

NACHHALTIGKEIT

Anders als gedacht

Blüte:
unerwartete Kurstreiber
bei ESG-Indizes

Eine aktuelle Untersuchung erklärt, warum ESG-Indizes in den vergangenen Jahren oft den Gesamtmarkt schlagen konnten. Die Ergebnisse dieser Analyse dürften viele überraschen

von **OLIVIER SOULIAC**

Die Widerstandsfähigkeit von ESG-Indizes während der Covid-19-Krise hat zwar für viel Aufmerksamkeit gesorgt. Bei genauerem Hinsehen war diese Stärke aber nur die Fortsetzung und sogar die Verstärkung eines längerfristigen Trends. Viele Anleger und Experten sind sich jedoch uneins, worauf der Unterschied in der Performance zwischen ESG-Indizes und den entsprechenden Basis-Benchmarks zurückzuführen ist. Ursachen könnten Herdeneffekte aufgrund der hohen Zuflüsse sein, Sektorenabweichungen, die Vermeidung von Risiken oder die finanzielle Stärke von Unternehmen mit höherem ESG-Rating.

Umfassende Untersuchung. Um der Sache auf den Grund zu gehen, haben wir ausgewertet, welche Faktoren zwischen 2015 und 2020 für die Wertentwicklung und die verschiedenen Risikomaße bei den ESG-Indizes verantwortlich waren. Im Detail basiert die Analyse auf historischen Indexbeständen und MSCI-ESG-Daten. Hierfür haben wir die MSCI-Low-Carbon-SRI-Leaders-Indizes als repräsentative „dunkelgrüne“ ESG-Indizes ausgewählt. Diese Indexserie stellt unserer Ansicht nach einen guten Mittelweg dar. Denn breite ESG-Indizes mit geringer Abweichung vom Basisindex, die minimale Ausschlussquoten bezüglich kontroverser Aktivitäten aufweisen, passen für viele Investoren, die Wert auf nachhaltige Kapitalanlage legen, nicht. Auf der anderen Seite sind übermäßig strenge Indizes oft sehr konzentriert und in einzelnen Ländern nur eingeschränkt einsetzbar.

Um es vorwegzunehmen, ein zentrales Ergebnis unserer Analyse: Es gibt nicht nur einen, son-

dern zahlreiche Treiber für die gute Entwicklung der ESG-Indizes. Die beobachtete langfristige Outperformance zwischen 2015 und 2020 ist auf das gemeinsame Wirken von Sektor-, Style- und Länderfaktoren zurückzuführen. Diese Hauptpfeiler verschaffen Anlegern eine Outperformance bei einem moderaten Tracking Error.

Die wichtigsten Renditetreiber

Blicken wir zunächst genauer auf die Sektorallokation. Hier bestätigt eine Attributionsanalyse die Rolle der Übergewichtung von Aktien aus dem Sektor Informationstechnologie (IT) und der Untergewichtung des Energiesektors für die relative Wertentwicklung der ESG-Indizes. Weiter gibt es Hinweise auf eine positive Auswirkung durch die Selektion innerhalb von Finanz- und Industrierwerten, die mit der ESG-Auswahl verbunden sein könnten. Wenn man jedoch diese Analyse für Europa und die Schwellenländer wiederholt, finden wir dort keinen wesentlichen Effekt der Sektorallokation auf die ESG-Index-Performance. Die Sektorallokation wirkt hauptsächlich am amerikanischen Aktienmarkt. Dort dominieren die Sektoren IT und Energie und ihr Performance-Beitrag über den untersuchten 5-Jahres-Zeitraum war robust.

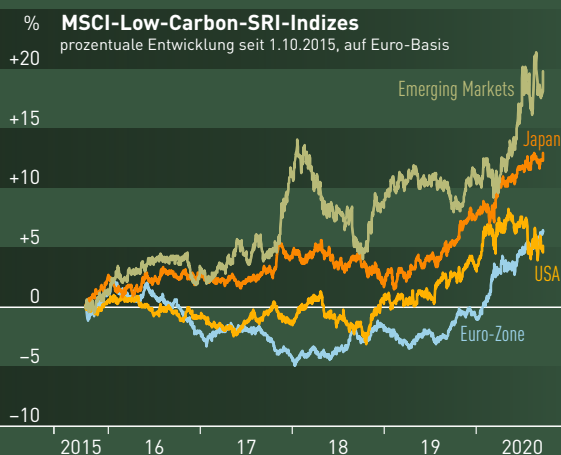
Neben den Sektoren wurden auch die Beiträge von Anlagestilen wie Quality, Growth oder Momentum zur ESG-Outperformance analysiert. Die Ergebnisse weisen auf zwei wesentliche Erkenntnisse hin: Zum einen ist eine Verschiebung hin zu Werten mit Quality-Merkmalen in allen regionalen Indizes vorhanden. Genauer gesagt, weisen entsprechende Einzeltitel einen geringeren Verschuldungsgrad,

