

Nordics – der Ruhepol in einer turbulenten Welt

In einer turbulenten Welt gibt es Dinge, die einfach ruhig funktionieren

von Dr. Oliver Roll, Pareto Asset Management

Dieses Jahr hat allen wieder vor Augen geführt, wie schnell Märkte selbst ruhige Anleger aus der Fassung bringen können: Die Aktienmärkte schwankten stark. Staatsanleihen sind alles andere als sicher, die Zinsen sind einmal mehr im Steigen begriffen, dann werden wieder Zinssenkungen diskutiert. Gold, Silber und Öl tanzen nach den Schlagzeilen – bzw. machen Schlagzeilen. Immobilien spüren den Druck höherer Zinsen, und Bitcoin zeigt einmal mehr, warum manche es als digitales Adrenalin bezeichnen. Für viele ist der Blick ins Depot inzwischen eher eine Quelle von Unruhe als von Zuversicht.

Inmitten dieser unruhigen Märkte gibt es eine bemerkenswert "ruhige" Asset-Klasse, Nordic Corporate Credit.

Wir sprechen von der Region "Nordics", in der Gesellschaften auf Vertrauen gebaut sind. Wo Vereinbarungen gehalten werden, Regeln respektiert und langfristiges Denken keine Floskel, sondern gelebte Realität und Praxis ist. Eine Region, in der Unternehmenslenker mit Schulden genauso verantwortungsvoll umgehen wie die meisten Menschen im Rahmen ihrer familiären Verpflichtungen. Wo Transparenz kein lästiges Regulierungsthema, sondern eine kulturelle Selbstverständlichkeit darstellt. Wo sozialer Zusammenhalt spürbar ist – in funktionierenden Institutionen, in der Lebensqualität und in der ausgeglichenen Zuversicht der Menschen.

Unser Artikel beschreibt die Diversifizierungsvorteile, die sich in Rentenportfolios durch die Nutzung nordischer Rentenmärkte (Corporate Credit) erzielen lassen. Es handelt sich um ein Segment mit attraktiven Spread-Aufschlägen, kurzer Zinsbindungsdauer (Duration) und effizienten rechtlichen Rahmenbedingungen in stabilen, wachsenden Volkswirtschaften. Der nordische Markt für Unternehmensanleihen verzeichnet ein langjähriges Wachstum, das zur Diversifizierung beiträgt und Ihnen die Möglichkeit bietet, stabile Zusatzrenditen zu erschließen.

Nordic Bonds

Die meisten Fonds, die von den positiven Eigenschaften von Unternehmenskrediten profitieren wollen, orientieren sich an globalen Unternehmen oder fahren eine Kombination aus US-amerikanischen und europäischen Strategien, manchmal auch mit asiatischen oder Emerging Markets-Beimischungen. Solche Fonds umfassen sehr oft 600 bis 800 Emittenten, wobei der US-Anteil bis zu 70–80 Prozent betragen kann. Vor diesem Hintergrund ist es sinnvoll, ein rein europäisches Hochzins-Engagement in Betracht zu ziehen, um die starken US-Dominanz zu vermeiden. Doch selbst ein europäisches Unternehmens-Anleihe-Exposure deckt die nordischen Märkte mit den typischen und attraktiven Merkmalen von "Nordic Bonds" nicht ab.

Generell bietet eine geografische Streuung Vorteile bei der Diversifizierung. Bestimmte Geschäftspraktiken und Institutionen haben die Entwicklung des nordischen Hochzinsmarktes und des Nordic-Bond-Formats positiv

beeinflusst: Nordic Bonds wurden zu einer eigenständigen (Teil-) Anlageklasse, die sich in einigen Punkten von den überwiegend angelsächsisch geprägten Anleihemärkten wesentlich unterscheidet.

Die nordische Region umfasst Norwegen, Schweden, Finnland und Dänemark; bisweilen werden auch Island und sogar Grönland hinzugerechnet, wobei Finnland als einziger dieser Märkte zur Eurozone gehört. Das "nordische Modell" zeichnet sich durch stabile wirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen aus. Bei einer Gesamtbevölkerung von ca. 28 Millionen Menschen belegt die Wirtschaftsregion – sozusagen als ein Land gesehen – weltweit den zehnten Platz, in Europa den fünften. Betrachtet man das BIP pro Kopf, so rangiert die Region an siebter Stelle auf dem Globus:

