

Autor: Jan Rabe

November 2020

Der ESG-Trend – fundamental gerechtfertigt oder Hype?

Angesichts der zunehmend nachhaltigen Ausrichtung von Kapitalanlagen schichten zahlreiche Anleger ihre investierten Vermögenswerte um. Als Gradmesser für nachhaltige Unternehmensführung haben sich nach intensiver Konsolidierungsphase wenige ESG-Ratingagenturen als Meinungsmacher etabliert. Entgegen aller Kritik aus der Fondsmanagementindustrie an entsprechenden Bewertungskonzepten, wächst der Einfluss dieser Beurteilungen stetig auf Anlageentscheidungen im Portfoliomanagement.¹

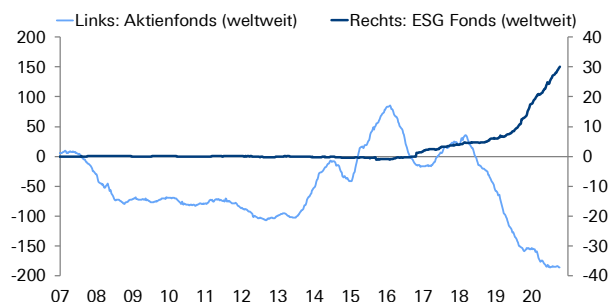
Die Einzeltitelauswahl erfolgt somit stärker nach ESG-Kriterien. Dadurch sind für einige Titel bereits beachtliche Bewertungsprämien entstanden, die sich von der fundamentalen Ertragskraft der Unternehmen entkoppelt haben – was auf eine Übertreibung hindeuten könnte. Wie sich dies auf den Wettbewerb zwischen Unternehmen bei der Finanzierung über Kapitalmärkte auswirkt, erläutern wir in dieser Ausgabe.

Kapitalflut: ESG-Fonds mit exponentiellem Wachstum

Wann immer Kapital in exponentiellem Ausmaß und innerhalb kurzer Zeit in eine Ecke des Marktes strömt, besteht die Gefahr, dass sich Marktpreise und fundamentale Unternehmensbewertungskennzahlen entkoppeln. Dieses Phänomen lässt sich aktuell am Trend „nachhaltige Kapitalanlage“ in der Finanzindustrie zeigen.

Während Aktienfonds über die vergangenen drei Jahre massive Mittelabflüsse verzeichneten, flossen gewaltige Summen in nachhaltig deklarierte Finanzprodukte (Abb. 1). Diese haben meist die Schlagwörter „ESG“² oder „Nachhaltigkeit“ im Titel. Andere knüpfen mit ihren Investmentansätzen verstärkt an diesen Themen an.

Abb. 1: Mittelzuflüsse in ESG-Fonds steigen rasant an
Nettokapitalflüsse in Aktienfonds, weltweit, in Mrd. USD



Quellen: FactSet, Refinitiv, Bloomberg Finance LP, Metzler

Die Ergebnisse aktueller und repräsentativer Umfragen unter institutionellen Anlegern lassen vermuten, dass eine Trendumkehr dieser Mittelzuflüsse in naher Zukunft nicht absehbar ist.³ Mehr als drei Viertel aller Befragten gaben an, bis 2022 keine Produkte mehr zu kaufen, die ESG-Vorgaben nicht erfüllen.

Hinzu kommt, dass aktuelle Bestrebungen in der Finanzmarktregulierung, beispielsweise im Rahmen der geplanten EU-Taxonomie ab 2021, diesen Umschwung fördern. Einerseits ist ein einheitliches Verständnis rund um „nachhaltige unternehmerische Aktivitäten“⁴ zu begrüßen, um dem Missbrauch des Begriffs in der Finanzindustrie vorzubeugen. Andererseits führt diese Standardisierung zu einem stark konzentrierten Kapitalfluss in Wertpapiere entsprechend konformer Emittenten.

