihren eigenen Regeln, sodass im Investmentprozess besondere Risiken zu berücksichtigen sind.

MFS bildet diese Risiken mit seinem ESG-Dashboard und anderen Tools ab. Außerdem steht MFS im Rahmen seines langfristigen aktiven Investmentansatzes in regelmäßigem Kontakt zu den Emittenten, um die Bedeutung der ESG-Faktoren zu verstehen.

Für strategische Anlagen in Emerging-Market-Anleihen gibt es viele gute Gründe: Angefangen bei der Diversifikation bis hin zu ihrem attraktiven Ertragspotenzial. Nach Angaben der Weltbank sind die Investitionen in Schwellen- und Entwicklungsländern (ohne China) 2023 um schätzungsweise durchschnittlich 5,5 Prozent und 2024 um etwa 4,8 Prozent gestiegen, gegenüber 1,2 Prozent und 1,1 Prozent Investitionswachstum in den entwickelten Volkswirtschaften.¹⁾

MFS-Analysen zeigen, dass sich mehrere Faktoren als Frühindikatoren für die Bonität von Emerging-Market-Emittenten eignen: das Klimarisiko, der Umgang mit Naturkapital, soziale Stabilität, Qualität der Bildung, Einkommensungleichheit, Rechtsstaatlichkeit, Arbeitnehmerrechte sowie Mitspracherecht und Rechenschaftspflicht („Voice

und Accountability“). Um Ausfallwahrscheinlichkeiten und Spreadveränderungen im Zeitablauf abzuschätzen, müssen wir die Auswirkungen dieser Faktoren auf die Emittenten genau verstehen.

Beurteilung und Nachbildung wichtiger Risikofaktoren

Aus einer Vielzahl von Kennziffern wurde ein ESG-Dashboard entwickelt, das die MFS-Analysten und Portfoliomanager für ihre Anlageentscheidungen nutzen. Es hilft ihnen, wichtige Risiken und Chancen über die reinen Finanzfaktoren hinaus zu erkennen. So können sie die ESG-Performance der einzelnen Emittenten langfristig nachverfolgen und miteinander vergleichen – konsistent und standardisiert. Auch die Entwicklungsfortschritte verschiedener Länder werden einbezogen. Bei der Beurteilung der Qualität geht es meist um zwei Aspekte:

- Relative ESG-Qualität: Welche Emittenten sind in puncto ESG besser oder schlechter als ihre Wettbewerber? Bei Staatsanleihen gilt: Sind sie besser oder schlechter als es der Entwicklungsstand des Landes vermuten lässt?
- Tendenz: Wie entwickeln sich die ESG-Kennziffern? Negativ oder positiv?

Die Daten für das Dashboard stammen aus zahlreichen Quellen, wobei nur solche verwendet wurden, die auch in der Breite für Emerging Markets zur Verfügung stehen, sehr umfangreich sind und lange Zeitspannen abdecken.

Traditionell werden ESG-Faktoren statisch gewichtet, sodass etwa jeweils ein Drittel der Gesamtpunktzahl auf Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren entfällt. Im ESG-Dashboard hängen die Gewichtungen dagegen von der Bedeutung der Faktoren ab, die MFS gegebenenfalls anpasst, wenn sich die Spreads ändern. Dazu werden die langfristigen Korrelationen ermittelt. Da sich die Relevanz der einzelnen Faktoren ändert, werden diese Berechnungen regelmäßig wiederholt.

Governance als wichtigster Faktor

Der wichtigste Faktor im Bereich der Schwellenländer ist Governance. Das ist weitgehend Marktkonsens. Soziale Faktoren wie Bildung und Gesundheit sind aber ebenfalls entscheidungsrelevant, und Umweltfaktoren gewinnen mehr und mehr an Bedeutung. Zurzeit sind im Dashboard Umweltfaktoren mit 15 Prozent, soziale Faktoren mit 35 Prozent und Governance-Faktoren mit 50 Prozent gewichtet. Diese Gewichte können immer dann angepasst werden, wenn die Analysten dies bei einem Emittenten für sinnvoll halten.

