

PK Assets

ESG-Integration in Asset Allocation

Helfen ESG- Benchmarks?

www.pkassets.ch/marktanalysen

PK Assets AG Eggirrain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Mögest du in interessanten Zeiten leben

Alter chinesischer Fluch

ESG Benchmarks und die ESG-Integration

Ausgangslage

Es gibt mehrere potentielle ESG – Benchmarks von verschiedenen Anbietern

Auf den ersten Blick sehen einige davon wie potentielle Benchmarks für eine ESG-Integration in der Vermögensanlage aus

Die Methodologien sind verschieden, die Abdeckungen bzgl. Emittenten und Aktien sind verschieden, die Fragestellungen sind verschieden, aber dort, wo verschiedene ESG-Providers die gleichen Unternehmen anschauen, dort –würden wir glauben- sollten ähnliche Aussagen zu den untersuchten Objekten resultieren

Wir zeigen Ihnen in der Folge ein paar schlichte statistische Auswertungen zu den Daten, welche von den ESG – Providern über ein von uns definiertes Unternehmens-Sample geliefert werden

In unserem Sample befinden sich 540 Unternehmen, von ABB bis Zoetis, von AA bis BB, alles aktive Emittenten und gleichzeitig wichtige Players in ihrer Industrie, von welchen

- 68% ein Bonitätsrating von Moody's erhalten
- 86% ein Bonitätsrating von S&P erhalten
- 93% ein Bloomberg ESG-Disclosure-Rating erhalten
- 90% ein RobecoSam ESG-Rating erhalten
- 92% ein ISS-Governance-Rating erhalten
- 76% ein Sustainalytics ESG-Rating erhalten
- 74% ein MSCI-ESG Rating erhalten
- 74% eine CO2-Intensität der Produktion publizieren

Wir haben eine Reihe von Regressionen gemacht, und unsere Folgerungen daraus gezogen, die naturgemäss vorsichtig zu handhaben sind: Post hoc ergo propter hoc

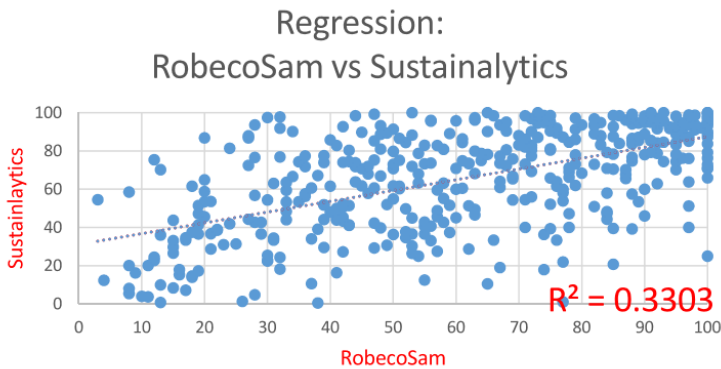
Wir haben uns gefragt:

- Sind die ESG-Ratings mit den Bonitätsratings korreliert? Falls ja: Wie?
- Sind die ESG-Ratings unter sich korreliert? Wenn ja: Wie hoch?
- Sind ESG-Ratings und Ökologischer Fussabdruck korreliert?
- Gibt es weitere interessante Schlussfolgerungen?

ESG-Rating vs ESG-Rating

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratess nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäusserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.



RobecoSam vs. Sustainalytics

- **Schwache Korrelation zwischen den ESG-Providern:** Zwar positiv (33%) aber tief, bei einem theoretischen Maximum von 100%
- 407 Unternehmen im Sample von insgesamt 540 Unternehmen haben sowohl ein Rating von RobecoSam wie auch von Sustainalytics
- Was bedeutet das?
- Um es vorsichtig auszudrücken: Die Gemeinsamkeiten in der Bewertung sind nicht gross genug, dass diese Performance-Indikatoren untereinander austauschbar sind
- Man muss sich wohl entscheiden und in Kauf nehmen, dass eine Unternehmens-Auswahl basierend auf dem einen Performance-Indikator materiell anders aussieht als diejenige mittels des anderen Parameters
- Was machen wir? Wir benutzen beide Indikatoren in einer Mehr-Faktor-Auswahl