Liquidität fließt vor allem in Börsenschwergewichte

Was bedeutet das für die Kapitalanlage und die Finanzierung von Unternehmen über den Kapitalmarkt? Unsere Analysen deuten darauf hin, dass insbesondere Titel mit hoher Marktkapitalisierung und von führenden Ratingagenturen als nachhaltig eingestufte Emittenten von Wertpapieren davon profitieren werden.

Denn durch deren Größe eignen sich solche Titel besonders, um aggregierte ESG-Portfoliobewertungen gegenüber Vergleichsindizes zu stärken – auch wenn Portfolios in der Breite kein ESG-konformes Bild ausweisen können.

¹ Rabe, J. (2020), Metzler Asset Management GmbH: „Nachhaltige Kapitalanlage wird zum Anlagestandard“

² ESG steht für Environment, Social and Governance (zu Deutsch: Umwelt, Soziales und Unternehmensführung)

³ PWC (Oktober 2020): The growth opportunity of the century

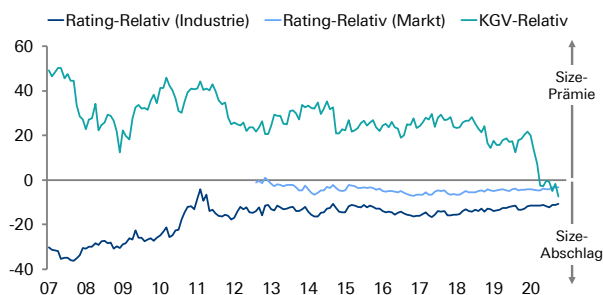
⁴ Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020

ESG: strategie

Im Umkehrschluss haben dann Emittenten von Wertpapieren das Nachsehen, deren Marktkapitalisierung niedriger ist: Der Zufluss an Liquidität in die „gewichtigen“ Titel hat implizit zur Folge, dass die Kapitalkosten der kleineren Unternehmen relativ zu denen großer Wettbewerber steigen, was zu einem Nachteil führt.

Aufgrund fehlender Ressourcen sind kleinere Unternehmen meist nicht in der Lage, umfangreiche Nachhaltigkeitskampagnen zu finanzieren und schneiden so bei ESG-Bewertungen oft schlechter ab als ihre schwergewichtigen Wettbewerber. Dies könnte neben der steigenden ökonomischen Unsicherheit, die Risikobereitschaft von Anlegern belastet, und fallenden Referenzzinssätzen, die die Nachfrage nach Dividendenstarken Titeln stärkt, seit 2007 zum Verfall der KGV-Bewertungsprämie der Börsenzweige gegenüber marktkapitalisierungsstarken Titeln beigetragen haben (Abb. 2).

Abb. 2: Begünstigen strukturell schwächere ESG-Ratings den Verfall der „Size-Bewertungsprämie“ bei EU-Aktien? Relativer 12-Monats-Forward-KGV-Bewertungsmultiplikator



Bemerkung: „Rating-Relativ (Industrie)“ bezieht sich auf industriespezifische ESG-Bewertungen. „Rating-Relativ (Markt)“ bezieht sich auf branchenübergreifende ESG-Bewertungen. Die Berechnungen basieren auf Durchschnittsgewichten.

Quellen: MSCI ESG Research, Refinitiv, Metzler

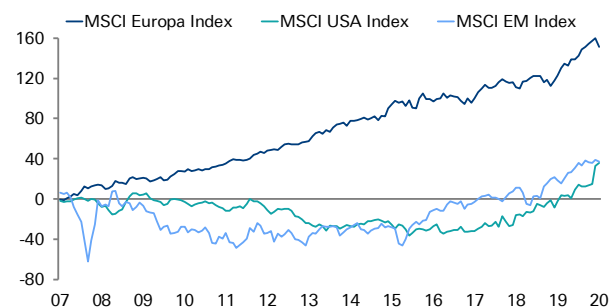
Auf den ersten Blick: Kapitalmärkte differenzieren nach ESG-Kriterien führender Ratingagenturen