Dieser Wert liegt bei knapp 80.000 US-Dollar, verglichen mit etwa 51.000 EURO in der Europäischen Union. Island und Norwegen liegen mit 110.000 bzw. 106.000 US-Dollar auch deutlich über dem Wert der USA mit ca. 94.000 US-Dollar. Zudem zeichnen sich die nordischen Länder durch stetiges Wachstum aus. Der schwedische Aktienmarkt zählt weltweit zu denjenigen mit der höchsten langfristigen Rentabilität. Dank ihrer integrierten Wirtschafts- und Sozialstruktur sowie eines ausgeprägten Sozialstaatssektors (der mit einer hohen Steuerlast einhergeht) weist die Region nur ein geringes Maß an sozialen Unruhen und Ungleichheit auf – was sie für Investitionen aller Art attraktiv macht.

Der Markt für nordische Anleihen von Unternehmen entwickelte sich relativ früh in Norwegen, angetrieben durch den Kapitalbedarf in der Schifffahrts- und Energiebranche, die die Finanzierung für kapitalintensive Projekte suchten. In den vergangenen 10-15 Jahren hat dieser Markt erheblich an Umfang und Reife gewonnen, da sich das norwegische Modell für Hochzinsanleihen zu einem standardisierten, Regionen-weiten und OGAW-konformen Kapitalmarktprodukt bzw. einer eigenen Anlageklasse entwickelte, welche dann nicht nur High-Yield, sondern auch Investment-Grade umfasste. Das Emissionsspektrum wandelte sich rasch von anlagenbasierten Finanzierungen für die norwegische Offshore-Energie- und Schifffahrtsindustrie hin zu diversifizierten Finanzierungen für Unternehmen in Schweden, Finnland und Dänemark. Das Wachstum war und ist struktureller Natur und erstreckt sich über sämtliche Industriezweige. Diese Entwicklung hat zu einer besseren Diversifizierung über verschiedene Branchen hinweg geführt. Allein das Volumen des nordischen Marktes für Hochzins-Anleihen wird auf weit über 100 Milliarden Euro geschätzt.

Der nordische Markt für Unternehmensanleihen wird maßgeblich von Branchen geprägt, in denen Norwegen und die nordischen Länder über Wettbewerbsvorteile verfügen – was die Region zu einem Standort mit vielfältigen Investitionsmöglichkeiten macht. Als interessanter Markt abseits der ausgetretenen Pfade beherbergen die nordischen Länder viele Unternehmen, die kein teures Rating der US- Rating-Agenturen in Auftrag geben. Folglich stützt sich die Bonitätsbeurteilung auf Analysen verschiedener lokaler Institute sowie auf die interne Research-Arbeit von Investoren. Dies erfordert jedoch die Bereitschaft, die lokale Unternehmenslandschaft zu analysieren und zu verfolgen. Im Gegenzug erhält man Zugang zu den Spread-Aufschlägen und Alpha-Chancen, die der nordische Hochzinsmarkt bietet.

Schon früh war der nordische Hochzinsmarkt durch die besondere Rolle der Institution "Nordic Trustee" geprägt, die in den frühen 1990er Jahren gegründet wurde. Nordic Trustee bündelt die Interessen der Anleihegläubiger, fungiert als dritte Partei zwischen Gläubigern und Emittenten und hat maßgeblich zur Entwicklung umfassender und strenger Covenant-Strukturen (Vertragsklauseln) auf dem nordischen Markt für Hochzinsanleihen beigetragen. Die vermittelnde Rolle von Nordic Trustee wurde durch die Rechtsprechung gestärkt und hat sich in der Praxis bei der Bewältigung von Emittentenproblemen bewährt. Als Länder des Zivilrechts (Civil Law) teilen Norwegen, Schweden, Finnland und Dänemark Traditionen, die auf Handels- und Rechtsvorschriften mit hohen Hürden für Klagen wegen Wertpapierbetrugs basieren; zudem bieten die nordischen Emissionshäuser vereinfachte Emissionsverfahren und eine schlankere Dokumentation.

Die gemeinsamen Standards der Region orientieren sich am Geist internationaler "Best-Practice"-Ansätze zum Gläubigerschutz im Hochzinssegment, bewahren dabei aber die für den nordischen Markt typische Einfachheit

und Effizienz. Daher bietet ein Engagement in nordischen Hochzinsanleihen Investoren eine Spread-Prämie gegenüber vergleichbaren Anleihen, da Rechtsstreitigkeiten im Falle "offizieller" Ausfälle auf lokaler Ebene – und damit pragmatischer – geregelt werden.

