



Juni 2019

Megatrend Passivierung

Passivierung und ESG: Zwei Megatrends wachsen zusammen (Teil 2)

Kurz & klar

- Empirische Studien zeigen einen positiven Zusammenhang zwischen der Erfüllung hoher ESG-Standards und dem finanziellen Erfolg von Unternehmen.
- Für Investoren ist es dennoch schwierig, hieraus Überrenditen zu generieren. Dabei gibt es regionale Unterschiede.
- In den Emerging Markets zeigt sich eine klare Outperformance von ESG-Aktienindizes. In den USA ist dies nicht der Fall.
- Für ein globales Aktienportfolio ist eine Verbesserung des ESG-Exposures bei etwas günstigerem Rendite-Risiko-Profil darstellbar.
- Wichtigster Renditetreiber von ESG-Investments ist das Governance-Kriterium.
- Das ESG-Momentum hat größere Renditeeffekte als das ESG-Rating selbst.

Im ersten Teil unserer Studie zu Passivierung und ESG betrachteten wir Markttrends und -strukturen sowie Instrumente im Bereich passiver ESG-Kapitalanlagen. In diesem zweiten Teil der Studie beleuchten wir nun die Erfolgspotenziale des ESG-Ansatzes für Unternehmen und Kapitalanleger sowie die Rendite-Risiko-Eigenschaften von ESG-Aktienindizes.

Die Theorie: ESG-Standards mit Vorteilen und Nachteilen

- ▶ Finanzielle Effekte hoher ESG-Standards zunächst unklar

Inwieweit die Erfüllung hoher Standards bei ESG-Kriterien unter dem Strich positive oder negative finanzielle Effekte für Unternehmen und Kapitalanleger hat, ist zunächst offen. So ist die Unternehmensausrichtung nach ESG-Standards einerseits häufig mit Kosten verbunden. Als Beispiele können die Schaffung fairer und sicherer Arbeitsbedingungen auf globaler Basis (Social-Kriterium) oder die Reduzierung von Schadstoffemissionen im Industriebereich (Environmental-Kriterium) genannt werden. Andererseits geht mit der Erfüllung von ESG-Standards aber oft auch ein ökonomischer Nutzen einher. Ein effizientes Energiemanagement beispielsweise senkt laufende Energiekosten und die Achtung von Arbeitnehmerrechten kann zur Bindung qualifizierten Personals, höherer Motivation und damit höherer Produktivität beitragen.

- ▶ Senkung von Risiken durch hohe ESG-Standards

Von der Erfüllung hoher ESG-Standards wird vor allem aber auch die Senkung von Risiken erwartet. Die Berücksichtigung von Umweltaspekten beispielsweise kann Risiken reduzieren, die vom Klimawandel ausgehen (Environmental-Kriterium). Im Governance-Bereich wiederum kann beispielsweise die Beachtung einer hohen Unabhängigkeit und Kompetenz der Aufsichtsorgane sowie einer nachhaltigen Anreizstruktur für das Management Risiken eindämmen. Durch die Nicht-Duldung von Korruption – einem weiteren Governance-Kriterium – gehen zwar gegebenenfalls Aufträge verloren. Es werden aber die Risiken hoher Strafzahlungen bei strafrechtlicher Verfolgung und möglicher Reputationsschäden verringert. Eine hohe Transparenz in der Berichterstattung kann zu niedrigeren Risikoprämien bei Kapitalgebern und damit geringeren Kapitalkosten beitragen.

- ▶ Unterschiede nach Sektoren und Ländern plausibel

Auch vor dem Hintergrund der Vielzahl von Einzelaspekten im gesamten ESG-Spektrum ist es allerdings unklar, in welchem Verhältnis Kosten und Nutzen zueinander insgesamt stehen. Zudem dürfte es Unterschiede nach Industriesektoren und Ländern geben. Environmental-Kriterien spielen z.B. bei Rohstoffkonzernen eine wesentlich größere Rolle als in Dienstleistungsbranchen. Relevant ist außerdem, in welchen gesetzlichen Rahmenbedingungen sich Unternehmen bewegen. In Ländern mit geringen gesetzlichen Umwelt- und Sozialvorgaben hat die freiwillige Einhaltung von ESG-Standards potenziell höhere Effekte als in Ländern mit strengen gesetzlichen Vorschriften.

- Eskomptierung positiver Effekte auf Kapitalmärkten?

Für Kapitalanleger ist über die finanziellen Effekte auf Unternehmensebene außerdem entscheidend, inwieweit die Kapitalmärkte das Kosten-Nutzen-Verhältnis bei der Preisbildung bereits berücksichtigen. Im Fall von informationseffizienten Kapitalmärkten und ausreichend Transparenz über die ESG-Performance der Unternehmen wären die finanziellen ESG-Effekte bereits in den Wertpapierpreisen eskomptiert und daher nicht renditebringend auszunutzen.

Metastudie: Positive Wirkung von ESG auf Unternehmens-Finanzperformance

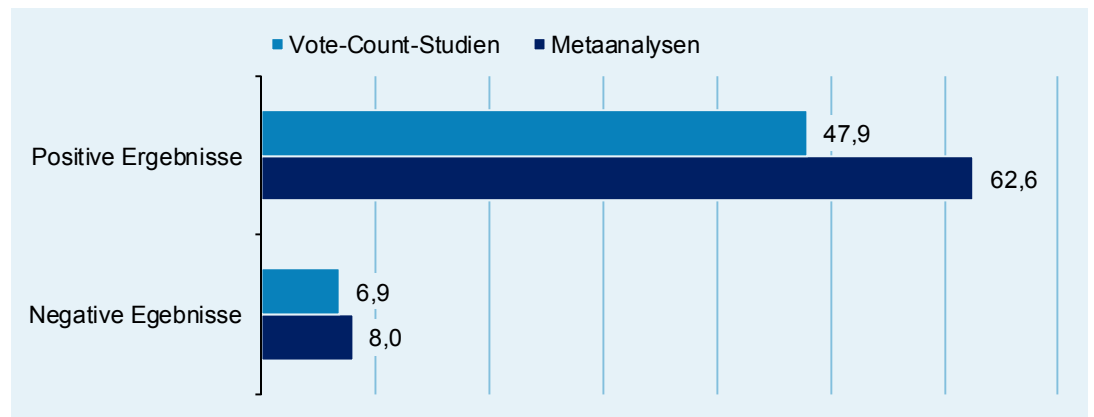
- Umfassende Meta-Analyse zum Zusammenhang ESG-CFP

Über den Zusammenhang zwischen der Ausprägung von ESG-Kriterien und dem finanziellen Erfolg von Unternehmen (Corporate Financial Performance – CFP) wurde eine Vielzahl empirischer Studien durchgeführt. Die Mehrheit der Studien ist dabei relativ jung, da die Forschung hierzu erst Anfang der 1990er Jahre Fahrt aufgenommen hat. Eine umfassende Auswertung empirischer Studien zum Zusammenhang von ESG und CFP wurde von den Autoren Friede, Busch und Bassen (u.a. Universität Hamburg) im Rahmen einer Metaanalyse durchgeführt, die im Jahr 2015 veröffentlicht wurde.¹ Diese Metastudie fasst die Befunde von rund 2200 Einzelstudien bzw. schon existierenden Metastudien zusammen und bietet damit den wohl umfangreichsten Überblick über den Stand der wissenschaftlichen Forschung zu diesem Thema.

- Zwei Auswertungsverfahren

Die Autoren wenden bei der Auswertung der vorhandenen Studien zwei verschiedene Methoden an. Erstens werden sogenannte „Vote-Count-Studien“ (Zählstudien) betrachtet. Hier wird lediglich jeweils die Anzahl der Studien gezählt, die einen signifikant positiven, negativen oder nicht signifikanten Zusammenhang zwischen ESG und CFP ergeben. Detailliertere Erkenntnisse der Studien werden hier nicht berücksichtigt. Das zweite Verfahren („Metanalyse“) ist methodisch ausgeklügelter. Hier werden tiefere statistische Informationen der Studien berücksichtigt und ökonometrisch zusammengefasst.