Nach wie vor behaupten einige Marktteilnehmer, dass eine nachhaltige Kapitalanlage die Einzeltitelauswahl zu stark einschränkt und so Rendite-Risiko-Profile von Portfolios belastet. Diese Schlussfolgerung basiert jedoch einzig und allein auf einem breit angelegten Katalog von Ausschlusskriterien in einem Anlageuniversum. Anlagechancen durch alternative Ansätze berücksichtigen sie hierbei nicht. Denn sobald Investmentmanager ESG-Faktoren systematisch bei der Analyse von Wert-

papieren berücksichtigen – also die sogenannte ESG-Integration mit einbeziehen – zeigt sich, dass der Einfluss des Kapitalstroms, der durch führende Ratingagenturen vorbildlich nachhaltig bewerteten Emittenten von Wertpapieren zufließt, bereits zu signifikanten Überschussrenditen beigetragen hat. Wir beobachten, dass im Europäischen Aktienmarkt seit etwa 15 Jahren verstärkt nach ESG-Ratings differenziert wird, um Portfolios nachhaltig auszurichten (Abb. 3). Besonders zwei Aspekte sind dafür verantwortlich:

- Europa war 2018 Spitzenreiter – hier waren 46 % aller verwalteten Vermögenswerte unter Nachhaltigkeitsaspekten investiert – vor den USA (39 %), Asien (9 %) und Kanada (6 %).⁵
- Europa war zwischen 2000 und 2020 weltweit für zwei Drittel aller Regulierungen, die in Bezug auf eine nachhaltige Kapitalanlage implementiert wurden, verantwortlich.⁶ Der Druck auf europäische Unternehmen hat sich dadurch erhöht, verstärkt in die nachhaltige Ausrichtung ihrer Geschäftsmodelle zu investieren, was sich in durchschnittlich besseren ESG-Bewertungen führender Anbieter zeigt.

Abb. 3: Globale Aktien – Differenzierung nach ESG-Ratings Bruttorenditen in USD: Quantil 1 vs. Quantil 5; Q1 2007 = 0



Bemerkung: Es wird ein industriespezifisches ESG-Rating zugrunde gelegt. Die Berechnungen basieren auf einem monatlichen Rebalancing der Portfolios.

Quellen: MSCI ESG Research, Refinitiv (Alpha Testing), Metzler

Eine nähere Betrachtung des Index MSCI Europa zeigt, dass in erster Linie das aggregierte (industriespezifische) ESG-Rating die stärksten und stabilsten Überschussrenditen lieferte – und nicht die Kategorien Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung für sich betrachtet (Abb. 4). Seit 2007 hätte die Differenzierung nach dem aggregierten ESG-Rating gut 10 Prozentpunkte p. a. gebracht.

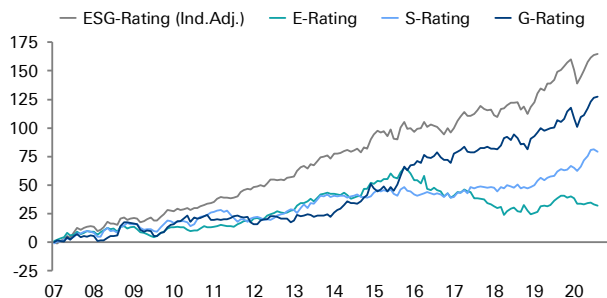
⁵ Global Sustainable Investment Review (2018)

⁶ United Nations Responsible Regulation Map (2020)

ESG: strategie

Ein Blick auf die Ergebnisse der einzelnen ESG-Kategorien Umwelt, Soziales und Unternehmensführung lohnt dennoch. Hier wird deutlich, dass vor allem eine Differenzierung nach Aspekten der guten Unternehmensführung am profitabelsten gewesen wäre; weit vor der Differenzierung nach allein sozialen oder ökologischen Gesichtspunkten.