Das ESG-Dashboard liefert zwar keine Prognosen, zeigt aber mögliche Entwicklungen und Veränderungen der Fundamentaldaten. Dadurch können sich sowohl Portfoliomanager als auch Analysten eine fundierte Meinung über künftige ESG-Risiken bilden.

Ein integrierter Ansatz bei der Emittentenanalyse muss nicht nur kurzfristige, sondern auch langfristige Risiken berücksichtigen. Wichtig ist, dass Anleihe-



Investoren offen mit den Emittenten sprechen. MFS glaubt, dass langfristige orientierte Asset Manager Einfluss auf Governance- und Geschäftspraktiken nehmen und für Verbesserungen sorgen können. Bei Emittenten wird deutlich gemacht, dass ESG-Themen für immer mehr Investoren wichtig werden und deshalb beachtet werden müssen.

Engagement und Verantwortung

Die MFS-Portfoliomanager und -Analysten für Schwellenländeranleihen treffen sich in der Regel mehrmals im Jahr mit Regierungs- und Unternehmensvertretern, Oppositionspolitikern, Volkswirten, Wissenschaftlern, Journalisten und Beratern. Diese Gespräche helfen, die Emittenten und die Themen, die für sie wichtig sind, noch besser zu verstehen.

Das Engagement bei den Emerging-Market-Emittenten Chile und Uruguay hat gezeigt, dass beide Länder über gute Fundamentaldaten verfügen und ehrgeizige Nachhaltigkeitsziele verfolgen – und dass ihre Wirtschaftsreformen Fortschritte machen. All das trug dazu bei, dass MFS sowohl in nachhaltige Staatsanleihen (Sovereign Sustainability-Linked Bonds) als auch in Nachhaltigkeitsanleihen anderer Emittenten aus beiden Ländern investiert hat.

Beide Länder sind Pioniere bei der Emission von Anleihen, deren Coupons in Abhängigkeit von wichtigen Nachhaltigkeitsindikatoren angehoben beziehungsweise im Fall von Uruguay gesenkt werden können. Mögliche Faktoren für die Anpassung der Kupons sind die Einhaltung der Emissionsziele bis 2030 und die Verbesserung der Geschlechterdiversität auf den Führungsebenen der Unternehmen bis 2031.

Neue Finanzierungsmodelle

Oft stehen Emerging Markets vor der Herausforderung, für Wirtschaftswachstum, bezahlbare Energie und weniger Armut sorgen und zugleich auf CO₂-intensive Aktivitäten verzichten zu müs-

sen. Die sogenannten Just Energy Transition Partnerships (JETPs) sind neu entstehende Finanzierungsmodelle. Sie sollen die von Kohle abhängigen Schwellenländer in die Lage versetzen, in eigener Regie den Ausstieg aus fossilen Brennstoffen zu erreichen.²⁾ Was also bedeutet die Energiewende für die Gläubiger von Schwellenländeranleihen und wie sollten Investoren die wirtschaftlichen Folgen der Energiewende beurteilen?

Kosten der Energiewende und Schuldendienstfähigkeit: Die Energiewende erfordert hohe Investitionen in erneuerbare Energien und eine Infrastruktur zur Verbesserung der Energieeffizienz. Die entsprechenden Projekte benötigen zusätzliches Fremdkapital. Die Auswirkungen auf die Finanzen der Emittenten und ihre Kreditwürdigkeit müssen daher sorgfältig geprüft werden. Hohe Auslandsschulden ohne eine solide Geld- und Fiskalpolitik sind ein Risikofaktor.