Metastudie: Mehrheitlich positiver ESG-Einfluss auf Finanzerfolg festgestellt
Verhältnis von ESG und Unternehmens-Finanzperformance (Corporate Financial Performance- CFP), in Prozent



Quelle: Friede, G.; Busch, T.; Bassen, A. (2015), BayernLB Research

- Mehrheitlich wird positiver ESG-Effekt festgestellt

Das Ergebnis der Metastudie fällt für beide Analysemethoden vergleichbar aus. 47,9% (Vote-Count-Studien) bzw. 62,6% (Metaanalyse) stellen einen positiven Zusammenhang zwischen ESG und CFP fest. Nur 6,9% bzw. 8,0% stellen einen negativen Zusammenhang fest. Beim Rest der Studien sind die Ergebnisse nicht signifikant. Insgesamt kann also ein

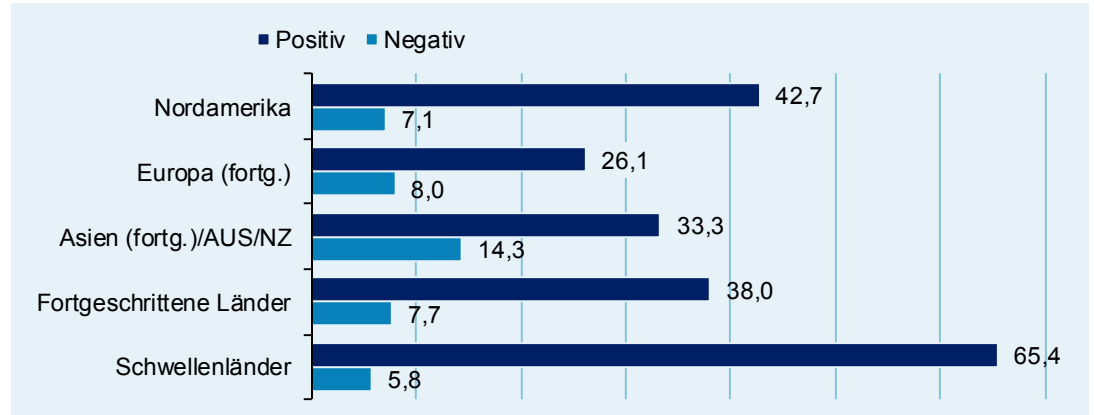
¹ Gunnar Friede, Timo Busch und Alexander Bassen (2015): ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, in: Journal of Sustainable Finance & Investment, 5:4, 210-233.

positiver Einfluss der ESG-Kriterien auf den Finanzerfolg von Unternehmen diagnostiziert werden.

- Positiver ESG-Effekt in Schwellenländern am größten

Unterschiedliche Befunde zeigt die Metastudie auf regionaler Basis. So ist der positive Zusammenhang zwischen ESG und CFP in den Schwellenländern eindeutiger festzustellen als in den fortgeschrittenen Ländern. Dies ist plausibel, da in den Schwellenländern die rechtlichen Rahmenbedingungen in der Regel lockerer sind und freiwillige ESG-Maßnahmen entsprechend stärker zur Senkung finanzieller Risiken beisteuern.

Metastudie: Positiver ESG-Einfluss in Schwellenländern am größten
Verhältnis von ESG und Unternehmens-Finanzperformance in verschiedenen Regionen (Vote-Count-Stichprobe), in Prozent

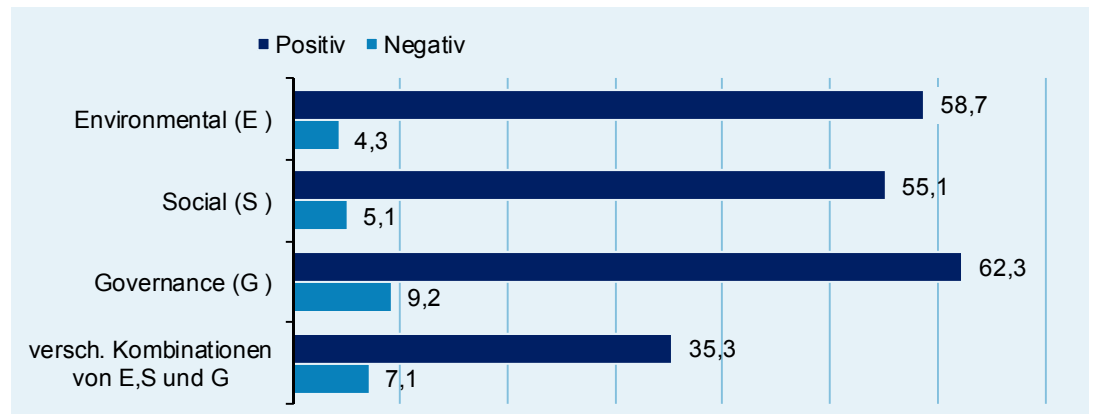


Quelle: Friede, G.; Busch, T.; Bassen, A. (2015), BayernLB Research

- Alle drei ESG-Kriterien bedeutsam

Ein wichtiger Aspekt bei der Analyse des ESG-Einflusses auf den finanziellen Unternehmenserfolg ist die Frage, ob dieser auf allen drei übergeordneten Kriterien beruht (Environmental, Social und Governance), oder ob eines der Kriterien den Einfluss dominiert. Theoretisch wäre auch denkbar, dass einzelne ESG-Faktoren gegensätzlich wirken, es also sowohl positive als auch negative Einflüsse gibt. Im Rahmen der Metastudie wurde auch dieser Aspekt betrachtet. Im Ergebnis wird für alle drei übergeordneten ESG-Kriterien ein positiver ESG-CFP-Zusammenhang festgestellt.

Metastudie: Alle drei ESG-Kriterien mit positiven Wirkungen
Verhältnis einzelner ESG-Kategorien und Unternehmens-Finanzperformance (Vote-Count-Stichprobe), in Prozent



Quelle: Friede, G.; Busch, T.; Bassen, A. (2015), BayernLB Research

- Alle drei ESG-Dimensionen mit positiver Wirkung

Die Befunde zeigen dabei ein relativ ausgeglichenes Ergebnis für die Kriterien E, S und G (Vote-Count-Stichprobe). Der höchste Anteil von Studien, die einen positiven Einfluss auf die Finanzperformance feststellen, zeigt sich beim Governance-Kriterium. Allerdings existieren hier auch mehr Studien mit negativem Ergebnis. Wird die Differenz von positiven

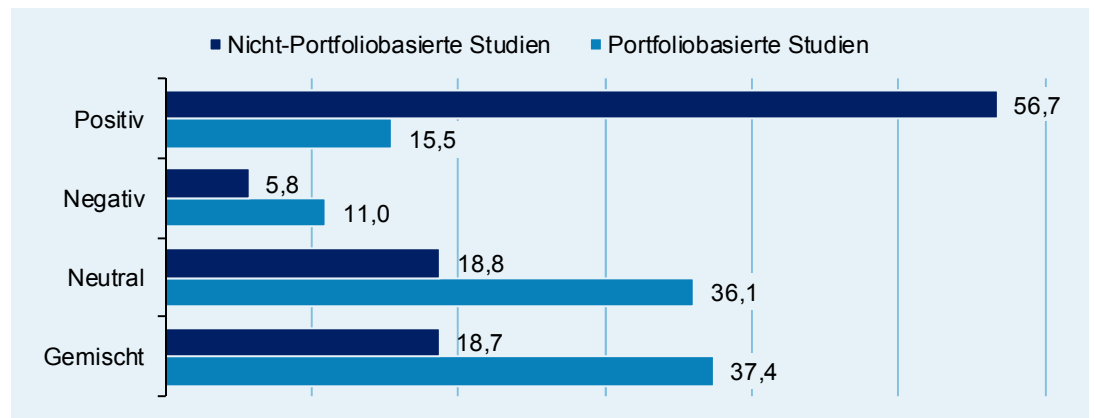
und negativen Befunden betrachtet, liegt das Environmental-Kriterium an der Spitze, gefolgt vom Governance-Kriterium. Das Social-Kriterium liegt etwas dahinter.

Metastudie: ESG-Einfluss aus Investorensicht nicht eindeutig

- Unterschiedliche Befunde aus Unternehmens- und Investorensicht

Dass Studien, die verschiedene Kombinationen von E, S und G betrachten, einen weniger günstigen Befund zeigen, liegt vor allem daran, dass hier ein höherer Anteil von sogenannten portfoliobasierten Studien enthalten ist. Diese stellen einen weniger positiven Zusammenhang zwischen ESG und Finanzerfolg fest als nicht-portfoliobasierten Studien. Der Unterschied zwischen beiden Studientypen ist folgender: Während bei den nicht-portfoliobasierten Studien der ESG-CFP-Zusammenhang auf Unternehmensebene analysiert wird, betrachten portfoliobasierte Studien die finanziellen Erfolgswirkungen aus Investorenperspektive. Hier werden beispielsweise Investmentfonds analysiert, die nach ESG-Kriterien investieren.

Metastudie: Positiver ESG-Einfluss aus Investorensicht weniger eindeutig als aus Unternehmenssicht
Verhältnis von ESG und Unternehmens-Finanzperformance in Abhängigkeit von portfolio- und nicht-portfoliobasierten Studien (Vote-Count-Stichprobe), in Prozent



Quelle: Friede, G.; Busch, T.; Bassen, A. (2015), BayernLB Research

- Positiver ESG-Effekt aus Investorenperspektive nicht eindeutig

Während der Anteil der Studien, die einen positiven ESG-CFP-Zusammenhang feststellen, bei nicht-portfoliobasierten Studien bei hohen 56,7% liegt, beträgt er bei portfoliobasierten Studien nur 15,5%. Mit 36,1% bzw. 37,4% kommt die Mehrheit der Studien hier nur auf einen neutralen bzw. gemischten Befund. Immerhin 11,0% stellen sogar einen negativen Zusammenhang fest. Während auf Unternehmensebene also insgesamt ein positiver ESG-Einfluss auf die Finanzperformance festzustellen ist, erscheint aus Investorenperspektive der finanzielle Erfolg der Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei der Kapitalanlage unsicher.