**Abb. 4: EU-Aktien – Differenzierung nach einzelnen ESG-Kategorien Umwelt, Soziales und Unternehmensführung
Bruttorenditen in EUR: Quantil 1 vs. Quantil 5; Q1 2007 = 0**



Bemerkung: Es wird ein industriespezifisches ESG-Rating zugrunde gelegt. Die Berechnungen basieren auf einem monatlichen Rebalancing der Portfolios.
Quellen: MSCI ESG Research, Refinitiv (Alpha Testing), Metzler

Auf den zweiten Blick: Die EU ESG-Überschussrendite in Kennzahlen der Unternehmensbewertung übersetzt

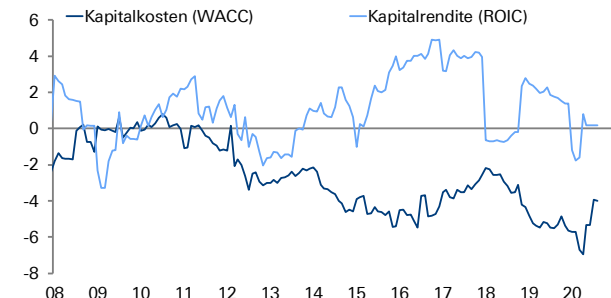
Lässt sich diese Überschussrendite der als nachhaltig eingestuften Unternehmen durch die fundamentale Ertragskraft erklären, oder handelt es sich vielmehr um eine Überbewertung? Dies lässt sich mithilfe des Kernelements einer jeden Unternehmensbewertung beantworten: der Produktivität des Kapitals.⁷

Hierzu unterteilen wir das europäische Aktienuniversum zunächst auf Basis des Proxy-Faktors für nachhaltige Unternehmensführung – dem ESG-Rating – in Quantile. Die stärksten 20 % der Titel repräsentieren hierbei Quantil 1 und die schwächsten 20 % Quantil 5. Mithilfe eines „Long (Q1) – Short (Q5)“-Portfolios wird die relative Stärke einer solchen Differenzierung messbar.

So lässt sich zeigen, dass die Gruppe der unter ESG-Kriterien als vorbildlich bewerteten Titel des Universums von 2007 bis 2020 im Mittel eine 1 %-Punkt höhere Kapitalrendite erwirtschaftete (hellblaue Linie in Abb. 5).

Während dieser Renditevorteil über die Zeit lediglich um seinen Mittelwert schwankte, beobachten wir beim Vergleich der Kapitalkosten einen beeindruckenden Trend (dunkelblaue Linie in Abb. 5). So konnten sich als vorbildlich nachhaltig bewertete Titel zu stetig günstigeren Konditionen finanzieren als ihre direkten Wettbewerber und erlangten so einen Wettbewerbsvorteil.

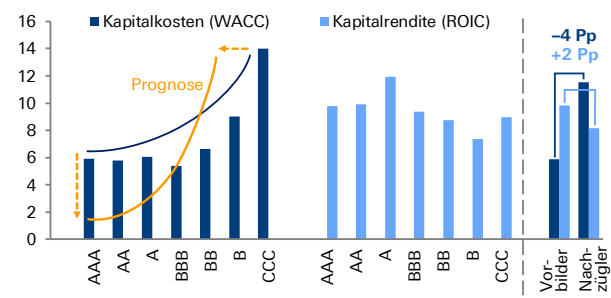
**Abb. 5: Erhebliche Kapitalkostenvorteile für Unternehmen, die unter ESG-Aspekten als vorbildlich bewertet werden
Vergleich: Kapitalproduktivität zwischen Quantil 1/5, %-Pkt)**



Bemerkung: Es wird ein industriespezifisches ESG-Rating zugrunde gelegt. Die Berechnungen basieren auf einem monatlichen Rebalancing der Portfolios. Die Kapitalkosten berechnen sich auf Basis des Weighted Average Cost of Capital (WACC). Die Kapitalrendite wird als Return on Invested Capital (ROIC) berechnet.
Quellen: MSCI ESG Research, Refinitiv (Alpha Testing), Metzler

Je stärker Portfoliomanager ESG-Nachzügler aus ihrem Anlageuniversum ausgrenzen und ESG-Vorbilder präferieren, desto steiler wird die Kurve, die diesen Zusammenhang beschreibt (Abb. 6).

