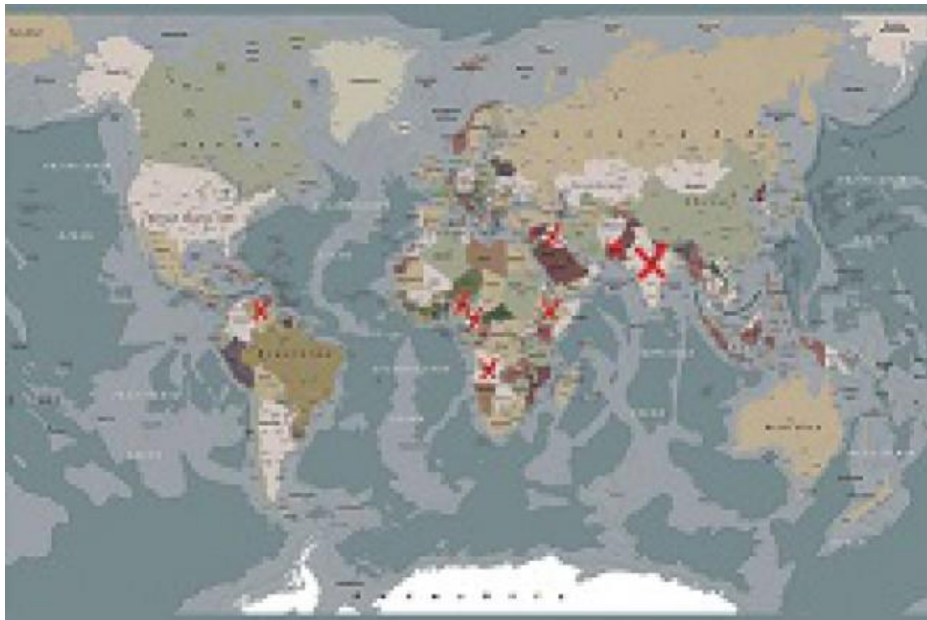


## „Gute“ Benchmarks

**Das ESG-Thema zieht Kreise, auch in Bereichen, in denen man bis vor Kurzem kaum an „nachhaltige Investments“ gedacht hätte. Neuerdings gibt es dank J.P. Morgan und BlackRock sogar für Schwellenländeranleihen eine geeignete ESG-Benchmark.**



Das Anlageuniversum der neuen nachhaltigen Emerging-Markets-Bond-Indizes von J.P. Morgan ist zwar teilweise geringfügig kleiner als jenes der traditionellen Benchmarks aus diesem Bereich, das bewirkt aber auch eine Qualitätsverbesserung.

© apk, EmRDB | stock.adobe.com

Wer investiert, muss wissen, wie er abschneidet. Die wichtigste Voraussetzung dafür ist eine zuverlässige Benchmark, und die gibt es längst nicht für jede Investmentnische. Je exotischer ein Anlagethema ist, umso geringer ist auch die Chance, dass jemand einen Index errechnet, der sich als sinnvolle Messgröße eignet. Bis vor Kurzem blieb so etwa eine Benchmarksuche für den Bereich „nachhaltige Schwellenländeranleihen“ ergebnislos. Neuerdings wird man aber dank J.P. Morgan und BlackRock auch hier fündig. Wer die Performance und Volatilität seiner Anlagen in nachhaltigen Emerging Markets Bonds mit dem „Gesamtmarkt“ vergleichen möchte, kann dies dank der eigens für diesen Zweck konzipierten ESG-Emerging-Market-Debt-Benchmark tun. Bei der Vorstellung des J.P. Morgan ESG Index (JESG) betonte Joyce Chang, Global Head of Research bei J.P. Morgan, dass dieser Index der erste seiner Art für Emerging Markets Fixed Income sei und verantwortungsvolles Investieren fördern solle.

## **Großer Schritt nach vorn**

Sergio Trigo Paz, Head Emerging Market Debt bei J.P. Morgans Kooperationspartner BlackRock, sieht in der Indexinnovation einen Meilenstein: „Das ist für Investitionen in Schwellenländer ein großer Schritt nach vorn.“ Wer bisher eine Benchmark für Schwellenländer-Bonds benötigte, musste sich projektbezogen maßgeschneiderte Lösungen suchen. Mit der neuen Benchmark wurde das Anlageuniversum sozusagen neu definiert und ein Branchenstandard gesetzt. Im Idealfall könnte das dazu führen, dass sich das Anlegerinteresse in diesem Bereich rascher vergrößert, als dies ohne ESG-Benchmark der Fall wäre.

