

SIGLO Timeout Nr. 104 – Der mögliche Trade-Off zwischen nachhaltigen und hochverzinsten Anleihen

Inhalt

Risiken und Renditechancen beim Anlegen zu vergleichen und in Relation zu setzen, macht absolut Sinn. Investitionen in Anleihen stellen keine Ausnahme dar, sondern sogar ein ideales Beispiel, weil wir sowohl die erzielbare Rendite (mit Buy-and-Hold-Strategien) berechnen als auch über Kreditaufschläge und Ratings eine Vorstellung über die Risiken gewinnen können. Komplexer wird die Übung, wenn wir zusätzlich Anforderungen an das nachhaltige Verhalten der Schuldner stellen, weil dort ein Trade-Off zum Renditepotenzial entstehen kann. Diesem Trade-Off sowie möglichen Lösungsvarianten dafür gehen wir im Timeout auf den Grund.

Ausgangslage

Stichworte wie Nachhaltigkeit und ESG sind in aller Munde. Bei der Umsetzung solcher Ansätze liegt der Hauptfokus institutioneller Anleger und den Anbietern von ESG-Ratings aber weiterhin auf den Aktien und nicht auf Anleihen. Doch letztere holen auf, was in Anbetracht der höheren Marktkapitalisierung und auch der zentralen Bedeutung bei vielen institutionellen Anlegern sinnvoll erscheint. Im Gegensatz zu den grundsätzlich zeitlich unbefristet laufenden Aktien kann jedoch bei den zeitlich begrenzten Anleiheninvestitionen (Obligationen haben Maturitäten) ein Trade-Off auftreten, der nicht leicht zu lösen ist. Wir beschreiben den Trade-Off im Timeout, aber beginnen mit der Auflistung notwendiger Annahmen für unsere Gedankengänge.

Kapitalkosten als Risikomass

Wer sich Geld borgen will, muss dafür Zinsen zahlen. Je tiefer die Bonität bzw. je höher das Kreditrisiko, desto höher diese Zinsen. Diese Regeln gelten auch heute noch, trotz negativen Renditen. Weiter steigt die Zinslast in der Regel mit längeren Laufzeiten für die Kredite an. Das Angebot und die Nachfrage nach Kreditanlagen führt dabei für jeden einzelnen Schuldtitel ein Gleichgewicht herbei, das die Präferenzen der Gläubiger und der Schuldner reflektiert. An den Finanzmärkten können wir somit die Kapitalkosten für die Schuldner und die darin sichtbare aggregierte Risikoeinschätzung aller Gläubiger beobachten. In den meisten Fällen erkennen wir, dass Spreads und damit Kapitalkosten für die Schuldner ansteigen, wenn am Markt Zweifel über ihre Fähigkeit für ordentliche Rückzahlungen ihrer Schulden aufkommen.

Grundsätzlich effiziente Kreditmärkte

Wir nehmen in diesem Timeout an, dass die Kreditmärkte grundsätzlich effizient sind, d.h. dass die Kreditaufschläge (Spreads) in etwa den Rückzahlungsrisiken der Schuldner entsprechen. Weiter wagen wir die These, dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen vergebenen Ratings an Schuldner und ihren Risiken sowie ihren Spreads besteht. Firmen mit tiefen Ratings zahlen höhere Zinsen als solche mit hohen Ratings. Wir streiten nicht ab, dass es in Einzelfällen zu Abweichungen von obigen Thesen kommen kann, weshalb wir von grundsätzlicher Effizienz sprechen (im Gegensatz zum fast religiös anmutenden Effizienzvertrauen anderer Kommentatoren).

Nachhaltiges Verhalten mindert Risiken

Verfechter von nachhaltigen Anlageansätzen erklären, dass Firmen mit ungenügendem Respekt und Bewusstsein für ihre Umwelt (Environment), für soziale Aspekte und für Corporate Governance langfristig riskanter seien, als solche die in diesen ESG-Kriterien vorbildlich agieren. Entsprechend darf auf grundsätzlich effizienten Märkten erwartet werden, dass nicht-nachhaltige Schuldner für ihre Kredite höhere Spreads bezahlen als nachhaltigere Schuldner. Je mehr Anleger die Ansicht teilen und umsetzen, desto ausgeprägter fällt die Diskrepanz der Spreads aus. Hier beginnt nun der angesprochene und aus unserer Sicht herausfordernde Trade-Off.

