

Wie sogenannte "ESG-Nachzügler" Alpha generieren können

Oktober 2022

GIAM ESG, Macro & Market Research

Unternehmen, die eine schlechte ESG-Bewertung aufweisen, jedoch auf dem Weg sind, Verbesserungen umzusetzen, erzielen tendenziell eine bessere Performance als Unternehmen mit einer statischen ESG-Bilanz, so die Investment-, ESG- und Research-Teams der Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio (GIAM).

- **Wir meinen, dass es sich sowohl finanziell als auch in sozialer und ökologischer Hinsicht lohnt, sich bei sogenannten ESG-Nachzüglern einzubringen und sie dabei zu unterstützen, sich zu verbessern.**
- **Unternehmen mit schwachem, sich jedoch verbesserndem ESG-Profil tendieren dazu, im Markt- und Branchenvergleich überdurchschnittlich abzuschneiden.**
- **Ein breit aufgestelltes, erfahrenes, gemeinschaftlich arbeitendes ESG-Team, das über den gesamten Investmentprozess hinweg eingebunden ist, ist von entscheidender Bedeutung, um die ESG-Nachzügler zu identifizieren, die kurz vor einer Verbesserung stehen, und diejenigen zu meiden, bei denen dies nicht der Fall ist.**

ESG-Analyse ist das Herzstück unserer nachhaltigen Anlagestrategie. Unser Ziel ist ein tieferes Verständnis von Unternehmen, indem wir über ESG-Scores hinausgehen und einen breit gefächerten und detaillierten Analyserahmen verwenden, um Investitionschancen zu ermitteln, auch unter sogenannten „ESG-Nachzüglern“.

Gestützt auf hausinterne Analysen, kann es unserer Meinung nach eine Kombination von Finanz- und ESG-Analysen aktiven Managern ermöglichen, Unternehmen zu identifizieren, deren ESG-Score sich voraussichtlich verbessern wird und die den Markt übertreffen dürften.

Wir erweitern unser Team kontinuierlich um ESG-Analysten, um unsere Analyse- und Active-Ownership-Fähigkeiten zu stärken und unseren Kunden einen belastbaren Anlageprozess zu bieten, der ihre ESG-Ziele erfüllt und gleichzeitig Überschussrenditen erzielt.

ESG-Momentum: Warum sich verbessernde ESG-Nachzügler wichtig sind

ESG-Momentum bezieht sich darauf, wie sich die ESG-Merkmale eines Unternehmens im Laufe der Zeit ändern. Jene mit positivem Momentum verbessern ihre ESG-Praktiken. Als Beispiele wären hier wettbewerbsfähigere Kohlendioxid-

Reduktionsverpflichtungen oder eine Verbesserung der Geschlechterdiversität im Vorstand zu nennen. Unsere Untersuchungen zeigen, dass eine Verbesserung von ESG-Merkmalen sich nicht nur im Aktienkurs des Unternehmens widerspiegelt, sondern auch in seinen Finanzkennzahlen, und somit zu einem größeren langfristigen Wert für Investoren führt.

ESG-Nachzügler, die ihr ESG-Rating verbessern wollen, können verständlicherweise bei ihren Investoren auf Skepsis stoßen. Viele Investoren ziehen es vor, in Unternehmen zu investieren, die bereits eine starke ESG-Erfolgsbilanz vorweisen, um potenzielle Risiken zu senken. Das bedeutet, dass sich hier eine Chance zur Renditensteigerung bieten kann, indem man investiert, wenn ein Unternehmen sich auf die Verbesserung seines ESG-Ansatzes konzentriert, bevor der breite Markt aufholt. Deshalb sind wir bei GIAM davon überzeugt, dass es sowohl in finanzieller als auch in sozialer und ökologischer Hinsicht von besonderem Wert ist, mit ESG-Nachzüglern zusammenzuarbeiten, um sie bei der Weiterentwicklung zu unterstützen.