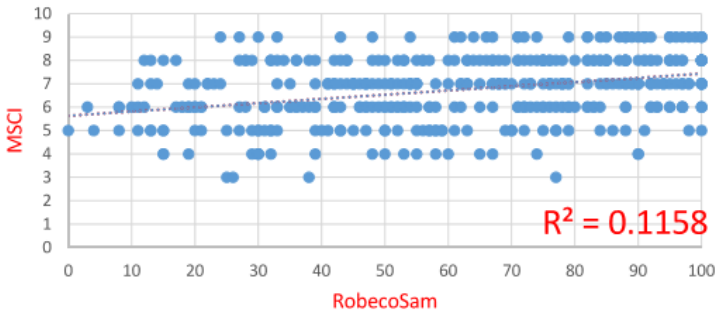
Der Sustainalytics Rank ist ein Performance-Indikator, aber nur für den Vergleich innerhalb der Industrie. Die Skala reicht von 0-100 pro Industrie. 0 bedeutet worst performer in der Industrie, 100 bedeutet best performer in der Industrie.

Der RobecoSam Total Sustainability Rank ist ein Performance-Indikator, aber nur für den Vergleich innerhalb der Industrie. Die Skala reicht von 0-100 pro Industrie, 0 bedeutet worst performer in der Industrie, 100 bedeutet best performer in der Industrie

Regression: Die Regression gibt einen Zusammenhang zwischen zwei oder mehr Variablen an. Bei der Regressionsanalyse wird vorausgesetzt, dass es einen gerichteten linearen Zusammenhang gibt, das heißt, es existieren eine abhängige Variable und mindestens eine unabhängige Variable. Welche Variablen abhängig und welche unabhängig sind, muss aufgrund inhaltlich logischer Überlegungen identifiziert werden können.

R^2 = „Determinationskoeffizient“: Ist in der Statistik eine Kennzahl zur Beurteilung der Anpassungsgüte einer Regression – beispielsweise, um zu bewerten, wie gut Messwerte zu einem Modell passen. In der einfachen und multiplen linearen Regression ist das Bestimmtheitsmaß definiert als „der Anteil der durch die Regression erklärten Quadratsumme an der zu erklärenden totalen Quadratsumme“ und gibt an, wie viel Streuung in den Daten durch ein vorliegendes lineares Regressionsmodell „erklärt“ werden kann.

Regression: RobecoSam vs MSCI



Was zeigt das MSCI ESG-Rating? Er teilt Unternehmen ein in ESG Leader und Laggards auf einer Stufe von AAA bis CCC. Im Chart fängt der Bereich an bei 1 (C) bis 9 (AAA)

Der RobecoSam Total Sustainability Rank ist ein Performance-Indikator, aber nur für den Vergleich innerhalb der Industrie. Die Skala reicht von 0-100 pro Industrie, 0 bedeutet worst performer in der Industrie, 100 bedeutet best performer in der Industrie

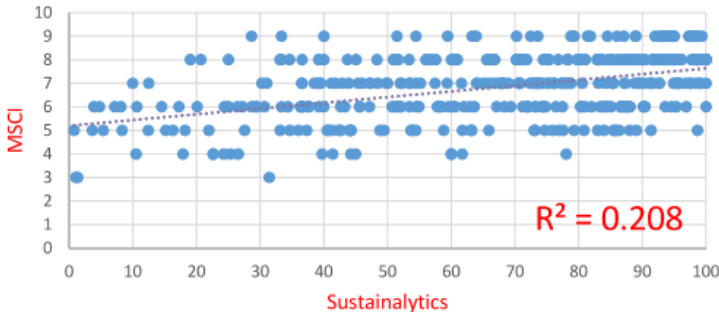
Regression: Die Regression gibt einen Zusammenhang zwischen zwei oder mehr Variablen an. Bei der Regressionsanalyse wird vorausgesetzt, dass es einen gerichteten linearen Zusammenhang gibt, das heißt, es existieren eine abhängige Variable und mindestens eine unabhängige Variable. Welche Variablen abhängig und welche unabhängig sind, muss aufgrund inhaltlich logischer Überlegungen identifiziert werden können.