- Kosten für Investoren könnten ESG-Effekte aufzehren

Ein möglicher Grund für die enttäuschenden Ergebnisse der portfoliobasierten Studien liegt laut den Autoren der Metastudie darin, dass bei diesen – im Gegensatz zu den nicht-portfoliobasierten Studien – Kosten berücksichtigt werden. Zu nennen sind beispielsweise die Managementgebühren von Investmentfonds oder Handelsgebühren für den Kauf und Verkauf von Aktien. Studien ergaben eine durchschnittliche Gebühr von Aktienfonds in den fortgeschrittenen Ländern von etwa 2,5% p.a.² Überrenditen durch ESG-Einflüsse werden möglicherweise von diesen Kosten aufgezehrt. Einem durchschnittlichen Investor dürfte es demnach schwerfallen, von positiven ESG-Effekten zu profitieren.

² Ajay Khorana, Henri Servaes und Peter Tufano (2009): Mutual Funds Fees Around the World, in: Review of Financial Studies 22 (3), 1279-1310.

- ▶ Positive ESG-Effekte könnten eskomptiert sein

Zu berücksichtigen ist des Weiteren, dass auf informationseffizienten Kapitalmärkten die positiven ESG-Effekte in den Wertpapierkursen bereits eingepreist sein müssten, sofern Transparenz über die ESG-Performance der Unternehmen herrscht. Unter dieser Annahme dürften die positiven ESG-Effekte auf Unternehmensebene für Investoren kaum auszunutzen sein. Die theoretischen Erklärungsansätze für die ESG-Renditeeffekte auf Kapitalmärkten werden in der Metastudie und in vielen Einzelstudien allerdings nicht näher beleuchtet. Diese diskutieren wir nachfolgend.

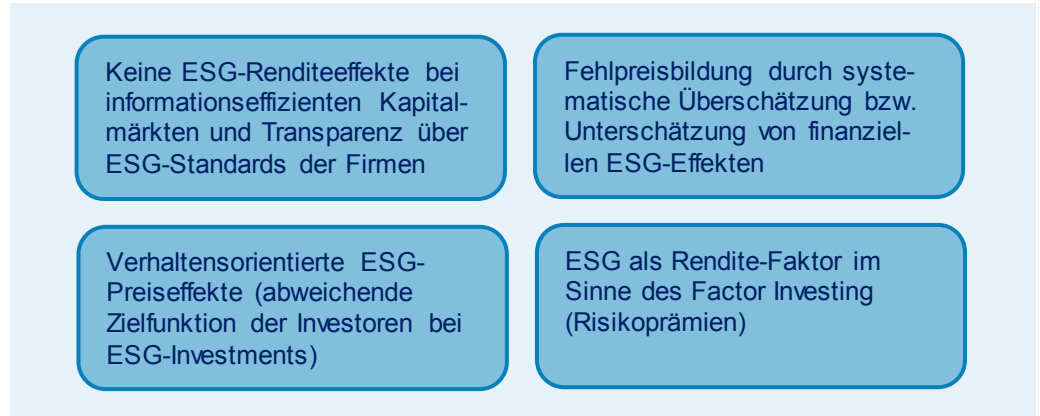
Zusammenfassung: Eine Metaanalyse von über 2000 empirischen Studien stellt insgesamt einen positiven Zusammenhang zwischen ESG und Unternehmens-Finanzperformance fest. Der Zusammenhang ist in Schwellenländern klarer als in fortgeschrittenen Ländern. Während auf Unternehmensebene ein positiver finanzieller Effekt hoher ESG-Standards zu konstatieren ist, erscheint aus Investorenperspektive der Zusammenhang zwischen ESG und Performanceerfolg allerdings unklar.

Erklärungsansätze für ESG-Renditeeffekte auf Kapitalmärkten

- ▶ Alternative Erklärungsansätze

Um Untersuchungsergebnisse über ESG-Renditeeffekte auf Kapitalmärkten interpretieren zu können, müssen Annahmen über Preisbildungsprozesse getroffen werden. Wir unterscheiden vier mögliche Ansätze zur Erklärung von ESG-Renditeeffekten auf Kapitalmärkten.³ Unter ESG-Renditeeffekten werden dabei systematische Abweichungen der (risikoadjustierten) Renditen zwischen Unternehmen mit hohem ESG-Rating und solchen mit niedrigem ESG-Rating verstanden.

ESG-Renditeeffekte: Verschiedene Ursachen möglich
Erklärungsansätze für ESG-Renditeeffekte auf Kapitalmärkten



Quelle: BayernLB Research

1. Keine ESG-Renditeeffekte bei informationseffizienten Kapitalmärkten

- ▶ Bei Informationseffizienz und Transparenz keine ESG-Renditeeffekte

Unter der Annahme, dass die Kapitalmärkte alle verfügbaren Informationen in den Wertpapierpreisen richtig verarbeiten und Transparenz über die ESG-Leistungsstärke der Unternehmen herrscht, sind keine ESG-Renditeeffekte zu erwarten. Die Aktienkurse der Unternehmen, die letztlich diskontierte Cashflows abbilden, würden positive (und negative) ESG-Einflüsse vollständig eskomptieren. Investoren könnten dementsprechend durch Investitionen in Unternehmen mit hohem ESG-Rating keine Überrendite erzielen.

³ Cristiana Mănescu (2011): Stock returns in relation to environmental, social and governance performance: Mispricing or compensation for risk?, in: Sustainable Development, 2011, vol. 19, issue 2, 95-118.

Auch bei informationseffizienten Kapitalmärkten könnten einzelne Investoren allerdings dann profitieren, wenn sie die ESG-Entwicklung eines Unternehmens besser prognostizieren als die Mehrheit der Marktteilnehmer. In diesem Zusammenhang spielt das ESG-Momentum eine wichtige Rolle, also der Trend des ESG-Ratings eines Unternehmens.

Außerdem wird dieser Erklärungsansatz dadurch eingeschränkt, dass eine Transparenz über die ESG-Standards der Unternehmen nur begrenzt vorhanden ist. Nicht zuletzt deshalb, weil die ESG-Ratings der großen Ratinganbieter angesichts unterschiedlicher Operationalisierungen und Gewichtungen der ESG-Einzelaspekte stark voneinander abweichen können. Dies werden wir nachfolgend noch aufzeigen.

2. Fehlpreisbildung von ESG-Effekten

- ▶ Systematische Über- oder Unterschätzung von ESG-Effekten?

Im zweiten Erklärungsansatz wird von einer Fehlpreisbildung auf den Kapitalmärkten ausgegangen, die entweder zu systematischen Überrenditen oder zu systematischen Underrenditen von ESG-Investments führt. Positive ESG-Renditeeffekte, also eine Outperformance von Unternehmen mit hohem ESG-Rating, wären dann zu erwarten, wenn der ökonomische Nutzen hoher ESG-Standards von dem Marktteilnehmern systematisch unterschätzt und/oder die mit ESG verbundenen Kosten überschätzt werden. Negative Renditeeffekte wären im umgekehrten Fall zu erwarten.

Dieser Erklärungsansatz widerspricht der Effizienzmarkthypothese, da er davon ausgeht, dass Informationen über ESG-Effekte systematisch falsch verarbeitet werden. Da die ESG-Leistungsfähigkeit der Unternehmen allerdings nur begrenzt transparent und die finanziellen Nettoeffekte angesichts der Vielzahl von ESG-Einzelaspekten unklar sind, bestehen die Voraussetzungen vollkommen informationseffizienter Kapitalmärkte ohnehin unvollständig. Es kann insofern auch unter der generellen Annahme informationseffizienter Kapitalmärkte zu ESG-Preiseffekten kommen.

3. Verhaltensorientierte Erklärung von ESG-Renditeeffekten

- ▶ Andere Zielfunktion bei ESG-Investments?

Einen weiteren Einfluss beim Preisbildungsprozess von ESG-Investments kann die gegenüber herkömmlichen Investments möglicherweise abweichende Zielfunktion von Investoren ausüben. So spielt bei der Investition in Unternehmen mit hohem ESG-Rating neben Rendite-Risiko-Zielen häufig auch die Intention eine Rolle, mit seinem Investment positive Einflüsse auf Umwelt und Gesellschaft auszuüben. Um dieses Ziel zu erreichen werden von Investoren gegebenenfalls Abstriche bei der Rendite in Kauf genommen. Dies dürfte vor allem beim sogenannten Impact Investing der Fall sein. Wenn die Nachfrage nach Aktien von Unternehmen mit hohem ESG-Rating jedoch höher ist als es das Rendite-Risiko-Profil rechtfertigen würde, ist von Preiseffekten auszugehen. In diesem Zusammenhang spielen auch die starke Ausbreitung des ESG-Ansatzes und die dadurch starken Mittelzuflüsse in Wertpapiere mit hohem ESG-Rating eine Rolle.