Wer nachhaltig und sozial verantwortungsvoll in Schwellenländern investieren will, steht grundsätzlich vor dem Problem, dass die entsprechenden Standards in vielen dieser Länder nicht an westliche Niveaus heranreichen. Daraus resultiert das Risiko, dass das Investment in der Realität nicht die angestrebten ESG-Eigenschaften aufweist. Dieses Risiko müssen institutionelle Investoren vor allem dann ausschließen, wenn ihr Mandat diesbezüglich keine Spielräume zulässt. Darüber hinaus können sich aus einer Anlagepolitik, die auf ESG-Kriterien keine Rücksicht nimmt, zusätzliche Risiken ergeben. Christian Böhm, Vorstandsvorsitzender der APK-Pensionskasse, bringt es auf den Punkt: „Als Investor bin ich für die Gelder Dritter verantwortlich und muss alle inhärenten Risiken im Portfolio berücksichtigen.“ Böhm sieht bei Unternehmen, die ESG-Kriterien zu wenig oder gar nicht berücksichtigen, potenzielle Probleme, die er vermeiden will: „Ich möchte in keinem - Unternehmen investiert sein, das die Umwelt schädigt oder Sozialstandards bricht. Das könnte ein Reputationsrisiko darstellen.“ Günther Herndlhofer, Leiter Veranlagung der österreichischen VBV Vorsorgekasse, sieht das ähnlich: „Gerade in den Emerging Markets ist es besonders wichtig, sich mit ESG-Faktoren zu beschäftigen.“

Aber alle schlummernden ESG-Risiken bei EM-Emittenten aus der Ferne zu identifizieren, zu analysieren und auch richtig zu bewerten, fällt Investoren schwer. Selbst wenn es für einzelne Emerging Markets ESG-Daten gibt, genügen diese zumindest bislang nicht immer den westlichen Ansprüchen.

Allerdings versuchen mehr und mehr Schwellenländer, auch beim ESG-Reporting westliche Standards zu erreichen. Begünstigt wird diese Entwicklung von technischen Weiterentwicklungen, wie Thomas Loszach, Leiter BlackRock Österreich, feststellt: „Der technologische Fortschritt eröffnet auch im Bereich der ESG-Analysen neue Möglichkeiten – etwa durch die Nutzung von Big Data und Textanalysen. Insofern bietet die Integration von ESG-Analysen in den Investmentprozess heute deutlich größeres Potenzial als in der Vergangenheit.“ Investoren wie Herndlhofer erhoffen sich von dieser Entwicklung handfeste Vorteile für ihre Portfolios. Die geringere Transparenz in aufstrebenden Märkten bewirke auch, dass Risiken weniger effizient eingepreist werden. Daher stellen neue Benchmarks, Tools und Techniken im Bereich der ESG-Analyse für den VBV-Anlagechef ein wichtiges Element des Risikomanagements dar.

## **Vertraute Leitindizes**

Weil sich die Mehrzahl der professionellen Investoren auch bei Schwellenländeranleihen-Engagements nur ungern von etablierten EMD-Benchmarks entfernt, orientiert sich die Methodik der neuen JESG-Indexreihe an den weithin bekannten klassischen Schwellenländeranleihen-Leitindizes von J.P. Morgan. Die prominentesten Messlatten heißen EMBI Global Diversified (EM-Hartwährungsanleihen von Staaten), GBI-EM Global Diversified (EM-Lokalwährungsanleihen von Staaten) und CEMBI Broad Diversified (EM-Unternehmensanleihen in Hartwährung).

Bei der Konzeption der JESG-Indizes hielt sich J.P. Morgan relativ eng an die klassischen Indizes aus dem eigenen Haus. Der wesentliche Unterschied zu ihnen besteht, darin, dass die Emittenten in der neuen Benchmark nicht nach der Höhe ihrer ausstehenden Anleihenvolumina gewichtet werden, sondern nach ihrem ESG-Status. Bevor aber Emittenten in einen JESG-Index aufgenommen

werden, müssen diese zuerst eine entscheidende Hürde überwinden: Auf Basis ethischer Screenings entfernt J.P. Morgan jene Emittenten, die gegen die UN-Global-Compact-Prinzipien verstoßen. Auch wer in den Bereichen Kraftwerkskohle, Tabak oder Waffen tätig ist, kommt nicht in den Index, dabei wird eine „Zero Tolerance“-Politik verfolgt und keine Bagatellgrenze eingezogen. Als Beispiele für „gescheiterte Kandidaten“ nennt BlackRock-Manager Loszach: „Der J.P. Morgan JESG EMBI GD Index schließt neun Länder aus: Angola, Kamerun, Äthiopien, Indien, Irak, Libanon Nigeria, Pakistan und Venezuela.“