Nachhaltigkeits-Spread-Trade-Off

Solange die nicht-nachhaltigen Firmen in der Lage sind, ihre Zinsen zu zahlen, stellen sie rein renditemässig die attraktiveren Anleihen dar als nachhaltige Schuldner, weil sie ja

höhere Spreads zahlen. Selbst wenn allen nicht-nachhaltigen Schuldnern düstere langfristige Aussichten blühen (was heute als Argument gegen ihre Aktien aufgeführt wird), reichen ihre finanziellen Mittel evtl. noch einige Zeit aus, um die ausstehenden Kredite ordentlich zurückzuzahlen.

In der Praxis stellen sich Herausforderungen. Erstens besteht ein Zielkonflikt hinsichtlich der absoluten Rendite wenn marktgerechte Anleihenrenditen abgeschöpft werden sollen, aber nur in nachhaltige Kredite investiert werden darf. Je länger nicht-nachhaltige Schuldner in effizienten Märkten überleben und ihre höheren Zinsen ordentlich zahlen, desto heftiger wird der Konflikt. Zweitens wird Anlegern vor Augen geführt, dass nachhaltige Ansätze für Anleihen Opportunitätskosten mit sich bringen können, womit ein Zielkonflikt für die relative Rendite entsteht. Das wird z.B. bei Renditevergleichen mit den Benchmark-Indizes offensichtlich, sofern die Indizes nicht nach identischen nachhaltigen Kriterien gebildet werden. Wer sich denkt: «naja, dann definieren wir einfach nachhaltige Anleihenindizes als Benchmark», vergisst, dass er gegenüber seinen Kollegen mit ihren herkömmlichen Anleihenindizes kurz- bis mittelfristig punkto relativer Performance ins Hintertreffen geraten kann. Mit anderen Worten entfällt zwar der direkte Benchmark-Druck aber wohl nicht der indirekte Druck gegenüber seiner Peergroup. Wer seinen Kollegen renditemässig hinterher hinkt, muss sich früher oder später Fragen stellen lassen, ob er seinen Auftrag wirklich erfüllt und ob er die Prioritäten richtig gesetzt hat.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

Ein dritter wichtiger Umstand liegt darin, dass die Welt ganz generell und insbesondere die Anleihenwelt nicht schwarz-weiss sind. Wir sprachen bisher von nachhaltigen und nicht-nachhaltigen Firmen, so als ob es nur diese zwei Gruppen gäbe und wir alle Firmen leicht zuordnen könnten. In der heutigen Realität sehen wir aber eher einen umfangreichen Graubereich (fast wie Fifty Shades of Grey), welcher die Klassifizierung von einzelnen Schuldnern im Hinblick auf Nachhaltigkeit nicht nur erschwert, sondern subjektiviert.

Fazit

Ein pauschales Richtig oder Falsch gibt es für die Lösung des Trade-Offs zwischen hohen Anleihenrenditen und maximaler Nachhaltigkeit in unseren Augen nicht. Viel wichtiger erscheint uns die pragmatische Feststellung, dass die Personen mit Anlageverantwortung hierzu einen Grundsatzentscheid fällen und sauber dokumentieren müssen, um gegenüber den Stakeholdern zu erklären, wie man sich grundsätzlich in diesem Spannungsfeld bewegt. Dabei steht ein Spektrum von purer Renditemaximierung bis zu bedingungsloser Nachhaltigkeit offen. Anschliessend braucht es in unseren Augen einen offenen Dialog, um sich als Anleger zu positionieren. Mit Hilfe eines Leitbildes zur Nachhaltigkeit sowie im Voraus bestimmten und transparenten Gewichtungsschemen oder nachvollziehbaren Score Cards für verschiedene Risikofaktoren von Anleihen könnte man sich wohl bereits aus einer defensiven Haltung befreien. Man könnte auch demonstrieren, dass man bei den Anleihenanalysen sowohl ESG-Kriterien als auch finanzielle Faktoren berücksichtigt.