Dieser schlanke und effiziente Rechtsrahmen im Wirtschaftsrecht verzichtet auf einen Teil der schwerfälligen Dokumentationsstandards des englischen Rechts und hat dank niedriger Kosten zur Entwicklung des nordischen Marktes beigetragen. Man kann darüber streiten, ob die Standards in der Emittenten-Dokumentation einem Portfoliomanager tatsächlich dabei helfen, die finanzielle Solidität der betreffenden Anleihe zu beurteilen. Dennoch hat dieser schlanke Rechtsrahmen kleineren Emittenten den Marktzugang ermöglicht und Spielraum für zusätzliche Marge geschaffen.

Das vielleicht interessanteste Teilsegment des nordischen Anlageuniversums bleibt der Bereich der Unternehmen ohne offizielles Rating – für welche die Anleger also eine eigene Kredit-Risikoanalyse vornehmen müssen. Hochwertige Emittenten ohne Rating bieten Anleihen mit zusätzlicher Marge; dies wird durch die Kombination aus eingesparten Ratingkosten und der langfristigen Analysearbeit lokaler Investoren ermöglicht – und genau das ist, was Pareto Asset Management liefert. Auch wenn ein offizielles Rating einer globalen Ratingagentur ein gewisses Maß an Vertrauen schafft, konnten die früheren nordischen "Schatten-Ratings" und können die heutigen lokalen Analysen bisweilen besser dazu beitragen, die risikoadjustierte Gesamtrendite zu steigern. Für jeden, der in High-Yield-Anleihen investiert, stellt sich daher die Frage: Inwieweit unterscheiden sich Rechtsrahmen, Covenants und der Verlauf potenzieller Rechtsstreitigkeiten in den Regionen? Wie erweitert dies das Spektrum der Anlagemöglichkeiten?

Management nordischer Credit- und High-Yield-Anlagestrategien

Folglich erfordert der Mehrwert einer flexibleren geografischen Diversifizierung einen Ansatz, der sich nicht starr an einer Benchmark orientiert. Man könnte jedoch argumentieren, dass das Festhalten an globalen Benchmark-Universen das Potenzial von High-Yield-Anlagestrategien ohnehin einschränkt: Diese Strategien hängen weniger von Zinsentwicklungen, Überlegungen zur Zinsstrukturkurve oder diversen Top-down- und Makroanalysen ab. Vielmehr weisen High-Yield-Anleihen unterschiedliche Risiko-Rendite-Profile auf, die von der Bonität, der Kapitalstruktur der Unternehmen und dem individuellen Geschäftsmodell des jeweiligen Emittenten abhängen. Wie bei Aktienportfolios verbessert die Hinzunahme neuer Risikofaktoren oft die erwartete risikoadjustierte Rendite. Diese Aspekte spielen eine Rolle, wenn nordische High-Yield-Anleihen in ein europäisches oder globales Portfolio aufgenommen werden. Allerdings würden diese Faktoren für sich genommen lediglich eine Gewichtung rechtfertigen, die der relativen Marktgröße entspricht – was für sich genommen bereits ein hinreichendes Argument darstellt. Die Integration solcher Anlagestrategien in das Gesamtportfolio eines Investors ist jedoch nicht so einfach wie bei vielen anderen Anlageklassen, da man sich vom Benchmark-Denken lösen und die Auswahl von Managern oder Fonds nicht allein an starren Allokationsvorgaben ausrichten darf. Die meisten Benchmarks decken entweder den Investment-Grade- oder den Non-Investment-Grade-Bereich ab. Nur wenige kombinieren beide Kategorien, was jedoch ein Problem mit sich bringt: Bei Unternehmen ohne Rating gehen viele Chancen verloren.

Ein häufig vorgetragenes Argument gegen nordische High-Yield-Anleihen ist die geringere Liquidität im Vergleich zu US-amerikanischen oder europäischen Märkten. Selbst wenn wir dies als berechtigten Einwand bewerten, überwiegt unserer Ansicht nach der Mehrwert durch die Liquiditätsprämie dieses mögliche Liquiditätsrisiko bei Weitem. Zudem zeichnen sich die norwegischen und nordischen Märkte für Unternehmensanleihen durch einen hohen Anteil an variabel verzinsten Anleihen (Floating Rate Notes) aus – im Gegensatz zu den üblicherweise verbreiteten Anleihen mit festem Kupon. Variable Zinssätze verringern das Zinsänderungsrisiko und machen die Auswahl der Anlagen noch entscheidender für Rendite und Risiko einer Anlagestrategie. Ein nordisches High-Yield-Portfolio weist typischerweise eine Zinsbindungsdauer (Macaulay-Duration) von ein bis zwei Jahren auf.