ESG-Score oder ESG-Momentum – was treibt Outperformance?

Treibt der ESG-Score oder das ESG-Momentum eines einzelnen Unternehmens die Outperformance, oder eine Kombination aus beiden?

Um diese Frage zu beantworten, hat unser Insurance & Asset Management Research Team die Unternehmen analysiert, die in den letzten 10

Jahren in den MSCI Europe aufgenommen wurden, in Quintile auf der Grundlage ihres Eikon Refinitiv ESG-Scores eingeteilt.

Das erste Quintil repräsentiert die untersten 20% der Unternehmen in Bezug auf ihren ESG-Wert, das fünfte die obersten 20%. Verbesserer, Unternehmen im Aufstieg von einem Quintil zum nächsten, sind nicht übermäßig selten. Im Durchschnitt berichteten etwa 16 % der Unternehmen im ersten Quintil (ca. 90, mit dem niedrigsten Score) jedes Jahr eine Verbesserung. 13,5 % konnten sich um eine Stufe verbessern (vom ersten zum zweiten Quintil) und 2,5 % um zwei Stufen (vom ersten zum dritten Quintil).

Für jedes Unternehmen kalkulierten wir die Gesamtertragsleistung über einen Zeithorizont von einem Jahr ab der Score-Publikation sowohl in absoluten Zahlen als auch im Vergleich zum MSCI Europe und der jeweiligen Branche. Dieser Ansatz sollte eine potenzielle Outperformance im Zusammenhang mit dem Konjunkturzyklus und der sektoralen Verzerrung begrenzen. Schließlich kontrollierten wir die Ergebnisse auch im Hinblick auf die Auswirkungen einer Veränderung der 12-Monats-Gewinnprognose.

Wir kamen zu dem Schluss, dass eine Kombination von aktuellem ESG-Niveau und Momentum eine vielversprechende Strategie darstellen könnte. Die Identifizierung von Nachzüglern, die ihre ESG-Bewertung verbessern wollen, könnte eine höhere Performance als der Gesamtmarkt und der Sektor erzielen, selbst wenn sie um die jeweilige relative Gewinnrevisionsdynamik korrigiert wird. Eine Steigerung um eine Stufe vom ersten Quintil (niedrigste Gesamt-ESG-Scores) im Verlauf eines Jahres führten zu einer höheren Gesamtrendite als dieselbe Steigerung vom vierten Quintil (zweithöchster ESG-Score) im Vergleich zur jeweiligen Branche der Unternehmen. Je höher der Startpunkt (Quartil) des ESG-Verbesserers, desto geringer die Outperformance.

Zu ähnlichen Resultaten kam es auch im Vergleich zum Gesamtmarkt, selbst nach Kontrolle in Bezug auf die Ertragsdynamik: die Outperformance im Zusammenhang mit einem Ein-Grad-Anstieg vom untersten Quintil ist höher als die entsprechende positive EPS-Revision (Median: +11,3 % TR gegenüber +5,7 % EPS-Veränderung).

Dieses Ergebnis kann beim Zusammenstellen von Portfolios nützlich sein, indem man eine Auswahl von Unternehmen einbezieht, die bei Standard-ESG-

Bewertung auf die hinteren Plätze verwiesen wurden, die jedoch, und das ist von entscheidender Bedeutung, von den spezialisierten Analysten oder Fondsmanagern als auf dem richtigen Weg zur Besserung beurteilt werden.

