

ESG-Fonds: zwischen Etikett und Realität

Warwick Schneller, PhD
Senior Researcher and Vice President

Nov 16, 2021

AUF EINEN BLICK

- Unterschiede in der Auswahl von ESG-Komponenten, wie diese gemessen werden und ihrer Integration in die Anlagestrategie von Nachhaltigkeitsfonds können zu sehr unterschiedlichen Anlageergebnissen führen.
- ESG-Strategien unterscheiden sich zum Teil erheblich voneinander, weshalb auch ihre erwarteten Renditen entsprechend von der Marktrendite abweichen können.
- Der CO₂-Fußabdruck verschiedener ESG-Strategien variiert signifikant. Um den richtigen Fonds für ihre Nachhaltigkeitsziele zu finden, müssen Anleger daher jenseits des Etiketts genau hinsehen.

Eine allgemeingültige Definition für ESG-Investments gibt es nicht, entsprechend groß ist die Vielfalt verfügbarer ESG-Strategien.¹ Anleger stehen vor einem Dilemma, denn die ESG-Komponenten einer Anlagestrategie, deren Messvariablen und die Form der ESG-Integration können zu sehr unterschiedlichen Anlageergebnissen führen. Unsere Studie zu ESG-Fonds mit Fondsdomizil USA zeigt eine Vielzahl von Strategiemerkmalen und Nachhaltigkeitsprofilen auf und macht deutlich, dass sich Anleger bei der Suche nach dem richtigen Fonds für ihre Anlageziele nicht auf das Etikett allein verlassen sollten.

ESG GIBT ES IN VIELEN GESCHMACKSRICHTUNGEN

Das erste Anzeichen für die Vielfalt des ESG-Angebots ist die Zahl der Kategorien in denen ESG-Fonds zu finden sind. **Abbildung 1** schlüsselt die entsprechende Morningstar-Kategorie für die Stichprobe von US-Aktienfonds und -ETFs auf, die per 30. Juni 2021 als „Nachhaltige Anlagen“ klassifiziert waren. Der Großteil des verwalteten

Sofern Sie ein Privatanleger im Vereinigten Königreich, in Irland, in Deutschland oder den Niederlanden sind, wurde Ihnen dieses

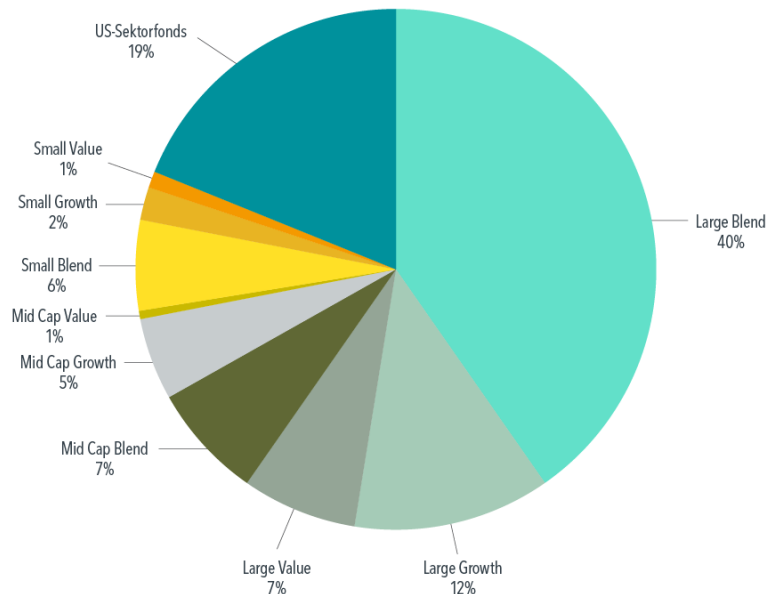
Dokument von einem Finanzberater zur Verfügung gestellt, der Ihnen die darin enthaltenen Konzepte näher erklären kann.

Vermögens dieser Stichprobe von insgesamt 214 Milliarden USD entfällt auf Large-Cap-Aktien, doch insgesamt verteilen sich die 196 ESG-Fonds auf 17 Kategorien, die in Größe, Anlagestil und Sektorzusammensetzung voneinander abweichen. Im Gegensatz zum breiteren Fondsuniversum werden die meisten dieser ESG-Fonds aktiv verwaltet; weniger als 40%, gemessen am verwalteten Vermögen, waren als Indexanlage klassifiziert.