Risiken und Stranded Assets: Unternehmen, die fossile Energie produzieren, geraten durch die Energiewende zunehmend unter Druck. Die Internationale Energieagentur (IEA) schätzt, dass in der Elektrizitätserzeugung bis 2035 Aktiva im Wert von etwa 120 Milliarden US-Dollar obsolet werden.³⁾ Die derzeitigen Gemeinschaftsprojekte zur Förderung der Energiewende beziehen sich vor allem auf Erdgas (mit einer Projektlaufzeit von 15 bis 30 Jahren).⁴⁾ Anleger sollten daher prüfen, was mit ihren Investitionen geschieht, wenn die Kosten erneuerbarer Energien im globalen Norden weiter im derzeitigen Tempo fallen. Man muss die Klimaschutzpläne der einzelnen Länder genau kennen, einschließlich der Folgen für laufende und noch geplante fossile Energieprojekte.

Soziale Folgen und gerechter Wandel: Laut Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaänderungen (UNFCCC) könnte die Energiewende weltweit 1,47 Milliarden Arbeitsplätze in besonders klimaschädlichen Sektoren gefährden. Dazu zählen Landwirtschaft, verarbeitendes Gewerbe und Transport.



Foto: MFS Investment Management

Daniel Theilen



Managing Director of Institutional Sales,
MFS Investment Management,
Frankfurt am Main

Auch beim Investment in Anleihen aus Schwellenländern muss man wichtige Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren verstehen und beachten, da viele Schwellenländer stark vom Klimawandel und anderen sozialen und gesellschaftlichen Entwicklungen betroffen sind. Marktkonsens sei dabei, dass die Governance der wichtigste Faktor im Bereich der Schwellenländer ist. Daniel Theilen rät dazu, dass ein integrierter Ansatz bei der Emittentenanalyse dabei nicht nur kurzfristige, sondern auch langfristige Risiken berücksichtigt. Um die wirtschaftlichen Folgen der Energiewende beurteilen zu können, rät er Investoren, vor allem fünf konkrete Fragen zu berücksichtigen wie die Kosten der Energiewende und deren Auswirkungen auf die Schuldendienstfähigkeit oder Regulierung und politischer Wandel. Als Fallbeispiel führt der Autor das Land Marokko an. (Red.)

Die Energiewende ist aber auch eine Chance: Nach Einschätzung der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO) kann guter Klimaschutz bis 2030 einen Wohlstandsgewinn von 26 Billionen US-Dollar bei einem Beschäftigungszuwachs von 24 Millionen Nettostellen ermöglichen.⁵⁾ Investoren können davon profitieren, indem sie Sektoren finanzieren, denen die Energiewende nützt. Sie müssen dabei aber auch mögliche Arbeitsplatzverluste in den betroffenen Regionen berücksichtigen.

ESG-Analyse marokkanischer Staatsanleihen



Umwelt

Dürrierisiko und Abhängigkeit von Energieimporten

- Der hohe Anteil der Landwirtschaft am BIP verursacht überdurchschnittliche Dürrierisiken.
- Bei Dürren wächst die Abhängigkeit von Lebensmittelimporten. Außerdem schaden sie ländlichen Regionen sehr.
- Durch Ölimporte steigt das Außenhandelsdefizit.

Staatliche Gegenmaßnahmen

- Diversifikationsprogramm für die Wirtschaft
- Hohe Investitionen in erneuerbare Energien (großes Potenzial für Solarenergie)



Soziales

Gesundheitsförderung

In armen ländlichen Gegenden:

- Senkung der Sterblichkeit, Ausrottung ansteckender Krankheiten, Steigerung der Lebenserwartung

Bildung

Die Umsetzung des Bildungsgesetzes von 2019 könnte hier Abhilfe schaffen:

- Hohe Schulabbrecherquote, schlechte Ergebnisse bei internationalen Vergleichen, wenig Unterricht in den MINT-Fächern

Ungleiche Partizipationsquote am Arbeitsmarkt

Die Entwicklung einer funktionierenden Industrie wird behindert durch:

- hohe Jugendarbeitslosigkeit, niedrige Partizipationsquote von Frauen (< 20 %)



