

ANALYSE

Wo der Wert von ESG-Ratings liegt

Die Noten, die Ratingagenturen den Unternehmen bezüglich Umwelt, Gesellschaft und Governance ausstellen, korrelieren kaum miteinander. Dennoch sind ESG-Faktoren ein hilfreiches Mittel, um nachhaltige Aktien zu selektionieren. Investoren müssen sich aber ein eigenes Gesamtbild schaffen.

Ruedi Keller

18.05.2021, 15.07 Uhr

Nachhaltiges Investieren ist im Trend: Die Initiative der UNO für nachhaltige Investitionen (UN PRI) zählte 2020 mehr als 3000 Unterzeichner, die zusammen Vermögen im Umfang von gut 100 Bio. \$ verwalten. Darunter befinden sich viele institutionelle Anleger, die ihre Investitionsentscheide auf ESG-Ratings von externen Anbietern abstützen.

Von der Tendenz, Investitionen immer stärker mit Blick auf die Umwelt, die Gesellschaft und eine gute Unternehmensführung zu selektionieren, profitiert aber nicht nur die Allgemeinheit. Nutzniesser sind auch, und vor allem die Anbieter von ESG-Ratings.

Zu den anerkanntesten Anbietern von ESG-Ratings zählen MSCI, Morningstar, S&P und ISS. Diese grossen Datenanbieter besetzen das neue, lukrative Feld immer stärker.

Der Chicagoer Fondsdatenanbieter Morningstar hat beispielsweise letztes Jahr die auf ESG-Ratings ausgerichtete niederländische Sustainalytics übernommen. Der Aktionärsberater ISS hat sich in mehreren Deals ESG-Knowhow eingekauft. S&P Global hat das Ratinggeschäft von RobecoSAM erworben, und der Indexanbieter MSCI baut die selbst aufgebaute Kompetenz mit gezielten Zukäufen weiter aus.

Ein starker Treiber des Rennens um die Vorherrschaft über ESG-Daten ist das Wachstum des Bereichs. Die Analysten der UBS gehen davon aus, dass sich der Markt für ESG-Daten und -Dienstleistungen bis 2025 auf einen Umsatz von jährlich 5 Mrd. \$ verdoppeln wird.

Mit der Zunahme der Investitionen nach ESG-Kriterien steigt der Bedarf an entsprechender Information – und ESG-Daten systematisch und korrekt zu erheben, ist nicht einfach. Im Gegensatz zur finanziellen Berichterstattung ist der Bereich kaum standardisiert. Viele Investoren greifen deshalb auf spezialisierte Anbieter zurück. Die Kosten für deren Dienstleistungen belaufen sich in der Regel auf einen fünfstelligen Betrag.

1. Was erhalten Investoren?

MSCI verspricht, mit ihren Ratings ESG-Risiken und Opportunitäten zu erfassen. Dies auf einer relativen Basis, d.h. die Agentur vergibt ihre ESG-Ratings entlang von Vergleichsgruppen (peer groups). Sie bewertet Banken oder Ölkonzerne anhand separater Risikoparameter und gewichtet die Inputfaktoren auch je nach Branche unterschiedlich.

Dazu zählen aus Umweltperspektive beispielsweise der CO₂-Ausstoss, der Wasserverbrauch, der Umgang mit Giftstoffen sowie das Abfallmanagement. Im sozialen Bereich geht es beispielsweise um Arbeits- und Produktesicherheit sowie die Beziehung des Unternehmens zur Gesellschaft.

Eine gewisse Einheitlichkeit verwendet MSCI im Bereich Governance. Bei deren Einschätzung startet jedes Unternehmen im Bewertungsprozess mit einem theoretischen Maximum von zehn Punkten. Danach folgen Abzüge, beispielsweise für dominierende Aktionäre oder für als unzweckmässig eingestufte Vergütungssysteme. Zudem wird die Geschäftsethik beurteilt.

MSCI erstellt auf Basis dieser drei Eckpfeiler branchenspezifische ESG-Hierarchien. Die Agentur kürt also die besten und schlechtesten in jeder Klasse, womit beispielsweise auch Ölkonzerne eine hohe ESG-Note erhalten können.

