

Mai 2022

# Anleihen zeigen Wirkung: Finanzierung einer nachhaltigen Zukunft

**CANDRIAM** 

A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY



# Über die Autoren

## Céline Deroux

Fixed Income Strategist



Céline Deroux ist seit 2016 Fixed-Income-Strategin bei Candriam und seit 2000 Senior Credit Analyst. Darüber hinaus ist sie Co-Managerin des Candriam Sustainable Bond Impact Fund.

Sie ist Inhaberin eines Masters-Diploms in angewandten Wirtschaftswissenschaften von der Facultés Universitaires Catholiques de Mons in Belgien.

## Lucia Meloni

Lead ESG Analyst, ESG Investments  
& Research



Lucia Meloni kam 2011 zu Candriam. Zuvor hatte sie bei ISS gearbeitet, wo sie ein Jahr zuvor ihre Karriere als Corporate Governance Research Analyst begonnen hatte.

Sie schloss ihr Studium an der LUISS Guido Carli Business School in Rom mit einem Bachelor in Volkswirtschaft und einem Master in Wirtschaft und Finanzen ab.

## Philippe Dehoux

Head of Global Bonds



Philippe Dehoux wurde 2019 zum Leiter des Bereichs Global Bonds ernannt. Davor hatte er seit 2013 den Bereich Corporate Bond Funds geleitet.

Er begann seine Berufslaufbahn im Jahr 1991 als interner Wirtschaftsprüfer bei der Codep Banque d'Epargne und wechselte vier Jahre später in die Finanzabteilung der Dexia Bank Belgien. Philippe Dehoux schloss sein Studium der angewandten Wirtschaftswissenschaften an der Facultés Universitaires Catholiques de Mons in Belgien mit einem Diplom ab und ist qualifizierter Finanzanalyst des belgischen Verbands für Finanzanalysten (ABAF).

## Vincent Compiègne

Deputy Global Head of ESG Investments  
& Research



Vincent Compiègne trat im Oktober 2017 bei Candriam ein, wo er zunächst als Senior ESG Analyst im ESG Investments & Research Team arbeitet und 2019 auf seine aktuelle Position befördert wurde. Nach dem Abschluss seines Studium an der Sorbonne mit einem Masters 2 in Wirtschafts- und Finanzwissenschaften begann er seine Berufslaufbahn bei ERAFP, dem ersten 100 %-igen SRI Pensionsfonds Frankreichs. Er setzte seine Karriere im SRI-Bereich bei Bloomberg und anschließend bei AXA IM fort, bevor er bei Candriam eintrat.

# Inhaltsverzeichnis

<b>Eingrenzung des Fokus</b>	<b>04</b>	<b>Sozialanleihen</b>	<b>14</b>
<b>Komplexität, die spezielle Fachkompetenz erfordert</b>	<b>05</b>	<b>Nachhaltigkeitsgebundene Anleihen (SLBs): Eine Alternative zu nachhaltigen Anleihen?</b>	<b>22</b>
<b>Wie geht es weiter?</b>	<b>06</b>	<b>Die Rolle von Staaten für nachhaltige Anleihen</b>	<b>28</b>
<b>Definition des Marktes für nachhaltige Anleihen</b>	<b>07</b>	<b>Ambitionen für die Zukunft: Next Generation EU?</b>	<b>31</b>
<b>Der Begriff „Impact“</b>	<b>08</b>	<b>Nachhaltige Anleihen: Wichtige Säule für ESG-Investments</b>	<b>35</b>
<b>KPIs: Im Zentrum nachhaltiger Anleihen</b>	<b>10</b>	<b>Hinweise und Literatur</b>	<b>37</b>







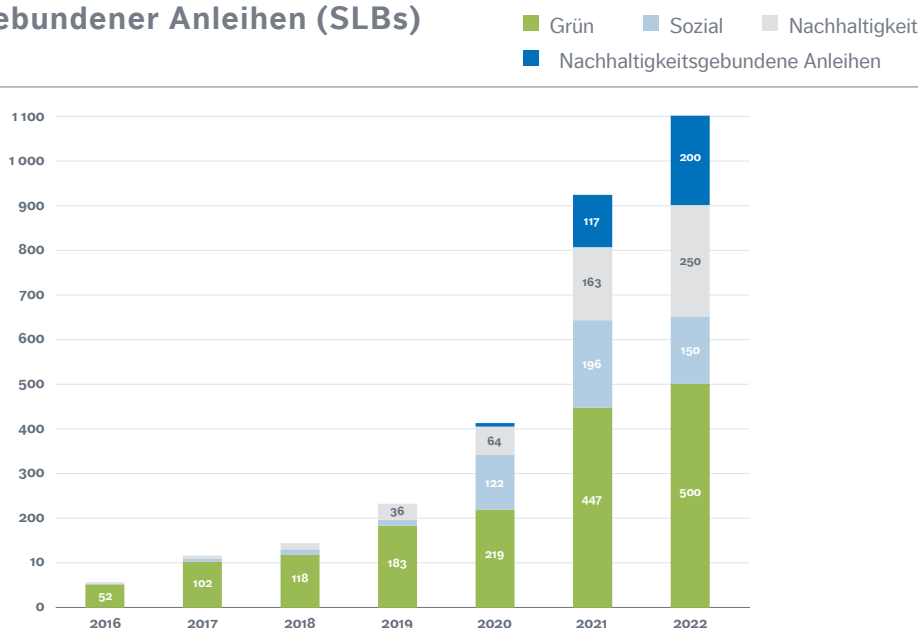
# Anleihen zeigen Wirkung: Finanzierung einer nachhaltigen Zukunft

In den letzten Jahren erlebten die Anleihenmärkte die Entstehung einer neuen Art von Instrumenten, die unter dem mittlerweile allgemein anerkannten Begriff „Nachhaltige Anleihen“ zusammengefasst werden. **Nachhaltige Anleihen sollen Staaten und Unternehmen helfen, Mittel zur Finanzierung bestimmter nachhaltiger Aktivitäten zu beschaffen.**

Dieses neue Segment festverzinslicher Anlagen verzeichnete ein robustes organisches Wachstum (siehe Abb. 1), hauptsächlich aufgrund seiner gezielten Beiträge zu den Zielen für nachhaltige Entwicklung.

**Abbildung 1: Emission nachhaltiger und nachhaltigkeitsgebundener Anleihen (SLBs)**

Jährlich, Mrd. USD



Quelle: Candriam, Bloomberg© per 15.12.2021, Erwartungen von Candriam für 2022. Jahr

# Eingrenzung des Fokus

---

In der Vergangenheit standen bei nachhaltigen Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren die ESG-Merkmale der Emittenten im Vordergrund. Bei nachhaltigen Anleihen stehen die Projektziele im Mittelpunkt. Dadurch verlagerte sich der Fokus von verantwortungsbewussten Anlegern effektiv von den Emittenten auf die tatsächliche ökologische oder soziale Wirkung, den Impact, der mit den Erlösen erzielt werden soll.

Dies bietet Anlegern/Kreditgebern die Möglichkeit:

- die durch die Anleihen finanzierten Projekte zu beurteilen
- die Verwendung der Anleiheerlöse nachzuverfolgen
- die insgesamt Wirkung der Anleiheerlöse über den gesamten Projektzyklus hinweg zu beurteilen

Im Gegensatz zu herkömmlichen Anleihen geht es beim Investieren in nachhaltige Werte nicht nur um eine Kredittransaktion. Nachhaltige Anleihen bieten Anlegern die Möglichkeit, in Bezug auf die Umsetzung des Projekts aktiv auf den Emittenten einzuwirken und aktiv zur Erreichung des Ziels beizutragen.

Dies ist einer der bemerkenswertesten Aspekte von nachhaltigen Anleihen: Mit ihrem Engagement und der Überwachung der erfolgreichen Umsetzung tragen die Anleiheinhaber nicht nur zur Schaffung einer nachhaltigen Zukunft bei, sondern gewinnen auch ein Gefühl der Mitverantwortung und des Engagements, das gewöhnliche Anleihen niemals bieten können.

# Komplexität, die spezielle Fachkompetenz erfordert

---

Die Fokussierung von nachhaltigen Anleihen auf bestimmte Ziele schafft allerdings auch eine gewisse Komplexität bei der Entscheidung über die Titelauswahl. Anlagen in diesem Bereich sind mit einigen Herausforderungen verbunden. Daher ist eine hohe Sachkenntnis erforderlich, hauptsächlich aus den folgenden Gründen:

- 1** Die Nachverfolgung der Anleiheerlöse und die Beurteilung der Wirkung des Projekts sind wesentliche Elemente des Anlageprozesses. Dies hängt jedoch hauptsächlich davon ab, dass die ESG-Berichterstattung des emittierenden Unternehmens oder Staates einen gewissen Grad der Offenlegung und Transparenz bieten muss, damit Anlegerinnen und Anleger informierte Entscheidungen treffen können. Häufig ist dies keine leichte Aufgabe, da es noch keine international anerkannten Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung gibt und Anleger wissen müssen, wie sie Lücken in den gemeldeten Daten identifizieren und schließen können (siehe Punkt 2).
- 2** Im Universum der nachhaltigen Anleihen besteht nach wie vor ein allgemeiner Mangel an ESG-Daten. Anleger müssen ständig im Kontakt zu den nachhaltigen Emittenten bleiben, um sicherzustellen, dass alle erforderlichen Informationen bereitgestellt werden.
- 3** Analysen des Emittenten und der Verwendung der Erlöse – zwei wesentliche Elemente der Due Diligence für nachhaltige Anleihen – erfordern ein großes Maß an spezialisierten Kenntnissen. Sie beruhen auf detaillierten und umfassenden Rahmenkonzepten, die jeweils auf eine bestimmte Art nachhaltiger Anleihen zugeschnitten sind.

# Wie geht es weiter?

---

In dieser Studie fassen wir zunächst einige der zentralen Argumente, die wir gerade vorgebracht haben, genauer ins Auge. Wir definieren nachhaltige Anleihen und zeigen einige **prägende Merkmale ihrer Strukturierung auf, die sicherstellen, dass sie eine Wirkung erzielen**. Wir untersuchen die **zentrale Bedeutung maßgeblicher Leistungsindikatoren (Key Performance Indicators, kurz KPIs)** und erklären, auf welche Weise sie **der Schlüssel** zu verschiedenen Arten von Anleihen sind.

Viele Anleger und Leser haben zweifellos festgestellt, dass der Markt für Sozialanleihen enorm gewachsen ist. Die Entwicklung von **Sozialanleihen** wurde durch die Covid-19-Krise beschleunigt, die bestehende Ungleichheiten beim Zugang zu Grundbedürfnissen, wie Gesundheitsversorgung, bezahlbarem Wohnraum, Beschäftigung und Nahrungsmittelsicherheit verdeutlichte.

Wir werden auch einen Blick auf den Zusammenhang zwischen zentralen Merkmalen von **nachhaltigkeitsgebundenen Anleihen**, wie die Kreditvereinbarungen, und ihren Nachhaltigkeitszielen werfen. Außerdem untersuchen wir die Rolle der EU-Taxonomie, des Klassifizierungssystems für diesen Markt, und die künftigen Entwicklungen. Im Weiteren gehen wir der Frage nach, ob nachhaltigkeitsgebundene Anleihen prägnante alternative Eigenschaften für bestimmte Arten von Emittenten bieten, die ESG-Risiken adressieren möchten.