Auch der viel praktizierte Ausschluss von kontroversen Unternehmen aus dem Investment-Universum aus ESG-Gründen (Exklusion bzw. Negativ-Screening) könnte zu Preiseffekten führen. Betroffen hierbei sind vor allem Unternehmen der Kohle- und Atomindustrie sowie Waffen-, Tabak- und Alkoholproduzenten.

4. ESG als Rendite-Faktor

- ▶ ESG ein Teil des Factor Investings?

Ein weiterer Ansatz zur Erklärung von ESG-Renditeeffekten besteht darin, das ESG-Exposure von Unternehmen als Rendite-Faktor im Sinne des Factor Investing zu betrachten. Rendite-Faktoren generieren Risikoprämien, die Investoren vereinnahmen können. Diesen Ansatz diskutieren wir im Folgenden etwas detaillierter.

Handelt es sich bei ESG um einen Rendite-Faktor?

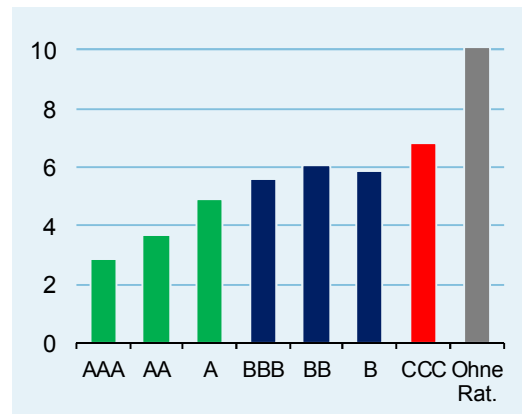
- Kontroverse Debatte um ESG-Faktor

Unter dem Begriff Factor Investing wurden in der Kapitalmarktforschung mehrere Rendite-Faktoren ermittelt, mit denen langfristig eine Überrendite erzielt werden kann. Bekannte Faktoren mit wissenschaftlicher Fundierung sind „Low Volatility“, „Value“, „Size“, „High Dividend Yield“, „Quality“, und „Momentum“.⁴ Eine kontroverse Debatte in der Kapitalmarkttheorie und -praxis dreht sich um die Frage, ob ESG in diesem Kontext als eigenständiger Rendite-Faktor anzusehen ist. Begründet sein können Überrenditen von Faktoren grundsätzlich durch Risikoprämien (Entlohnung für übernommene systematische Risiken), Verhaltensanomalien (z.B. Verlustaversion, Selbstüberschätzung) oder durch strukturelle Marktbedingungen (z.B. Benchmark-Orientierung von Investoren).

- Risikoprämien für systematische ESG-Risiken?

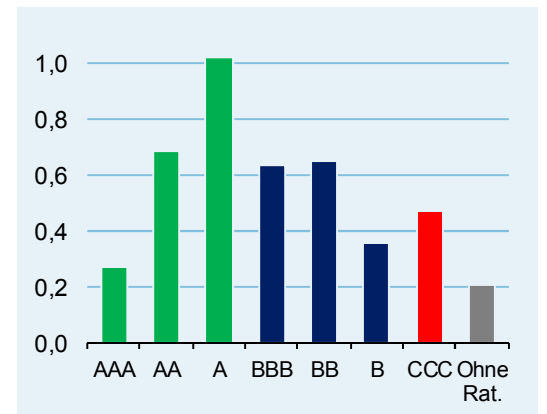
Ein wichtiges Ziel von ESG-Investoren besteht darin, Risiken zu vermeiden. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass ein niedriger ESG-Score des Unternehmens höhere Risiken für den Investor birgt, z.B. aufgrund schlechter Corporate Governance oder hoher Umweltrisiken. Nach dem Konzept der Risikoprämien im Factor Investing müssten bei informationseffizienten Kapitalmärkten langfristig möglicherweise aber gerade Aktien von Unternehmen mit schlechtem ESG-Rating höhere Renditen erzielen, nämlich zur Kompensation der getragenen Risiken. Dies gilt allerdings nur für systematische Risiken. Für idiosynkratische (unternehmensspezifische) Risiken sind dagegen keine Risikoprämien zu erwarten.

High Yield-Anleihen: Negative Relation von ESG-Rating und Rendite
 Rendite globaler High Yield-Anleihen (BoAML Global High Yield Constraint Index) nach ESG-Ratingkategorie 2007 bis 2017, in Prozent p.a.



Quelle: BlackRock Investment Institute, BayernLB Research

High Yield-Anleihen: Risikoadjustierte Rendite bei hohem ESG-Rating tendenziell besser
 Information Ratio (als Maß für risikoadjustierte Rendite) globaler High Yield-Anleihen nach ESG-Ratingkategorie 2007 bis 2017



Quelle: BlackRock, Investment Institute, BayernLB Research

- Low-ESG-High-Yield-Anleihen erzielen höhere Rendite

Bei High-Yield-Anleihen ist längerfristig tatsächlich zu beobachten, dass Wertpapiere mit schlechtem ESG-Rating höhere Renditen erzielen. Im Zeitraum von 2007 bis 2017 wiesen nach BlackRock-Daten global diejenigen High-Yield-Anleihen mit niedrigem ESG-Rating eine höhere Rendite auf als solche mit hohem ESG-Score. Es scheint hier also ein negativer Zusammenhang von Rendite und ESG-Rating zu bestehen. Dies gilt jedoch nur für die absolute Rendite ohne Berücksichtigung des Risikos. Wird das Information Ratio⁵ als risikoadjustiertes Renditemaß herangezogen, löst sich dieser Zusammenhang auf. Risikobe-

⁴ Eine detaillierte Erläuterung des Factor Investing und der einzelnen Rendite-Faktoren enthält unsere Studie „Smart Beta: Mit Faktorprämien zum Anlageerfolg?“ in der Reihe „Megatrend Passivierung“ von April 2017.

⁵ Das Information Ratio drückt die Überrendite des Portfolios zur Benchmark im Verhältnis zum Tracking Error aus. Der Tracking Error wiederum beschreibt die Standardabweichung der Differenz von Portfolio-Rendite und Benchmark-Rendite.

reinigt schneiden High-Yield-Anleihen mit höherem ESG-Score tendenziell besser ab als solche mit schlechtem ESG-Rating.

- ▶ Renditeeffekte durch hohe ESG-Mittelzuflüsse möglich

Generell ist festzustellen, dass die Ergebnisse derartiger Rendite-Untersuchungen auch stark vom Betrachtungszeitraum abhängig sind. Eine Reihe von Studien stellt gerade für die letzten Jahre einen positiven Zusammenhang zwischen ESG-Rating und Rendite fest. Allerdings könnte dies auch mit der starken Ausbreitung des ESG-Ansatzes und den dadurch hohen Mittelzuflüssen in Wertpapiere mit hohem ESG-Rating zusammenhängen. Zwar ist der Markt für passive ESG-Investments (ETF) noch jung und trotz sehr hohen Wachstums zahlenmäßig begrenzt.⁶ Das gesamte globale Volumen von Assets under Management, das dem ESG-Markt zuzuordnen ist, hat aber bereits einen signifikanten Anteil an den weltweiten Anlagevermögen in der Größenordnung von gut einem Viertel erreicht.⁷ Dies lässt Renditeeffekte durchaus plausibel erscheinen.

- ▶ Regulatorik dürfte ESG-Mittelzuflüsse beschleunigen

Mit dem dynamischen Mittelzufluss in ESG-Investments auch bei passiven Investments mit wachsender Anzahl entsprechender ETF-Produkte sind auch in den nächsten Jahren Renditeeffekte zu erwarten, die zu einer temporären Outperformance von Wertpapieren mit hohem ESG-Rating beitragen. Neue regulatorische Vorgaben dürften diesen Prozess zusätzlich beschleunigen. Langfristig läuft dieser Effekt aber irgendwann aus. Er könnte sich dann sogar umkehren, wenn ESG-Investments in der Breite überbewertet sind und dadurch in der Folge unterdurchschnittliche Renditen erzielen. Für bestimmte Vergangenheitszeiträume festgestellte Überrenditen von ESG-Investments sollten daher nicht ohne Weiteres in die Zukunft fortgeschrieben werden.

- ▶ ESG stellt Ergänzung zu Rendite-Faktoren dar

Insgesamt betrachten wir die ESG-Kriterien als keinen eigenständigen Renditefaktor im Sinne des Factor Investing.⁸ Hierzu fehlen der wissenschaftliche Begründungszusammenhang und die empirische Basis einer Feststellung nachhaltig risikoadjustierter Überrenditen. Der ESG-Ansatz ist vielmehr als eine Ergänzung zu den nachgewiesenen Rendite-Faktoren anzusehen. Bei passiven Investmentansätzen wird dem dadurch Rechnung getragen, dass ESG-Investments zunehmend mit Smart Beta-/Faktor-Strategien kombiniert werden.⁹ Zu beachten sind für Investoren bestehende Wechselwirkungen zwischen ESG-Ratings und Rendite-Faktoren. So wurde beispielsweise festgestellt, dass ESG-Ratings von großen Unternehmen tendenziell höher sind als von kleinen. Dies impliziert einen Zusammenhang zwischen dem „Size“-Faktor und ESG.