Governance

Recht hohe Stabilität

- Stabile Monarchie, respektiertes Königshaus
- Funktionierende Institutionen, die für Rechtsstaatlichkeit, eine funktionierende Verwaltung und ein stabiles Staatswesen sorgen

Umgang mit Corona

- Für Coronahilfen wurden Mittel eingeworben und effizient verteilt
- Die allgemeinen Sozialprogramme funktionieren weiter ohne größere Störungen

Quelle: MFS

Schutzmaßnahmen und Anpassung an den Klimawandel:

Viele Schwellenländer leiden stark unter dem Klimawandel – durch Extremwetterereignisse, Wasserknappheit und Schäden in der Landwirtschaft. Investoren müssen einschätzen, wie anfällig die Länder tatsächlich sind, was sie dagegen tun, wie sie auf den Klimawandel reagieren und inwiefern sie in klimafreundliche Technologien investieren. Die aktuellen Emissionen grüner Anleihen und die Verwendung der Erlöse können Aufschluss darüber geben, wie viel Kapital ein Land in Zukunft für einschlägige Projekte einwerben kann.

Regulierung und politischer Wandel:

Weltweit bemühen sich Regierungen um die Energiewende, etwa durch CO₂-Bepreisung, Förderung erneuerbarer Energien und eine strengere Umweltregulierung. Da sich viele Maßnahmen aber noch in der Anfangsphase befinden, wird es auch Rückschritte geben. Zudem können sich diese Rahmenbedingungen aufgrund der zahlreichen neuen geopolitischen Konstellationen, nicht zuletzt in den USA, zukünftig verschieben. Für In-

vestoren ist es wichtig, die politischen Maßnahmen und ihre Auswirkungen zu verstehen.

Fallstudie Marokko

Für Marokko ist der Klimawandel ein großes Risiko. Es drohen Dürren sowie eine große Abhängigkeit von Energie- und Nahrungsmittelimporten. Das Land geht diese Herausforderung aber entschlossen an. Fortschritte sieht man unter anderem in den Bereichen Gesundheit, Bildung und Partizipation am Arbeitsmarkt. Hinzu kommen die recht hohe politische Stabilität und gut funktionierende Institutionen. Das dürfte helfen, mit künftigen Herausforderungen zurechtzukommen.

All dies macht Anlagen in marokkanische Staatsanleihen interessant. Letztlich will man von steigenden Bewertungen profitieren, wenn sich die ESG-Performance der Emittenten verbessert. Enge Kontakte zum Emittenten tragen entscheidend dazu bei, dass dies erreicht wird.

Wer erfolgreich in Emerging-Market-Anleihen investieren will, muss mit vielen Schwierigkeiten und Unsicherheitsfaktoren zurecht kommen. Der integrierte Ansatz von MFS, die Fähigkeit, wichtige Risikofaktoren zu erkennen und zu simulieren, sowie das Engagement tragen dazu bei, dass Risiken wirksam gesteuert und Anlagechancen genutzt werden können.

Fußnoten

- 1) World Bank: Global Economic Prospects, June 2023, <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/2106db86-a217-4f8f-81f2-7397feb83c1f/content>
- 2) International Institute for Sustainable Development (iisd.org): Just Energy Transition Partnerships: An opportunity to leapfrog from coal to clean energy
- 3) OECD (2016): Energy Transition after the Paris Agreement, <https://www.oecd.org/sd-roundtable/papersandpublications/EnergyProzent20.html>
- 4) Planete Energies: The life cycle of oil and Gas Fields, <https://www.planete-energies.com/en/media/article/life-cycle-oil-and-gas-fields#:~:text=OilProzent20andProzent20gasProzent20fieldsProzent20generally>
- 5) UN Global Compact (2019): Leaving no one behind planning for a just transition, https://unglobalcompact.org.au/wp-content/uploads/2019/08/2019.08.27_Just-Transition-Discussion-Paper.pdf