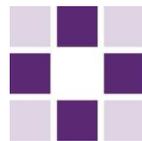




Nachhaltige Investments
in Emerging Markets
Unternehmensanleihen

Q2 2020



EB-SIM

Investments für eine bessere Welt

TELOS GmbH

Nachhaltige Investments in Emerging Markets

Unternehmensanleihen

1.1 Marktüberblick zu Emerging Markets Unternehmensanleihen

Das Segment der Unternehmensanleihen in Entwicklungs- und Schwellenländern ist noch recht jung. Allerdings entwickelt es sich durch eine rege Emissionstätigkeit stetig weiter. So wurden zuletzt jährlich Anleihen im Gesamtvolumen zwischen 250 Mrd. USD und 500 Mrd. USD emittiert. Diese hohe Primärmarktaktivität führt zu einer deutlichen Steigerung der Markttiefe und -liquidität, wodurch die Transaktionskosten zurückgehen. Dabei machen USD-Anleihen ca. 80% des gesamten Angebots von Emerging Markets Unternehmensanleihen aus. Andere Leitwährungen, wie bspw. der Euro, oder lokale Währungen spielen aktuell nur eine untergeordnete Bedeutung. Nichtsdestotrotz führt die rasante Entwicklung des Segments dazu, dass die Emittenten deutlich vielfältiger werden. Zu Anfang machten Rohstoffunternehmen und Finanzdienstleister den Großteil des Segments aus. Inzwischen ist das Anlageuniversum aber deutlich heterogener geworden, da vermehrt Unternehmen aus dem Telekommunikations-, Gesundheits- und Technologiesektor als Emittenten aktiv werden.

Neben den Emittenten aus den Entwicklungs- und Schwellenländern, differenziert sich auch das Feld der Anleger, die in diese Rentenklasse investieren. Die Ursache hierfür liegt maßgeblich im aktuellen Niedrigzinsumfeld, wodurch viele Investoren aus Industrieländern nach Anlagealternativen suchen. So konnten Rentenfonds, die sich auf die Emerging Markets fokussieren in den letzten 15 Jahren einen Zuwachs von über 500 Mrd. USD verzeichnen. Dieser Zuwachs hat entscheidend dabei geholfen das hohe Primärmarktangebot zu kompensieren.

Die Anleger, die sich den Emerging Markets öffnen, profitieren von sehr attraktiven Renditen, die oftmals durch Bewertungsineffizienzen bedingt werden. Zum einen müssen Unternehmen, die am Markt eine geringere Bekanntheit haben, einen Renditeaufschlag zahlen, um das nötige Interesse für ihre Emission hervorzurufen. Hierdurch müssen Unternehmen aus den Emerging Markets, die zum ersten Mal eine Anleihe begeben, trotz oftmals hoher Finanzstärke, eine höhere Rendite zahlen, um ihre Anleihen platzieren zu können. Zum anderen stellt in der Regel das Rating des Sitzlands des Unternehmens eine Ratingobergrenze dar. Dieses sog. „Sovereign Ceiling“ führt dazu, dass Unternehmen, trotz hoher Bonität, schlechtere Ratings erhalten, wodurch sie vergleichsweise hohe Renditen zahlen müssen.

Trotz des Renditenotstands und der aufgezeigten Vorteile, die eine Anlage in Anleihen von Unternehmen aus den Entwicklungs- und Schwellenländern bietet, zögern viele nachhaltige Anleger mit einem Investment in diese attraktive Anlageklasse, da teilweise eigene Nachhaltigkeitsstrategien für Unternehmen aus den Emerging Markets fehlen und es nur wenige nachhaltige Produktlösungen für dieses Segment gibt. Deshalb zielen die nachstehenden Ausführungen darauf ab, einen möglichen Ansatz zum nachhaltigen Anlegen in Emerging Market Unternehmensanleihen aufzuzeigen.

1.2 Chancen und Herausforderungen bei der Nachhaltigkeitsintegration

Die größte Herausforderung für jeden nachhaltigen Investor ist die Anpassung der eigenen Nachhaltigkeitsstrategie an die Besonderheiten, die ein Engagement in den Emerging Markets

mit sich bringt. Insofern man sich dem Thema der nachhaltigen Kapitalanlage gänzlich neu widmet, stellen die eigenen Nachhaltigkeitsziele eine geeignete Basis für die zu entwickelnde Strategie dar. Sollte bereits eine Nachhaltigkeitsstrategie für Investments in Industrieländer vorliegen, ist es ratsam auf dieser aufzubauen. Möglichkeiten zur Anpassung einer bestehenden Strategie sind zum einen die stärkere Fokussierung auf die nachhaltige Entwicklung eines Unternehmens und zum anderen die Anpassung bestehender Grenzwerte von Ausschlusskriterien. Beide Vorgehensweisen ermöglichen es ohne vom Nachhaltigkeitsverständnis der Anleger abzuweichen auf die regional unterschiedlichen Rahmenbedingungen für Unternehmen einzugehen. Zum Beispiel haben Unternehmen aus Europa in der Vergangenheit stark von Subventionen zur Steigerung der Energieeffizienz profitiert, wohingegen Unternehmen aus den meisten Entwicklungs- und Schwellenländern keine Möglichkeit hatten, von derartigen Förderungen zu profitieren. Hier ist zu überlegen, ob bei Unternehmen aus den Emerging Markets eine niedrigere Energieeffizienz in der Produktion toleriert werden kann, wenn sich das Unternehmen in diesem Bereich glaubhaft weiterentwickelt.