**Abb. 6: Kapitalkostenvorteile der ESG-Vorbilder steigen
Kapitalkosten und -rendite sortiert nach ESG-Ratings**



Quellen: MSCI ESG Research, Refinitiv (Alpha Testing), Metzler

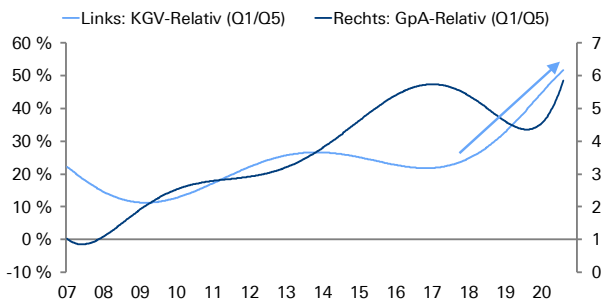
Durch den Kapitalkostenvorteil wurden mehr Investitionen dieser Unternehmen rentabel, was wiederum stärkeres Umsatzwachstum und – durch die Realisierung von Skaleneffekten – höhere Profitabilität ermöglichte.

⁷ Erwirtschaftet ein Unternehmen Renditen auf das eingesetzte Kapital oberhalb der Kosten, die es zur Beschaffung der dafür erforderlichen Mittel aufbringen muss, wird ein ökonomischer Mehrwert geschaffen – das produktive Kapital. Gelingt dies nicht, erschwert dies über die Zeit die Refinanzierung und führt unweigerlich in den Bankrott – unproduktives Kapital.

ESG: strategie

So konnten Marktanteile gesteigert und die Kapitalallokation gestärkt werden – je nach Unternehmenspolitik in Richtung Wachstum, dem Bedienen ausstehender Schulden oder Ausschüttungen in Form von Dividenden an Aktionäre. Dies hat seit 2007 zu einem sechsfach stärkeren Gewinn-pro-Aktie-Profil der ESG-Vorbilder gegenüber Nachzüglern beigetragen. Darüber hinaus verdoppelte sich seit 2017 die KGV-Bewertungsprämie von Unternehmenstiteln mit stärkeren ESG-Profilen gegenüber denen der ESG-Nachzügler von durchschnittlich 25 % (2007–2017) auf 50 % (Abb. 7).

Abb. 7: Inflation der ESG-Bewertungsprämie bei EU-Aktien
Relative Performance: ESG-Vorbilder ggü. Nachzüglern



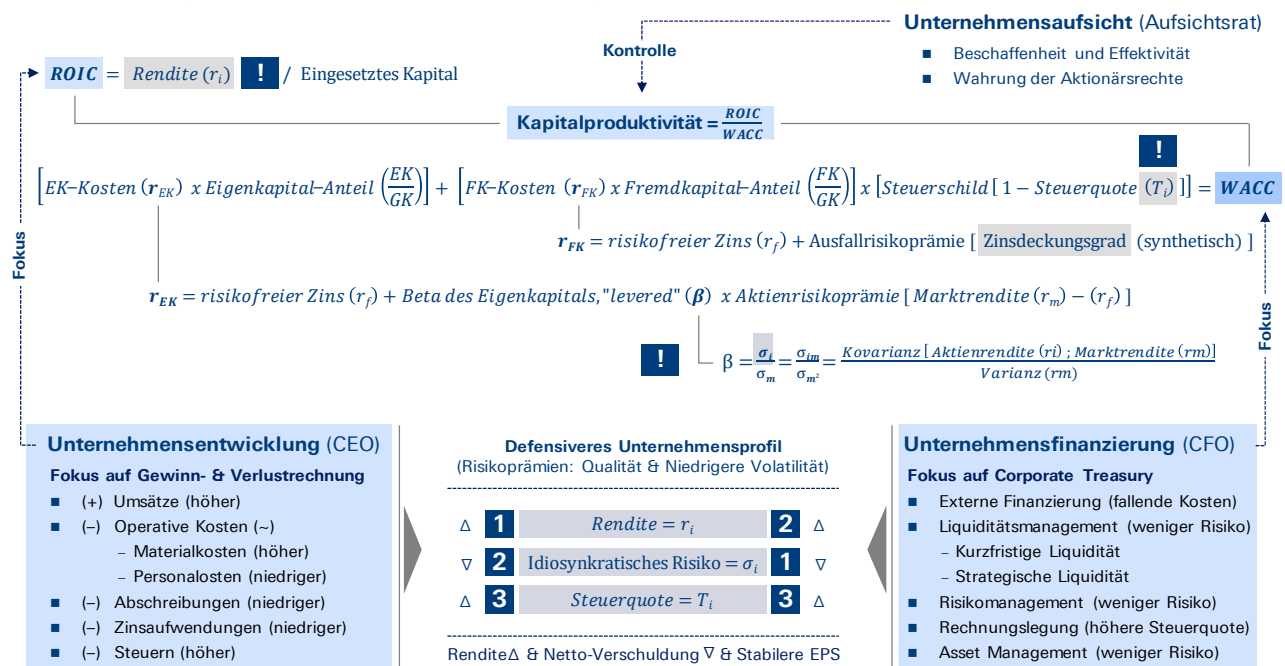
Bemerkung: Die Daten basieren auf Schätzungen des I/B/E/S-Analystenkonsensus. Ergebnisse werden als Trends der ursprünglichen Datenreihen dargestellt.
Quellen: MSCI ESG Research, Refinitiv (Alpha Testing), I/B/E/S, Metzler