Unterschiedliche ESG-Ratings führen zu abweichenden Renditebefunden

- ▶ Deutliche Abweichungen zwischen Ratinganbietern

Die Ergebnisse von Untersuchungen zur ESG-Performance sind außerdem stark von den betrachteten ESG-Ratings abhängig. Daten von unterschiedlichen Rating-Anbietern ergeben teilweise deutlich voneinander abweichende Rating-Bewertungen und historische Performancedaten. Zu berücksichtigen ist hierbei, dass ESG-Ratings auf einer Vielzahl von einzelnen ESG-Kriterien basieren, die unterschiedliche Wirkungen auf die Wertpapierpreise ausüben. Je nach Auswahl, Operationalisierung und Gewichtung der Einzelkriterien können ESG-Ratings daher spürbar voneinander abweichen.

⁶ Zum Marktvolumen und Wachstum passiver ESG-Investments siehe Teil 1 unserer Studie „Passivierung und ESG: Zwei Megatrends wachsen zusammen“ S.3 f.

⁷ Global Sustainable Investment Alliance (GSIA): Global Sustainable Investment Review 2016

⁸ André Breedt, Stefano Ciliberti, Stanislao Gualdi und Philip Seager (2018): Is ESG an Equity Factor or Just an Investment Guide?, Social Science Research Network (SSRN):

<https://ssrn.com/abstract=3207372>.

⁹ Zur Verknüpfung von Smart Beta mit ESG siehe Teil 1 unserer Studie „Passivierung und ESG: Zwei Megatrends wachsen zusammen“ S. 10 ff.

- Bisher keine Standardisierung von ESG-Ratings

Trotz Bemühungen einer Standardisierung (z.B. durch den Sustainability Accounting Standards Board SASB) gibt es bislang keinen Industriestandard für die Erstellung von ESG-Ratings. Dementsprechend existieren große Unterschiede der ESG-Scores zwischen den großen ESG-Ratinganbietern, die unterschiedliche Einzelkriterien und Gewichtungen verwenden. Eine Querschnittskorrelation der ESG-Scores der großen Ratinganbieter MSCI, Sustainalytics, RobecoSAM und Bloomberg für Bestandteile des MSCI World zeigt, dass diese nur Korrelationen untereinander zwischen 0,47 und 0,76 aufweisen.¹⁰

ESG-Scores: Bedeutende Unterschiede zwischen Ratinganbietern

Querschnittskorrelation der ESG-Scores für Bestandteile des MSCI World, zum 30.06.2017

	Sustainalytics	MSCI	RobecoSAM	Bloomberg ESG
Sustainalytics	1,00			
MSCI	0,53	1,00		
RobecoSAM	0,76	0,48	1,00	
Bloomberg ESG	0,66	0,47	0,68	1,00

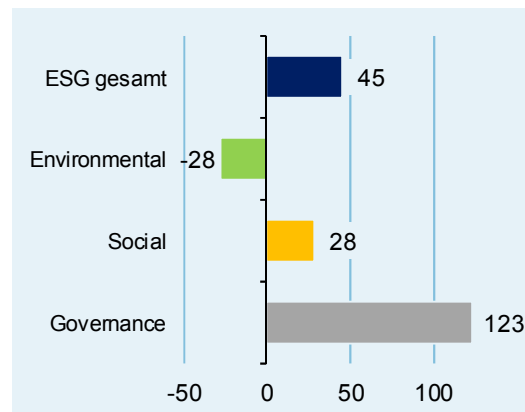
Quelle: Bender, J., Bridges, T., He, C., Lester, A., Sun, X. (2018), BayernLB Research

- Teils widersprüchliche Ergebnisse bei verschiedenen Ratinganbietern

Außerdem ergeben sich häufig auch je nach Zeithorizont, Marktsegment und Region unterschiedliche Befunde. Für den Zeitraum 2012 bis 2018 zeigen ESG-Indizes von MSCI und Sustainalytics beispielsweise eine Outperformance von US-High-Yield-Anleihen mit hohem ESG-Rating gegenüber solchen mit niedrigem Rating. Das Ausmaß der gemessenen Outperformance weicht zwischen den beiden Ratinganbietern aber deutlich ab. Bei beiden ESG-Ratingsystematiken trägt vor allem das Governance-Kriterium zur Outperformance bei, wobei die Abweichungen in dieser Einzelkategorie noch höher sind als auf ESG-Gesamtebene. Widersprüchliche Ergebnisse zeigen sich beim Environmental- und beim Social-Kriterium. Während das Environmental-Kriterium auf Basis von MSCI-Ratings negativ abschneidet, trägt es bei den Sustainalytics-Ratings positiv zur Outperformance bei. Beim Social-Kriterium ist es genau umgekehrt.

High Yield-Indizes: Governance-Kriterium bei MSCI-Daten stärkster Renditetreiber

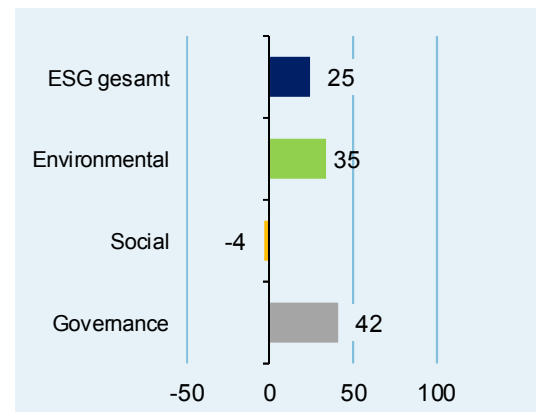
Durchschnittliche Outperformance von **MSCI** High-Yield-Indizes mit hohem ESG-Rating ggü. solchen mit niedrigem ESG-Rating, 2012 bis 2018, in Basispunkten pro Jahr



Quelle: Barclays, MSCI, Sustainalytics, BayernLB Research

High Yield-Indizes: Social-Kriterium bei Sustainalytics-Daten mit negativem Beitrag

Durchschnittliche Outperformance von **Sustainalytics** High-Yield-Indizes mit hohem ESG-Rating ggü. solchen mit niedrigem ESG-Rating, 2012 bis 2018, in Basispunkten pro Jahr



Quelle: Barclays, MSCI, Sustainalytics, BayernLB Research

¹⁰ Jennifer Bender, Todd Bridges, Chen He, Anna Lester, Xiaole Sun (2018): A blueprint for integration ESG into equity portfolios, in: Journal of Investment Management, Vol. 16 Nr. 1, 44-58.

Zusammenfassung: Es gibt verschiedene Erklärungsansätze für positive oder negative Befunde von ESG-Renditeeffekten. Bei informationseffizienten Kapitalmärkten und Klarheit über die ESG-Leistungsstärke der Unternehmen sind keine Renditeeffekte zu erwarten. Allerdings ist Letztere dadurch eingeschränkt, dass die ESG-Ratings der großen Ratinganbieter spürbar voneinander abweichen. Temporäre Preiseffekte sind zudem durch die starke Ausbreitung des ESG-Ansatzes und die entsprechend hohen Mittelzuflüsse möglich. ESG stellt u.E. keinen Faktor im Sinne des Factor Investing dar, sondern sollte als Ergänzung zu gängigen Rendite-Faktoren gesehen werden.

ESG-Aktienindizes mit unterschiedlichem ESG-Exposure

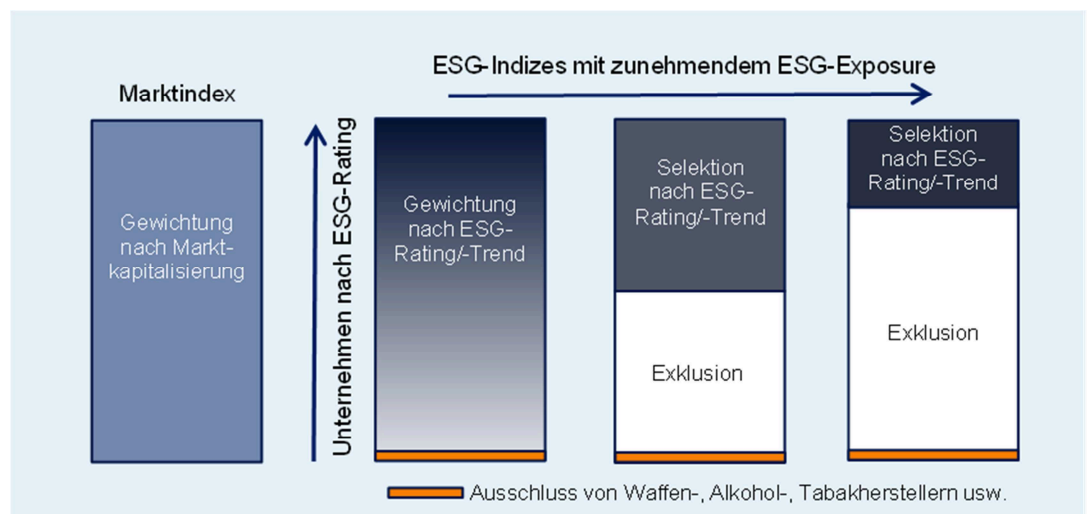
► Breite Palette von ESG-Aktienindizes mit unterschiedlich hohem ESG-Exposure

In den letzten Jahren ist die Zahl von börsengehandelten Indexfonds (ETF), die nach ESG-Kriterien investieren, stark angestiegen. Die zugrundeliegenden ESG-Aktienindizes werden von den großen Indexanbietern wie MSCI, FTSE Russell und STOXX bereitgestellt. Hier gibt es mittlerweile eine breite Palette mit unterschiedlichen Konstruktionsmerkmalen und ESG-Fokussierungsgrad. Im ersten Teil unserer Studie hatten wir bereits einen Überblick über die Arten von ESG-Indizes gegeben. Im Folgenden beleuchten wir nun diejenigen ESG-Aktienindizes vom führenden Anbieter MSCI näher, die einen umfassenden ESG-Ansatz verfolgen und alle drei Teilaspekte – E, S und G – gleichzeitig berücksichtigen.