Unabhängig von den Voraussetzungen und dem gewählten Ansatz sollte eine enge Abstimmung zwischen dem Anleger und dem Asset Manager erfolgen, um die Nachhaltigkeitsziele mit den finanziellen Zielen abzustimmen. Hierbei sollte, neben der Möglichkeit zur Operationalisierung der Nachhaltigkeitsziele, insbesondere geprüft werden, ob die Ausschlusskriterien zu einer signifikanten Verzerrung des Anlageuniversums führen. Sollte das Anlageuniversum zu stark eingeschränkt sein, ist das aktive Risiko gegenüber einem etwaigen Vergleichsvermögen kaum zu steuern.¹

Einerseits stellen die unterschiedlichen Rahmenbedingungen viele Investoren bei der Konzeption der eigenen Nachhaltigkeitsstrategie vor Herausforderungen. Andererseits eröffnen sie für einen nachhaltigen Asset Manager viele Chancen. Dies hat zwei Gründe: Zum einen sind in den Emerging Markets oftmals weniger Informationen zu den Unternehmen verfügbar, sodass zusätzliche (Nachhaltigkeits-) Daten einen höheren Mehrwert in der Beurteilung der Firmen bieten. Zum anderen können Unternehmen in den Emerging Markets aufgrund geringerer regulatorischer Standards einen höheren Wettbewerbsvorteil über die nachhaltige Ausrichtung ihrer Geschäftsaktivitäten erreichen. Zum Beispiel gelten für die Emissionsaktivität in Europa deutlich höhere Standards als in den meisten Entwicklungs- und Schwellenländern. Dies führt dazu, dass eine Reduktion der Emissionsaktivität, die über die hohen Standards hinausgeht, das Geschäftsrisiko nur begrenzt senkt. Im Gegensatz dazu können Unternehmen aus schwächer regulierten Ländern eine deutlich stärkere Senkung ihrer Geschäftsrisiken erreichen. Dies wird allerdings nur deutlich, wenn Nachhaltigkeitsdaten im Bewertungsprozess von Unternehmen berücksichtigt werden.

Folglich ist aufgrund der geringeren Informationseffizienz und der schwächeren Regulierung davon auszugehen, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsdaten im Investmentprozess insbesondere in den Emerging Markets einen hohen Mehrwert darstellt. Dieser besonders positive Einfluss der Nachhaltigkeit in Entwicklungs- und Schwellenländern wird auch durch den aktuellen Forschungsstand untermauert. So zeigt die Auswertung von mehr als 2.000 Studien einen besonders positiven Zusammenhang zwischen der Nachhaltigkeit und dem finanziellen Ergebnis bei Anlagen in den Emerging Markets. In dieser Region wird die positive Wirkung von Nachhaltigkeit von über 65% der ausgewerteten Studien

¹ Siehe Abschnitt 1.3 für eine detailliertere Auseinandersetzung mit der Wirkung von Nachhaltigkeitsstrategien auf das Rendite- und Risikoeigenschaften eines Portfolios.

bestätigt, wohingegen dies nur für knapp 40% der Studien der Fall ist, die sich auf Industrieländer beziehen.² Somit kann festgehalten werden, dass insbesondere in den Emerging Markets die Integration von Nachhaltigkeit in den Investmentprozess das finanzielle Ergebnis verbessern kann, wobei zusätzlich ein positiver Einfluss auf die nachhaltige ökologische, soziale und wirtschaftliche Entwicklung der Region genommen wird.

1.3 Nachhaltigkeitsintegration in der Praxis

Basierend auf den bereits thematisierten Grundlagen zu den einzelnen Strategien, wird nachstehend detailliert der Einfluss einzelner Elemente der EB-SIM Nachhaltigkeitsstrategie auf die Rendite- und Risikoeigenschaften eines Anleiheportfolios analysiert. In *Abbildung 1* sind die einzelnen Schritte des Nachhaltigkeitsprozesses, samt der Wirkung auf das investierbare Anlageuniversum, dargestellt.

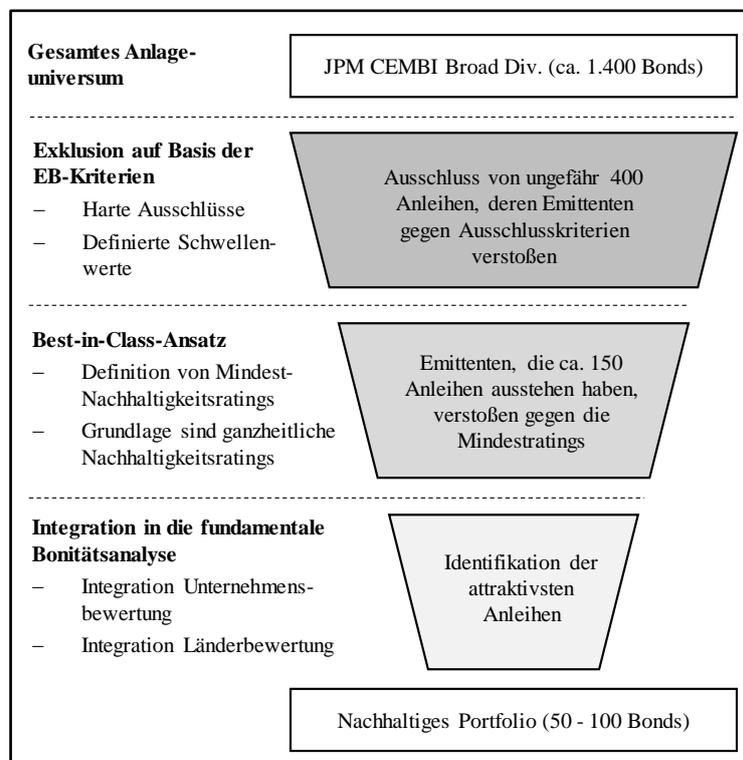


Abbildung 1: EB-SIM Nachhaltigkeitsstrategie für Emerging Markets

Die Ausgestaltung und Anwendung der Exklusionskriterien stellt in der Regel den am intensivsten im Kundendialog thematisierten Aspekt der Nachhaltigkeitsstrategie dar, da hier die Nachhaltigkeitsziele des Kunden mit dessen finanziellen Zielen in Einklang gebracht werden müssen. Dafür ist ursächlich, dass, im Unterschied zum „Best-in-Class“-Ansatz und der Integration von Nachhaltigkeitskriterien, die Wirkung einer Exklusionsstrategie auf das Risikoprofil des Portfolios ex-ante nicht zu bestimmen ist. Es gibt zwar die Auffassung, dass

² Negative Zusammenhänge zwischen Nachhaltigkeit und dem finanziellen Ergebnis wurden in beiden Regionen nur in sehr wenigen Studien festgestellt, deren Anteil im einstelligen Prozentsatz lag. Die restlichen Studien zeigten gemischte Ergebnisse, vgl. FRIEDE/BUSCH/BASSEN (2015), S. 223 f.

jede Restriktion in den Anlagebedingungen dazu führt, dass das Risiko des Portfolios zunimmt.³ Allerdings ist diese Sichtweise bei näherer Betrachtung nicht haltbar. Deshalb ist für eine differenzierte Analyse die Wirkung der Exklusionsstrategie auf die einzelnen Elemente⁴ des Portfoliorisikos zu betrachten, die nachstehend aufgeführt sind:

- Anzahl der gehaltenen Wertpapiere
- Korrelation der Wertpapiere untereinander
- Risiko der Wertpapiere.