Abbildung 1

Eine Varieté-Show

US-Aktienfonds mit Nachhaltigkeitsfokus, prozentuale Aufteilung des Anlagevermögens nach Morningstar-Kategorie; Stand: 30. Juni 2021



Quelle: Morningstar. Die Stichprobe umfasst alle in den USA domizilierten offenen und börsengehandelten Aktienfonds, die ausschließlich in US-Aktien investieren und von Morningstar per 30. Juni 2021 als nachhaltiges Investment (Sustainable Investment-Overall) eingestuft wurden. Morningstar definiert einen Fonds als Sustainable Investment-Overall, wenn der Verkaufsprospekt, die Angebotsunterlagen oder die aufsichtsrechtlichen Unterlagen Nachhaltigkeit oder Impact-Investment als Fokus der Fondsstrategie angeben oder darauf hinweisen, dass ESG-Faktoren in den Anlageprozess einfließen.

Zwar legen Studien nahe, dass ESG-Merkmale keine zusätzlichen Informationen über erwartete Renditen liefern (Bebchuk et al., 2013; Blitz und Fabozzi, 2017; Dai und Meyer-Brauns 2020; Polbennikov et al., 2016), ein ESG-Anlageschwerpunkt könnte die Ergebnisse einer Strategie jedoch durchaus beeinflussen. Wenn die Integration von ESG-Faktoren beispielsweise eine systematische Über- oder Untergewichtung von Treibern höherer erwarteter Rendite zur Folge hat (z. B. Größe, relativer Preis oder Profitabilität), können die erwarteten Renditen einer ESG-Strategie systematisch höher oder niedriger ausfallen als die erwarteten Markttrenditen.

Insgesamt weichen US-Aktienfonds mit ESG-Schwerpunkt vom US-Markt ab. **Abbildung 2** zeigt die vermögensgewichteten Eigenschaften dieser ESG-Fonds per 30. Juni 2021; man erkennt, dass Aktien mit höherem relativen Preis und einer kleineren Marktkapitalisierung gegenüber dem Russell 3000 Index tendenziell übergewichtet sind. Interessanterweise investieren die Fonds insgesamt in über 2.800 US-Aktien – und reichen damit fast an die im Index enthaltenen 3.009 Unternehmen heran. Je nachdem, wen man fragt, sind also mehr als 90% des US-Aktienmarkts ESG-konform.

Natürlich verschleiert eine Aggregation von Fondsmerkmalen die Bandbreite der Anlageergebnisse von ESG-Strategien, Abbildung 2 zeigt daher auch die Merkmale der ESG-Fonds am 25., 50. und 75. Perzentil der Verteilung. Die Positionierung der einzelnen ESG-Portfolios zieht sich über das gesamte Spektrum aller drei Merkmale. Insbesondere reicht die interquartile Spanne der gewichteten durchschnittlichen Marktkapitalisierung von marktähnlichen 466 Milliarden USD bis zu unter 27 Milliarden USD, womit die entsprechenden Fonds schon fast das Mid-Cap-Segment erreichen. In Größe, relativem Preis und Profitabilität weichen die Fonds erheblich voneinander ab – was auf ebenso große Unterschiede in den erwarteten Renditen dieser Fonds schließen lässt.

Abbildung 2

Alle Größen und Varianten

Aggregierte Merkmale nachhaltiger US-Aktienfonds; Stand: 30. Juni 2021

	Russell 3000 Index	Nachhaltige US-Aktienfonds Stichprobe	Perzentile der nachhaltigen US-Aktienfonds Stichprobe		
			25. Perzentil	50. Perzentil	75. Perzentil
Bewertung					
Aggregiertes Kurs-Buchwert-Verhältnis (nur bei positivem KBV)	4,17	5,33	4,05	5,01	6,21
Marktkapitalisierung					
Gewichtete durchschnittliche Gesamtmarktkapitalisierung (in Mio.)	\$449.354,40	\$343.499,58	\$27.995,72	\$220.150,90	\$466.454,86
Profitabilität					
Gewichtete durchschnittliche Profitabilität	0,47	0,46	0,23	0,42	0,57
Markt					
Anzahl Positionen (alle Fonds)	3,009	2,870	36	58	195