R² = „Determinationskoeffizient“: Ist in der Statistik eine Kennzahl zur Beurteilung der Anpassungsgüte einer Regression – beispielsweise, um zu bewerten, wie gut Messwerte zu einem Modell passen. In der einfachen und multiplen linearen Regression ist das Bestimmtheitsmaß definiert als „der Anteil der durch die Regression erklärten Quadratsumme an der zu erklärenden totalen Quadratsumme“ und gibt an, wie viel Streuung in den Daten durch ein vorliegendes lineares Regressionsmodell „erklärt“ werden kann.

RobecoSam vs. MSCI

- **Korrelation noch schwächer:** Zwar positiv (12%) aber extrem tief, bei einem theoretischen Maximum von 100%, man kann eigentlich kaum mehr von einer positiven Korrelation sprechen
- 397 Unternehmen im Sample von insgesamt 540 Unternehmen haben sowohl ein Rating von RobecoSam wie auch von MSCI
- Was bedeutet das?
- Um es vorsichtig auszudrücken: Die Gemeinsamkeiten in der Bewertung sind zu gering, dass diese Performance-Indikatoren untereinander austauschbar sind
- Man muss sich wohl entscheiden und in Kauf nehmen, dass eine Unternehmens-Auswahl basierend auf dem einen Performance-Indikator materiell anders aussieht als diejenige mittels des anderen Parameters
- Was machen wir? Wir benutzen beide Indikatoren in einer Mehr-Faktor-Auswahl

Regression: Sustainalytics vs MSCI



Sustainalytics vs. MSCI

- **Korrelation ebenfalls extrem schwach:** Zwar positiv (21%) aber extrem tief, bei einem theoretischen Maximum von 100%, man kann eigentlich kaum mehr von einer positiven Korrelation sprechen
- 376 Unternehmen im Sample von insgesamt 540 Unternehmen haben sowohl ein Rating von Sustainalytics wie auch von MSCI

Was zeigt das MSCI ESG-Rating? Er teilt Unternehmen ein in ESG Leader und Laggards auf einer Stufe von AAA bis CCC. Im Chart fängt der Bereich an bei 1 (C) bis 9 (AAA)

Der Sustainalytics Rank ist ein Performance-Indikator, aber nur für den Vergleich innerhalb der Industrie. Die Skala reicht von 0-100 pro Industrie. 0 bedeutet worst performer in der Industrie, 100 bedeutet best performer in der Industrie.

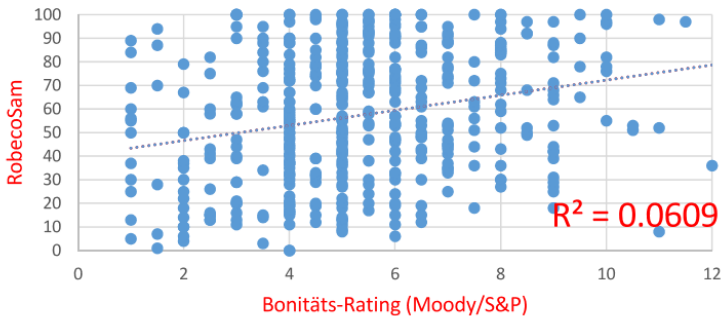
Regression: Die Regression gibt einen Zusammenhang zwischen zwei oder mehr Variablen an. Bei der Regressionsanalyse wird vorausgesetzt, dass es einen gerichteten linearen Zusammenhang gibt, das heißt, es existieren eine abhängige Variable und mindestens eine unabhängige Variable. Welche Variablen abhängig und welche unabhängig sind, muss aufgrund inhaltlich logischer Überlegungen identifiziert werden können.

R² = „Determinationskoeffizient“: Ist in der Statistik eine Kennzahl zur Beurteilung der Anpassungsgüte einer Regression – beispielsweise, um zu bewerten, wie gut Messwerte zu einem Modell passen. In der einfachen und multiplen linearen Regression ist das Bestimmtheitsmaß definiert als „der Anteil der durch die Regression erklärten Quadratsumme an der zu erklärenden totalen Quadratsumme“ und gibt an, wie viel Streuung in den Daten durch ein vorliegendes lineares Regressionsmodell „erklärt“ werden kann.