Ein Bestandteil des Risikos ist die Anzahl der gehaltenen Wertpapiere, die negativ mit dem Portfoliorisiko korreliert, sodass das Portfoliorisiko bei zunehmender Anzahl der Wertpapiere sinkt.⁵ Allerdings unterscheidet sich die reine Anzahl der gehaltenen Wertpapiere nachweislich nicht zwischen nachhaltigen und nicht-nachhaltigen Fonds.⁶ Deshalb kann davon ausgegangen werden, dass Exklusionskriterien, insofern sie nicht äußerst restriktiv sind, die Anzahl der Bestandstitel gegenüber einer traditionellen Strategie nicht elementar reduzieren.

Folgerichtig ist das Risiko der Wertpapiere und deren Korrelation untereinander entscheidend, um die Wirkung einer Exklusionsstrategie auf das Portfoliorisiko einzuschätzen. Dabei wirken beim Ausschluss von nicht-nachhaltigen Unternehmen beide Elemente diametral zueinander. Einerseits senkt die Exklusion von nicht-nachhaltigen Unternehmen das durchschnittliche Risiko der Wertpapiere.⁷ Andererseits steigt die Korrelation zwischen den Wertpapieren, da durch einzelne Exklusionskriterien in der Regel spezifische Sektoren stärker betroffen sind.⁸ Beispielsweise werden bei der Exklusion von Unternehmen, die Atomstrom produzieren insbesondere Versorger ausgeschlossen, was zu einem Diversifikationsnachteil führen kann. Deshalb ist bei Exklusionsstrategien eine realistische Einschätzung der finanziellen Wirkung nur nach Analyse der Veränderung des Risikos der Wertpapiere und der Korrelation möglich.

Die Abwägung zwischen den nachhaltigkeitsbezogenen und finanziellen Zielen hat bei der EB zu einer Anpassung des Nachhaltigkeitsfilters für die Emerging Markets geführt, um einerseits dem Werteverständnis treu zu bleiben und andererseits nicht unnötig hohe finanzielle Risiken einzugehen. Diese Abwägung erfordert einen engen und intensiven Austausch zwischen allen Bereichen, die Nachhaltigkeitsthemen besetzen. Diese dialogische Auseinandersetzung mit den Exklusionskriterien hat dazu geführt, dass insbesondere die Grenzwerte des bereits für Industrieländer definierten Kriterienkatalogs angepasst wurden, um den unterschiedlichen Rahmenbedingungen in beiden Regionen gerecht zu werden. Im Ergebnis führt die Anwendung der EB-Exklusionsstrategie für Emerging Markets zu einem Ausschluss von knapp 30% der Anleihen des Anlageuniversums.

Der Best-in-Class-Ansatz ist der zweite Prozessschritt, der der Definition des nachhaltigen Anlageuniversums dient. Eine Bewertung dieser Strategie anhand der oben angewandten Systematik verdeutlicht, dass durch dessen Anwendung das Portfoliorisiko reduziert werden kann. So ist analog zur Bewertung der Exklusionsstrategie anzunehmen, dass durch die Anwendung des Best-in-Class-Ansatzes die Anzahl der Bestandstitel nicht signifikant reduziert wird und die Anleihen, die eine höhere Nachhaltigkeit aufweisen ein geringeres Risiko haben.

³ Vgl. *RUDD* (1981), S. 57.

⁴ Vgl. *HOEPNER* (2010), S. 6 f.

⁵ Vgl. *STATMAN* (2004), S. 49.

⁶ Vgl. *BELLO* (2005), S. 43.

⁷ Vgl. *BOUTIN-DUFRESNE/SAVARIA* (2004), S. 64, und *BAUER/HANN* (2010), S. 14 ff., und *OIKONOMOU/BROOKS/PAVELIN* (2014), S. 62.

⁸ Vgl. *HOEPNER* (2010), S. 10.

Allerdings ist im Gegensatz zur Exklusionsstrategie beim Best-in-Class-Ansatz davon auszugehen, dass kein Diversifikationsnachteil entsteht, da keine regionalen oder sektoralen Verzerrungen des Anlageuniversums hervorgerufen werden. Somit ist der Best-in-Class-Ansatz eine Nachhaltigkeitsstrategie, die es ermöglicht, durch eine nachhaltige Ausrichtung des Portfolios systematische Portfoliorisiken zu senken.⁹ Der Best-in-Class-Ansatz ist bei der EB-SIM ein elementarer Bestandteil der Investmentstrategie, da die risikominimierende Wirkung strategieimmanent ist. Dabei wird der Best-in-Class-Ansatz auf Basis eines allgemeinen Nachhaltigkeitsratings von MSCI ESG Research umgesetzt, das sämtliche Nachhaltigkeitsdimensionen umfasst. Bei diesem Rating werden die einzelnen Dimensionen im Hinblick auf ihre Bedeutung für das jeweilige Unternehmen gewichtet, wodurch Nachhaltigkeitsrisiken präziser bewertet werden.¹⁰ Insgesamt werden durch den Best-in-Class-Ansatz der EB-SIM ungefähr 150 Anleihen ausgeschlossen, was knapp über 10 % der Anleihen des ursprünglichen Anlageuniversums entspricht.