QUINTILVERÄNDERUNG DES ESG-SCORES

| MEDIAN | Rel. vs. Markt | | Rel. vs. Sektor | |
|--------------|----------------|-------|-----------------|-------|
| | 1J TR | EPS | 1J TR | EPS |
| 1. → 2. | 11,3% | 5,7% | 12,6% | 6,4% |
| 2. → 3. → 4. | 5,9% | 5,2% | 5,5% | 4,5% |
| 4. → 5. | -1,2% | 3,2% | -0,3% | 2,2% |
| 1. → 3. | 22,7% | 24,5% | 23,2% | 19,7% |
| DURCHSCHNITT | 1J TR | EPS | 1J TR | EPS |
| 1. → 2. | 10,2% | 21,7% | 11,0% | 21,1% |
| 2. → 3. → 4. | 7,2% | 6,3% | 6,3% | 2,8% |
| 4. → 5. | 0,4% | -0,8% | 0,5% | -3,7% |
| 1. → 3. | 23,7% | 22,8% | 23,1% | 21,8% |

Anmerkung: 1. Quintil = schlechteste 20% der Unternehmen nach Score; Quelle: Refinitiv, GIAM-Berechnung

Auf Kampagnen aktivistischer Investoren achten

Darüber hinaus kann Aktienanalyse zur Identifizierung potenzieller Ziele für aktivistische Investoren-Kampagnen Outperformance generieren, sofern die Kampagnen erfolgreich sind. Aktivistische Kampagnen mit Fokus auf ökologische und soziale Belange haben in den vergangenen Jahren an Dynamik gewonnen und sich in den letzten 5 Jahren im Verhältnis zur Gesamtzahl an Kampagnen verdoppelt (von 10 % zu 20 %). Ein aktivistischer Investmentansatz gegenüber ESG-Nachzüglern – neben anderen ESG-Strategien – kann zu einer spürbaren Verringerung ihres negativen ökologischen und sozialen „Fußabdrucks“ beitragen, und zugleich auch finanzielle Outperformance für Investoren generieren.

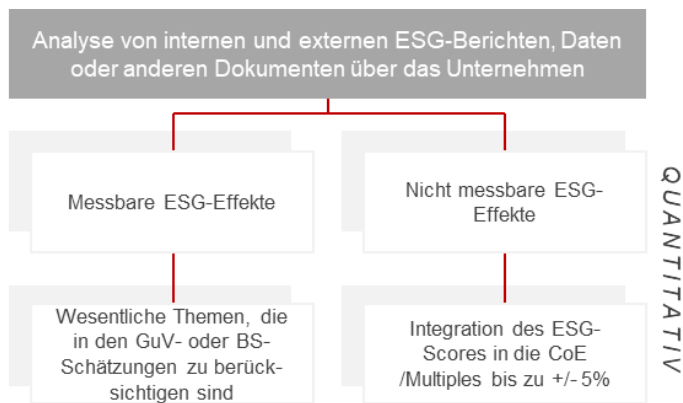
Wir haben Belege dafür im Broker Research und in akademischen Schriften gefunden – siehe neben anderen Dimson et al. (2015), Barko et al. (2021) und Naaraayanan et al. (2021) – die unsere Erkenntnisse bestätigen. Es gibt direkte Belege dafür, dass ethisches Investieren und starke Performance Hand in Hand gehen können, versichern Barke et al. in ihrer Studie. Ein Engagement von aktivistischen Anlegern scheint am einträglichsten zu sein – sowohl im Hinblick auf ESG-Performance als auch auf finanzielle

Performance – für Firmen mit vorab niedriger ESG-Performance, was nahe legt, dass diese Investoren eine wichtige Rolle dabei spielen, den Firmen zu vermitteln, wie sie ihre Ergebnisse für alle ihre Stakeholder verbessern können.

Wie integriert GIAM ESG-Kriterien?

Bei GIAM haben wir Kompetenzen in Bezug auf Active Ownership und Engagement entwickelt, die darauf abzielen die besten Investitionsgelegenheiten zu nutzen und widerstandsfähigere Portfolios mit besseren langfristigen risikobereinigten Renditen zusammenzustellen. Unsere Investmentlösungen sind jedoch weiterhin auf das Risikoprofil und die Nachhaltigkeitsanforderungen unserer Kunden abgestimmt, wobei sichergestellt wird, dass ESG stets in den Investmentprozess einbezogen ist.