Und zuletzt befassen wir uns mit der **Rolle staatlicher Emittenten** bei allen Arten von nachhaltigen Anleihen. Die überaus wichtige Rolle von Regierungen und staatlichen Stellen, auf zentraler/nationaler und lokaler Ebene, verdient eine genauere Beachtung, ebenso wie die Bedeutung der richtigen Fragen bei der Auswahl nachhaltiger Staatsanleihen.

Im gesamten Bericht bemühen wir uns jedoch **insbesondere, die Bedeutung eingehender Bottom-up-Analysen hervorzuheben**. Rigorose Fundamentalanalysen bieten Anlegern unserer Meinung nach eine effektive Möglichkeit, nachhaltige Anleihen umfassend zu verstehen, nachhaltige Emittenten unter die Lupe zu nehmen, ihre Projekte zu beurteilen und letztlich die richtigen Anlageentscheidungen zu treffen, die unter dem Gesichtspunkt der Nachhaltigkeit die beste langfristige Wirkung erzielen.



# Definition des Marktes für nachhaltige Anleihen

Einer der weniger bekannten Fakten über festverzinsliche Wertpapiere – der mit Abstand größten Anlageklasse an den Finanzmärkten – ist, dass sie die größte und zuverlässigste Quelle für Regierungen und Unternehmen zur Umsetzung von Zielen für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, kurz SDG)<sup>1</sup> sind. An den Aktienmärkten wird im Vergleich dazu nur ein sehr geringer Anteil der neuen Finanzierungen beschafft. Nachhaltige Anleihen dienen zur Beschaffung von Finanzmitteln für konkrete ökologische oder/und soziale Projekte.

Wie in den meisten Investmentbereichen werden Anleger feststellen, dass nachhaltige Anleihen im Hinblick auf ihre Wirkung eine Kollektion verschiedener Schattierungen sind – von blassgrünen bis zu satten, tiefgrünen Tönen. Einige Anleihen, die als „grün“ vermarktet werden, gehören eigentlich nicht wirklich zu dieser Kategorie. Um ein Portfolio echter und vielversprechender Repräsentanten des nachhaltigen Universums aufzubauen, sind eingehende Analysen ihrer wesentlichen Eigenschaften unerlässlich. Zusammen mit einer durchdachten Nachhaltigkeitsstrategie des Emittenten kann dies die nachhaltige Wirkung der finanzierten Projekte oder Aktivitäten maximieren.

**„Nachhaltige Anleihen sind im Hinblick auf ihre Wirkung eine Kollektion verschiedener Schattierungen – von blassgrünen bis zu satten, tiefgrünen Tönen.“**

***Im Gegensatz zu den meisten festverzinslichen Wertpapieren sind nachhaltige Anleihen zukunftsorientierte, leistungsorientierte Schuldinstrumente, die an konkrete Nachhaltigkeitsziele gebunden sind.***

# Der Begriff „Impact“

---

*Impact Investments sind Kapitalanlagen, die – unabhängig von der Anlageklasse – die Absicht verfolgen, neben einem finanziellen Ertrag eine messbare Wirkung – für die Umwelt, die Gesellschaft oder beides – zu erzielen.*

Nachhaltige Anleihen fallen eindeutig unter die Definition von Impact Investments, denn sie dienen der **Beschaffung von Geld für Projekte, die positive, transparente und messbare ökologische oder soziale Auswirkungen** und langfristige finanzielle Erträge erzielen sollen. Nachhaltige festverzinsliche Instrumente sind reguliert und unterliegen den gleichen Kapitalmarktregeln wie andere börsennotierte festverzinsliche Wertpapiere.

Die wesentlichen Merkmale von Impact Investments, auf die Analysten achten sollten, sind Intentionalität, Zusätzlichkeit und Messbarkeit. Im Folgenden beschreiben wir diese Elemente detaillierter, da sie für die Beurteilung der Wirkung von nachhaltigen Anleihen von entscheidender Bedeutung sind.

## Abbildung 2: Wesentliche Merkmale von Impact Investments



Quellen: Candriam, GIIN, Mai 2022

**Intentionalität** – Laut dem Global Impact Investing Network (GIIN) ist die Absicht, eine positive soziale oder ökologische Wirkung zu erzielen, das entscheidende Definitionsmerkmal von Impact Investing. Diese Intentionalität steht im Zentrum der Aspekte, durch die sich Impact Investing von anderen Anlagen unterscheidet, die möglicherweise auch eine positive Wirkung umfassen. Impact Investing strebt aktiv danach, einen positiven Beitrag zu sozialen oder ökologischen Lösungen zu leisten. Hierzu werden vor der Umsetzung klare Ziele definiert und durchdachte Strategien festgelegt, um diese Ziele zu erreichen<sup>2</sup>.

Ein Beispiel: Wäre das „Núñez de Balboa“-Projekt von Iberdrola – das größte Photovoltaik-Kraftwerk in Europa – ohne den Wunsch des Unternehmens, nachhaltige Veränderungen voranzutreiben, möglich gewesen? Wenn es einfach ein Teil einer Refinanzierungsoperation gewesen wäre, dann wäre das Projekt nicht von der Vision und der Absicht getragen worden, eine echte nachhaltige Wirkung zu erzielen. Tatsächlich sind die Stärke und die Ambition des Projekts, die durch die reine Stromerzeugungskapazität von 241 MW quantifiziert wird, maßgebliche Indikatoren für seine Intentionalität.

**Zusätzlichkeit** bezieht sich auf das Ausmaß, in dem erwünschte Ergebnisse, wie die Steigerung der erneuerbaren Kapazitäten im Stromnetz in unserem Iberdrola-Beispiel, ohne Zutun des Anlegers zustande gekommen wären. Die Zuordnung der Verbesserungen auf allen Ebenen macht es möglich, zu bestimmen, in welchem Ausmaß die Investition dazu beigetragen hat.

**Messbarkeit:** Die Vorteile der Investition sollten messbar und transparent sein. Zur Projektüberwachung werden Leistungsindikatoren (KPIs) verwendet, die belegen, ob zum Beispiel eine bestimmte Reduzierung der CO<sub>2</sub>-Emissionen erreicht wurde oder welche Summe als Kredite an kleine und mittlere Unternehmen vergeben wurde. Die Anpassung von Impact-Zielen und die Einbeziehung der daraus resultierenden Veränderungen der erzielten Wirkung in Anlageentscheidungen sind wesentliche Faktoren, die die Messbarkeit ermöglichen. In unserem Iberdrola-Beispiel können Anleger die Finanzierung des Unternehmens für erneuerbare Energien beurteilen, indem sie die positiven Auswirkungen ihres Projekts anhand von Indikatoren, wie den zusätzlichen Netzkapazitäten für erneuerbare Energien (in MW) und den vermiedenen CO<sub>2</sub>-Emissionen für jedes Projekt, messen.



# KPIs: im Zentrum nachhaltiger Anleihen

---

Derzeit gibt es drei Arten von nachhaltigen Anleihen: Grüne Anleihen (oder Green Bonds) werden zur Finanzierung von Umweltprojekten (wie dem Bau von Windturbinen) ausgegeben, Sozialanleihen für soziale Projekte (wie der Verbesserung des Zugangs zu sauberem Wasser, Gesundheitsversorgung oder Bildung), und nachhaltige Anleihen für Projekte, die grüne und soziale Initiativen verbinden. Die Erlöse dieser Arten von Anleihen werden für Projekte verwendet, die an klar durch Leistungsindikatoren (KPIs) definierte Impact-Maßstäbe gebunden sind.

**Grüne Anleihen** sind die am längsten etablierten Instrumente im nachhaltigen Anleiheuniversum. Mit einem Anteil von 60 % an den im Umlauf befindlichen nachhaltigen Anleiheemissionen sind sie an diesem Markt nach wie vor dominant. Im Rahmen der Analyse dieser Werte untersuchen wir die Arten von Projekten, die sie finanzieren sollen. Diese Analyse von Projekten mag vielleicht trivial erscheinen. Doch ein selektives Vorgehen ist für Impact-Anleger entscheidend. Einige Infrastrukturprojekte, zum Beispiel der Bau von Flughäfen, sind zwar möglicherweise nach den Marktstandards geeignet, aber nicht mit dem Pariser Abkommen vereinbar.

Projekte, die auf das Pariser Abkommen ausgerichtet sind, können zum Beispiel den Bau von Infrastruktur für erneuerbare Energien umfassen, wie etwa Solarparks oder landgestützte bzw. Offshore-Windkraftanlagen. Ihre KPIs beziehen sich auf die geschätzte installierte Kapazität in Gigawatt (GW) oder das indikative Volumen der vermiedenen CO<sub>2</sub>-Emissionen.

Ein weiteres Beispiel sind Hersteller von Hybridfahrzeugen, die das Ziel Nr. 11 der UN-SDGs unterstützen, da sie nachhaltige Verkehrsmittel bereitstellen. Die KPIs von grünen Anleihen, die diese Aktivität finanzieren, wären normalerweise an die pro Fahrzeug erzielte CO<sub>2</sub>-Reduzierung gebunden.

Im Versorgungssektor sind Ziele für den CO<sub>2</sub>-Ausstoß pro kWh ein geeigneter Maßstab, um die Ausrichtung des Unternehmens auf das Pariser Klimaabkommen zu beurteilen.

Wie erwähnt, sind eine mangelnde Nachverfolgbarkeit und eine unzureichende Transparenz die zwei Faktoren, die dazu führen können, dass die Wirkung und die Beständigkeit der verwendeten Nachhaltigkeitsstrategie nicht beurteilt werden können. Daher ist die Impact-Berichterstattung so wichtig.

Unser Fallbeispiel untersucht ein „sauberes“ Verkehrsmittelprojekt, das durch eine grüne Anleihe finanziert wurde, und beurteilt seine ökologische Wirkung.

### Abbildung 3: Fallbeispiel: Beurteilung der ökologischen Wirkung im Transportwesen

Sauberer Transport	Wirkung
<p><b>Grüne Ausgaben – Bahnprojekte</b></p> <p>Der größte Bahnbetreiber der Niederlande hat 91 % seiner Hauptstrecken elektrifiziert und verwendet zu 100 % erneuerbare Energien. Pro Rail, der Netz-Infrastrukturbetreiber, hat Maßnahmen zur Reduzierung des CO<sub>2</sub>-Fußabdrucks beim Bau und bei der Instandhaltung von Strecken ergriffen. Dank der jährlichen Investitionen in das Management, die Instandhaltung sowie die Erneuerung und den Ausbau der Bahnstrecken erhalten Passagiere in den Niederlanden ein kohlenstoffärmeres Transportmittel.</p>	<p><b>5 realisierte Bahnprojekte</b> in den Jahren 2018 und 2019</p> <p><b>Instandhaltung von 14.211 km Bahnstrecken</b></p> <p><b>3 Investitionen in 47 Projekte</b> in den Jahren 2018 und 2019</p>

Quelle: Candriam, März 2022.