► MSCI ESG Universal Indizes schließen nur sehr wenige Unternehmen aus

Die umfassenden ESG-Aktienindizes unterscheiden sich vor allem hinsichtlich ihres Fokussierungsgrads auf Unternehmen mit hohem ESG-Rating. Dieser ist auch maßgebend für den Tracking Error gegenüber dem zugehörigen Marktindex und das ESG-Exposure. Einige ESG-Indizes verfolgen die Zielsetzung, möglichst nahe am Marktindex (Mutterindex) zu bleiben und den Tracking Error so gering wie möglich zu halten. Von MSCI sind als Beispiel hier die **MSCI ESG Universal Indizes** zu nennen. Bei diesen erfolgt zwar eine Exklusion von Herstellern kontroverser Waffen und sonstiger Unternehmen, die in den letzten drei Jahren schwere Verstöße gegen ESG-Grundsätze verschuldet haben. Ansonsten werden aber keine Unternehmen des Mutterindex aus dem Investmentuniversum ausgeschlossen. Es erfolgt lediglich eine Anpassung der Gewichtung der Einzelaktien. Diese werden nicht mehr nur nach der Marktkapitalisierung allein gewichtet, sondern zusätzlich nach dem ESG-Score. Der ESG-Score berücksichtigt dabei sowohl das aktuelle ESG-Rating als auch den ESG-Trend, also Veränderungen des ESG-Ratings im Zeitablauf. Aufgrund dieser Vorgehensweise enthält der MSCI World ESG Universal Index mit 1.597 Titeln (per 31.03.2019) fast alle Aktien des Mutterindex MSCI World (1.635 Titel).

ESG Aktienindizes: Verschiedene Konstruktionsarten
Design-Beispiele für ESG Aktienindizes mit unterschiedlichem ESG-Exposure



Quelle: MSCI, BayernLB Research

► MSCI ESG Leaders Indizes enthalten rund die Hälfte der Aktien des Marktindex

Andere ESG-Aktienindizes nehmen ein stärkeres negatives Screening vor und fokussieren sich damit stärker auf Unternehmen mit hohem ESG-Score. In die **MSCI ESG Leaders Indizes** werden Unternehmen aufgenommen, die mindestens ein MSCI ESG-Rating von BB aufweisen. Die Indizes zielen auf eine Abdeckung von 50% der Marktkapitalisierung des Mutterindex ab. Dabei wird eine Betrachtung je Branche vorgenommen (Best-in-Class-Ansatz), um Sektorverzerrungen gegenüber dem Marktindex zu vermeiden. Zudem erfolgt eine Exklusion von Unternehmen mit kontroverser Geschäftstätigkeit in den Bereichen Alkohol, Glücksspiel, Tabak, Nuklearenergie und Waffen. Der MSCI World ESG Leaders Index enthält aufgrund seiner Vorgehensweise mit 829 Aktien deutlich weniger Unternehmen als der Mutterindex MSCI World. Der Tracking Error ist mit 1,13% immer noch niedrig, aber höher als beim MSCI World ESG Universal Index mit 0,71%.

► MSCI SRI Indizes nehmen stärkere Fokussierung auf Aktien mit hohem ESG-Rating vor

Andere ESG-Aktienindizes nehmen ein noch strengeres Screening und eine damit noch stärkere Fokussierung vor. Bei MSCI sind dies die **MSCI SRI Indizes** (SRI steht für Socially Responsible Investment). Auch bei diesen erfolgt zunächst eine Exklusion von Unternehmen mit kontroverser Geschäftstätigkeit. Die Ausschlussliste ist dabei noch weiter gefasst als bei weniger strengen ESG-Indizes. Qualifiziert für die Indexaufnahme sind grundsätzlich Unternehmen, die mindestens ein MSCI ESG-Rating von A aufweisen. Die Indizes zielen auf eine Abdeckung von 25% der Marktkapitalisierung des Mutterindex ab (jeweils auf Sektorebene). Damit sind diese vergleichsweise stark fokussiert. Die Aktienanzahl beim MSCI World SRI Index ist mit 403 dementsprechend geringer und der Tracking Error mit 1,81% höher als bei den anderen breit angelegten MSCI ESG-Indizes.

Rendite-Risiko-Eigenschaften von ESG-Indizes

► Nur geringe Rendite- und Risiko-Abweichungen gegenüber Marktindex

Im Folgenden betrachten wir die Rendite-Risiko-Eigenschaften der genannten MSCI ESG Indizes im Vergleich zum jeweiligen Gesamtmarktindex. Die Indizes werden grundsätzlich für verschiedene Regionen angeboten. Wir betrachten hier die Regionen Welt (Developed Markets), USA, Europa und Emerging Markets. Insgesamt zeigen sich nur geringe Abweichungen der ESG-Indizes gegenüber dem jeweiligen Marktindex bei Rendite und Risiko (siehe nachfolgende Tabellen). Dies ist insofern nicht überraschend, da es eine erklärte Nebenbedingung der Indizes ist, den Tracking Error bei Steigerung des ESG-Exposures gering zu halten und systematische Risiken durch den ESG-Selektionsprozess zu vermeiden. Die nachfolgenden Performancebetrachtungen wurden per 31.03.2019 durchgeführt.

Fortgeschrittene Länder global: ESG-Indizes liegen sehr nah am Marktindex
Kennzahlen von MSCI World ESG Indizes, Rendite- und Risikoangaben als Abweichungen vom Marktindex

Abweichung vom MSCI World in Prozentpunkten bzw. in % p.a.	letzte 3 Jahre		letzte 5 Jahre		letzte 10 Jahre		Tracking- Error	Aktien- Anzahl
	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko		
MSCI World ESG Universal	-0,32	0,00	-0,08	0,02	k.A.	k.A.	0,71	1.597
MSCI World ESG Leaders	-0,49	-0,12	-0,25	-0,20	-0,04	0,01	1,13	829
MSCI World SRI	0,55	-0,07	0,36	-0,12	0,06	-0,09	1,81	403

Quelle: MSCI, BayernLB Research

► MSCI World ESG Indizes längerfristig sehr nah am Marktindex

Die auf den MSCI World bezogenen MSCI ESG Indizes liegen längerfristig sehr eng am Mutterindex (der MSCI World bildet die globalen Aktienmärkte der fortgeschrittenen Länder ab). Dies gilt auch für den MSCI World SRI Index, der noch den vergleichsweise höchsten Tracking Error aufweist. In den letzten zehn Jahren wies der MSCI World SRI eine minimale Outperformance gegenüber dem MSCI World von 0,06 Prozentpunkten p.a. auf. Die Volatilität war dabei um 0,09 Prozentpunkte geringer. Dies indiziert eine geringfügige risikobereinigte Überrendite. Für die letzten drei bzw. fünf Jahre betrachtet ist diese noch höher. Der MSCI World ESG Leaders Index, der einen geringeren Tracking Error hat, schneidet dagegen etwas schlechter ab. Im Zehnjahreszeitraum liegt dessen Rendite minimal unter derjenigen des Mutterindex bei annähernd gleichem Risiko.

► MSCI USA ESG Indizes in letzten 10 Jahren mit Underperformance

Ungünstiger sieht das Performance-Bild bei den auf den MSCI USA bezogenen ESG Indizes aus. Hier zeigt der MSCI USA SRI gegenüber dem Gesamtmarkt im Zehnjahreszeitraum eine um 0,59 Prozentpunkte p.a. geringere Rendite. Auch das Risiko gemessen an der Volatilität ist allerdings etwas niedriger (um 0,11 Prozentpunkte). Beim MSCI USA ESG Leaders Index ergibt sich ein ähnliches Bild. Deutlich besser schneidet der MSCI USA SRI auf Dreijahressicht ab. In diesem kürzeren Zeitraum erzielte er eine Outperformance von 1,91 Prozentpunkten p.a. bei geringfügig geringerem Risiko.