### **JESG-Score entscheidend**

In einem zweiten Schritt berechnet J.P. Morgan mit Unterstützung der zwei SRI-Spezialisten RepRisk und Sustainalytics für jeden staatlichen oder auch privatwirtschaftlichen Emittenten einen JESG-Score, wobei die Bandbreite zwischen null und einhundert liegt. Im Folgeschritt werden die Emittenten gerankt und in Quintile eingeteilt. Jene Emittenten, die aufgrund zu niedriger ESG-Werte im schlechtesten Quintil sind, werden aussortiert und finden keine Indexaufnahme. Emittenten in den Quintilen zwei, drei und vier erhalten abgestufte Gewichtungsabschläge bei der JESG-Index-Berechnung und sind damit hinsichtlich ihrer Marktkapitalisierung weniger stark in den JESG-Indizes gewichtet als in den klassischen Benchmarks. Lediglich die im Topquintil befindlichen „Musterknaben“ erfahren keine Gewichtungsabschläge. Hinzu kommt noch eine Besonderheit, da J.P. Morgan auch die Emission von Green Bonds fördern möchte. Aus diesem Grund gewichtet die Großbank jeden Green Bond im JESG-Index automatisch eine ganze Bandbreite höher, als eigentlich laut Emittenten-ESG-Scoring gerechtfertigt wäre, und sorgt damit für eine höhere Indexgewichtung von Green Bonds.

### **650 Emittenten**

Laut J.P. Morgan werden die JESG-Index-Werte für über 170 Länder und mehr als 650 Emittenten täglich auf der Basis der Daten sowie der vorgegebenen Kriterien von Sustainalytics und RepRisk berechnet. Dabei werden die JESG-Indizes an jedem Werktag erstellt und am letzten Werktag des Monats neu gewichtet.

Investoren, die in diese JESG-Indizes investieren, kaufen Schuldtitel von Emittenten, die auch in den klassischen EMD-Index-Varianten vertreten sind, vermeiden dabei aber eben jene Länder, die nicht den gewünschten Kriterien entsprechen.

Für Anleger stellt sich an dieser Stelle die Frage nach den Auswirkungen der Tatsache, dass sich in den neuen Indizes das Gewicht der Länder beziehungsweise Unternehmen ändert. Bislang liegen dafür zwar nur Backtest-Daten vor, diese geben aber Anlass zu der Hoffnung, dass der ESG-Charakter der neuen Benchmarks nicht zulasten von Ertrag und Risiko geht. Die Rückrechnung für die mehr als fünf Jahre zwischen Januar 2013 und Ende August 2018 zeigt, dass sich beide Hartwährungs-Schwellenländer-Indizes nahezu im Gleichlauf entwickelten (siehe Grafik). Das höhere ESG-Ranking des „nachhaltigen“ Bond-Index bewirkte keine Verschlechterung des Chancen-Risiko-Profiles. Im Backtest errechnete sich für den JESG EMBI GD annualisiert über fünf Jahre eine jährliche Rendite von 5,79 Prozent bei einer annualisierten Volatilität von 4,21 Prozent, während die entsprechenden Werte für den herkömmlichen Index bei 5,61 Rendite und 4,42 Prozent Volatilität lagen. Damit veranschaulicht zumindest die Rückrechnung bei EM-Hartwährungsanleihen, dass ein nachhaltiger Ansatz im Vergleich zu einer traditionellen Herangehensweise vorteilhafter ist.

## 14 Prozent kleineres Universum

Stichtagsbezogen zeigt ein Vergleich des Schwellenländerindex für Hartwährungspapiere (J.P. Morgan EMBI GD) mit der neuen ESG-Variante per Ende August 2018, dass Investoren beim „Klassiker“ eine laufende Indexrendite von 5,85 Prozent bei einer Duration von 6,78 erhalten, während der ESG-Index lediglich 5,53 Prozent Rendite und eine Duration von 7,0 aufweist. Dies sind die Auswirkungen des Wegfalls der genannten Emittenten, in Summe fehlen 14 Prozent der Marktkapitalisierung des klassischen Index. Darüber hinaus gibt es, so Loszach, einige Untergewichtungen auf Länderebene: „Besonders deutlich untergewichtet gegenüber der klassischen Indexvariante sind die Länder China, Kolumbien, Ecuador, Ägypten und die Ukraine.“ Während China im klassischen JPM EMBI GD eine Gewichtung von zirka 4,5 Prozent aufweist, erreicht diese im neuen Nachhaltigkeitsindex nur rund 1,4 Prozent. Die stärkste Übergewichtung im JESG EMBI GD genießt Ungarn, das von 2,7 auf 5,1 Prozent steigt. Dank der zusätzlichen Aufnahme von Anleihen von vier Green-Bond-Emittenten erhöht sich der JESG-Score des ESG-Index auf 52, während die klassische Benchmark lediglich 45 Punkte erreicht.