Nach der Anwendung der Exklusionsstrategie und dem Best-in-Class-Ansatz besteht das nachhaltige Anlageuniversum aus ungefähr 850 Anleihen, was ca. 60 % des ursprünglichen Universums entspricht. Trotz einer leichten Verzerrung des Anlageuniversums durch die Ausschlusskriterien, reicht das nachhaltige Universum aus, um bei entsprechender Portfoliokonstruktion keine Diversifikationsnachteile zu haben, sodass die Strategie auch gegen eine traditionelle, nicht-nachhaltige Benchmark gesteuert wird.

Die Integration von Nachhaltigkeitsfaktoren in die traditionelle Finanzanalyse ist der letzte Schritt im Nachhaltigkeitsprozess der EB-SIM. Da bei Emerging Markets Unternehmensanleihen länder- und unternehmensspezifische Risiken eine hohe Bedeutung haben, wird nachstehend die Integration von Nachhaltigkeitsinformationen sowohl in die Länder- als auch in die Unternehmensbewertung betrachtet.

1.3.1 Länderbewertung am Beispiel von Brasilien

Damit eine taktische Länderallokation vorgenommen werden kann, müssen zuerst die Länderrisiken präzise bewertet werden. Darauf aufbauend wird zur Ableitung der Positionierung, die eigene Bewertung in den Kontext der Bonitätsbewertung der Ratingagenturen gesetzt. Zur Bewertung von Länderrisiken bietet sich in Anlehnung an den International Country Risk Guide eine dreiteilige Untergliederung an:¹¹

- Finanzielles Risiko
- Wirtschaftliches Risiko
- Politisches Risiko

Bei der Betrachtung des finanziellen Risikos wird die Fähigkeit eines Landes bewertet seine Schulden zu bedienen. Faktoren, die das finanzielle Risiko maßgeblich beeinflussen, sind die Fremdwährungsschulden und -reserven sowie die Währungsstabilität, die an der Volatilität der Währung gemessen werden kann. So steigt das Ausfallrisiko eines Landes, wenn bei einer hohen Währungsvolatilität die Verschuldung ohne entsprechende Reserven zunimmt. Zusätzlich sollte die Leistungsbilanz des Landes betrachtet werden, um einen Einblick in die Veränderung des Nettoauslandsvermögens zu erhalten.

⁹ Vgl. DRUT (2010).

¹⁰ Vgl. MSCI ESG RESEARCH (2015), S. 3 F.

¹¹ Vgl. CAQUETTE ET AL. (2008), S. 465 f.

Das wirtschaftliche Risiko stellt auf die momentanen wirtschaftlichen Stärken und Schwächen eines Landes ab, die sich anhand des Bruttoinlandsprodukts (BIP) pro Kopf, des realen Wirtschaftswachstums, der Inflationsrate und des Haushaltssaldos analysieren lassen. Es erscheint einleuchtend, dass die Staatseinnahmen mit zunehmenden BIP pro Kopf und hohem Wirtschaftswachstum steigen, wodurch wiederum eine ansteigende Nettoverschuldung, die sich in einem negativen Haushaltssaldo ausdrückt, besser kompensiert werden kann. Des Weiteren ist eine moderate Inflation ein Zeichen für eine stabile Wirtschaft, da hierdurch der Konsum, ohne die Währung zu schwächen, angeregt wird.¹²

Die politischen Risiken sind ebenfalls ein Indikator für die Stabilität eines Landes, die auch entscheidend für dessen Glaubwürdigkeit gegenüber den Gläubigern ist. Zur Bewertung des politischen Risikos sollten Korruption, Regierungseffektivität, Regulierungsqualität und Rechtsstaatlichkeit betrachtet werden. Sämtliche dieser Governance-Faktoren werden öffentlich zugänglich von der Weltbank¹³ erhoben, was die Operationalisierung dieser Faktoren deutlich erleichtert. Der positive Einfluss einer guten Governance auf die Bonität eines Landes ist vielfach dokumentiert.¹⁴ So haben Entwicklungsländer, die ein geringeres politisches Risiko haben, insbesondere während an den Finanzmärkten auftretender Turbulenzen, niedrigere Adressrisikoprämien aufzuweisen.¹⁵

Auf Basis der beschriebenen drei Dimensionen, die sich aus jeweils vier Indikatoren zusammensetzen, kann eine präzise, quantitative Analyse des Ausfallrisikos eines Landes erfolgen, die sich im EB-Länderscore¹⁶ widerspiegelt. Die Unterschiede zwischen der eigenen Bewertung und dem Agenturrating zeigen Chancen und Risiken auf, die noch tiefergehend beleuchtet werden müssen. Deshalb wird der EB-Länderscore zur umfassenden Bewertung der Länderrisiken um qualitative Elemente ergänzt. Zusätzlich zu den vergangenheitsbezogenen Daten der quantitativen Analyse werden in der qualitativen Analyse auch vorausschauende Elemente berücksichtigt. Hierbei ist eine Erwartung zur wirtschaftlichen und politischen Entwicklung des Landes zu formulieren und auf soziale und ökologische Aspekte der Nachhaltigkeit einzugehen. Schließlich resultiert aus dem EB-Länderscore und der qualitativen Einschätzung eine umfassende mehrdimensionale Betrachtung des Adressrisikos eines Landes, die die Basis für die taktische Länderallokation darstellt.

Die beispielhafte Darstellung des Prozesses anhand von Brasilien ermöglicht ein besseres Verständnis für die Vorgehensweise und die Integration der Nachhaltigkeit auf der quantitativen und qualitativen Ebene. Das Beispiel Brasilien zeigt außerdem auf warum die qualitative Analyse, der auf Vergangenheitsdaten basierenden quantitativen Analyse nicht nachstehen sollte. Das finanzielle Risiko von Brasilien war in den letzten Jahren moderat, da hohen Währungsschwankungen hohe Währungsreserven gegenüberstanden. Ebenso ausgeglichen erscheint die historische Entwicklung bei den wirtschaftlichen Risiken: Nach der schweren Rezession von 2014 bis Ende 2016 schien sich die brasilianische Wirtschaft weitestgehend stabilisiert zu haben. Seit 2017 wuchs das Bruttoinlandsprodukt mit einer moderaten Geschwindigkeit bei einer gleichzeitig überschaubaren Inflation. Trotz der mehrjährigen Rezession hat Brasilien in 2019 immer noch ein vergleichsweise hohes BIP pro Kopf aufgewiesen. Bei der Betrachtung der quantitativen Bewertung des politischen Risikos

¹² Vgl. CANTOR/PACKER (1996), S. 39 f., und AMSTAD/PACKER (2015), S. 83 ff.