Unsere High-Yield-Strategie Pareto Nordic Corporate Bond hat hier konsistent über die Jahre eine Zinsbindung von ca. 1 Jahr, unser Cross-Over Fonds – Pareto Nordic Cross Credit – sogar eine Macaulay-Duration von deutlich weniger als einem Jahr, seit Auflage lag diese deutlich unter einem halben Jahr.

Gründe für eine geografische Diversifizierung in den nordischen Raum

Während das aktuelle Niedrigzinsumfeld bei Staatsanleihen kaum Rendite bietet, schafft der Regulierungsdruck auf Banken interessante Alternativen für Unternehmen: Sie erhalten die Möglichkeit zur Refinanzierung und Diversifizierung sowie eine breitere Finanzierungsbasis zu attraktiven Konditionen. Generell bieten wirtschaftliche Umfeldler mit langsamem, aber stetigem Wachstum gute Voraussetzungen für verschiedene Formen der Kreditrefinanzierung, wie etwa nachrangige Verbindlichkeiten (Subordinated Debt) und High-Yield-Anleihen. Als Anlagestrategie lässt sich High-Yield problemlos in einem OGAW-Fonds (UCITS) umsetzen; dies hat dazu beigetragen, dass sich dieses Segment bei vielen Investoren und Wealth-Managern zu einer Art Mainstream-Anlageklasse und einem festen Bestandteil der Allokation entwickelt hat.

Typischerweise setzt sich jede globale Anlageklasse aus verschiedenen geografischen Regionen zusammen. Der Diversifizierungseffekt kann dabei aus unterschiedlichen Konjunkturzyklen sowie abweichenden oder zusätzlichen Investitionsmöglichkeiten resultieren. Dies kann sich in Vorteilen beim Timing, unterschiedlichen Sektor-Gewichtungen oder schlicht in einer größeren "Breite" der Anlagestrategie des Managers niederschlagen – also einer höheren Anzahl unabhängiger, aktiver Positionen. Betrachtet man den Prozess als Bond Picking (gezielte Anleihe-Auswahl), so bietet die geografische Diversifizierung im Bereich Unternehmensanleihen oder High-Yield-Management Vorteile hinsichtlich Bewertung und Ertrag; zudem können sich die Sektorallokation und die größere Breite der Anlagestrategie positiv auf das Risiko-Rendite-Profil des resultierenden Anleihen-Portfolios auswirken.

Nordische Unternehmensanleihen bilden mit allen diesen Charakteristika so etwas wie eine eigene Asset-Klasse – oder, wenn diese Bezeichnung zu stark ist: eine eigene Teil-Asset-Klasse. Die niedrigere Volatilität, die höheren Spreads, die geringe Korrelation – all das bringt stabile Erträge und "Ruhe" ins Portfolio.

Pareto Asset Management ist eine völlig unabhängige Investmentgesellschaft mit derzeit ca. **12 Mrd. EUR AuM**. Die Firma hat ihren Hauptsitz in Oslo/Norwegen, Niederlassungen gibt es in Frankfurt, Stockholm und mittlerweile auch Zürich. Sie ist fokussiert auf Investment-Strategien in den sog. "Nordics", genau den Märkten mit den produktivsten, nachhaltigsten und profitabelsten Unternehmen Europas.

Die derzeit in den DACH-Märkten am meisten nachgefragten Strategien sind der **Pareto Nordic Corporate Bond** und **Pareto Nordic Cross Credit**: Beide Fondsstrategien sind (Teil-)Fonds der Luxembourger Pareto-SICAV mit täglicher Handelbarkeit und Liquidität, erhältlich in diversen gehedgten Währungsklassen (EUR, NOK, SEK, CHF, USD, ...). Die Fonds sind alle Artikel 8 gem. SFDR und erheben keine Rücknahmegebühren.

Beide Fonds verfügen über einen mehrjährigen Track Record und ein Volumen von zwei bzw. einer Mrd. Euro.

Der Autor, Dr. Oliver Roll, ist Niederlassungsleiter von Pareto Asset Management in Frankfurt und hat langjährige Erfahrungen in der Finanz- und Investmentbranche bei institutionellen Investoren, Investment Consultants und mehreren Asset Managern und schreibt regelmäßig zu Fachfragen der Investmentbranche.