Nach dem Vormarsch von grünen Anleihen, deren Fokus sich hauptsächlich auf den Klimawandel richtet, wurden **Sozialanleihen** ins Leben gerufen. Damit reagierten die Märkte auf die Nachfrage von öffentlichen und privaten Emittenten nach Instrumenten zur Finanzierung positiver sozialer Entwicklungen für die Gemeinschaft. Dies können neue oder bestehende Projekte sein, die zum Beispiel die Verbesserung des Zugangs zu wesentlichen Diensten zum Ziel haben, wie etwa die Schaffung von Arbeitsplätzen, grundlegender Infrastruktur und bezahlbarem Wohnraum.

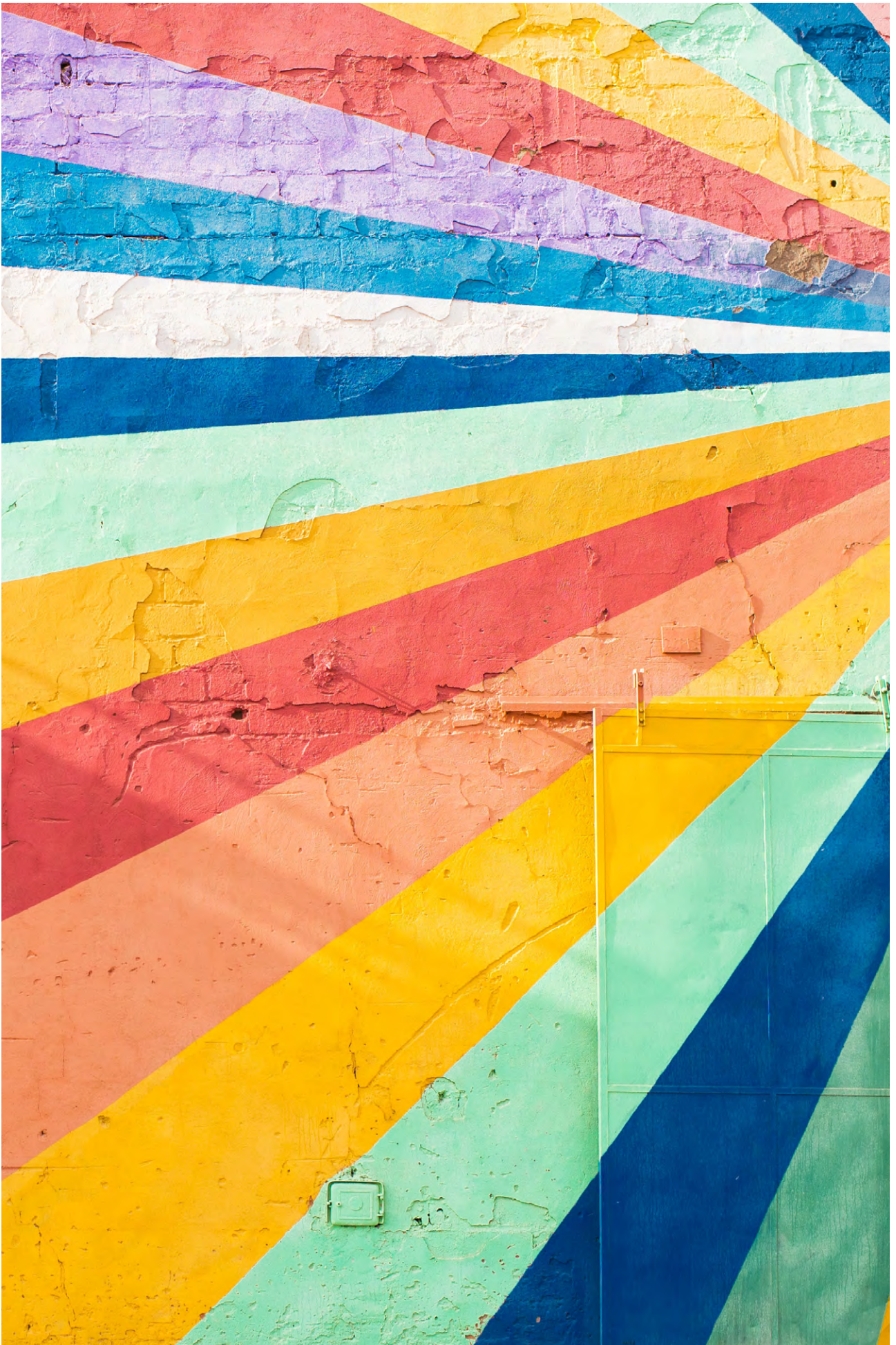
Im Immobiliensektor können Sozialanleihen dazu dienen, den Bau und die Renovierung von Altenheimen und Krankenhäusern zu finanzieren. Damit tragen sie zum SDG 3 (Gesundheit und Wohlbefinden) bei, indem sie die Zahl der verfügbaren Betten erhöhen. Andere Projekte können nach der Zahl der geschaffenen Arbeitsplätze, der Zahl und der Höhe der ausstehenden Kredite oder der Menge des eingesparten Wassers beurteilt werden.

Etwa zeitgleich mit Sozialanleihen konnten wir auch die Entstehung von **nachhaltigkeitsgebundenen Anleihen** (Sustainability-linked Bonds, kurz SLBs) beobachten, die zur Finanzierung allgemeiner Unternehmensaktivitäten, statt konkreter Projekte, dienen und deren Kupons an vorab festgelegte Nachhaltigkeitsziele gebunden sind. Sie werden in der Regel von Nichtfinanzunternehmen ausgegeben, während andere Arten von nachhaltigen Anleihen in der Regel von allen möglichen Emittenten stammen, zum Beispiel von Banken, Regierungen oder internationalen Finanzorganisationen (wie der Weltbank und der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung). Unter den Nichtfinanzunternehmen wird diese Art von Anleihen gerne von weniger kapitalintensiven Unternehmen genutzt, die keine vollständig grünen oder sozialen Projekte zu finanzieren haben, sondern stattdessen in die Verbesserung ihres Nachhaltigkeitsprofils investieren.

Hierzu beschaffen diese Emittenten Mittel über Anleihen, deren finanzielle Kreditvereinbarungen an ESG-Faktoren gebunden sind. Der Kupon einer nachhaltigkeitsgebundenen Anleihe hängt von einer Step-up-Klausel ab, die an KPIs gebunden ist, welche wiederum auf ein oder mehrere SDGs ausgerichtet sind. Die Klausel kann eine Erhöhung der Kuponzahlung vorsehen, wenn bestimmte, vorab festgelegte ESG-Ziele NICHT erreicht werden. Dieser Mechanismus wurde als klarer Anreiz für die Emittenten geschaffen, nichtfinanzielle Ziele zu erreichen.

Impact Investing an den Anleihenmärkten ist ein wachsendes Phänomen, das von Anlegern am gesamten Markt für nachhaltige Anlagen genutzt wird. Doch wie oben erwähnt, gibt es Unterschiede in der Art und Weise, wie grüne, soziale und nachhaltige Anleihen quantifizierbare Ergebnisse generieren und wesentliche Veränderungen bewirken. Im Rest unserer Studie nehmen wir soziale Anleihen, nachhaltigkeitsgebundene Anleihen und nachhaltige Staatsanleihen eingehender unter die Lupe und präsentieren verschiedene Fallbeispiele. Wir werden auch hervorheben, wie wichtig gründliche Analysen sind und welche Arten von Fragen Anleger im Zuge der Titelauswahl stellen sollten.





# Sozialanleihen

---

*Social Bonds sind eines der am schnellsten wachsenden Segmente des nachhaltigen Anleihenmarktes. Das liegt zum Teil daran, dass sie in der Lage sind, Lösungen für einige der großen Herausforderungen unserer Zeit zu finanzieren, wie z. B. die Ungleichheit zwischen den Geschlechtern und die Unterstützung der Pandemiehilfe. Sozialanleihen sind ein entscheidendes Element für die Umsetzung der globalen 2030-Agenda, die durch die UN-Ziele für nachhaltige Entwicklung (SDGs) formuliert wurde.*

## Was versteht man unter Social Bonds?

Nach der Definition der International Capital Market Association (ICMA) handelt es sich bei Social Bonds um Anleihen, deren Erlöse zur Finanzierung neuer oder bestehender Projekte verwendet werden, die ein bestimmtes soziales Problem angehen oder abmildern und/oder positive soziale Ergebnisse erzielen wollen<sup>3</sup>

Zusammen mit Green Bonds und Nachhaltigkeitsanleihen fallen Social Bonds unter die allgemeine Definition von nachhaltigen Anleihen - zukunftsorientierte, leistungsbezogene Schuldtitel, die an bestimmte Nachhaltigkeitsziele gebunden sind.



# Soziale Themen auf dem Vormarsch

Die COVID-19-Pandemie hat die Bedeutung sozialer Faktoren weiter verstärkt, und ihre Auswirkungen auf Vermögenswerte sind inzwischen erheblich. Anleger berücksichtigen zunehmend soziale Faktoren. Social Bonds gehen einen Schritt weiter – sie bieten eine effektive Möglichkeit, soziale Faktoren direkt durch die Finanzierung bestimmter Projekte anzugehen.

Der erste Social Bonds wurde 2013 aufgelegt – es war die „Bank on Women“-Anleihe der International Finance Corporation (IFC), gefolgt von der „Inclusive Business“-Anleihe im Oktober 2014. Dieser Markt ist in den letzten Jahren schnell gewachsen, und zwar von weniger als 10 Milliarden USD im Jahr 2019 auf 194 Milliarden USD im Jahr 2021 (siehe Abbildung 1).

Soziale Faktoren, die sich auf die Emittenten von Unternehmen auswirken, umfassen ein breites Spektrum, das vom Wohlergehen der Mitarbeiter bis hin zu den Beziehungen zu den lokalen Einrichtungen reicht. Nach Angaben der Ratingagentur Moody's<sup>4</sup> wirken sich soziale Risiken direkt wie auch indirekt auf Emittenten von 8 Billionen USD ihrer bewerteten Schulden (sowohl Unternehmens- als auch Staatsanleihen) aus. Dies ist viermal mehr als das Volumen der Schulden, die nach Ansicht von Moody's von Umweltrisiken betroffen sind. Wir gehen davon aus, dass diese Tatsache dazu beitragen wird, dass der Markt für Social Bonds die starke Wachstumsdynamik beibehält, welche er während der Pandemie gewonnen hat.



# Was können Social Bonds finanzieren?

Die Erlöse aus Social Bonds können für eine Vielzahl von Zwecken verwendet werden, was sie zu einer potenziell starken Antriebskraft des sozialen Wandels macht. Zum Beispiel für erschwinglichen Wohnraum und wichtige Infrastrukturen, den Zugang zu wichtigen Dienstleistungen, die Schaffung von Arbeitsplätzen, Ernährungssicherheit, nachhaltige Lebensmittelsysteme und sozialökonomischen Fortschritt und Befähigung.

Social Bonds waren von entscheidender Bedeutung für die Unterstützung der Hilfsbemühungen von Emittenten des öffentlichen Sektors und Entwicklungsorganisationen, die durch eine Vielzahl von Pandemie- und Post-Pandemie-Ausgabep länen unterstützt wurden. Viele dieser Anleihen finanzierten Projekte zur Verbesserung der Gesundheitsversorgung und zur Förderung der Schaffung von Arbeitsplätzen, wie z. B. das EU-Sozialanleiheprogramm SURE mit einem Volumen von 100 Mrd. EUR, das im Oktober 2020 zur Unterstützung des Arbeitsmarktes aufgelegt wurde.