USA: Rendite der ESG-Indizes langfristig etwas unter der Marktrendite

Kennzahlen von MSCI USA ESG Indizes, Rendite- und Risikoangaben als Abweichungen vom Marktindex

Abweichung vom MSCI USA in Prozentpunkten bzw. in % p.a.	letzte 3 Jahre		letzte 5 Jahre		letzte 10 Jahre		Tracking- Error	Aktien- Anzahl
	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko		
MSCI USA ESG Universal	0,38	-0,08	0,52	0,01	k.A.	k.A.	0,92	607
MSCI USA ESG Leaders	-0,30	-0,30	-0,76	-0,25	-0,31	-0,05	1,98	337
MSCI USA SRI	1,91	-0,07	0,31	0,06	-0,59	-0,11	3,02	150

Quelle: MSCI, BayernLB Research

► MSCI Europe ESG Indizes in letzten 10 Jahren mit Outperformance

In Europa sieht die Performance der ESG Indizes deutlich besser als in den USA aus. Der MSCI Europe SRI weist im Zehnjahreszeitraum eine klare Überrendite gegenüber dem MSCI Europe von 1,81 Prozentpunkten p.a. aus, bei etwas geringerer Volatilität. Auch der MSCI Europe ESG Leaders zeigt in den letzten zehn Jahren eine Outperformance, sowohl absolut, als auch risikobereinigt. Für die letzten drei Jahre gilt dies allerdings nicht.

Europa: ESG-Indizes langfristig mit Outperformance

Kennzahlen von MSCI Europe ESG Indizes, Rendite- und Risikoangaben als Abweichungen vom Marktindex

Abweichung vom MSCI Europe in Prozentpunkten bzw. in % p.a.	letzte 3 Jahre		letzte 5 Jahre		letzte 10 Jahre		Tracking- Error	Aktien- Anzahl
	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko		
MSCI Europe ESG Universal	-0,45	0,19	0,34	-0,02	k.A.	k.A.	0,95	428
MSCI Europe ESG Leaders	-1,02	0,14	0,34	-0,27	0,63	-0,31	1,74	229
MSCI Europe SRI	-0,11	-0,07	1,67	0,06	1,81	-0,11	2,76	116

Quelle: MSCI, BayernLB Research

► MSCI Emerging Markets ESG Indizes längerfristig mit klarer Outperformance

Die beste relative Performance zeigen die ESG-Indizes in den Emerging Markets. Der MSCI Emerging Markets ESG Leaders erzielte für die letzten zehn Jahre eine hohe Überrendite gegenüber dem Marktindex von 3,70 Prozentpunkten p.a. bei um 0,93 Prozentpunkten geringer Volatilität. Für den MSCI Emerging Markets SRI liegen keine Zehnjahresdaten vor. In den letzten fünf Jahren hat auch dieser eine klare Outperformance erzielt, sowohl auf absoluter Basis, als auch risikobereinigt. Im jüngsten Dreijahreszeitraum ist das Bild allerdings gemischt.

Emerging Markets: ESG-Indizes langfristig deutlich besser als Marktindex

Kennzahlen von MSCI Emerging Markets ESG Indizes, Rendite- und Risikoangaben als Abweichungen vom Marktindex

Abweichung vom MSCI EM in Prozentpunkten bzw. in % p.a.	letzte 3 Jahre		letzte 5 Jahre		letzte 10 Jahre		Tracking- Error	Aktien- Anzahl
	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko		
MSCI EM ESG Universal	0,13	0,05	0,54	-0,22	k.A.	k.A.	1,36	856
MSCI EM ESG Leaders	0,84	0,53	2,44	-0,54	3,70	-0,93	3,55	408
MSCI EM SRI	-0,95	-0,27	1,62	-1,27	k.A.	k.A.	4,85	180

Quelle: MSCI, BayernLB Research

Insgesamt lässt sich festhalten, dass das an der Volatilität gemessene Risiko der MSCI ESG-Indizes längerfristig fast durchweg etwas niedriger ist als bei den jeweiligen Marktindizes. Die relative Rendite zum Gesamtmarkt ist je nach Region unterschiedlich. Während in den USA in den letzten zehn Jahren eine Unterrendite zu konstatieren ist, zeigt sich in Europa eine Überrendite. In den Emerging Markets ist sogar eine hohe und relativ konstante Überrendite festzustellen.

Developed Markets: Leichte ESG-Outperformance in Europa, aber nicht in den USA
Relative Performance von MSCI ESG Indizes zum jeweiligen MSCI Marktindex, Wochenwerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Emerging Markets: Deutliche und nachhaltige ESG-Outperformance
Relative Performance von MSCI ESG Indizes zum jeweiligen MSCI Marktindex, Wochenwerte



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

► Sharpe Ratio des MSCI World ESG Leaders entspricht langfristig dem des Gesamtmarkts

Für die MSCI ESG Leaders Indizes, für die Daten seit Oktober 2007 vorliegen, haben wir nachfolgend noch die Sharpe Ratios als risikobereinigtes Performance-Maß für den Gesamtzeitraum sowie die Perioden 3, 5 und 10 Jahre aufgeführt (Daten per 31.03.2019).¹¹ Im Gesamtzeitraum ab Oktober 2007 entspricht das Sharpe Ratio des MSCI World ESG Leaders genau dem des Marktindex. In den USA zeigt sich eine geringfügige risikobereinigte Underperformance. In Europa liegt das Sharpe Ratio dagegen minimal über dem des Gesamtmarkts. Am besten schneiden bei der risikobereinigten Performance, wie sich bei der absoluten Rendite bereits gezeigt hat, die Emerging Markets ab. Hier ist das Sharpe Ratio des ESG Leaders Index in etwa doppelt so hoch wie beim Gesamtmarkt. Die Outperformance der MSCI ESG Emerging Markets Indizes bestätigt damit die Befunde empirischer Studien, die in den Emerging Markets die größten positiven ESG-Effekte feststellen.

Sharpe Ratios	letzte 3 Jahre	letzte 5 Jahre	letzte 10 Jahre	seit Okt. 2007*
(auf Dollar-Basis)	Sharpe-Ratio	Sharpe-Ratio	Sharpe-Ratio	Sharpe-Ratio
MSCI World	0,98	0,62	0,93	0,33
MSCI World ESG Leaders	0,95	0,61	0,92	0,33
MSCI USA	1,12	0,89	1,18	0,56
MSCI USA ESG Leaders	1,12	0,85	1,16	0,53
MSCI Europe	0,54	0,12	0,58	0,12
MSCI Europe ESG Leaders	0,45	0,15	0,62	0,13
MSCI Emerging Markets (EM)	0,77	0,28	0,54	0,14
MSCI EM ESG Leaders	0,80	0,44	0,75	0,30

* für MSCI USA Indizes seit Juni 2004

Quelle: MSCI, BayernLB Research

Zusammenfassung: Es existiert eine breite Palette von ESG Aktienindizes mit unterschiedlich strenger Aktienselektion nach ESG-Scores. Das an der Volatilität gemessene Risiko der MSCI ESG-Indizes ist langfristig fast durchweg etwas niedriger als das der jeweiligen Marktindizes. Die risikobereinigte relative Performance der MSCI ESG-Indizes ist langfristig je nach Region unterschiedlich. Basierend auf den MSCI ESG Leaders Indizes ist langfristig in den USA eine geringe Underperformance zu konstatieren. In Europa ist dagegen eine kleine und in den Emerging Markets eine deutliche Outperformance festzustellen. Generell weichen die Rendite-Risiko-Profile der ESG-Indizes nur begrenzt von den Marktindizes ab.

¹¹ Sharpe Ratio = (Portfoliorendite – risikoloser Zins) / Volatilität der Portfoliorendite

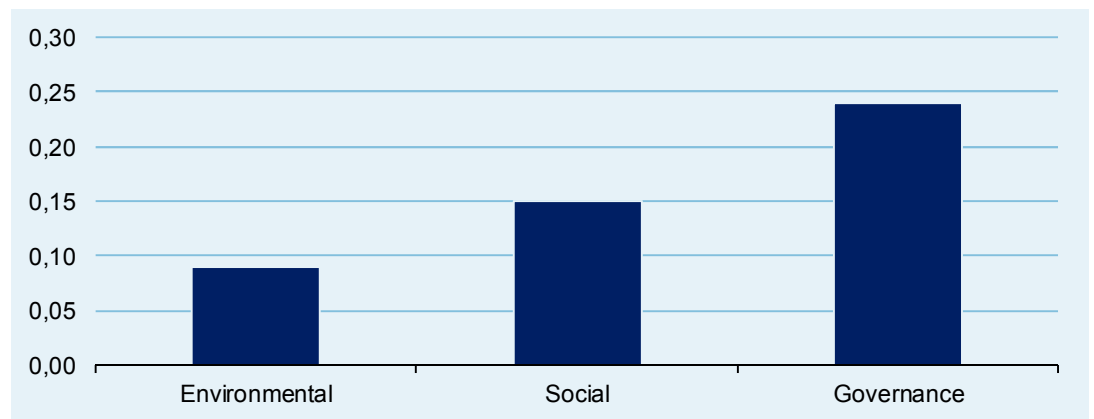
Weitere Erkenntnisse aus empirischen Untersuchungen

Nachfolgend fassen wir weitere Erkenntnisse aus empirischen Untersuchungen zu ESG-Effekten auf Kapitalmärkten (insbesondere Aktienmärkten) zusammen.