Wir sind der Auffassung, dass eine Integration der ESG-Analyse Risiken aufdeckt, die eine traditionelle Finanzanalyse möglicherweise nicht erfasst. Wir haben ein eigenes Equity-ESG-Integrationsmodell entwickelt, dass zum Ziel hat, unseren Aktienauswahlprozess zu verbessern und potenzielle Investitionschancen auszumachen, darunter auch Unternehmen vom unteren Ende der aktuellen ESG-Rangliste, die sich jedoch auf einem guten Weg zur Verbesserung ihrer ESG-Performance befinden.



Potenzial für die Anwendung zusätzlicher Prämien/Abschläge auf den Zielpreis durch Einbeziehen weiterer Elemente (z. B. sehr schwache Performance des Unternehmens in manchen Punkten oder andere jüngste Meldungen).

Bei der Analyse einer Aktienbeteiligung können Investoren Finanzprognosen (wie etwa Einnahmen, Betriebskosten, Buchwert und Investitionsausgaben) und/oder Parameter des Bewertungsmodells anpassen, um die erwartete Auswirkung von ESG-Faktoren widerzuspiegeln.

Die Wesentlichkeit der ESG-Auswirkungen kann je nach Unternehmensbranche unterschiedlich ausfallen

– ein Ölkonzern beispielsweise sieht sich eher mit Umweltbelangen konfrontiert, ein Einzelhandelsunternehmen mehr mit sozialen Themen. Über die Identifizierung branchenrelevanter ESG-Kennzahlen hinaus kann die vergangene und künftige Strategie eines Unternehmens, in das investiert wird, dessen außerfinanzielles Verhalten beeinflussen. Daher ist es wichtig, eine genaue Vorstellung von der Relevanz von ESG auf Branchen- und Unternehmensebene zu haben.

Unser 2-stufiger ESG-Integrationsprozess

GIAMs Equity-ESG-Integrationsprozess untersucht mittels eines zwei-Stufen-Ansatzes erstens die relevanten Auswirkungen von ESG-Faktoren, die in die Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz des Unternehmens eingebettet werden können, und zweitens wie die Parameter des Bewertungsmodells so anzupassen sind, dass sie die Gesamt-ESG-Bewertung des investierten Unternehmens berücksichtigen.

Die erste Stufe ist eine qualitative Analyse. In dieser Phase sammelt und identifiziert der Aktienportfoliomanager mittels interner und externer Recherche wesentliche Faktoren mit wahrscheinlichen finanziellen und quantifizierbaren Auswirkungen. Die Bilanz oder Gewinn- und Verlustrechnung des Unternehmens wird entsprechend angepasst.

Beispiele für wesentliche Faktoren sind: die Umsätze beeinflussende Schädigung des Rufes, schwebende Rechtsstreitigkeiten, starke Abhängigkeit von knappen Rohstoffen.

Wenn keine wesentlichen Belange vorliegen, die direkt in die Finanzprognosen auf Branchen- oder Unternehmensniveau einbezogen werden müssen, führt der Portfoliomanager nur den zweiten Teil des Prozesses durch. Dieser ist mehr quantitativ ausgerichtet und berücksichtigt die ESG-Bewertung des Unternehmens. Diese zweite Stufe umfasst eine Anpassung der Parameter des Bewertungsmodells (etwa Eigenkapitalkostensatz oder Multiplikatoren) durch Anwenden von Prämien/Abschlägen entsprechend der ESG-Bewertung. Der Portfoliomanager kann höhere oder niedrigere Prämien oder Abschläge anwenden im Falle von einem oder mehreren besonders schwerwiegenden Punkten (z. B. derselbe Ratingmittelwert, aber ein extrem schwaches Resultat in einer Kategorie ist ein Hinweis auf ein mögliches höheres Risiko) oder wenn die Anwendung der festgelegten Prämien/Abschläge

für den Markt inkonsistente Modellanpassungen ergibt (z.B. ein zu niedriger Eigenkapitalkostensatz oder ein zu hohes Kurs-Gewinn-Verhältnis).