***Im Zeitraum 2020-21 wurden mit 81 % der Erlöse aus Social Bonds Maßnahmen finanziert, die im Wesentlichen in drei Kategorien fallen: Zugang zu grundlegenden Dienstleistungen, Schaffung von Arbeitsplätzen und sozialökonomischer Fortschritt und Förderung. 2014-19 konzentrierten sich nur 55 % der Social Bonds auf diese Bereiche<sup>5</sup>.***

# Fallstudie: Icade Santé

Icade Santé ist eine führende französische Investmentgesellschaft, die sich auf private Klinikeinrichtungen spezialisiert hat. Das Unternehmen gehört zu den führenden Gesellschaften im französischen Gesundheitssektor und ist der Ansicht, dass die Ausgabe von Social Bonds im Einklang mit seiner Wachstumsstrategie im Bereich der Gesundheitsversorgung und Altenpflege steht.

Die Aktivitäten der Icade Santé tragen zu den SDGs der Vereinten Nationen bei und ihre Investitionen entsprechen der Nachhaltigkeitspolitik. Unter den acht SDGs, die Icade Santé als Priorität definiert hat, sind zwei von besonderer

Relevanz: SDG 3 - Gesundheit und Wohlbefinden sowie SDG 10 - Reduzierung von Benachteiligungen.

Das Unternehmen hat 2020 seinen ersten Social Bonds in Höhe von 600 Mio. EUR aufgelegt. Sie haben in Frankreich bereits Investitionsprojekte refinanziert, die zwischen 2017 und 2019 durchgeführt wurden und 77 % der Akutpflegeeinrichtungen zugutekamen. Abbildung 2 zeigt ein Beispiel, wie Social Bonds erfolgreich zur Unterstützung langfristiger Investitionen in der Gesundheitsbranche eingesetzt werden können.

**Abbildung 4:**

	Medizinische Pflegeeinrichtungen	Altenpflegeeinrichtungen
<b>Zugeordnete Beträge</b>	459 Mio. € (76,6%) im Bereich Intensivpflege 40 Mio. € (6,7 %) in der Langzeitpflege 10 Mio. € (1,6 %) im Behindertenpflegeheim	91 Mio. € (15,1 %) in Pflegeheime
<b>Über das Projekt</b>	Erwerb und Entwicklung von Intensiv- und Langzeitpflegeeinrichtungen sowie Behindertenpflegeheimen mit einer Gesamtfläche von rund 179.608 m <sup>2</sup> . Die Nachfrage wird teilweise durch einen Anstieg der ambulanten Patienten getrieben. Laut Agence Technique de l'Information sur l'Hospitalisation wird die durchschnittliche Ambulanzquote in Frankreich von 57,8 % im Jahr 2018 auf rund 70 % im Jahr 2022 steigen, welches das erklärte Ziel des französischen Gesundheitsministeriums ist.	Die erworbenen Pflegeheime haben eine Fläche von 28.052 m <sup>2</sup> und verfügen im Gegensatz zu anderen Pflegeheimen fast alle über eine spezielle Demenzabteilung, die insbesondere für ältere Menschen gedacht ist, die an der Alzheimer-Krankheit und ähnlichen Krankheiten leiden.
<b>Fallbeispiel</b>	<b>Entwicklung der Poliklinik Reims-Bezannes</b>  Der Erlös aus Social Bonds in Höhe von 36,3 Millionen Euro wurde zur Finanzierung des Ausbaus der Poliklinik Reims-Bezannes verwendet. Sie ist überwiegend ambulant (72 %) tätig und verfügt über 26 Operationssäle. Das Gebäude der Poliklinik wurde für die höchste Energie- und Umweltleistung in Bezug auf Komfort, Gesundheit, Wasser- und Luftqualität mit dem Prädikat „Exzellent“ bewertet. Sie ist eine der größten Gesundheitszentren in ihrer Region. Sie erhielt den MIPIM-Preis 2019 für die beste Entwicklung im Gesundheitswesen und wurde damit für die Qualität ihres Ökodesigns, ihre Spitzentechnologien und ihre Funktionalität ausgezeichnet. Die Poliklinik wurde zudem mit dem Label „Reims Sustainable City“ ausgezeichnet. Die auf die Intensivpflege ausgerichtete Gesundheitseinrichtung besteht aus einem Privatkrankenhaus und zwei weiteren Gebäuden, in denen Arztpraxen, ein medizinisches Labor sowie ein Zentrum für medizinische Bildung und Nuklearmedizin untergebracht sind.	<b>Übernahme des Pflegeheims Les Séolanes, Marseille</b>  Das Les Séolanes ist ein 129 Betten umfassendes Pflegeheim mit einer Fläche von 5.081 m <sup>2</sup> in Marseille, das für 20,1 Mio. € erworben wurde. Es wurde 1958 erbaut und in den Jahren 1991 und 2010 erweitert sowie renoviert. Es befindet sich im Département Bouches-du-Rhône, in dem das Verhältnis von Pflegeheimbetten zu Einwohnern mit 119 Betten pro 1.000 Personen über 75 Jahren rund 20 % unter dem Median der französischen Départements (151 pro 1.000 Personen) liegt. Das Unternehmen leistet also einen positiven Beitrag, indem es das Angebot an Pflegeplätzen für pflegebedürftige ältere Menschen in seiner Region erhöht.
<b>Wirkungsindikatoren</b>	3.375 Betten und Plätze 223.458 Aufenthalte 4.846.000 Menschen werden von Einrichtungen in Frankreich betreut	638 Betten und Plätze 97% durchschnittliche Belegungsquote 620 Bewohner

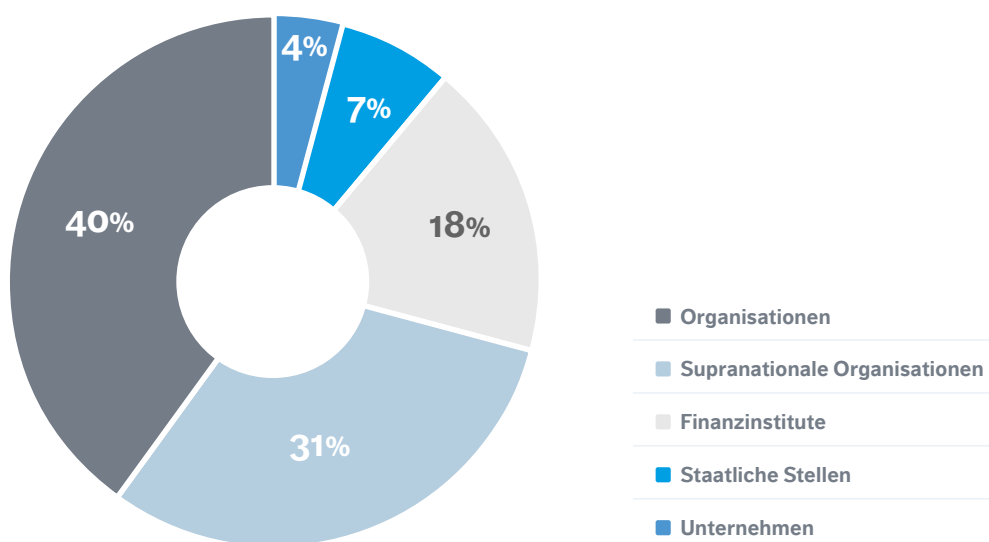
Quelle: Candriam, März 2022

# Die vielseitige Rolle der Banken

Nach der Veröffentlichung der Social Bond Principles (SBP) durch die IMCA im Jahr 2016 waren die ersten Investoren der neuen Welle von Social Bonds öffentliche Finanzinstitute. Dazu gehörten internationale Organisationen wie die International Finance Corporation (IFC), staatliche Einrichtungen wie das spanische Instituto de Credito Oficial und lokale Behörden wie die Stadt Madrid (siehe Abbildung 3).

Der Markt für Social Bonds ist nicht so ausgereift und vielfältig wie der Markt für Green Bonds, aber er wächst schnell. Auf europäische Anleihen entfielen 71 % aller neuen Social Bonds im Jahr 2021, während auf Agenturen und Staaten aus Sektorensicht fast drei Viertel des Gesamtvolumens entfielen.

**Abbildung 5: Anteil an den weltweiten Emissionen von Sozialanleihen im Jahr 2021 nach Emittententyp**



Quelle: Moody's Datenbank für ESG-Lösungen und Umweltsanleihen per 31. Dezember 2021

## Öffentliche Entwicklungsbanken Hilfe in mehr als einer Hinsicht:

**Emittenten:** Emittenten: Entwicklungsbanken nehmen in der Regel auf den privaten Kapitalmärkten Kredite zu günstigen Konditionen auf, die auf ihrem staatlichen Rückhalt und ihrem hohen Kreditrating beruhen. Sie können die Erlöse ihrer Anleihe(n) zur Finanzierung grüner, sozialer oder nachhaltiger Projekte innerhalb ihres Kreditportfolios verwenden.

**Anker-Investoren:** Öffentliche Entwicklungsbanken können die Rolle eines Anker- oder Cornerstone--Investors für Emissionen übernehmen. Ihre Beteiligung kann die Glaubwürdigkeit des Emittenten erhöhen und den Markt stärken, indem sie das Risiko für private Investoren verringert.

**Unterstützung politischer Reformen:** Öffentliche Entwicklungsbanken können auch den Marktregulierungsbehörden bei der Entwicklung nationaler Rahmenbedingungen für nachhaltige Anleihen helfen und Initiativen unterstützen, die auf die Entwicklung der lokalen Kapitalmarktinfrastruktur abzielen.

„Öffentliche Entwicklungsbanken  
können die Rolle eines Anker-  
oder Cornerstone-Investors  
übernehmen.“



# Attraktivität für institutionelle Anleger

Es ist ein weit verbreiteter Irrglaube, dass Investitionen in Sozialanleihen zu Lasten der Erträge gehen. Tatsächlich entspricht das Risiko-Ertrags-Profil einer Sozialanleihe dem einer normalen Anleihe desselben Emittenten. Die soziale Wirkung der Anleihe ist ein unabhängiger nicht-finanzieller Mehrwert.

Sozialanleihen können auch die Basis der Anleiheinvestoren erweitern, indem sie Buy-and-Hold-Investoren einbeziehen. Dies kann dazu beitragen, den Ruf des Unternehmens zu verbessern und seine Attraktivität für die Stakeholder zu steigern<sup>6</sup>.

Ein weiteres attraktives Merkmal für institutionelle Investoren besteht darin, dass Emittenten von Sozialanleihen nachdrücklich dazu angehalten werden<sup>7</sup>, ein gewisses Maß an jährlicher Berichterstattung über die Verwendung der Erlöse mit einer Beschreibung der sozialen Projekte, die mit den Anleihen finanziert werden, vorzulegen. Dies führt zu einer besseren Transparenz in Bezug auf die Verwendung der Erlöse und verringert die Wahrscheinlichkeit des „Impact Washing“. Es stimmt, dass es immer noch keine anerkannten Berichtsstandards für nachhaltige Anleihen gibt. Die EU prüft und berät jedoch derzeit über neue Regeln für eine Sozialtaxonomie, die letztlich in neuen Berichtsstandards resultieren könnten.