**Zwischenfazit:
Die minimale
Korrelation
zwischen den
ESG-Anbietern
ist ein veritabler
Head Scratcher!**

ESG-Ratings vs. Bonitätsratings

Regression: RobecoSam vs Bonität



RobecoSam vs Moody's/S&P's

- **Keine Korrelation:** Zwar positiv (6%) aber so tief, dass der Wert wohl eher zufällig ist
- 453 Unternehmen im Sample von insgesamt 540 Unternehmen haben sowohl ein Rating von RobecoSam wie auch ein Bonitätsrating, in den allermeisten Fällen von beiden Rating-Agenturen
- Was bedeutet das?
- Um es vorsichtig auszudrücken: ESG Ratings und Bonitätsratings sind nicht korreliert
- Überspitzt: «Gute» Unternehmen haben nicht unbedingt durchs Band ein höheres Bonitätsrating, es gibt einfach keinen auffälligen Zusammenhang
- Wer die Auswahl nach RobecoSam macht, hat kaum ein Portfolio, das auch bonitätstechnisch signifikant besser ist als der Sample-Durchschnitt und umgekehrt
- **ESG schützt vor Torheit nicht:** Wer glaubt, mit einer einfachen ESG-Analysen die Finanzrisiken zu minimieren dürfte sich täuschen

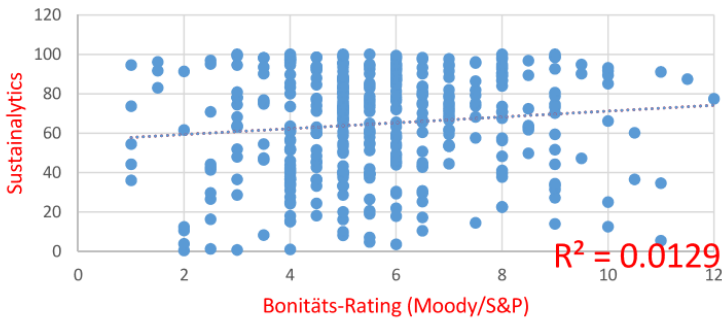
Rating Moody/S&P: Der Bewertungsbereich startet bei 1 (BB-) und geht bis 12 (AA+)

Der RobecoSam Total Sustainability Rank ist ein Performance-Indikator, aber nur für den Vergleich innerhalb der Industrie. Die Skala reicht von 0-100 pro Industrie, 0 bedeutet worst performer in der Industrie, 100 bedeutet best performer in der Industrie

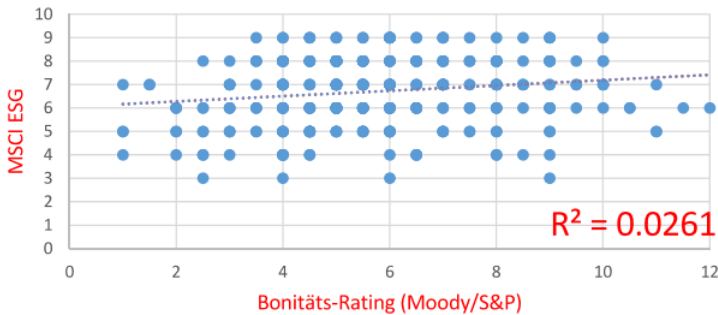
Regression: Die Regression gibt einen Zusammenhang zwischen zwei oder mehr Variablen an. Bei der Regressionsanalyse wird vorausgesetzt, dass es einen gerichteten linearen Zusammenhang gibt, das heißt, es existieren eine abhängige Variable und mindestens eine unabhängige Variable. Welche Variablen abhängig und welche unabhängig sind, muss aufgrund inhaltlich logischer Überlegungen identifiziert werden können.

R^2 = „Determinationskoeffizient“: Ist in der Statistik eine Kennzahl zur Beurteilung der Anpassungsgüte einer Regression – beispielsweise, um zu bewerten, wie gut Messwerte zu einem Modell passen. In der einfachen und multiplen linearen Regression ist das Bestimmtheitsmaß definiert als „der Anteil der durch die Regression erklärten Quadratsumme an der zu erklärenden totalen Quadratsumme“ und gibt an, wie viel Streuung in den Daten durch ein vorliegendes lineares Regressionsmodell „erklärt“ werden kann.