¹³ Siehe Weltbank (2019).

¹⁴ Vgl. BUTLER/FAUVER (2006), S. 76., und OZTURK (2016), S. 203 ff.

¹⁵ Vgl. BALDACCII/GUPTA/MATI (2011), S. 260.

¹⁶ Der EB-Länderscore hat eine Skala von 1 (= AAA-Rating) bis 18 (= CCC-Rating).

fällt auf, dass Brasilien im Vergleich zu entwickelten Ländern über alle Dimensionen hinweg Defizite aufweist. Insbesondere die kontroversen Korruptionsfälle bei staatlichen Unternehmen, wie bspw. Petrobras, sind kritisch zu sehen. Einzig positiv erscheint in diesem Kontext, dass Regulierungsqualität und Rechtsstaatlichkeit gegenüber anderen süd- und mittel-amerikanischen Ländern überdurchschnittlich sind. Bei der quantitativen Analyse von Brasilien ergibt sich somit auf Basis der Daten aus 2019 ein moderat positives Bild, das in einem EB-Länderscore von 8,6 (entspricht einem BBB-Rating) resultiert. Damit ist das implizite Rating von BBB besser als das durchschnittliche Agenturrating von Brasilien, was Abbildung 2 durch die Gegenüberstellung des EB-Länderscores und des Agenturratings für alle abgedeckten Länder illustriert.¹⁷

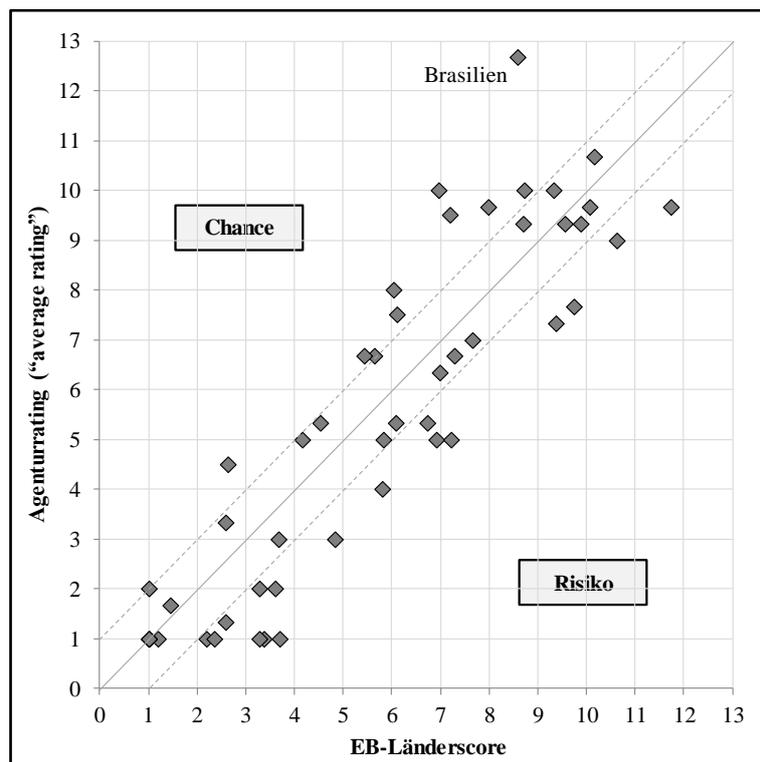


Abbildung 2: EB-Länderscores gegenüber den Agenturratings

Auf die qualitative Analyse wird bei Ländern, deren Agenturratings und EB-LÄNDERSCORE mehr als einen Punkt auseinander liegen, ein besonderes Augenmerk gelegt. Hierbei werden aktuelle Entwicklungen und zukünftige Erwartungen mit einbezogen. In Bezug auf Brasilien ist der Ausbruch von Covid-19 und der oftmals kritisierte Umgang von Präsident Bolsonaro mit der Epidemie, ein zu berücksichtigender Risiko-faktor. Brasilien weist aktuell weltweit die zweithöchste Anzahl an Infizierten auf. Die brasilianische Regierung reagierte mit umfassenden Konjunkturpaketen, aber im Gegenzug belastet der „lockdown“ die Wirtschaft. So wird aktuell für 2020 ein Rückgang des BIP um circa sechs Prozent prognostiziert, wobei die Unsicherheit über den Verlauf von Covid-19 noch zu Anpassungen der Prognosen führen kann. Neben den mit Covid-19 verbundenen Risiken gibt es auch Aspekte der ökologischen

¹⁷ Das durchschnittliche Agenturrating von Brasilien beträgt BB/BB-, was einem numerischen Score von 12,67 entspricht.

und sozialen Nachhaltigkeit die kritisch zu betrachten sind. Beispielsweise wurde die Todesstrafe noch nicht abgeschafft, die Kinderarbeit ist geduldet und die illegale Rodung des Amazonas wird nur bedingt eingedämmt. Die negativen wirtschaftlichen Implikationen durch Covid-19 sowie die teilweise bedenkliche Nachhaltigkeit führt zu einer Relativierung der guten quantitativen Einschätzung durch die qualitative Analyse. Deshalb ist Brasilien trotz des hervorragenden EB-LÄNDERSCORE nicht zu präferieren. Zusätzlich ist der klare Fokus auf die Unternehmensanalyse zu legen, um die Unternehmen zu identifizieren, die in diesem herausfordernden Umfeld eine ausreichende Solvabilität aufweisen.