# Auf dem Weg zur Sozialtaxonomie

Im Juli 2021 veröffentlichte die Untergruppe „Soziale Taxonomie“ der EU-Plattform für nachhaltige Finanzen ihren ersten Berichtsentwurf zur sozialen Taxonomie. Sollten die neuen Regeln in Kraft treten, könnten sie den dringend benötigten Schwerpunkt auf die sozialen Ziele der Nachhaltigkeit legen.

Als Reaktion auf das öffentliche Feedback beschloss die Untergruppe für die Sozialtaxonomie, ihren Rahmen enger an die EU-Umwelttaxonomie anzugleichen, die im Juli 2020 in Kraft getreten ist. Die ursprünglich vorgeschlagene Struktur der Sozialtaxonomie, mit horizontalen und vertikalen Tätigkeitsdimensionen (wesentliche Tätigkeiten und solche im Zusammenhang mit den Menschenrechten), wurde zugunsten von drei Zielen aufgegeben, die drei große Stakeholder-Gruppen abdecken:

**Arbeitnehmer:** menschenwürdige Arbeit (einschließlich der Arbeitnehmer in der Wertschöpfungskette), unter Einbeziehung des sozialen Dialogs, des Gesundheitsschutzes und der Arbeitssicherheit sowie eines existenzsichernden Lohns.

**Kunden:** angemessener Lebensstandard und Wohlbefinden, einschließlich Gesundheitsversorgung, sozialer Wohnungsbau und Bildung

**Gemeinschaften:** integrative und nachhaltige Gemeinschaften und Gesellschaften, einschließlich grundlegender wirtschaftlicher Infrastrukturen und der Unterstützung von Menschen mit Behinderungen bei der Teilnahme am Leben ihrer Gesellschaft.

Einen wichtigen Unterschied wird es jedoch zwischen der Sozial- und der Umwelttaxonomie geben: Im Gegensatz zu den sozialen Zielen können die meisten Umweltziele und technischen Screening-Kriterien auf der Grundlage wissenschaftlicher Erkenntnisse über den Klimawandel und den Naturschutz bestimmt und bewertet werden. Im Gegensatz dazu werden die sozialen Ziele und Screening-Kriterien zwangsläufig subjektiver sein.

Wir sind überzeugt, dass Taxonomien für nachhaltige Finanzen eine immer wichtigere Rolle bei der Lenkung von Kapital in nachhaltige Aktivitäten spielen werden. Sie werden voraussichtlich die Grundlage für die Kennzeichnung von SDG-Investmentfonds, die Klassifizierung nachhaltiger Unternehmenstätigkeiten und die Zertifizierung grüner und sozialer Anleihen im Rahmen des vorgeschlagenen EU-Standards bilden.

# Nachhaltigkeitsgebundene Anleihen (SLBs): eine Alternative zu nachhaltigen Anleihen?

---

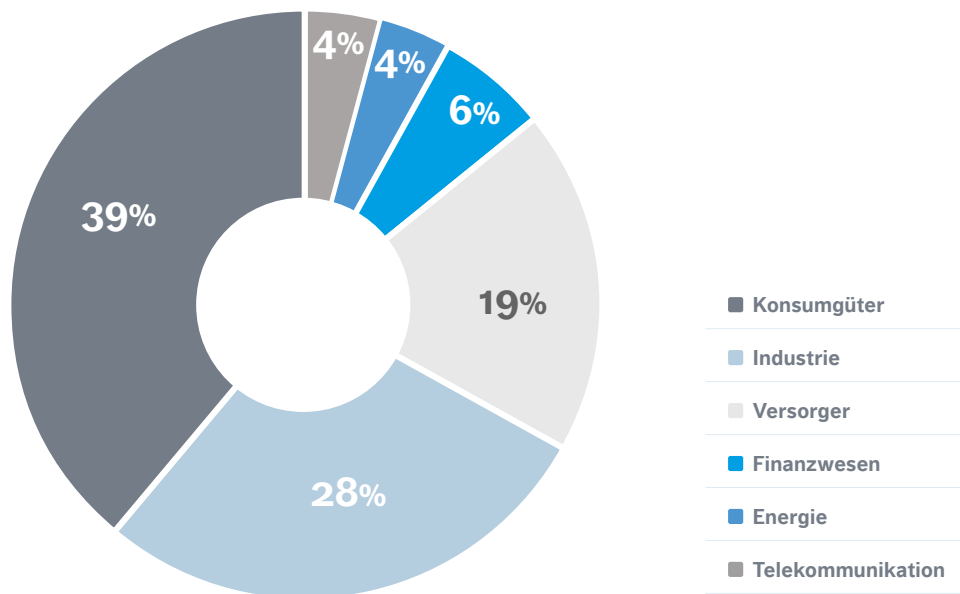
Seit der Publikation der Sustainability-Linked Bond Principles durch die ICMA im Juni 2020 ist der Markt für nachhaltigkeitsgebundene Anleihen auf 125 Milliarden USD angewachsen<sup>8</sup>.

Diese Anleihen sind zu einem beliebten Instrument geworden, vor allem unter Nichtfinanzunternehmen. Im Jahr 2022 rechnen wir mit einem Neuemissionsvolumen von 200 Milliarden USD. Laut den zum Zeitpunkt der Niederschrift verfügbaren Daten werden 90 % aller SLBs von Nichtfinanzunternehmen ausgegeben (45 % High-Yield- und 50 % Investment-Grade-Anleihen). Die Sektoren Konsumgüter, Industrie und Versorger sind besonders gut repräsentiert.

SLBs werden auch durch die Europäische Zentralbank unterstützt und seit 1. Januar 2021 als Sicherheiten akzeptiert. Sie können von Kreditnehmern, die Mittel aufnehmen möchten, als Garantie genutzt werden und an Kreditoperationen im Eurosystem teilnehmen. Außerdem sind sie potenziell für geldpolitische Zwecke geeignet, sofern sie bestimmte für sie geltende Eignungskriterien erfüllen.

Durch die EU-Taxonomie, das Klassifizierungssystem der EU für nachhaltige Investitionen, wurde das Wachstum des SLB-Marktes ebenfalls unterstützt. SLB-Emittenten werden dazu angehalten, ihre Nachhaltigkeitsleistungen an den technischen Screening-Kriterien der EU-Taxonomie zu messen, die auch als formelle KPIs oder zur Kalibrierung ihrer nachhaltigen Leistungsziele (SPT) verwendet werden können.

**Abbildung 6: Hauptemittenten von nachhaltigkeitsgebundenen Anleihen, nach Sektoren**



Quelle: Candriam und Bloomberg per Dezember 2021

## Wie unterscheiden sich SLBs von grünen und Social Bonds?

Im Gegensatz zu grünen, Sozial- und Nachhaltigkeitsanleihen sind die finanziellen Kreditvereinbarungen von SLBs an bestimmte, vorab definierte ökologische, soziale oder Nachhaltigkeitsziele gebunden, die innerhalb einer bestimmten Frist erreicht werden müssen. Anders als nachhaltige (grüne, soziale und Nachhaltigkeits-) Anleihen werden **SLBs nicht zur Finanzierung bestimmter Projekte verwendet, sondern zur Finanzierung von Fortschritten von Unternehmen bei der Erreichung konkreter Nachhaltigkeitsziele.**

SLBs bieten Emittenten, die keine geeigneten Vermögenswerte oder Investitionen identifizieren können, die sich für die Finanzierung oder Berichterstattung im Rahmen von nachhaltigen Anlagen eignen, eine **größere Flexibilität**. Die Struktur von SLBs umfasst messbare, zukunftsorientierte Nachhaltigkeitskennzahlen und nachhaltige Performanceziele. Ihr Ansatz ist direkter und effektiver – mit einer klaren Fokussierung auf die Nachhaltigkeit des Emittenten und seiner Ausrichtung auf das Pariser Klimaabkommen.



# Eine gute Alternative zu nachhaltigen Anleihen?

Wie bereits erwähnt, können SLBs für weniger kapitalintensive Emittenten eine gute Alternative zu nachhaltigen Anleihen sein. Sie können auch in der Kombination mit grünen und/oder sozialen Anleihen verwendet werden, um die Finanzstruktur der Kreditanforderungen des Emittenten zu optimieren.

Ein Emittent kann SLBs einsetzen, um Nachhaltigkeitsbestrebungen nicht nur mit den üblichen Geschäftsaktivitäten zu verbinden, sondern auch mit seiner Finanzstruktur. Diese Anleihen bieten Unternehmen die Möglichkeit, die von ihnen genutzten Finanzinstrumente zu diversifizieren und ihre Anlegerbasis auszuweiten. Zum Beispiel hat Enel, ein bekannter Emittent von grünen Anleihen, genau aus diesen Gründen auch SLBs ausgegeben, um sein Angebot zu erweitern.

SLBs können auch ein wirksames Instrument sein, um die Details der strategischen Nachhaltigkeitsaktivitäten des Emittenten im Rahmen eines konkreten Zeitplans bekannt zu machen, insbesondere in den Sektoren mit den problematischsten Nachhaltigkeitsprofilen, wie der Schifffahrt.

## **Fallbeispiel:** **Norwegisches** **Seetransportunternehmen**

Odfjell, ein norwegischer Anbieter von Seetransporten und Lagerung von Chemikalien, gab eine SLB aus, die an die Reduzierung der CO<sub>2</sub>-Intensität um 50 % zwischen 2018 und 2030 gebunden ist. Seetransporte sind eine wesentliche Grundlage des Welthandels. Sie müssen jedoch CO<sub>2</sub>-neutral werden. Der SLB-Rahmen von Odfjell kann dem Markt helfen, mehr über den Ersatz von Schiffslotten, technische Verbesserungen und die Nutzung alternativer Treibstoffe zu erfahren. Wenn jedoch die Ziele für die Reduzierung der CO<sub>2</sub>-Emissionen im Rahmen der Anleihe verfehlt werden, erhalten die Anleger bei der Fälligkeit der Anleihe im Jahr 2025 einen Aufschlag von 1,5 % (in norwegischen Kronen) auf den Kapitalbetrag der Anleihe.

SLBs können ziemlich ausgefeilten Finanzierungstechniken unterliegen. Das US-Energieunternehmen NextEra Energy gab eine Hybridanleihe aus, die Merkmale von herkömmlichen grünen Anleihen und SLBs verbindet. Die Anleihenstruktur folgt den Green Bond Principles (GBP) der ICMA und bindet die Erlöse der Anleihe an konkrete erneuerbare Energieprojekte. Wie bei einer SLB enthält die Anleihe aber auch eine Klausel, dass die Anleger – wenn es dem Unternehmen nicht gelingt, die Mittel innerhalb von zwei Jahren vollumfänglich zu verwenden – bis zur Fälligkeit einen Zinsaufschlag von 0,25 % erhalten. Darüber hinaus müssen die Projekte innerhalb von zwölf Monaten nach der Emission betriebsfähig sein. Ansonsten muss das Unternehmen eine höhere Kuponrate zahlen. Diese Merkmale wurden in die Kreditbedingungen aufgenommen, um einen höheren Grad der Rechenschaftspflicht im Vergleich zu herkömmlichen grünen Anleihen sicherzustellen.