Regression: Sustainalytics vs Bonität



Regression: MSCI vs Bonität



Sustainalytics und MSCI vs Moody's/S&P's

- **Keine Korrelation zwischen Ratings und Bonität:** So nahe bei Null, dass es fast weht tut
- Wer glaubt, über die ESG-Schiene der Finanzanalyse aus dem Weg zu gehen, täuscht sich vermutlich
- Es wird sich auch beim sorgfältigsten ESG-Screening kaum ein Portfolio einstellen, das bonitätstechnisch unbedenklich ist...
- ...denn Bonitätstechnisch ist im Markt einiges im Argen

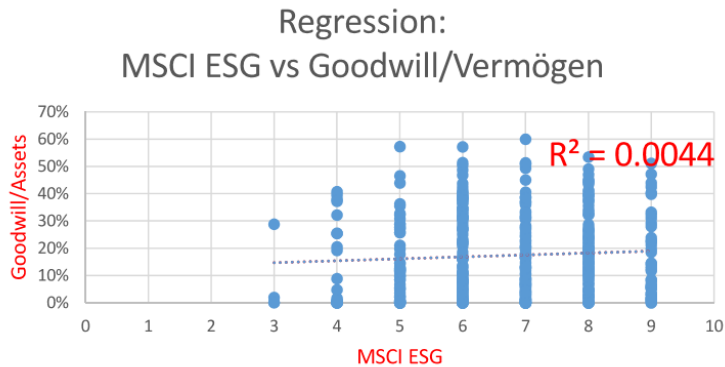
Rating Moody/S&P: Der Bewertungsbereich startet bei 1 (BB-) und geht bis 12 (AA+)

Der Sustainalytics Rank ist ein Performance-Indikator, aber nur für den Vergleich innerhalb der Industrie. Die Skala reicht von 0-100 pro Industrie. 0 bedeutet worst performer in der Industrie, 100 bedeutet best performer in der Industrie.

Was zeigt das MSCI ESG-Rating? Er teilt Unternehmen ein in ESG Leader und Laggards auf einer Stufe von AAA bis CCC. Im Chart fängt der Bereich an bei 1 (C) bis 9 (AAA)

Zwischenfazit:
Die fehlende Korrelation zwischen ESG-Ratings und Bonität zeigt, dass die Analyse mit ESG nicht erleichtert wird

ESG-Ratings vs. PK Assets Bonitätsanalyse



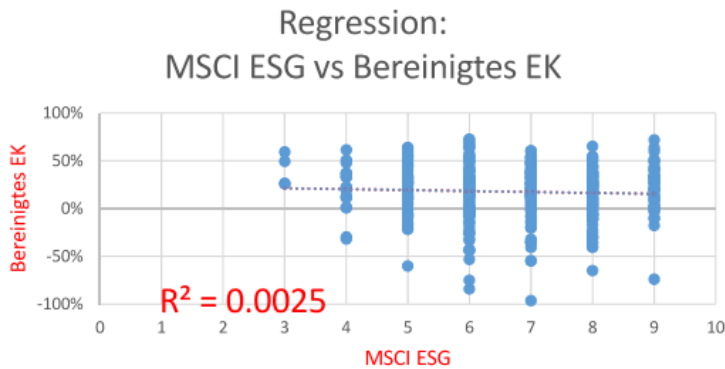
MSCI ESG vs Goodwill/Assets

- **«Gute» Firmen schwindeln genau so viel wie «schlechte»:**
- Goodwill, genauer: Akquisitionsgoodwill ist heisse Luft, darf aber absurderweise bilanziert werden, als Vermögen, und damit automatisch als Eigenkapital
- Im Konkursfall dürfte kaum etwas übrig bleiben von dieser Bilanzposition, die davon herrührt, dass in der Übernahmemanie der letzten Jahrzehnte oft zu viel bezahlt wurde
- Jedenfalls: Sollte erwartet worden sein, dass ESG-»gute« Unternehmen weniger schwindeln, bzw. systematisch weniger Goodwill bilanzieren, dann ist das ein Trugschluss

Goodwill = Akquisitionsgoodwill, Akquisitionspreis minus Buchwert, «zu hoch bezahlte Akquisitionen»