Datenquelle: Morningstar. Die Stichprobe umfasst alle in den USA domizilierten offenen und börsengehandelten Aktienfonds, die ausschließlich in US-Aktien investieren und von Morningstar per 30. Juni 2021 als nachhaltiges Investment (Sustainable Investment-Overall) eingestuft wurden. Die aggregierte Stichprobe der US-Nachhaltigkeitsfonds ist vermögensgewichtet und beruht auf den Beständen der einzelnen Fonds. Es wurden nur Anteilklassen mit Nettovermögen per 30. Juni 2021 aufgenommen. Wertpapiere mit negativem Buchwert wurden bei der Berechnung des aggregierten Kurs-Buchwert-Verhältnisses nicht berücksichtigt. Die Frank Russell Company ist Quelle und Eigentümer der Marken, Dienstleistungsmarken und Urheberrechte der Russell-Indizes.

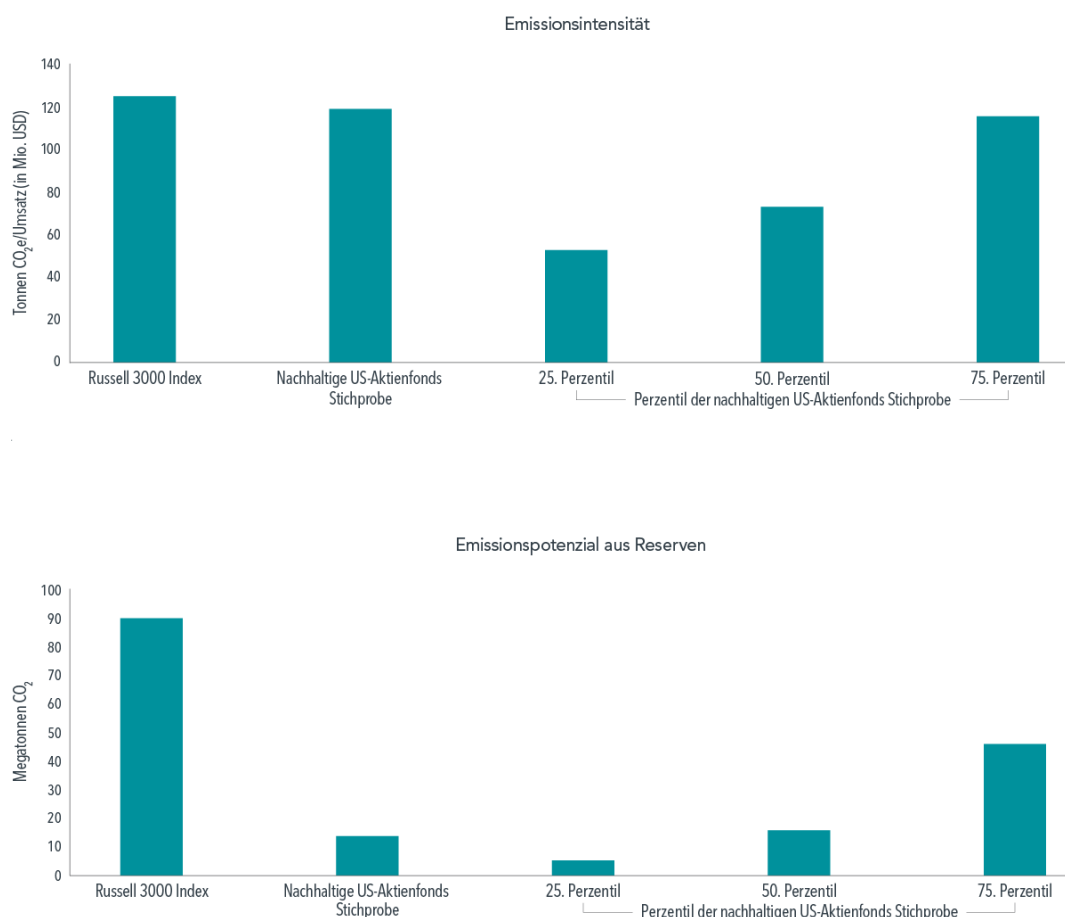
Neben der großen Bandbreite an Fondsmerkmalen zeigen die Ergebnisse auch, dass viele ESG-Fonds nur in eine kleine Zahl von Unternehmen investieren, also das Anlageuniversum, und damit auch die Diversifikation ihrer Portfolios reduzieren. Zum Beispiel geht aus Abbildung 2 hervor, dass das 25. Perzentil der Nachhaltigkeitsfonds nur 36 Aktien enthält.