## Analyse von SLBs: Wie robust sind sie?

Vor der Untersuchung der Details der KPIs, die an den Kupon der SLB gebunden sind, sollte ein Anleger zuerst die ESG-Qualität des betreffenden Emittenten prüfen. Dies hilft ihm, das ESG-Profil der Gesellschaft zu bestimmen und sich ein klareres Bild darüber zu machen, wie wahrscheinlich es ist, dass sie die KPIs der Anleihe erreicht. Die Ausrichtung von KPIs auf die UN-SDGs könnte ebenfalls ein Beleg für die Tauglichkeit der Nachhaltigkeitsstrategie des Emittenten und ein Beleg für seine Ambitionen sein.

**Die KPIs der Anleihe müssen relevant, wesentlich, konsistent und ausreichend ehrgeizig sein.** Das bedeutet, dass sie nicht nur im Einklang mit der Strategie des Emittenten stehen, sondern auch wesentlich für die Geschäftstätigkeit sind und auf einem externen Vergleichswert beruhen sollten. KPIs mit Klimabezug sollten auf das CO<sub>2</sub>-Neutralitätsziel des Unternehmens bis 2050 (1,5-Grad-Szenario) abgestimmt sein. Außerdem sollten sie sich auch auf die wesentlichen Emissionskategorien (Scopes) konzentrieren, die je nach Emittent und Sektor variieren können. Ein Vergleich mit Branchenkonkurrenten auf der Basis eines Track Records von drei Jahren ist hilfreich. Nachhaltigkeitsziele sollten gut definiert sein und eine gewisse Detailliertheit aufweisen, um messbare Ziele für die KPIs zu bieten, auf die sich Emittenten über bestimmte Zeiträume verpflichten können.

Nehmen wir zum Beispiel eine SLB auf der Basis von KPIs für die Dekarbonisierung. Ein Emittent im Versorgungssektor kann Ziele für den CO<sub>2</sub>-Ausstoß pro kWh nutzen, um seine Ausrichtung auf das Pariser Klimaabkommen zu messen. Ein Emittent im industriellen Sektor wird sich stattdessen Reduzierungen im Rahmen der Treibhausgasemissionen Scope 1 und 2 zum Ziel setzen. Zumindest sollten die Ziele entweder im Einklang mit wissenschaftlich abgestützten Szenarien oder einem anderen offiziellen System, wie der EU-Taxonomie für nachhaltige Aktivitäten festgelegt werden.

Wenn wir zum Beispiel ein Einzelhandelsunternehmen nehmen, dürfte die Reduzierung der Lebensmittelverschwendung vermutlich die relevanteste Leistungskennzahl in Bezug auf die Ziele des Pariser Klimaabkommens sein. Ein Gesundheitsdienstleister könnte feststellen, dass das soziale Ziel der Verbesserung des Zugangs der Patienten für seinen Sektor am relevantesten ist.

Der Emittent muss regelmäßig über die Fortschritte zur Erreichung der KPIs Bericht erstatten und eine hohe Transparenz bei allen Berechnungen sowie in Bezug auf den Umfang und die Eingrenzung sicherstellen, um Missverständnisse zu vermeiden. Ein externer Prüfer kann eine unabhängige Beurteilung abgeben und sicherstellen, dass die Berichterstattung einem erwarteten allgemeinen Standard entspricht.

## **Die Frage der unzureichenden finanziellen Kompensation**

Als zukunftsorientierte leistungsorientierte Instrumente verdeutlichen SLBs die Integrität des Emittenten im Hinblick auf seine Nachhaltigkeitsambitionen. Das Unternehmen beabsichtigt, das Nichterreichen eines oder beider KPIs mit finanziellen Folgen, sprich höheren Kuponzahlungen, zu verbinden. Derzeit (Januar 2022) beträgt der durchschnittliche Standardaufschlag auf die Kuponrate am SLB-Markt 25 Basispunkte. Dies entspricht im Durchschnitt 16 % des Kuponsatzes (gegenwärtig 1,50 %)⁹. Diese kleine „Strafe“ ist möglicherweise kein ausreichender Anreiz für die Unternehmensleitungen, ihre nachhaltigen Performanceziele zu erreichen.

Wenn die Kompensation jedoch erheblich höher angesetzt wird, könnte die Anleihe eine andere Art von Investoren anziehen, zum Beispiel Kreditarbitrage-Spezialisten, die lediglich finanzielle Ziele verfolgen. Was ist also nun die richtige Antwort?

Bei Candriam sind wir der Ansicht, dass ein zusätzlicher Kupon von 25 Basispunkten unzureichend erscheint, da er keine ausreichende Kompensation für das Reputationsrisiko bietet, das mit dem Nichterreichen der Nachhaltigkeitsziele der Anleihe verbunden ist. Für Impact-Investoren ist die Auswahl von Anleihen, die auf realistische Nachhaltigkeitsziele ausgerichtet sind, wichtiger als die Jagd nach Renditen. Darum wenden wir erhebliche Zeit und Ressourcen dafür auf, die Fortschritte der Emittenten bei der Erreichung ihrer vorab festgelegten KPIs aufmerksam zu verfolgen. Erkannte Störungen auf dem Weg zum nachhaltigen Performanceziel oder spezifische ESG-Probleme könnten das Erreichen der KPIs der Anleihe potenziell gefährden.

## Transparenz und Berichterstattung

Der Erfolg von SLBs hängt auch von der Qualität der Offenlegungen des Emittenten ab. Da es immer noch keine branchenweiten Berichterstattungsstandards für nachhaltige Anlagen gibt, sollten sich die Emittenten um eine bessere Transparenz und Berichterstattung bemühen. Diese zwei Elemente werden eine entscheidende Rolle dafür spielen, die Integrität und Glaubwürdigkeit dieses wachsenden Marktes zu erhalten. Anleger müssen die KPIs von SLBs sorgfältig unter die Lupe nehmen, um sich zu vergewissern, dass sie ehrgeizig und robust genug sind und leicht bestätigt und verfolgt werden können.

Es ist wichtig, sich vor Augen zu halten, dass SLBs aufgrund ihrer flexiblen Struktur auch eine geringere Sichtbarkeit und weniger konkrete Daten zur Verwendung der Mittel und zur potenziellen Wirkung bieten, die mit den Erlösen der Anleihe erzielt wurde. Andererseits dürfen wir SLBs nicht unterschätzen, denn sie spielen eine sehr wichtige Rolle – sie ermöglichen allen Anspruchsgruppen einen direkten und wirkungsvollen Einblick in die Nachhaltigkeitsstrategie des Emittenten.

# Die Rolle von Staaten für nachhaltige Anleihen

---

Da es immer dringlicher wird, die Klimaziele des Pariser Abkommens zu erreichen, lastet auf den Regierungen in aller Welt eine zunehmend größere Verantwortung. Ein bedeutender Teil ihrer aktuellen Aufgabe besteht darin, **Haushalten, Banken und Unternehmen dabei zu helfen, sich stärker auf die UN-Ziele für nachhaltige Entwicklung auszurichten.**

Die verschiedenen Arten von Behörden – einschließlich lokaler und regionaler Regierungen und anderer staatlicher Stellen – spielen unterschiedliche Rollen bei der Umsetzung der Agenda für 2030. Der Erfolg dieser enormen Aufgabe hängt stark von der effektiven Zusammenarbeit von Städten, Regionen, supranationalen Organisationen und Regierungen ab. Darüber hinaus setzen diese verschiedenen Stellen nachhaltige Anleihen ein, um Mittel für eine Vielzahl unterschiedlicher Projekte und Initiativen zu beschaffen.

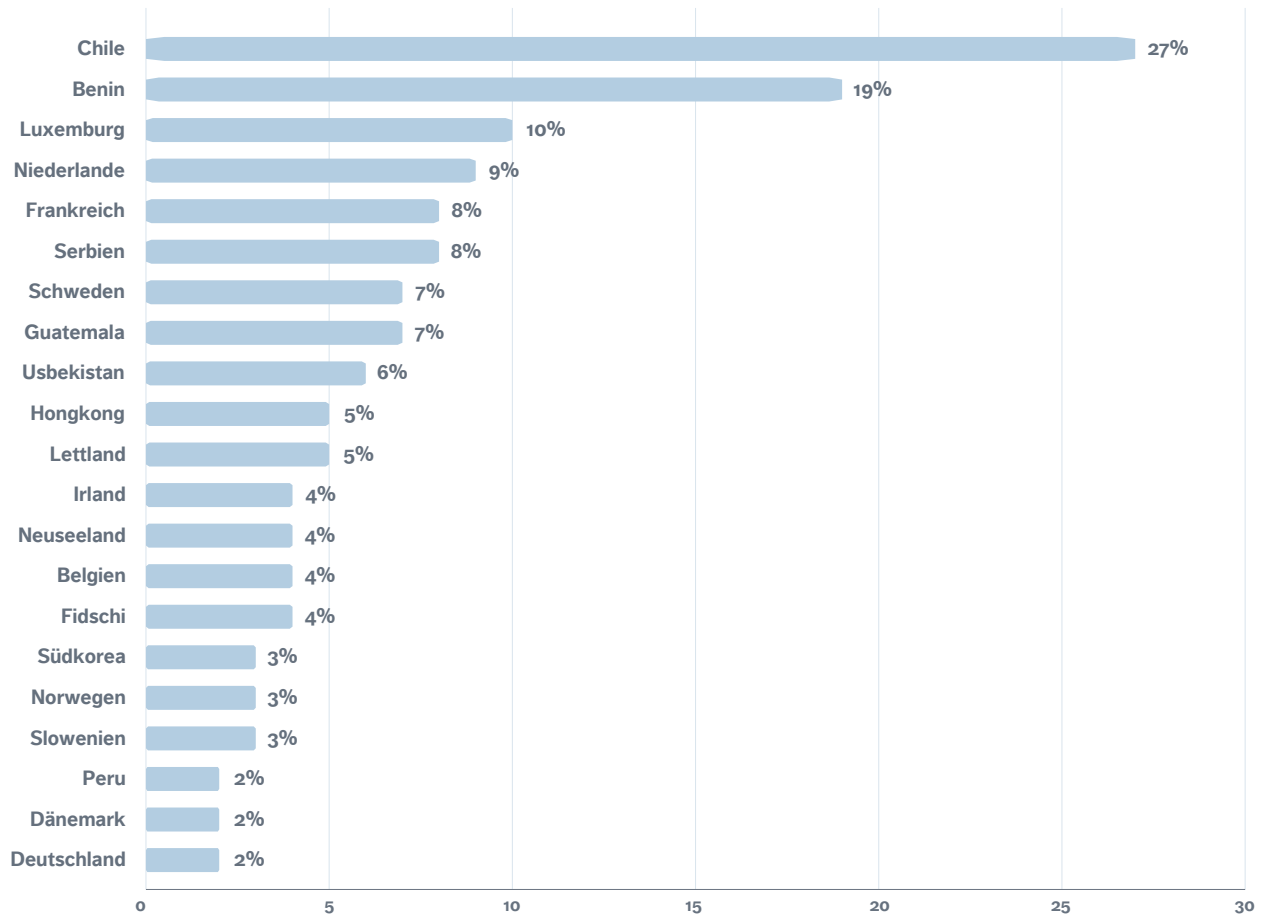
## Etwa ein Drittel des nachhaltigen Anleiheuniversums

Nachhaltige Anleihen, Staatsanleihen und substaatliche Anleihen machen derzeit etwa 35 % des gesamten weltweiten Universums aus. Rund 30 % stammen von nationalen Regierungen, 70 % werden von supranationalen Organisationen, Regionen und Agenturen ausgegeben<sup>10</sup>.