Eine absolute Sichtweise, etwa mit Blick auf den CO₂-Ausstoss eines Unternehmens, bietet das ESG-Rating von MSCI nicht. Auch Vergleiche über die verschiedenen Branchen hinweg sind bei diesem «Best in Class»-Ansatz nicht möglich. Das ESG-Rating präsentiert die Agentur auf einer Skala von AAA bis CCC.

Die ESG-Ratingtabelle von MSCI

	ESG-Rating
Leader	AAA
	AA
	A
Durchschnitt	BBB
	BB
Nachzügler	B
	CCC

Tabelle: themarket.ch • Quelle: MSCI

«Die grossen Anbieter von ESG-Ratings haben eine Risikobrille auf. Sie zielen darauf ab, finanzielle Risiken zu reduzieren. Ihr ESG-Ansatz ist darauf ausgerichtet, aus Sicht des Investors die Risiken zu meiden, die sich bei einzelnen Unternehmen aus dem Blick auf Umwelt, Gesellschaft und Unternehmensführung ergeben», sagt Gabriel Hansmann, Manager Impact Research bei der Schweizer Globalance Bank.

Bei MSCI liege rund 45% des Gewichts des ESG-Ratings auf dem «G», also der Unternehmensführung. Bei Sustainalytics sieht Hansmann die

Stärke in der Messung von Kontroversen, also im Bereich der Rechts- und Reputationsrisiken.

Der Ansatz von Sustainalytics ist grundsätzlich auf die Messung von ESG-Risiken ausgerichtet, konkret der Messung von *unmanaged ESG risks*, wie es die Ratingagentur formuliert. Damit will sie den ökonomischen Wert von einzelnen Unternehmen erfassen, den ESG-Faktoren in Gefahr bringen können.

Die Messmethode ist zweidimensional: Zuerst wird die Exponiertheit eines Unternehmens gegenüber ESG-Risiken festgelegt. Danach folgt die Analyse, wie gut die Prozesse des Managements sind, um die festgestellten Risiken zu kontrollieren.

2. Sustainalytics fokussiert auf die ESG-Risiken

Das ESG-Rating von Sustainalytics ermittelt daraus das *unmanaged risk*, also die Differenz zwischen den Risiken, denen ein Unternehmen ausgesetzt ist, und dem Anteil, für den das Unternehmen Kontrollprozesse installiert hat. Unternehmen, die erheblichen ESG-Risiken ausgesetzt sind, brauchen bei dieser Methode entsprechend starke Managementprozesse, um dennoch ein gutes ESG-Rating erhalten zu können.

Im Gegensatz zu MSCI erhebt Sustainalytics den Anspruch, dass ihre ESG-Ratings absolut sind und also – um beim Beispiel zu bleiben – das Ausmass des ESG-Risikos einer Bank direkt mit dem eines Ölkonzerns verglichen werden kann.

Sustainalytics präsentiert ihr ESG Risk Rating eingeteilt in fünf Kategorien: vernachlässigbar, tief, mittel, hoch, schwerwiegend. Abgebildet wird das Rating in einer Skala, die bei null beginnt, was das tiefstmögliche ESG-Risiko markiert. 95% aller Unternehmen schneiden in der nach oben offen Skala mit einer tieferen Note als fünfzig ab.

Die ESG-Ratingtabelle von Sustainalytics

ESG Risk Rating	Score
vernachlässigbar	0 – 10
tief	10 – 20
mittel	20 – 30
hoch	30 – 40
schwerwiegend	40 +

Tabelle: themarket.ch • Quelle: Sustainalytics

Bereits die beiden Skalen von MSCI und Sustainalytics lassen erahnen, dass unterschiedliche ESG-Ratings nur schwer miteinander vergleichbar sind. Das gilt ebenso für die Prozesse, die zu den einzelnen Ratings führen.

Die zu S&P gehörende SAM (ihre ESG-Skala reicht von 1 bis 100, wobei eine höhere Punktzahl eine bessere Nachhaltigkeit ausdrückt) schickt beispielsweise den Unternehmen zur Erhebung ihrer Ratings eigene Fragebogen zu und sucht das vertrauliche Gespräch mit dem Management. MSCI hingegen lässt nur Informationen in ihre Einschätzungen einfließen, die öffentlich zugänglich sind.