In Anbetracht der großen Zahl verfügbarer ESG-Strategien sollte man erhebliche Unterschiede erwarten, wenn man die Fonds anhand nur einer einzigen ESG-Kennzahl bewertet. Und genau diese Unterschiede werden deutlich, wenn man den Treibhausgas-Fußabdruck der Fonds vergleicht. Wie in **Abbildung 3** zu erkennen ist, liegen ESG-Fonds im Aggregat sowohl bei Emissionsintensität als auch bei potenziellen Emissionen aus Reserven klar unter dem Marktdurchschnitt – und weichen dennoch deutlich voneinander ab. Am 75. Perzentil beispielsweise reduzieren die ESG-Fonds ihre Emissionsintensität gegenüber dem Russell 3000 Index um 7%, am 25. Perzentil dagegen um 58%.

Abbildung 3

Ein Blick unter die Haube

Ausrichtung auf Emissionen der nachhaltigen der Stichprobe von US-Aktienfonds; Stand: 30. Juni 2021



Perzentile der nachhaltigen US-Aktienfonds Stichprobe

Die Stichprobe umfasst alle in den USA domizilierten offenen und börsengehandelten Aktienfonds, die ausschließlich in US-Aktien investieren und von Morningstar per 30. Juni 2021 als nachhaltiges Investment (Sustainable Investment-Overall) eingestuft wurden. Quelle: Morningstar. Die aggregierte Stichprobe der US-Nachhaltigkeitsfonds ist vermögensgewichtet und beruht auf den Beständen der einzelnen Fonds. Es wurden nur Anteilklassen mit Nettovermögen per 30. Juni 2021 aufgenommen. Die Treibhausgasemissionsintensität entspricht den aktuellen ausgewiesenen oder geschätzten Scope 1 (direkten) + Scope 2 (indirekten) Treibhausgasemissionen eines Unternehmens in Kohlendioxid-Äquivalenten (CO₂) und ist normiert auf den Umsatz in USD (metrische Tonnen CO₂ pro Million USD Umsatz). Das Emissionspotenzial aus Reserven entspricht einer theoretischen Schätzung des Kohlendioxidausstoßes, der bei der Umwandlung der ausgewiesenen Öl-, Gas- und Kohlereserven eines Unternehmens in Energie entstehen würde. Bei der Berechnung wird die geschätzte Kohlenstoff- und Energiedichte der jeweiligen Reserven berücksichtigt. Quelle: Institutional Shareholder Services Inc (ISS) und MSCI ESG Research Inc. Die Frank Russell Company ist Quelle und Eigentümer der Marken, Dienstleistungsmarken und Urheberrechte der Russell Indizes.

Die Emissionskennzahlen sind vor allem im Hinblick auf die Erwartungen der Fondsanleger aufschlussreich. Aktuelle wissenschaftliche Erkenntnisse² lassen keinen Zweifel daran, dass Treibhausgase die Hauptursache des Klimawandels sind. Und Emissionsdaten von börsennotierten Unternehmen sind in großem Umfang verfügbar (Chi, Geffroy, Thornton und Whittington, 2021). Wenn man davon ausgeht, dass Anleger mit dem Kauf eines ESG-Fonds ihre Präferenzen zu ökologischer Nachhaltigkeit ausdrücken wollen, können die krassen Unterschiede im Emissionsprofil der Fonds Enttäuschung hervorrufen.

FAHRPLAN FÜR EINE WENDE

Wie unsere Ergebnisse zeigen, sagt die Kennzeichnung „ESG“ wenig über einen Fonds aus. Dieser Befund macht deutlich, dass Anleger eine Strategie anhand ihrer individuellen Ziele beurteilen müssen. Wer sich vor allem Sorgen über den Klimawandel macht, sollte einen Fonds suchen, der seine Ausrichtung auf Unternehmen und Branchen reduziert, die durch CO₂ Emissionen den Klimawandel vorantreiben. Anleger müssen also genau hinsehen und diejenigen Manager, die die Emissionsintensität ihres Portfolios tatsächlich senken, von solchen Managern trennen, deren Nachhaltigkeitsversprechen ein reines Lippenbekenntnis ist.