► Governance-Kriterium mit größter Relevanz

1. Der Einfluss der drei ESG-Kriterien auf die Aktienrendite ist nicht einheitlich. Den größten positiven Einfluss auf die Performance übt das **Governance-Kriterium** aus. Die Befunde hinsichtlich des Environmental- und des Social-Kriteriums sind vom Untersuchungszeitraum abhängig. Für einzelne Vergangenheitszeiträume ist deren Einfluss auch als insignifikant festgestellt worden. Im Zehnjahreszeitraum von Ende 2008 bis Mitte 2018 zeigt sich ein positiver Einfluss aller drei Kriterien. Werttreiber eines positiven ESG-Gesamteffekts ist allerdings das Governance-Kriterium.¹²
 Dabei zeigt sich, dass das Governance-Kriterium in Asien (bzw. in den Emerging Markets allgemein) stärker zum Tragen kommt als in Europa, Japan und den USA. Die generell höheren ESG-Effekte in Schwellenländern sind insofern eng mit dem Governance-Kriterium verknüpft.

ESG-Kriterien: Governance-Kriterium übt den größten Rendite-Einfluss aus
 Durchschnittliche monatliche Abweichung der Total Returns zwischen Unternehmen im Top-Dezil und im untersten Dezil der einzelnen ESG-Scores im MSCI World im Zeitraum 31.12.2008 bis 30.06.2018



Quelle: Hermes Investment Management, BayernLB Research

► ESG-Momentum wichtiger als ESG-Rating

2. Das **ESG-Momentum**, also der Trend des ESG-Ratings, übt einen höheren (positiven) Einfluss auf die Performance aus als das Niveau des ESG-Ratings selbst. Dabei wiederum spielt das Governance-Kriterium eine entscheidende Rolle. Überrenditen von ESG-Portfolien, deren ESG-Scores aus einer Kombination von ESG-Rating und ESG-Momentum gebildet werden, speisen sich daher i.d.R. stärker aus dem ESG-Momentum.
 Untersuchungen legen zudem nahe, dass die Kombination von ESG-Momentum und ESG-Rating gewinnbringend genutzt werden kann. Demnach performen solche Aktien am besten, die ein starkes ESG-Momentum und ein mittleres ESG-Rating aufweisen.¹³

► Unterschiedliche ESG-Einflüsse je nach Branche

3. Die Einflüsse der Kriterien E, S und G sind je nach **Branche** unterschiedlich. Während das Environmental-Kriterium beispielsweise in den Sektoren Utilities, Energy

¹² Hermes Investment Management, ESG Investing: A social uprising, Investment Commentary, Q4 2018

¹³ NN Investment Partners, European Centre for Corporate Engagement (ECCE), The materiality of ESG factors for equity investment decisions: academic evidence, April 2016

und Real Estate eine übergeordnete Rolle spielt, ist das Governance-Kriterium besonders in den Sektoren Financials und Technology von entscheidender Bedeutung.¹⁴

► Wechselwirkungen zwischen ESG und Smart Beta-Faktoren

4. ESG-Kriterien können mit einzelnen **Faktor- bzw. Smart-Beta-Strategien** kombiniert werden, um Portfolien mit einem gegenüber dem Marktindex höheren ESG-Score und gleichzeitig einer langfristigen Outperformance zu bilden.¹⁵ Indexanbieter wie MSCI haben entsprechende ESG-Smart Beta-Indizes im Angebot. Analysen zeigen dabei tendenziell eine positive Korrelation von ESG mit den Faktoren Low Volatility, Dividend Yield und Quality sowie eine negative Korrelation von ESG mit den Faktoren Low Size, Value und Beta. Die Korrelationen der Smart Beta-Faktoren mit den ESG-Ratings ist dabei deutlich ausgeprägter als diejenige mit dem ESG-Momentum. Investmentstrategien, die ESG und Smart Beta verbinden, müssen diese Korrelationen berücksichtigen.

Zusammenfassung und Fazit

Positive Einflüsse der Erfüllung hoher ESG-Standards auf die Finanzperformance von Unternehmen sind empirisch gut belegt. Für Investoren auf den Kapitalmärkten ist es aufgrund des Preisbildungsprozesses und der Transaktionskosten dennoch nicht einfach, hieraus Überrenditen gegenüber der Marktrendite zu generieren. Im Bereich passiver Aktienanlagen haben Anleger aber zumindest die Möglichkeit, ihr ESG-Exposure gegenüber dem Marktindex spürbar zu verbessern, ohne Renditeeinbußen hinnehmen zu müssen. In den Schwellenländern kann mit ESG-Investments längerfristig sogar eine risikobereinigte Überrendite erzielt werden. Wesentliche Renditetreiber sind dabei zum einen das Governance-Kriterium und zum anderen das ESG-Momentum. Für ein global diversifiziertes passives Aktienportfolio, das Emerging Markets enthält, ist daher ein gegenüber dem Gesamtmarkt stärkeres ESG-Exposure bei gleichzeitig etwas günstigerem Rendite-Risiko-Profil darstellbar. Für die Perspektive einer langfristigen risikobereinigten Outperformance bei gleichzeitiger Steigerung des ESG-Exposures bietet sich die Kombination von ESG-Investmentansätzen mit ausgewählten Smart Beta-Strategien an.

manfred.bucher@bayernlb.de

¹⁴ Zur Relevanz einzelner ESG-Kriterien in verschiedenen Branchen siehe auch die Materiality Map des Sustainability Accounting Standards Board (SASB): <https://materiality.sasb.org/>

¹⁵ Zur Verknüpfung von Smart Beta mit ESG siehe auch Teil 1 unserer Studie „Passivierung und ESG: Zwei Megatrends wachsen zusammen“ S. 10 ff.

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751; Sekretariat

Ingo Bothner, -21787; Medienfachwirt, Business Management

Christoph Gmeinwieser, -27053; CIA, Business Management

Volkswirtschaft

Dr. Stefan Kipar, -27346

Euro-Raum, EZB, Deutschland

Manuel Andersch, -27448

G10-Währungen, UK, Schweiz

Charlotte Heck-Parsch, -23929

USA/Fed

Wolfgang Kiener, -27058

G10- & MOE-Währungen

Andreas Speer, -21305

Rohstoffe

Dr. Sebastian Schnejdar, -26386

Immobilien

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siply, -21307

Länderrisikoanalyse

Dr. Alexander Kalb, -22858

Westeuropa, Südamerika

Manuel Schimm, -26845

Asien, Nordamerika,

Gebhard Stadler, -28891

Osteuropa/GUS, Mittelamerika,

Verena Strobel, -21320

Naher und Mittlerer Osten, Afrika

Branchenanalyse

Wolfgang Linder, -21321

Auto, Chemie, Pharma, Luftfahrt, Rohstoffe & Stahl,

Öl & Gas, Transportation

Thomas Peiß, -28487

Bau, Elektroindustrie, Maschinenbau, Versorger,

Telekom, Medien, Handel

Investment Research

Dr. Johannes Mayr -21859

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger, CFA, -24877

Asja Hossain, CFA, -27065

Dr. Norbert Wuthe, -27209

Covereds & Financials

Alfred Anner, CEFA, -27072

Covered Bonds

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873

Versicherungen

Georg Meßner, CFA, -26396

Banken

Emanuel Teuber, -27070

Covered Bonds

Stefan Voß, -21808

Banken

Credits

Pia Ahrens, -25727

Corporate Bonds & SSD, Strategie

Matthias Gmeinwieser, CIA, -26323

Corporate Bonds & SSD

Miraji Othman, -25888

Strategie

Christian Strätz, CEFA, CIA, -27068

Corporate Bonds & SSD

Aktienmarkt

Manfred Bucher, CFA, -21713

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber, -21780

Value Investing & Behavioral Finance

Dieter Münchow, -23384

Aktien & Strategie

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 12.06.2019. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Impressum

Megatrend Passivierung
abgeschlossen am: 12. Juni 2019

BayernLB Research
Bayerische Landesbank
80277 München (Briefadresse)
E-Mail: research@bayernlb.de

Leitung:
Dr. Jürgen Michels, Telefon 089 2171-21750

Redaktion:
Manfred Bucher, CFA, Telefon 089 2171-21713

Layout & Grafik:
Ingo Bothner, Telefon 089 2171-21787



Manfred Bucher, CFA
Senior Analyst Aktienstrategie
Telefon: 089 2171-21713
manfred.bucher@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Briener Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de