Jedenfalls erwähnenswert ist, dass die Bonitäten der Emittenten in nachhaltigen Schwellenländerindizes höher sind als in ihren klassischen Pendanten. Das zeigt sich vor allem bei EM-Staatsanleihen in Hartwährung. Während der JESG EMBI Investment-Grade-Niveau erreichen würde, wenn sich die Bonität bei 20 Prozent der Emittenten um eine Stufe verbessert, müsste dies beim klassischen Index bei 80 Prozent der vertretenen Emittenten passieren. Offenbar erhalten Investoren mit dem Nachhaltigkeitsansatz eine „Quality“-Strategie mitgeliefert.

## Lokalwährungspapiere

Bei den Indexvarianten für Lokalwährungsanleihen fallen die Ergebnisse nicht so deutlich aus wie bei Hartwährungs-Bonds, wobei auch hier die ESG-Version besser abschneidet. Mit der nachhaltigen Benchmark hätte man in den fünf Jahren bis Ende August 2018 jährlich ein Minus von 0,97 Prozent verbuchen müssen, beim traditionellen Index lag der Vergleichswert bei minus 1,33 Prozent. Die Volatilitäten lagen über den Beobachtungszeitraum mit 9,58 Prozent vs. 9,70 Prozent (ESG-Index) auf ähnlichem Niveau. Die etwas höheren Schwankungen des nachhaltigen Index sind auf eine etwas andere Ländergewichtung zurückzuführen, insgesamt wurden aber dieselben Staaten berücksichtigt wie beim klassischen Index.

## Unternehmensanleihen

Wie bei Lokalwährungsanleihen fällt auch bei EM-Unternehmensanleihen in Hartwährung das Ergebnis eines Vergleichs gemischt aus. „Der J.P. Morgan JESG CEMBI BD Index hätte in den vergangenen fünf Jahren eine durchschnittliche jährliche Rendite von 4,56 Prozent erzielt, beim klassischen JPM CEMBI BD waren es 4,86 Prozent. Gleichzeitig lag die Volatilität bei der ESG-Variante mit 2,16 Prozent etwas niedriger als beim klassischen Index mit 2,20 Prozent. Insofern hält sich die risikobereinigte Rendite beider Indexvarianten in etwa die Waage“, erklärt Loszach. Diese geringfügige Underperformance könnte mit der Aufnahme einiger Green Bonds sowie der Exklusion gut verzinsten Bonds von Emittenten wie Petrobras, First Quantum Minerals, Taqa, Gazprom oder OCP im JESG CEMBI BD Index erklärt werden.

Das BlackRock Investment Institute weist in einem Paper darauf hin, dass sich die höhere Emittentenqualität nicht durchgehend vorteilhaft auswirkt: „Die starke Ausrichtung von ESG-Indizes auf Qualität kann in Phasen mit erhöhter Risikobereitschaft die Wertentwicklung beeinträchtigen. In Abschwungphasen dürfte diese Qualitätsorientierung jedoch einen guten Schutz bieten.“ Das sieht auch Loszach so: „Gerade in Abschwungphasen schneiden entsprechende ESG-Strategien besser ab als klassische.“ Aktuell dürfte der Risikoappetit der meisten Anleger angesichts der hinter uns liegenden Schwierigkeiten bei Schuldtiteln aus Schwellenländern aber durchaus gedrosselt sein.

Wer sich in ohnedies riskantere Bondmärkte hineinwagt, dürfte über jede Maßnahme, die risikosenkend wirkt, froh sein. Und in diesem Licht betrachtet kommt das neue Angebot von J.P. Morgan und BlackRock durchaus zum richtigen Zeitpunkt. Günter Herndlhofer von der VBV Vorsorgekassen meint jedenfalls: „Die Lancierung der neuen JESG-Benchmarks von J.P. Morgan ist durchaus als gelungene Innovation in diesem Bereich zu beurteilen.“

Anton Altendorfer