Da die Agenturen so je eigene Datensätze aufbauen, die auf jeweils bis zu 1000 Datenpunkten basieren, fließen ganz unterschiedliche Rohdaten in die Bewertung ein – angefangen bei den Themen, die erfasst werden, über die Methode, um sie zu messen, bis hin zur Gewichtung, mit der sie in die Endnote einfließen.

3. Nur schwache Übereinstimmungen zwischen den einzelnen ESG-Ratings

Wissenschaftler des MIT und der Universität Zürich haben in einer Studie mit dem Titel «Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings» sechs prominente Ratinganbieter miteinander verglichen und

untersucht, wie gut ihre ESG-Noten zu den einzelnen Unternehmen übereinstimmen.

Das Resultat ist ernüchternd: Im Schnitt liegt die Korrelation bei 0,54. Noch weniger kongruent als die Gesamtnoten zeigt sich das Bild der einzelnen Teilbereiche Umwelt (Korrelation: 0,53), Gesellschaft (0,42) und Governance (0,30).

Die Werte kontrastieren stark mit der hohen Übereinstimmung, die Forscher bei den Kreditratings der grossen Agenturen, S&P, Moody's und Fitch feststellen. Dort liegt die Korrelation bei gegen 99%.

Einen Grund für die deutlich grössere Divergenz bei ESG-Ratings sehen die Forscher in der noch jungen und kaum regulierten Branche sowie in unterschiedlichen Interpretationen dessen, was als nachhaltig erachtet wird.

«Investoren verstehen sofort, wie ein Kreditrating von BB einzuschätzen ist», sagt Kay Hope, Head of ESG for Global Fixed Income Research der Bank of America. Bei ESG-Ratings fehle das klare Verständnis der Skalen jedoch oft. ESG-Agenturen würden zwar über eine breite eigene Datenbasis verfügen. «Die letztlich daraus resultierende ESG-Note ist für Kunden jedoch oft nur sehr schwer nachvollziehbar», sagt die Spezialistin für nachhaltige Bonds.

4. Die Messung gibt den Ausschlag

Die Haupttreiber für die oft stark voneinander abweichenden Einschätzungen der ESG-Güte verortet die Studie im sogenannten Scope, also den Themen, die von den Agenturen überhaupt als relevant erfasst werden, sowie in deren Messung: Das erstaunliche Ergebnis aber ist, dass selbst bei einer Übereinstimmung, welche Themen ESG-relevant sind, die Messmethoden der verschiedenen Agenturen immer noch zu signifikanten Unterschieden im Ergebnis führen. Gemäss der

Studie hat die Art der Messung gar den grössten Einfluss auf das Rating.

Als Beispiel dient das Thema Gender, das in viele ESG-Ratings einfließt. Einzelne Agenturen messen es anhand des Frauenanteils im Verwaltungsrat, während andere die gesamte Belegschaft als Basis nehmen. Obwohl damit dasselbe Thema erfasst werden soll, führt die Art der Datenerhebung zu deutlich voneinander abweichenden Resultaten.

5. Signifikanter Einfluss auf die Performance

Die auf unterschiedlichen Methoden basierenden Ratings zeitigen gemäss einer Studie von Research Affiliates einen deutlichen Einfluss auf die Performance.

Research Affiliates hat auf Basis der 50% besten Ratings von zwei grossen Anbietern, die beide mehr als 4000 Unternehmen bewerten, zwei US- und zwei europäische ESG-Portefeuilles entworfen und deren theoretische Performance für die Periode von 2010 bis 2018 analysiert. Obwohl die Portfolios grundsätzlich identisch konstruiert wurden und sich einzig aufgrund der verwendeten ESG-Daten unterschieden, waren die Unterschiede in der Performance signifikant:

Beim europäischen Portfolio betrug die Renditedifferenz jährlich 0,7 Prozentpunkte, beim US-Portfolio war der Unterschied fast doppelt so gross. Über die gesamte Periode von acht Jahren rentierte das europäische Portfolio, das auf den ESG-Ratings des einen Anbieters aufbaute, 10% schlechter als das mit den Daten des zweiten Anbieters. Beim US-Portfolio summierte sich die Renditedifferenz auf 24%.