Die Höchststrategie an Eigenkapitalkostensatz-Abschlag/-Prämie, die einem nach ESG-Kriterien hoch bewerteten Unternehmen zugestanden wird, ist 5 %, was einen etwa 10 % höheren endgültigen Zielpreis implizieren würde, im Vergleich zum traditionellen finanziellen Ansatz. Empirische Untersuchungen zeigen, dass solch ein Effekt als übereinstimmend mit der durch den Aktienmarkt implizierten ESG-Bewertung betrachtet wird.

Fazit

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass spezialisierte Anlageverwalter darauf achten sollten, Unternehmen mit einem niedrigeren ESG-Wert nicht zu ignorieren, wenn - und nur wenn - diese auf dem Weg sind, sich zu bessern. Wir sind überzeugt, dass präzise ESG-Analyse und wirksames Engagement von größter Wichtigkeit sind, um bei Unternehmen Investitionschancen zu entdecken, die angemessen ausgestattet sind, um ihre ökologischen und sozialen Merkmale zu verbessern und zugleich finanzielle Outperformance für Investoren zu generieren.

GENERALI INSURANCE ASSET MANAGEMENT

LDI-Lösungen und Multi-Asset Portfolio-Management

Generali Insurance Asset Management (GIAM) ist Spezialist für Anlagelösungen, die an Verbindlichkeiten orientiert sind, den sogenannten Liability Driven Investments (LDI). Dabei bauen wir auf unsere Erfolgsbilanz in solider Performance bei Portfolios und Rentenfondsmandaten der Versicherungsunternehmen der Generali Gruppe.

GIAM bietet LDI-Kompetenzen und -Lösungen, strategische Asset-Allokation (SAA) und Capital Management sowie Vorteile aus extensiver eigenständiger Forschung und ESG-Analyseinstrumenten.

GIAM ist Teil der Generali Investments Plattform von Vermögensverwaltungsgesellschaften.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen der allgemeinen Orientierung über die von Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di Gestione del Risparmio angebotenen Produkte und Serviceleistungen. Unter keinen Umständen stellen sie ein Angebot dar, eine Empfehlung oder eine Aufforderung, (i) in Aktien und Anteile von kollektiven Kapitalanlagen zu investieren oder (ii) ein Angebot für Anlagendienstleistungen anzufordern. Dieses Dokument steht in keinem Zusammenhang mit einem Vertrag oder einer Verpflichtung und bildet auch nicht die Grundlage dafür. Dieses Dokument darf nicht als explizite oder implizite Empfehlung für eine Anlagestrategie oder Anlageberatung angesehen werden. Vor dem Abschluss einer Vereinbarung über Anlagendienstleistungen erhält jeder potenzielle Kunde die zum jeweiligen Zeitpunkt gesetzlich vorgeschriebenen Dokumente. Diese Dokumente muss der Kunde sorgsam durchlesen, bevor er eine Anlageentscheidung trifft. Kein Teil dieses Dokument darf ohne vorherige Zustimmung der Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio (i) kopiert, fotokopiert oder in irgendeiner Weise vervielfältigt oder (ii) weiterverbreitet werden. Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio übernimmt keine Verantwortung für etwaige Schäden oder Verluste durch unsachgemäße Verwendung der hier enthaltenen Informationen. Generali Investments ist eine Handelsmarke von Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di Gestione del risparmio, Generali Investments Luxembourg S.A. und Generali Investments Holding S.p.A. Einige Informationen in dieser Publikation stammen von externen Quellen und nicht von Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio. Auch wenn diese Informationen für die hier verwendeten Zwecke als zuverlässig erachtet werden, wird hinsichtlich ihrer Richtigkeit oder Vollständigkeit keine Gewährleistung übernommen.