1.3.2 Unternehmensbewertung am Beispiel von KLABIN

Neben der Länderbewertung ist die Unternehmensbewertung elementarer Bestandteil des Investmentprozesses. Analog zur Länderbewertung unterteilt sich die Analyse des Ausfallrisikos von Unternehmen in einen qualitativen und einen quantitativen Teil. Dabei ist es das grundlegende Ziel der quantitativen Analyse, die im EB-Unternehmensscore mündet, potenzielle Bonitätsverschlechterungen frühzeitig zu erkennen. Insbesondere muss das Augenmerk auf Unternehmen im High-Yield-Segment liegen, um etwaige Ausfälle im Portfolio möglichst zu vermeiden. Das Unternehmensrisiko lässt sich analog zum Länderrisiko in drei Dimensionen untergliedern:

1. Vermögensstruktur
2. Ertrags- und Finanzkraft
3. Nachhaltigkeit

Die Analyse der Vermögensstruktur umfasst mehrere Kennzahlen, die den Verschuldungsgrad und die Fremdkapitalstruktur eines Unternehmens möglichst detailliert beschreiben. Logischerweise geht mit einem steigenden Verschuldungsgrad auch ein Anstieg des Ausfallrisikos einher, da stärker verschuldete Unternehmen weniger Verluste absorbieren können, um eine Insolvenz zu vermeiden. Neben dem reinen Verschuldungsniveau wird das Laufzeitenprofil des Fremdkapitals analysiert, da eine starke kurzfristige Verschuldung das Entstehen von Liquiditätsgapen wahrscheinlicher macht.

Zusätzlich ist bei der Unternehmensanalyse auf die Ertrags- und Finanzlage abzustellen, da hierdurch die Tragfähigkeit der Verschuldung entscheidend beeinflusst wird. Hierbei ist in der Analyse entscheidend, welche Kennzahl verwendet wird. So ist das EBITDA¹⁸ ein bedeutender Indikator, um die Ertragskraft von Unternehmen aus verschiedenen Branchen miteinander vergleichen zu können. Allerdings sollte sich bei der Ausfallrisikoanalyse auf andere Kennzahlen fokussiert werden, da das EBITDA keinen Rückschluss auf die Liquiditätsgenerierung ermöglicht. Deshalb wird zur Einschätzung der Schuldentilgungsfähigkeit des Unternehmens beim EB-Unternehmensscore der operative Cashflow betrachtet. Dieser zeigt im Gegensatz zum EBITDA inwieweit ein Unternehmen in der Lage ist Liquidität zu generieren und somit ob es von externer Finanzierung abhängig ist.

Die dritte Säule bei der Bewertung des Ausfallrisikos eines Unternehmens ist dessen Nachhaltigkeit, die insbesondere bei Firmen aus den Emerging Markets eine hohe Bedeutung

¹⁸ Gewinn vor Zinszahlungen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände.

hat. Dabei wirkt die Nachhaltigkeit eines Unternehmens auf dessen Ausfallrisiko über vier interdependente Kanäle:

1. Rechtliche und regulatorische Risiken
2. Markt- und Reputationsrisiken
3. Finanzierungsrisiken
4. Eventrisiken

Die rechtlichen und regulatorischen Risiken, die aus der Nachhaltigkeit eines Unternehmens erwachsen, steigen zunehmend. Zum einen wird der Druck zur Umsetzung internationaler Beschlüsse und Ziele, wie den UN-SDGs, immer größer. Deshalb werden sich auch Länder in den Emerging Markets gezwungen sehen, viele Geschäftsbereiche stärker zu regulieren, wobei sich bereits nachhaltige Unternehmen schneller und effizienter an neue Regularien anpassen können. Zum anderen besteht für nicht nachhaltige Unternehmen ein erhöhtes rechtliches Risiko, was unter anderem an der Häufung von nachhaltigkeitsbezogenen Klagen deutlich wird. Neben den reinen Prozesskosten und Strafzahlungen, die direkt den rechtlichen Risiken zuzuordnen sind, entstehen hierbei indirekte Reputationsrisiken für Unternehmen.

Ein nachhaltiger Lebensstil und nachhaltiges Wirtschaften haben inzwischen im gesellschaftlichen Diskurs eine deutlich höhere Bedeutung, weshalb Markt- und Reputationsrisiken an Relevanz gewinnen. So bedingt der Megatrend „Nachhaltigkeit“ eine Veränderung der Kundennachfrage (Marktrisiko) und eine negative Berichterstattung über die Nachhaltigkeit eines Unternehmens findet eine zunehmend große öffentliche Beachtung, was sich negativ auf die Beziehung zu einer Vielzahl von Anspruchsgruppen auswirkt (Reputationsrisiko). Beispielsweise achten immer mehr Kunden auf ihren ökologischen Fußabdruck und sind gewillt, Unternehmen zu boykottieren, die gegen ihr Nachhaltigkeitsverständnis verstoßen. Derartige Entwicklungen können zu einer deutlichen Reduktion des Cashflows führen, was sich schließlich negativ auf das Ausfallrisiko auswirkt.¹⁹

Des Weiteren werden nachhaltigkeitsbedingte Finanzierungsrisiken für Unternehmen deutlich relevanter da Nachhaltigkeitskriterien von immer mehr Investoren, Banken und Ratingagenturen in der Bonitätsanalyse berücksichtigt werden. Folgerichtig weisen nicht nachhaltige Unternehmen in der Regel höhere Refinanzierungskosten und schlechtere Ratings auf.²⁰ zusätzlich wird der Liquiditätszugang, insbesondere nach dem Bekanntwerden von nachhaltigkeitsbezogenen Skandalen, deutlich eingeschränkt. Diese Trends werden sich tendenziell durch eine immer stärkere Nachfrage nach nachhaltigen Anlageprodukten und strikter werdenden regulatorischen Vorgaben für Investoren verstärken. Abschließend wirkt sich die Nachhaltigkeit über das Eventrisiko direkt auf das Ausfallrisiko von Unternehmen aus. Wie die Katastrophen von Exxon Valdez (1985), BP (2010), Tepco (2011) und Vale (2019) zeigen, kann eine unzureichende Nachhaltigkeit zu immensen finanziellen Schäden führen. Zum Beispiel hat der Dambruch, den Vale zu verantworten hat, dazu geführt, dass mindestens 248 Menschen gestorben sind und das umliegende Ökosystem nahezu vollständig zerstört wurde. Die daraus entstandene finanzielle Belastung war für Vale immens, sodass das Rating auf BBB- reduziert wurde und der Aktienkurs um 24% fiel.