## Abbildung 7: Aktivste staatliche Emittenten von nachhaltigen Anleihen

Anteil nachhaltiger Anleihen am Gesamtumfang der Anleiheemissionen des Staats



Quelle: Bloomberg und Cindra per 15. Februar 2022

Derzeit (siehe Abb. 7) entfallen rund 27 % der gesamten chilenischen Anleiheemissionen auf nachhaltige Anleihen. Unter den Industriestaaten liegen Luxemburg, die Niederlande und Frankreich in Führung. Luxemburg war das erste europäische Land, das im Jahr 2020 eine nachhaltige Anleihe ausgab. Slowenien folgte im Jahr 2021. In den letzten zwei Jahren zogen Deutschland, Großbritannien, Italien, Spanien, die Europäische Union und Dänemark nach. Griechenland und Zypern beabsichtigen, später im Jahr 2022 grüne Anleihen auszugeben.

# Wichtige Vorteile

Eine hohe **Transparenz** ist der größte Vorteil nachhaltiger Staatsanleihen. Die Verknüpfung von Fremdmitteln mit konkreten sozialen oder ökologischen Aufwendungen stellt sowohl die Erfüllung der Ziele der Anleihen als auch die leichte Nachverfolgbarkeit der Erlöse der Anleihen sicher.

Für jede neu emittierte nachhaltige Anleihe muss die Regierung einen Prozess für die Berichterstattung über die Zuteilung der Erlöse und die jüngsten Fortschritte des finanzierten Projekts einrichten. Anschließend muss der staatliche Emittent die Wirkung seines Projekts quantifizieren und externe Prüfer zur Überprüfung einschalten.

Ein weiteres Merkmal nachhaltiger Staatsanleihen ist, dass sie in der Regel **zu größeren strategischen Initiativen beitragen und ein lokales Modell unterstützen**.

Diese nachhaltigen Anleihen sind häufig an ein Netto-Null-Ziel, UN-SDGs oder Ziele im Zusammenhang mit der Minderung der Klimawandels, und der Reduzierung von CO<sub>2</sub>-Emissionen auf nationaler Ebene gebunden. Daher können staatliche Emittenten als Modell oder Beispiel für andere Arten von Emittenten dienen und die Wirtschaft unterstützen.

Zuletzt kommen diese Anleihen auch den Regierungen selbst zugute, da sie zu einer **besseren Koordination der Maßnahmen beitragen**. So können Diskussionen über die Emission der Anleihe zwischen dem Finanzministerium, der staatlichen Schuldenverwaltung und des Umweltministers das Bewusstsein über Nachhaltigkeitsprobleme des Staats schärfen. Zudem schafft der Erfolg einer Anleihe eine positive Dynamik, die relevante staatliche Stellen motiviert, andere nachhaltige Projekte zu finden.

# Substaatliche Anleihen: Die Rolle lokaler Verwaltungen

Lokale Verwaltungen werden eine wichtige Rolle beim Aufbau einer nachhaltigeren Welt der Zukunft spielen. Laut einer Umfrage des RGRE haben 69 % der befragten Länder nationale Nachhaltigkeitsprogramme. 78 % dieser Länder erkennen die Notwendigkeit der Unterstützung durch lokale Verwaltungen<sup>11</sup>.

In Frankreich finanziert die Caisse d'Amortissement de la Dette Social (CADES) zum Beispiel das Defizit des französischen Sozialversicherungssystems. Sie gab Sozialanleihen im Wert von 77 Milliarden USD aus, um einen besseren Zugang zu Gesundheitsleistungen zu finanzieren und

Aufwendungen für Arbeitsunfälle, Altenbetreuung und Familienfürsorge abzudecken. Diese Anleihen sind auf die langfristige Verbesserung der sozialen Bedingungen in Frankreich ausgelegt.

Weitere Beispiele für erfolgreiche nachhaltige Anleihen von lokalen Verwaltungen sind Emissionen der Stadt Madrid in Spanien und der kanadischen Provinz Ontario. Die Erlöse wurden zur Finanzierung nachhaltiger Projekte für den öffentlichen Nahverkehr, mehr Energieeffizienz, gesellschaftliche Entwicklungen und den Klimaschutz verwendet.

# Ambitionen für die Zukunft: Next Generation EU?

---

Der Wiederaufbaufonds der Europäischen Union Next Generation EU (NGEU) soll Mitgliedsländer unterstützen, die unter der Covid-19-Pandemie gelitten haben. Über ein Drittel dieses Pakets fließt in den Europäischen Green Deal ein, dessen Hauptziel es ist, Europa zur weltweit ersten CO<sub>2</sub>-neutralen Wirtschaft zu machen.

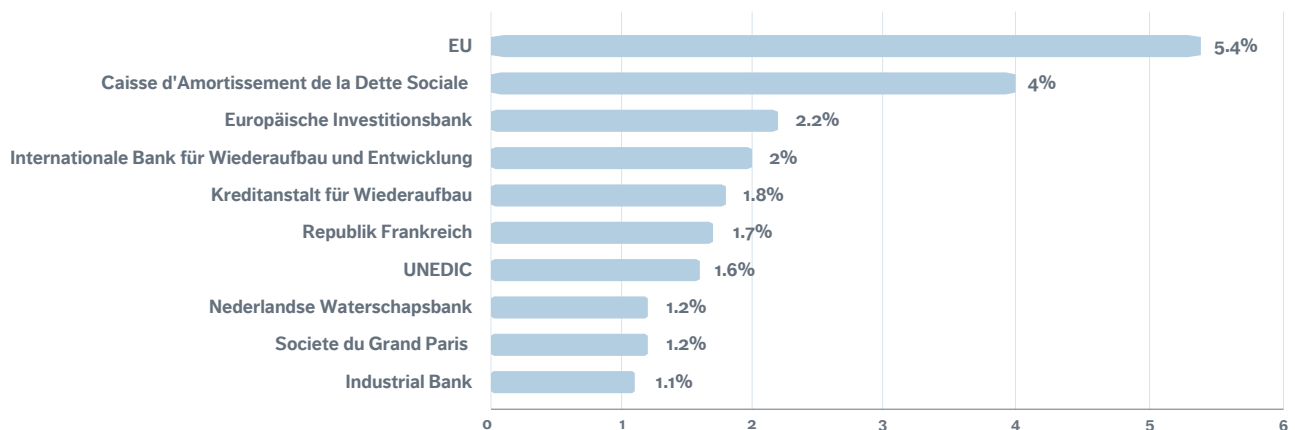
Die EU beschaffte mit Sozialanleihen knapp 90 Milliarden EUR zur Finanzierung ihres SURE-Programms für den Schutz von Erwerbstätigen und die Erhaltung von Arbeitsplätzen während der Pandemie. Jetzt wird die EU-Kommission erneut nachhaltige Anleihen ausgeben, um das NGEU-Programm zu finanzieren.

Das NGEU-Paket von 750 Milliarden EUR soll zum Aufbau einer EU nach Covid beitragen, die grüner, digitaler, resilienter und besser in der Lage ist, aktuellen und bevorstehenden Herausforderungen standzuhalten. Das NGEU-Paket umfasst Kredite in Höhe von 360 Milliarden EUR und Zuwendungen von 390 Milliarden EUR. Damit wird die EU der weltweit größte Emittent grüner Anleihen werden. Die Europäische Kommission wird den Großteil der NGEU-Erlöse als Kredite im Rahmen der Aufbau- und Resilienzfazilität („Recovery and Resilience Facility“, RRF) an EU-Länder vergeben. Die Mittel aus der RRF werden gemäß den von den Mitgliedsländern erstellten nationalen Aufbau- und Resilienzplänen nach einem vereinbarten Zuteilungsschlüssel vergeben. Bisher haben 26 Länder Pläne vorgelegt und 19 haben positive Beurteilungen erhalten.

# Die EU, Weltmeister der nachhaltigen Anleihen

Die Europäische Investmentbank (EIB), das Kreditinstitut der Europäischen Union, die ihre erste grüne Anleihe im Jahr 2007 ausgab, wird ihre Ressourcen verwenden, um den Europäischen Green Deal zu unterstützen. Unter anderem plant die EIB, grüne Finanzierungen auf die EU-Taxonomie auszurichten und den Anteil grüner Finanzierungen bis 2025 auf 50 % ihrer gesamten neuen jährlichen Operationen anzuheben. Bisher hat die EIB über 40 Milliarden USD an nachhaltigen Anleihen ausgegeben (siehe Abb. 7 zum Vergleich)<sup>12</sup>.

**Abbildung 8: Anteil der weltweiten Emissionen nachhaltiger Anleihen der größten Emittenten**



Quelle: Bloomberg und Candriam per Dezember 2021.

„Die Pandemie war eine schwere Belastung für die Wirtschaft und das soziale Gefüge unserer Gesellschaft. Dies kann jedoch eine Chance sein, ein besseres Europa aufzubauen, das künftigen Krisen standhält. Mit dem Europäischen Green Deal, unserer grünen Wachstumsstrategie und der „Digitalen Dekade“, unserem Paket von Initiativen, die die EU für das digitale Zeitalter fit machen sollen, ergreift die Kommission entschlossene Maßnahmen, um die Zukunft Europas nach Covid zu gestalten.“

Ursula von der Leyen, Präsidentin der Europäischen Kommission



## Verwendung der Erlöse des Wiederaufbaufonds Next Generation EU: Beispiel Frankreich<sup>13</sup>

Bis August 2026 wird **Frankreich** 39,4 Milliarden EUR an Zuwendungen zur Finanzierung von Reformen und Investitionen erhalten haben. 46 % dieser Mittel werden Klimaziele unterstützen und 21 % werden den digitalen Wandel finanzieren. Nach der Verabschiedung dieses Plans im Juli 2021 hat Frankreich im August 2021 bereits 5,1 Milliarden EUR erhalten, gefolgt von der ersten Beurteilung der zufriedenstellenden Umsetzung durch die EU im letzten Jahr.

Im Hinblick auf die Klimaziele wird Frankreich 18 Milliarden EUR für grüne Investitionen, wie die Renovierung von Gebäuden, nachhaltige Transportmittel und kohlenstoffarmen Wasserstoff bereitstellen. Es wird erwartet, dass rund 400.000 Haushalte davon profitieren, dass die Gebäude, in denen sie wohnen, renoviert werden.

Im Zusammenhang mit der Digitalisierung werden 8,4 Milliarden EUR in Cybersicherheit, die Cloud, die Digitalisierung von Schulen und des öffentlichen Dienstes sowie Glasfaserleitungen fließen. Insgesamt sollen 45.000 Klassenzimmer mit digitalen Lösungen ausgestattet werden.