Mit Vorsicht zu genießen sind auch Behauptungen von ESG-Fondsmanagern, ihre Nachhaltigkeitsfonds könnten einen deutlichen Beitrag zum Kampf gegen den Klimawandel leisten. Das Emissionsprofil einer Asset-Allokation ist nicht dasselbe wie die tatsächlichen Treibhausgasemissionen in der realen Welt: Nur weil man nicht an einem bestimmten Unternehmen beteiligt ist, hört dieses Unternehmen nicht auf, Kohlenwasserstoffe zu verbrennen. Fondsmanager können zwar ihre Beteiligungen an einem Unternehmen verkaufen und so ihr Emissionsprofil verbessern. Reale Auswirkungen haben ihre Strategien deshalb aber noch lange nicht. Wenn ein Fondsmanager für sich in Anspruch nimmt, mit seiner Strategie konkrete Veränderungen zu erreichen, sollten sich Anleger vergewissern, dass diese Behauptung in der Berichterstattung auch durch objektiv messbare Werte untermauert wird.

GLOSSAR

Relativer Preis: Der Preis eines Unternehmens bzw. der Marktwert seines Eigenkapitals im Verhältnis zu einem bestimmten Maß für seinen wirtschaftlichen Wert, z. B. seinem Buchwert.

Profitabilität: Betriebsergebnis vor Abschreibungen und Amortisierung abzüglich Zinsaufwendungen, skaliert auf den Buchwert.

Kurs-Buchwert-Verhältnis: Verhältnis des Marktwerts eines Unternehmens zu seinem Buchwert, wobei der Marktwert dem Preis multipliziert mit der Anzahl der ausstehenden Aktien und der Buchwert dem Bilanzwert des Eigenkapitals entspricht.

Marktkapitalisierung: Der Marktwert aller ausstehenden Aktien eines Unternehmens (Anzahl ausstehender Aktien multipliziert mit dem Aktienkurs).

Vermögensgewichtete Stichprobe: Eine Stichprobe, die jeden Fonds im Verhältnis zu seinem verwalteten Fondsvermögen gewichtet.

-
1. Siehe Berg, Kölbel, and Rigobon (2020) and Chi, Geffroy, Thornton und Whittington (2021).
 2. Evaluierungsbericht 2021 der Zwischenstaatlichen Ausschuss für Klimaveränderungen: AR6 Climate Change 2021: The Physical Science Basis — IPCC.

REFERENZEN

Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen und Charles C.Y. Wang. 2013. "Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns." *Journal of Financial Economics* 108, Nr. 2: 323–348.

Berg, Florian, Julian F. Kölbel und Roberto Rigobon. 2020. „Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings.“ (SSRN Arbeitspapier Nr. 3438533).

Blitz, David und Frank J. Fabozzi. 2017. „Sin Stocks Revisited: Resolving the Sin Stock Anomaly.“ *Journal of Portfolio Management* 44, Nr. 1: 105–111.

Chi, Joseph, Eric Geffroy, Jeromey Thornton und Jim Whittington. 2021. „ESG: Daten, Ratings und Anlegerziele.“ Dimensional Fund Advisors (Artikel).

Chi, Joseph, Mathieu Pellerin und Jacobo Rodriguez. 2020. „The Economics of Climate Change.“ Dimensional Fund Advisors (Forschungsbericht).

Dai, Wei und Philipp Meyer-Brauns. 2020. „Greenhouse Gas Emissions and Expected Returns.“ Dimensional Fund Advisors (Forschungsbericht).

Polbennikov, Simon, et al. 2016. “ESG Ratings and Performance of Corporate Bonds.” *Journal of Fixed Income* 26, Nr. 1: 21–41.

SOFERN VON DIMENSIONAL IRELAND LIMITED HERAUSGEGEBEN

Herausgegeben von Dimensional Ireland Limited (Dimensional Ireland), mit Sitz in 10 Earlsfort Terrace, Dublin 2, D02 T380, Irland. Dimensional Ireland wird von der Central Bank of Ireland (Registrierungsnummer C185067) beaufsichtigt.