>>>

NACHHALTIGKEIT

Mehr Rendite

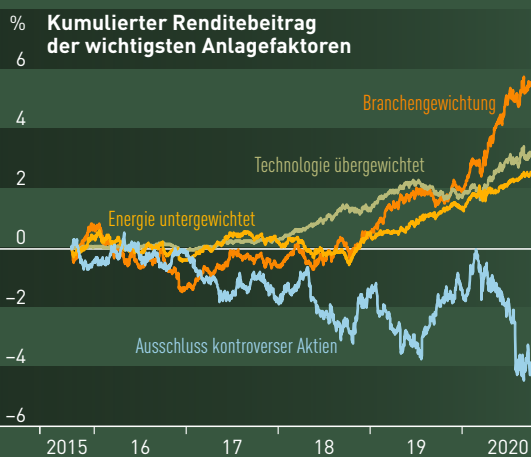
ESG-Indizes entwickelten sich zuletzt häufig besser als traditionelle Indizes. Doch in der Vergangenheit war das nicht in allen Märkten der Fall. Das zeigt ein Vergleich der Wertentwicklung der MSCI-Low-Carbon-SRI-Indizes mit der ihres jeweiligen MSCI-Basis-Index. Besonders deutlich war die bessere Entwicklung des SRI-Index in den Schwellenländern, weniger ausgeprägt war der Vorsprung in Europa und Japan.



Quelle: DWS Research

Die richtigen Branchen

Der wichtigste Grund für die bessere Entwicklung des Welt-SRI-Index war seine abweichende Branchengewichtung. Auch der Anlagestil, z. B. mehr Qualitätsaktien, spielte zuletzt eine Rolle. Die Selektion bzw. die Begrenzung der Indextitel auf Aktien mit hohen ESG-Rating wirkte dagegen negativ auf die Wertentwicklung, weil einige der größten Kursraketen durch das ESG-Raster fielen.



Quelle: DWS Research

eine höhere Rentabilität und eine größere Ertragsstabilität auf. In allen betrachteten Regionen haben diese Verschiebungen zu Überrenditen geführt. Dies deutet auf einen tief verankerten Bias in ESG-Ansätzen zum Quality-Faktor hin.

Eine zweite wichtige Erkenntnis bei der Analyse der Anlagestile ist, dass sich unterm Strich im ESG-Index die Faktorgewichtungen nicht stark geändert haben, aber dass ein relativ hoher Beitrag zur Performance festzustellen ist. Dies liegt daran, dass sie in bestimmten Segmenten des Index zwar deutlich ersichtlich sind, sich aber über den Index hinweg wieder ausgleichen: Dies ist zum Beispiel der Fall beim Size-Faktor im US-amerikanischen IT-Segment oder beim Growth-, Momentum- und High-Volatility-Faktor bei zyklischen Konsumwerten in Schwellenländern.

Überraschende Erkenntnis. Somit kann ein signifikanter Teil der ESG-Outperformance diesen genannten Sektor- und Faktorverschiebungen zugeschrieben werden. Dennoch wäre eine Analyse der Wertentwicklung ohne eine Diskussion der Selektionseffekte unvollständig. ESG-Indizes unterscheiden sich schließlich in der Aktienausswahl zum Teil erheblich von den Ausgangsindizes. Überraschenderweise stellen wir für den Beobachtungszeitraum dabei negative Selektionseffekte fest.

Eine genauere Analyse der MSCI-Low-Carbon SRI-Leaders-Indizes zeigt aber, dass diese negativen Selektionsergebnisse auf drei Sektoren zurückzuführen sind: das Gesundheitswesen, zyklische Konsumgüter und IT – alle drei gehören zu den Sektoren mit der besten Performance im Beobachtungszeitraum. Wir stellen fest, dass der Großteil des negativen Selektionseffekts in diesen Sektoren mit dem Ausschluss ausgewählter „Megacaps“ in diesen Sektoren verbunden ist. Solche Selektionseffekte sind besonders ausgeprägt in Indizes mit größerer Performance-Streuung, wie zum Beispiel in den USA und in den Schwellenländern, weniger jedoch in Europa und Japan. Insgesamt trat die bessere relative Wertentwicklung von ESG-Benchmarks gegenüber US- und globalen Aktienindizes somit entgegen vielen Erwartungen nicht wegen, sondern trotz dieser Selektionseffekte auf.