Um die soziale und wirtschaftliche Resilienz zu unterstützen, sollen 13 Milliarden EUR in die Förderung der Beschäftigung und Schulung von jungen Menschen, die Modernisierung des Gesundheitssystems und die Reformierung des öffentlichen Dienstes investiert werden. Zum Beispiel sollen damit 337.000 gezielte Einstellungsbeihilfen für Jugendliche finanziert werden<sup>14</sup>.

## Verwendung der Erlöse des Wiederaufbaufonds Next Generation EU: Beispiel Spanien<sup>15</sup>

Spanien wird bis August 2026 insgesamt 69,5 Milliarden EUR an Zuwendungen zur Finanzierung von Reformen und Investitionen erhalten haben. 40 % dieser Mittel werden zur Unterstützung der Klimaziele verwendet werden. 28 % werden den digitalen Wandel finanzieren. Seit der Verabschiedung des Plans im Juli 2021 hat Spanien im letzten Jahr bereits 9 Milliarden EUR erhalten<sup>16</sup>.

Im Hinblick auf grüne Investitionen wird Spanien 27,8 Milliarden EUR für die Verbesserung der Energieeffizienz von Gebäuden, nachhaltige Mobilitätsprojekte wie Ladestationen, umweltverträgliche öffentliche Busse, saubere Technologien und Infrastruktur sowie Maßnahmen zum Schutz der Artenvielfalt und zur Entwicklung der Kreislaufwirtschaft aufwenden. Unter anderem sollen

500.000 Wohngebäude renoviert werden, um den Energieverbrauch um 30 % zu reduzieren.

Spanien wird 19 Milliarden EUR für die Digitalisierung des öffentlichen Dienstes, Schulungen, Inklusion, Cybersicherheit und Vernetzung investieren. Zum Beispiel sollen 300.000 Schüler aus einkommensschwachen Familien Laptops erhalten. Außerdem sollen 240.000 Klassenzimmer für den Hybridunterricht ausgerüstet werden.

Im Rahmen der wirtschaftlichen Entwicklungsziele plant Spanien, die Beschäftigungsmöglichkeiten für junge Menschen zu verbessern, zu einer besseren Berufsbildung beizutragen sowie öffentliche Maßnahmen und die Modernisierung des Steuersystems zu unterstützen.

# Nachhaltige Anleihen: Wichtige Säule für ESG- Investments

---

Sozialanleihen sind erst vor weniger als einem Jahrzehnt aufgetaucht, aber ihre Auswirkungen sind bereits weltweit zu spüren. Sie werden für Zentral- und Lokalregierungen, internationale Finanzinstitute und Unternehmen zu einer zunehmend wichtigeren Finanzierungsquelle für eine nachhaltige Zukunft.

Dank ihrer gezielten und spezifischen Natur können diese innovativen Anleihen von Emittenten eingesetzt werden, um ihre Nachhaltigkeitsziele zu erreichen. Anlegern bieten nachhaltige Anleihen eine Möglichkeit, die Verwendung der Erlöse und die Fortschritte der mit ihnen finanzierten Projekte nachzuverfolgen und die maßgeblichen Auswirkungen dieser Projekte zu messen.

Diese jüngste innovative Entwicklung im festverzinslichen Bereich bietet Anlegern eine stärkere Involvierung durch intensivere Analysen und die laufende Beobachtung nichtfinanzieller, nachhaltiger Aspekte der Anleihen.

## An der Speerspitze des Wandels

Die Covid-19-Pandemie verdeutlichte ökologische Risiken und rückte soziale Aspekte in den Vordergrund. Damit beschleunigte sie nachhaltige Trends an den weltweiten Märkten. Um mit der Entwicklung der Märkte Schritt zu halten, mussten und müssen Emittenten in vielen Sektoren und Branchen ständig Veränderungen an ihren Geschäftsmodellen vornehmen. Nachhaltige Anleihen haben sich als außerordentlich beliebte und nützliche Instrumente für festverzinsliche Anleger erwiesen. Sie bieten ihnen die Möglichkeit, **nicht nur am Wandel zu partizipieren, sondern die Emittenten auch bei ihrem Wandel zu begleiten.**

# Bessere Diversifikation

Da der Markt für nachhaltige Anlagen weiter wächst und ausreift, wird er auch zu einer zunehmend wichtigeren Quelle für langfristige Diversifikation und Renditen. Die Entstehung und Entwicklung mehrerer unterschiedlicher Arten von Anleihen im nachhaltigen Universum bietet Anlegern eine vielseitigere Auswahl von Performancetreibern. Die Zunahme der Emissionen und des Volumens sowie das wachsende Anlegerinteresse an diesen Instrumenten deuten auf ihre künftige Bedeutung hin. Vor allem aber können sie dank ihrer gezielten Natur eine bedeutende und quantifizierbare Wirkung erzielen – nicht nur für das festverzinsliche Universum, sondern auch für die Gesellschaft als Ganzes.

Die Stärke ihres Beitrags zu nachhaltigen Zielen wird durch die zielorientierte Struktur dieser Anleihen unterstützt, die sich von anderen Wertpapieren unterscheidet, aber für mehr Komplexität sorgt. Daher erfordert eine erfolgreiche Anlage in diesem Bereich eine signifikante Fachkompetenz. Ein gutes Verständnis des Marktes ist sehr wichtig. Ebenso entscheidend ist jedoch ein auf fundamentale Analysen des Emittenten gestützter Bottom-up-Ansatz.

Dank unserer Nähe zum Markt können wir uns ein klares Bild von der sich ständig weiterentwickelnden Regulierung machen, die von den einzelnen Instrumenten abhängt und wesentliche Auswirkungen auf diese hat. Dank unser fundamentalen Analysen können wir das Nachhaltigkeitsprofil und die Kreditwürdigkeit

des Emittenten und die spezifische Natur der Anleiheemission besser verstehen. Dies ermöglicht es uns auch, die Wesentlichkeit und die Ambition der Projekte, ihre potenzielle Wirkung und ihren Beitrag zu den Zielen für nachhaltige Entwicklung sowie ihre Fähigkeit zu verstehen, die Ziele bis zur Fälligkeit zu verwirklichen. Wir beobachten die Entwicklung aufmerksam und nehmen die Berichterstattung des Unternehmens und das Projekts eingehend unter die Lupe, während wir die Anleihe kontinuierlich neu bewerten. Damit stellen wir sicher, dass wir die Fortschritte verfolgen, die Verwirklichung sicherstellen und letztendlich den Emittenten dabei unterstützen, seine Ziele zu erreichen.

Nachhaltige Anleihen sind sicherlich eine wichtige Innovation einer neuen Ära des Investierens. Ihr charakteristisches Ziel, zum Aufbau einer nachhaltigen Zukunft beizutragen, sichert ihnen eine herausragende Position an den Finanzmärkten. Sie bieten eine Partnerschaft zwischen dem Emittenten der Anleihe und den Anlegern, die den Wandel zu einem besseren und tragfähigeren Markt und einer nachhaltigeren Gesellschaft unterstützt.

Albert Einstein sagte einst: „Wir können unsere Probleme nicht mit den gleichen Denkweisen lösen, mit denen wir sie geschaffen haben.“ In unseren Augen gehen nachhaltige Anleihen weit über traditionelle festverzinsliche Wertpapiere und sogar über traditionelle ESG-Anlagen hinaus. Von den Anlegern erfordern sie einen unterschiedlichen, differenzierteren und kenntnisreicheren Ansatz.

# Hinweise und Literatur

<sup>1</sup> Weitere Informationen zu den Zielen für nachhaltige Entwicklung finden Sie unter: <https://sdgs.un.org/goals>

<sup>2</sup> [https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics%20of%20Impact%20Investing\\_Press%20Release.pdf](https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics%20of%20Impact%20Investing_Press%20Release.pdf)

<sup>3</sup> <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Social-Bond-PrinciplesJune-2020-090620.pdf>

<sup>4</sup> <https://www.economist.com/finance-and-economics/2020/06/04/esg-investors-get-their-heads-around-social-risks>

<sup>5</sup> Laut *Moody's* erreichte der Markt für nachhaltige Anleihen im Jahr 2022 ein Volumen von 1,35 Billionen USD

<sup>6</sup> Amundi

<sup>7</sup> Grundsätze für Sozialanleihen: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>

<sup>8</sup> Bloomberg, per 31. Dezember 2021

<sup>9</sup> ICE BofA Euro High Yield Index per 30. Januar 2022

<sup>10</sup> Bloomberg, per 31. Dezember 2021

<sup>11</sup> „Wie lokale und regionale Regierungen die SDGs zu Leben erwecken“, Rat der Gemeinden und Regionen Europas (RGRE), 2019.

<sup>12</sup> Bloomberg, per 31. Dezember 2021

<sup>13</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility/frances-recovery-and-resilience-plan\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility/frances-recovery-and-resilience-plan_en)

<sup>14</sup> EZB per 31. Januar 2022

<sup>15</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility/spains-recovery-and-resilience-plan\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility/spains-recovery-and-resilience-plan_en)

<sup>16</sup> [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_en)





**158 Mds €**

verwaltetes Vermögen  
zum 31. Dezember 2021



**600**

experten in  
Ihrem Dienst



**25 Jahre**

Vorreiter für  
nachhaltiges Investieren

**Diese Marketing-Mitteilung dient ausschließlich Informationszwecken** und stellt, vorbehaltlich ausdrücklicher anders lautender Vereinbarungen, weder ein Kauf- oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente noch eine Anlageempfehlung oder Transaktionsbestätigung dar. Candriam lässt bei der Auswahl der in diesem Dokument genannten Daten und ihrer Quellen größte Sorgfalt walten. Dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Candriam haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen könnten. Die Rechte von Candriam am geistigen Eigentum sind jederzeit zu wahren. Eine Vervielfältigung des Inhalts dieses Dokuments ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung seitens Candriam zulässig.

**Warnung:** Die frühere Wertentwicklung eines bestimmten Finanzinstruments oder -index oder einer Wertpapierdienstleistung oder -strategie, die Simulation einer früheren Wertentwicklung und Angaben zur künftigen Wertentwicklung sind kein Indikator für künftige Ergebnisse. Die Bruttowertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten belastet werden. Wird die Wertentwicklung in einer anderen Währung als der des (Wohn)Sitzlandes des Anlegers ausgedrückt, unterliegt sie zudem Wechselkursschwankungen, die sich negativ oder positiv auf die Gewinne auswirken können. Wenn in diesem Dokument auf eine bestimmte steuerliche Behandlung Bezug genommen wird, hängen die diesbezüglichen Angaben von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und können entsprechend Änderungen unterworfen sein. , dass eine Investition in einen Fonds sich von einer Investition in Einlagen unterscheidet und dass das Kapital der Investition Schwankungen unterliegen kann. Der Fonds kann sich nicht auf externe Unterstützung verlassen, um seine Liquidität zu garantieren oder seinen Nettoinventarwert pro Anteil/Unit zu stabilisieren. Das Kapitalverlustrisiko wird vom Anleger getragen.