Fazit: Drei mögliche Gründe für den extremen Anstieg

Ein ökonomisches Verständnis um nachhaltige Unternehmensführung (Abb. 8) impliziert drei Gründe, die den Anstieg der KGV-Prämie erklären könnten:

- **Gestiegene Renditeerwartungen der Anleger?**
Auf Basis unserer Berechnungen ließ sich kein Trend in die eine oder andere Richtung für diesen Faktor beobachten. Wir erwarten nicht, dass sich dies in naher Zukunft ändern wird (s. Abb. 5).
- **Gesunkene unternehmensspezifische Risiken?**
Auch wenn Geschäftsmodelle der ESG-Vorbilder defensiver als die der Nachzügler sind, bezweifeln wir, dass allein die gestiegene ökonomische Unsicherheit diesen Anstieg hinreichend erklärt.
- **Eine nachfragebedingte Kapitalflut?**
Die Liquiditätszunahme haben wir für den Zeitraum seit 2017 festgestellt (vergleiche Abb. 1 auf Seite 1). Da wir erwarten, dass sich die nachhaltige Kapitalanlage mit starkem Fokus auf ESG-Ratings führender Anbieter als Investmentstandard etablieren wird, sollte der Kapitalstrom weiter in Richtung vorbildlich bewerteter Unternehmen fließen und so die Bewertungsprämie weiter aufblähen.

Abb. 8: Nachhaltige Unternehmensführung und Bewertung



Quelle: Metzler

ESG:strategie

Ihre Ansprechpartner

Sustainable Investment Office



Daniel Sailer
ESG Advisory
Daniel.Sailer@metzler.com



Jan Rabe
ESG Integration
Jan.Rabe@metzler.com



Philipp Linke
ESG Reporting
PLinke@metzler.com

Signatory of:



Assessment Report 2020

5 x A+

Bestnoten für Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Sustainable Investment Office
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Philipp Linke Telefon (+49 - 69) 21 04 - 11 05
Jan Rabe Telefon (+49 - 69) 21 04 - 16 32
Daniel Sailer Telefon (+49 - 69) 21 04 - 16 27
sustainableinvestments@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Weitere Informationen
auf unserer Webseite:



**Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH.
Information für professionelle Kunden – keine Weitergabe an Privatkunden.**

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen.

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, der geltenden wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat. Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Vielfalt ist uns wichtig: Daher legen wir Wert darauf und betonen ausdrücklich, dass wir mit unseren Informationen alle Menschen gleichberechtigt ansprechen. Wenn wir im Text männliche Bezeichnungen für Menschen und Positionen verwenden, dient das allein dazu, den Lesefluss für Sie zu vereinfachen.