SOFERN VON DIMENSIONAL FUND ADVISORS LTD. HERAUSGEGEBEN

Herausgegeben von Dimensional Fund Advisors Ltd. (Dimensional UK), Geschäftsanschrift 20 Triton Street, Regent's Place, London, NW1 3BF. Firmennummer 02569601. Dimensional UK ist zugelassen und beaufsichtigt von der britischen Finanzaufsichtsbehörde (Financial Conduct Authority, FCA) – Firmenreferenznummer 150100.

Weder Dimensional Ireland noch Dimensional UK, soweit zutreffend, (jeweils ein „Herausgebendes Unternehmen“, je nach Zusammenhang) bieten Finanzberatung an. Es liegt in Ihrer Verantwortung zu entscheiden, ob ein Investment für Ihre persönlichen Verhältnisse geeignet ist. Wir empfehlen Ihnen, diese Entscheidung mithilfe eines Finanzberaters zu treffen.

Die Informationen in diesem Dokument werden nach Treu und Glauben und ohne die Übernahme einer Garantie oder Gewähr der Richtigkeit und Vollständigkeit zur Verfügung gestellt; sie sind allein für den Gebrauch beim Empfänger und als Hintergrundinformation gedacht. Informationen und Meinungen in diesem Material stammen aus Quellen, die das Herausgebende Unternehmen für verlässlich hält. Dennoch übernimmt das Herausgebende Unternehmen keine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Das Herausgebende Unternehmen hat berechtigten Grund zu der Annahme, dass alle tatsächlichen Informationen in diesem Dokument zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments korrekt sind. Es handelt sich nicht um eine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder ein Angebot für Dienstleistungen oder Produkte zum Verkauf und ist nicht dazu bestimmt, eine hinreichende Grundlage für eine Investitionsentscheidung zu bieten. Es liegt in der Verantwortung jener Personen, die einen Kauf tätigen wollen, sich selbst zu informieren und alle anwendbaren Gesetze und Vorschriften zu beachten. Unberechtigtes Kopieren, Vervielfältigen, Duplizieren oder Übermitteln dieses Dokumentes ist strikt untersagt. Das Herausgebende Unternehmen übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Verwendung der Informationen in diesem Dokument ergeben.

Das Herausgebende Unternehmen gibt Informationen und Unterlagen in Englisch heraus und kann die Informationen und Unterlagen zusätzlich auch in anderen Sprachen herausgeben. Die fortlaufende Akzeptanz von Informationen und Unterlagen durch den Empfänger von dem Herausgebenden Unternehmen konstituiert das Einverständnis des Empfängers, dass ihm die Informationen und Unterlagen, und sofern relevant in mehr als einer Sprache, zur Verfügung gestellt werden.

„Dimensional“ bezieht sich auf die Gesellschaften aus der Dimensional-Unternehmensgruppe im Allgemeinen und nicht auf eine bestimmte Dimensional-Gesellschaft. Zu den Gesellschaften der Dimensional-Unternehmensgruppe gehören Dimensional Fund Advisors LP, Dimensional Fund Advisors Ltd., DFA Australia Limited, Dimensional Fund Advisors Canada ULC, Dimensional Fund Advisors Pte. Ltd., Dimensional Ireland Limited, Dimensional Japan Ltd. und Dimensional Hong Kong Limited. Dimensional Hong Kong Limited ist zugelassen von der Securities and Futures Commission und berechtigt, ausschließlich regulierte Aktivitäten des Typ 1 (Handel mit Wertpapieren) zu betreiben; Vermögensverwaltungsdienstleistungen werden nicht angeboten.

Frank Russell Company ist Ursprung und Inhaber der Marken, Dienstleistungsmarken und Urheberrechte im Zusammenhang mit den Russell-Indizes. Indizes stehen für Direktinvestitionen nicht zur Verfügung.

HINWEIS FÜR ANLEGER IN DER SCHWEIZ: Dies ist Werbematerial.

RISIKEN

Kapitalanlagen beinhalten Risiken. Der angelegte Kapitalwert sowie die daraus erzielte Kapitalrendite unterliegen Schwankungen, sodass der Wert der Anteile eines Investors bei Rückgabe über oder unter dem Erwerbskurs liegen kann. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit stellt keine Garantie für zukünftige Entwicklungen dar. Es gibt keine Garantie dafür, dass Strategien erfolgreich sind.

Überprüfungen von Umwelt- und Sozialaspekten können Anlagemöglichkeiten für die Strategy einschränken.

dimensional.com