Die Nachhaltigkeit eines Unternehmens hat somit einen direkten Einfluss auf dessen Ausfallrisiko, sodass eine Integration in die qualitative und quantitative

¹⁹ Vgl. *BAUER/HANN* (2010), S. 5.

²⁰ Vgl. *FITCH RATINGS* (2019), und *GOSS/ROBERTS* (2011), S. 1807, und *WEBER/SCHOLZ/MICHALIK* (2010), S. 47.

Unternehmensbewertung unabdingbar ist. Bei der quantitativen Analyse verwendet die EB-SIM zur Operationalisierung der Nachhaltigkeit eines Unternehmens das umfassende Nachhaltigkeitsrating von MSCI ESG Research. Dieser Score berücksichtigt alle Nachhaltigkeitsdimensionen und gewichtet die einzelnen Faktoren nach der Materialität für das jeweilige Unternehmen, sodass hierdurch eine umfassende, aber dennoch transparente Einschätzung der Nachhaltigkeitsrisiken eines Unternehmens erfolgt.²¹

Nachstehend wird an Klabin die Methodik zur quantitativen Unternehmensbewertung beispielhaft skizziert. So hat der brasilianische Papier- und Pappehersteller eine gute Vermögensstruktur mit einer geringen kurzfristigen Verschuldung und einer soliden Eigenkapitalausstattung. Zusätzlich erscheint die Ertrags- und Finanzlage überdurchschnittlich. Dies spiegelt sich auch im letztjährigen operativen Cashflow wider, der ausreicht, um die gesamten kurzfristigen Schulden zu tilgen. Die Nachhaltigkeit von Klabin liegt im Durchschnitt vergleichbarer Unternehmen, wobei die Ressourceneffizienz in der Produktion positiv hervorzuheben ist. Einziger ernstzunehmender Makel bzgl. der Nachhaltigkeit von Klabin ist die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats, dessen Mitglieder oftmals lange im Amt und eng mit dem Unternehmen verbunden sind. Nichtsdestotrotz hat die Nachhaltigkeitsbetrachtung bei Klabin keine negative Auswirkung auf die Gesamtbetrachtung, sodass basierend auf der quantitativen Analyse das Ausfallrisiko als gering einzuschätzen ist. Der EB-Unternehmensscore von Klabin liegt mit 2,25 deutlich über dem High-Yield Bereich, in dem das Unternehmen gemäß den offiziellen Agenturratings anzusiedeln ist. Dabei ist die Diskrepanz zwischen der hausinternen quantitativen Einschätzung und den offiziellen Agenturratings auch ein Indikator für die Wirkung des „Sovereign Ceilings“, da Brasilien, das Sitzland von Klabin, eine äußerst schwache Bonitätseinschätzung der Ratingagenturen aufweist, was das Rating von Klabin limitiert.

Die Unternehmensbewertung ist nach der quantitativen Bewertung mit der qualitativen Bewertung abzurunden, die eine Analyse der Industrie, des Managements und der aktuellen Ereignisse umfasst, wobei auch die Nachhaltigkeitsstrategie beleuchtet wird.²² Zunächst ist zu prüfen wie sich die Covid-19 Pandemie auf KLABIN auswirkt. Hierbei kann festgestellt werden, dass die negativen Auswirkungen der Covid-19 Pandemie auf die Umsätze von KLABIN begrenzt sind. Zwar ist die Nachfrage in einigen Segmenten zurückgegangen, insgesamt konnte der Umsatz im Vergleich zum ersten Quartal 2019 aber gesteigert werden. Die Umsatzsteigerung kann durch den schwachen Kurs des brasilianischen Reals erklärt werden der zu einem Nachfrageanstieg aus dem Ausland geführt hat. Die Abwertung des Reals führte zwar auch dazu, dass der Nettoverschuldungsgrad im ersten Quartal 2020 höher war als im Vorjahr, allerdings reichen die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente immer noch mehr als aus um alle kurzfristigen Verbindlichkeiten zu bedienen. Tatsächlich erreichte die Aktie von Klabin zwischenzeitlich im Mai 2020 trotz der Pandemie ihr Allzeithoch. Unabhängig von Covid-19 gilt für die Papierbranche, in der das Unternehmen tätig ist, dass das Preisniveau und somit die Gewinnmargen leicht rückläufig waren. Allerdings wurde dies, zumindest teilweise, durch den Aufbau von Lagerbeständen und einer damit einhergehenden Angebotsverknappung abgemildert. Zusätzlich erweckt das Management von Klabin den Eindruck, dass es eine nachhaltige Entwicklung des Unternehmens durch gezielte Initiativen forciert, wobei die Bemühungen durch externe Zertifizierungen zusätzlich an Glaubwürdigkeit gewinnen.²³ Somit kann festgehalten werden, dass Klabin momentan ein attraktives

²¹ Vgl. *MSCI ESG RESEARCH* (2015), S. 3 f.

²² Vgl. *CAOQUETTE ET AL.* (2008), S. 108.

²³ Vgl. *KLABIN S.A.* (2018).

Unternehmen darstellt, dass aufgrund der nachhaltigen Ausrichtung und des geringen Ausfallrisikos eine Investmentopportunität darstellt.

Abschließend ist festzuhalten, dass Nachhaltigkeitsstrategien ein elementarer Bestandteil des Investmentprozesses sein sollten, da hierdurch bei der Umsetzung der eigenen Nachhaltigkeitsziele finanzielle Risiken gesenkt und besser bewertet werden können.