Zum Abschluss sollen noch die wichtigsten Säulen der Indexkonstruktion betrachtet werden: ESG-Rating, Aktivitäten- und Kontroversenfilter. Dabei haben ESG-Ratings eine zentrale Funktion in den Auswahlkriterien eines ESG-Index. Unsere Analyse zeigt, dass die Aufnahme von Unternehmen mit höheren ESG-Ratings zu einer Verschiebung hin zu

Qualitätstiteln führt, mit einem klaren Trend zu profitableren, weniger fremdfinanzierten Titeln.

Der Anteil an ausgeschlossenen Titeln in verschiedenen Sektoren ist in einem „dunkelgrünen“ Index dabei unterschiedlich hoch. Diese Ausschlüsse führen typischerweise zu einer Untergewichtung zum Beispiel bei Basiskonsumgütern, Industrierwerten und Energie. Die beiden wichtigsten Ursachen für die Ausschlüsse sind Kontroversen- und Aktivitätsscreens (Revenue/Carbon Screens). Das heißt, es handelt sich um Filter, die auf den Einnahmen aus bestimmten Aktivitäten basieren. In der hier betrachteten Indexserie MSCI-Low-Carbon-SRI-Leaders-Indizes geht es zusätzlich um die potenziellen oder effektiven Kohlendioxidemissionen, die durch solche Aktivitäten entstehen.

Der Grund für Ausschlüsse in einem „dunkelgrünen“ Index ist häufig die Beteiligung an kritischen Aktivitäten wie beispielsweise Tabak, Alkohol, Glücksspiel, kontroversen Waffen und zivilen Schusswaffen. Eine andere Ursache ist ein bestimmter Umsatzanteil bei Atomkraft, Brennkohle, unkonventioneller Öl- und Gasförderung sowie CO₂-emissionsintensiven und potenziell emissionsintensiven Aktivitäten. Insbesondere diese Ausschlüsse aufgrund von Aktivitäten sind ein Haupttreiber von Über- und Untergewichten in Sektoren. Wir würden argumentieren, dass diese Verschiebungen keine unbeabsichtigten Resultate, sondern die Kernziele der ESG-Methodik sind: Insbesondere angesichts des verstärkten Fokus auf potenzielle Emissionen und fossile Brennstoffreserven ist eine solche Verschiebung der Sektorgewichtungen sogar für viele Investoren wünschenswert.

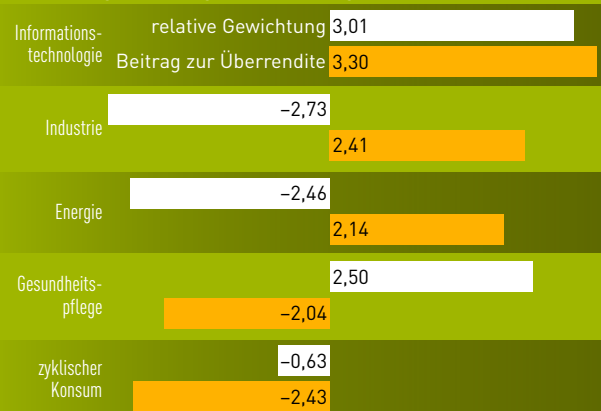
Fazit. Bei der Investition in einen „dunkelgrünen“ ESG-Index geht es darum, etwas zu bewirken. Dies bedeutet, einen Active Share aufzubauen, durch Titelausschlüsse und durch strukturelle Verschiebungen. Je „dunkelgrüner“ ein Investment, desto höher ist der aktive Anteil und desto relevanter ist die Frage nach möglichen unerwünschten Nebenwirkungen. Unser Ergebnis legt nahe, dass zum gegenwärtigen Zeitpunkt alle Verschiebungen als notwendig angesehen werden können, da sie eine direkte Ursache im ESG-Regelwerk haben. Entgegen gängigen Interpretationen stellen wir fest, dass eine Outperformance der Indizes nicht nur durch Selektionseffekte, sondern auch durch strukturelle Verschiebungen und Style-Faktoren erzeugt werden kann. Wir kommen daher zu dem Schluss, dass die Reduzierung von ESG auf einen Faktor der Komplexität einer ESG-Indexmethodik nicht gerecht wird.



Zahlreiche Filter

Verschiedene Faktoren führen bei ESG-Indizes zum Ausschluss bestimmter Aktien. Je nach Branche wirken verschiedene Filter. Bei den MSCI-Low-Carbon-SRI-Leaders-Indizes werden oft Unternehmen ausgeschlossen, weil sie in kontroversen Bereichen Umsätze erzielen. In einigen Branchen, z. B. bei Aktien der Informationstechnologie, sind jedoch andere Filter einflussreicher, vor allem die Best-in-Class-Regel.

Sektorengewichtungen und Beitrag zur Überrendite in Prozent



Quelle: DWS Research

DER AUTOR



OLIVIER SOULIAC
ist bei der Fondsgesellschaft DWS Analyst für passive Anlagestrategien