Noch grösser waren die Performanceunterschiede, wenn die Portfolios mit Blick die einzelnen ESG-Kategorien Umwelt, Gesellschaft und Governance angelegt wurden. Dann betrug die jährliche Renditedifferenz zwischen 0,7 und 2,2 Prozentpunkten. Analog zur

Studie des MIT, in der die Einschätzung zur Governance die schwächste Korrelation zwischen den verschiedenen ESG-Anbietern aufwies, war der Renditeunterschied in der Studie von Research Affiliates ebenfalls beim Kriterium Governance am grössten.

6. Die Bewertungsprämie schwindet

Die Erkenntnisse aus Untersuchungen zur Relevanz von ESG-Ratings gehen am Markt nicht vorbei: Bis vor kurzem waren Aktien von Unternehmen, die von den grossen Agenturen zu ESG-Klassenbesten gekürt worden waren, oft zu einer Prämie bewertet.

Doch der Bonus ist im letzten Jahr verschwunden: «Heute finden wir keine Bewertungsprämie mehr für das oberste Quintil gegenüber dem untersten», sagt Panos Seretis, Head of ESG, Sustainable Finance Emea bei Bank of America. Seine Aussage stützt sich auf den Gesamtscore aus den ESG-Ratings von verschiedenen Anbietern.

«Die Lernkurve unter den Anlegern steigt, und sie schauen in ihren Analysen immer öfter über die ESG-Ratings hinaus», sagt er im Gespräch. Seiner Meinung nach bleiben individuelle ESG-Merkmale jedoch für Anleger von Bedeutung: «Sie können wichtige Signale senden über die fundamentale Stärke einer Aktie sowie zur Volatilität in der Kurs- und Gewinnentwicklung.»

Die relevanten Faktoren würden sich jedoch je nach Branche und Region unterscheiden: «Was für eine Bank aussagekräftig ist, ist für ein Energieunternehmen aus ESG-Sicht möglicherweise nicht relevant», sagt Seretis.

7. Mit ESG-Ratings sinnvoll umgehen

In eine ähnliche Richtung zielen die Empfehlungen der Studienautoren: Die Hürden, vor die ESG-Ratings die Anleger stellen, soll sie nicht davon abhalten, nachhaltige Anlagestrategien

umzusetzen, schreibt Research Affiliates. Stattdessen empfehlen die Autoren den Investoren, sich die einzelnen Methoden genauer anzuschauen und denjenigen Anbieter zu wählen, der ihren eigenen Überzeugungen am nächsten kommt.

Das raten auch die Autoren der MIT-Studie, und sie warnen gleichzeitig davor, einfache Mittelwerte aus den ESG-Indikatoren der unterschiedlichen Anbieter zu verwenden. Das führe zu einer problematischen Vermischung der Methoden.

Professionellen ESG-Investoren empfehlen sie, Rohdaten der Agenturen zu kaufen und sich basierend auf einer eigenen Auswahl und Gewichtung selbständig ein Bild zu erarbeiten – möglicherweise ergänzt um weitere Daten.

Ein Indiz, dass die Branche derzeit in diese Richtung geht, ist, dass viele Agenturen die finalen ESG-Ratings heute frei zugänglich publizieren. Bezahlen für ihre Dienstleistungen muss, wer Zugriff auf die detaillierten Reports mit den Einzelangaben sowie die historische Ratingentwicklung haben will.

ANALYSE

Clean Energy: Opfer des eigenen Erfolgs

The Market zeigt auf, wie es zum Umbau im S&P Global Clean Energy Index kam, und wirft die Frage auf: Ist die Korrektur im Bereich Clean Energy ein Warnsignal, dass die Kurse dieser Unternehmen zu weit gelaufen sind – oder eröffnet sie die Gelegenheit, jetzt auf das Segment zu setzen?

Ruedi Keller 20.04.2021



ANALYSE

Die Tücken von ESG-Ratings am Beispiel von Also

MSCI hat das ESG-Rating des Schweizer IT-Grosshändlers auf einen Schlag gleich um drei Stufen in den roten Bereich gesenkt. Das Vorgehen wirft Fragen auf – ebenso eine überraschende Wiederhochstufung am Mittwoch.

Ruedi Keller 15.04.2021



ANALYSE

Welche Autokonzerne das Rennen mit Elektroautos gewinnen können

The Market zeigt auf, wie rasant sich die Elektromobilität entwickelt, und beleuchtet, welche Automobilkonzerne von der Entwicklung am meisten profitieren können.

Ruedi Keller 16.03.2021



Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.