Quellenverzeichnis

- DR. MARTIN GRANZOW, HRSG. (2020): *NACHHALTIGE FINANZWIRTSCHAFT: GRUNDLAGEN UND KONZEPTE FÜR DIE PRAXIS*, HÖCK/KOTSCHWAR, LOGOS-VERLAG, BERLIN
- AMSTAD, M./PACKER, F. (2015): Sovereign ratings of advanced and emerging economies after the crisis, in: *BIS Quarterly Review*, 2015, S. 77–91.
- BALDACCI, E./GUPTA, S./MATI, A. (2011): Political and Fiscal Risk Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets, in: *Review of Development Economics*, 2011, 15(2), S. 251–263.
- BAUER, R./HANN, D. (2010): Corporate Environmental Management and Credit Risk, in: Working-Paper - Maastricht University, Maastricht 2010.
- BELLO, Z. Y. (2005): Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification, in: *Journal of Financial Research*, 2005, 28(1), S. 41–57.
- BOUTIN-DUFRESNE, F./SAVARIA, P. (2004): Corporate Social Responsibility and Financial Risk, in: *Journal of Investing*, 2004, 13(1), S. 57–66.
- BUTLER, A. W./FAUVER, L. (2006): Institutional Environment and Sovereign Credit Ratings, in: *Journal of Financial Management*, 2006, 35(3), S. 53–79.
- CANTOR, R./PACKER, F. (1996): Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, in: *Economic Policy Review*, 1996, 2(2), S. 37–54.
- CAOQUETTE, J. B./ALTMAN, E. I./NARAYANAN, P./NIMMO, R. W. (2008): *Managing Credit Risk: The Great Challenge for Global Financial Markets*, 2. akt. Aufl., New York 2008.
- DORFLEITNER, G./HALBRITTER, G./NGUYEN, M. (2015): Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches, in: *Journal of Asset Management*, 2015, 16, S. 450–466.
- DREMPETIC, S./KLEIN, C./ZWERGEL, B. (2019): The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review, in: *Journal of Business Ethics*, 2019, S. 1–28.
- DRUT, B. (2010): Sovereign Bonds and Socially Responsible Investment, in: *Journal of Business Ethics*, 2010, 92(1), S. 131–145.
- ESCRIG-OLMEDO, E./FERNANDEZ-IZQUIERDO, M. A./FERRERO-FERRERO, I./RIVERA-LIRIO, J. M./MUNOZ-TORRES, M. J. (2019): Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles, in: *Sustainability*, 2019, 11(3), S. 1–16.

- EUROPÄISCHE KOMMISSION* (2001): A Sustainable Europe for a Better World: A European Union Strategy for Sustainable Development, online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52001DC0264&from=EN>, Stand: 15.05.2001, Abruf: 19.09.2019.
- EUROPÄISCHE KOMMISSION* (2017): An Action Plan for nature, people and the economy, online: https://ec.europa.eu/environment/nature/legislation/fitness_check/action_plan/communication_en.pdf, Stand: 27.04.2017, Abruf: 09.09.2019.
- EVANGELISCHE KIRCHE IN DEUTSCHLAND* (2019): Leitfaden für ethisch-nachhaltige Geldanlagen in der evangelischen Kirche, EKD-Texte 113, 4. akt. Aufl., Hannover 2019.
- FITCH RATINGS* (2019): Press Announcement: Fitch Ratings Launches ESG Relevance Scores to Show Impact of ESG on Credit, online: <https://www.fitchratings.com/site/pr/10058528>, Stand: 07.01.2019, Abruf: 17.06.2019.
- FORUM NACHHALTIGE GELDLANLAGEN* (2017): Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen, online: http://www.forum-ng.org/images/stories/Publikationen/fng_marktbericht_2017_online.pdf, Stand: Mai 2017, Abruf: 20.08.2019.
- FRIEDE, G./BUSCH, T./BASSEN, A.* (2015): ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies, in: *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, 5(4), S. 210–233.
- GOSS, A./ROBERTS, G. S.* (2011): The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans, in: *Journal of Banking & Finance*, 2011, 35(7), S. 1794–1810.
- HOEPNER, A.* (2010): Portfolio diversification and environmental, social or governance criteria: Must responsible investments really be poorly diversified?, Working Paper, 2010.
- KLABIN S.A.* (2018): Klabin ESG Highlights, online: http://rs.klabin.com.br/wp-content/uploads/2019/08/OnePageKlabin_v12_Ingles.pdf, Stand: 31.12.2018, Abruf: 05.09.2019.
- MSCI ESG RESEARCH* (2015): ESG Rating Methodology – Executive Summary, online: https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/Executive_Summary_MSCI_ESG_Ratings_Methodology.pdf, Stand: Mai 2015, Abruf: 01.09.2019.
- OIKONOMOU, I./BROOKS, C./PAVELIN, S.* (2014): The Effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Ratings, in: *The Financial Review*, 2014, 49(1), S. 49–75.
- OZTURK, H.* (2016): Reliance of Sovereign Credit Ratings on Governance Indicators, in: *European Journal of Development Research*, 2016, 28(2), S. 184–212.
- RUDD, A.* (1981): Social Responsibility and Portfolio Performance, in: *California Management Review*, 1981, 32(9), S. 55–61.
- STATMAN, M.* (2004): The Diversification Puzzle, in: *Financial Analysts Journal*, 2004, 60(4), S. 44–53.
- UNITED NATIONS* (2015): Transforming our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development, online: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf>, Stand: 2015, Abruf: 25.09.2019.

WEBER, O./SCHOLZ, R. W./MICHALIK, G. (2010): Incorporating sustainability criteria into credit risk management, in: Business Strategy and the Environment, 2010, 19(1), S. 39–50.

WELTBANK (2019): Worldwide Governance Indicators, online: <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/worldwide-governance-indicators>, Abruf: 13.11.2019.

Kontakt:



Rainer Ottemann
Senior Client Relationship Manager
Telefon: +49 561 450603-3734
E-mail: rainer.ottemann@eb-sim.de



Andreas Fiedler
Managing Director Institutionelle Kunden
Telefon: +49 561 450603-3730
E-mail: andreas.fiedler@eb-sim.de



André Höck
Head of Fixed Income
E-mail: andre.hoeck@eb-sim.de

Wichtiger Hinweis

Die Informationen in dieser Publikation sind ausschließlich für institutionelle Investoren und Finanzintermediäre bestimmt und nicht für Privatanleger.

Für den Inhalt sind ausschließlich die jeweiligen Anbieter verantwortlich. Die TELOS GmbH übernimmt keine Gewähr und/oder Haftung für die Richtigkeit der Angaben. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die dargestellten Strategien und Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

TELOS GmbH

Biebricher Allee 103

D-65187 Wiesbaden

Tel. +49 (0)611 9742 100

E-Mail: info@telos-rating.de

Web: www.telos-rating.de