Goodwill ist ein integraler, wichtiger Teil der Finanzanalyse von PK Assets

Eine ganze Reihe «guter» Unternehmen schwindelt bei der Substanz



MSCI ESG vs Bereinigtes Eigenkapital

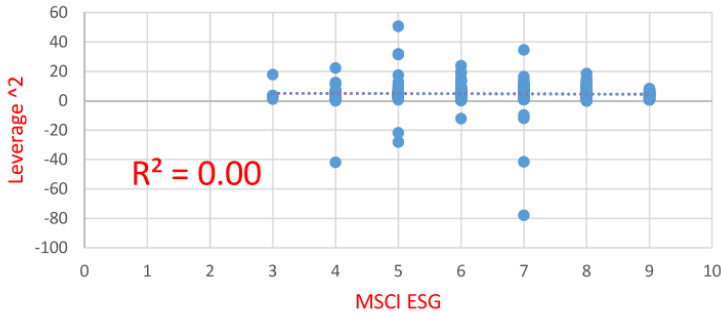
- **Viele, sehr viel «gute» Firmen haben kaum Substanz**
- Ziehen wir den Goodwill von Assets und Eigenkapital ab, dann bleibt an manchen Orten nicht viel Eigenkapital übrig
- Egal wie hoch das ESG-Rating, ein Grossteil der Unternehmen hat faktisch kein oder negatives Eigenkapital
- Es gibt definitiv kein systematischer Zusammenhang von ESG und Substanz, d.h. «gute» Firmen haben nicht automatisch mehr Substanz in der Bilanz
- Auch mit ESG kann man eine veritable Anti-Selektion bezüglich Bilanzierung erhalten

Goodwill = Akquisitionsgoodwill, Akquisitionspreis minus Buchwert, «zu hoch bezahlte Akquisitionen»

Goodwill ist ein integraler, wichtiger Teil der Finanzanalyse von PK Assets

Eine ganze Reihe «guter» Unternehmen hat faktisch eine Bilanz voller heisser Luft

Regression: MSCI ESG vs Leverage



MSCI ESG vs Totaler Leverage*

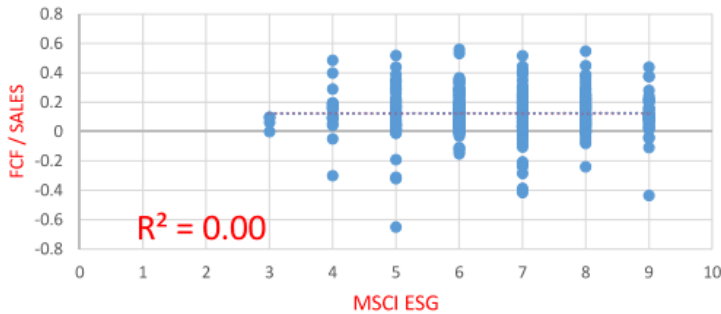
- **Gleich viel Leverage bei «Guten» wie «Schlechten»**
- Unsere «Leverage^2»-Zahl tönt komplizierter als sie ist: Sie verbindet den Finanzleverage (Schuldenquote) mit dem operativen Leverage (Schulden pro Ebitda)
- Je höher die Zahl, desto höher der Leverage
- Es gibt keinen beobachtbaren positiven Zusammenhang zwischen ESG-Rating und Zurückhaltung im Leverage
- Viele «gute» Firmen sind hochgradig geleveraged

*Totaler Leverage = $\frac{\text{Schulden}}{\text{EBITDA}} \times \frac{\text{Schulden}}{\text{Assets}}$
 ..wobei die Assets bereinigt sind um Goodwill

Leverage ist ein integraler, wichtiger Teil der Finanzanalyse von PK Assets

Wer glaubt,
 dass «gute»
 Unternehmen
 auch finanziell
 vorsichtiger
 unterwegs sind
 täuscht sich

Regression: MSCI ESG vs FCF/Sales



MSCI ESG vs FCF-Marge

- **Kein Zusammenhang von Rentabilität und ESG**
- Die Free Cash Flow Marge ist nicht mit ESG korreliert
- Anders gesagt: Es lässt sich –immerhin mit dieser Betrachtung- nicht behaupten, dass gute ESG-Firmen strukturell besser rentieren
- Auch bei den «guten» Firmen gibt es manche, die sogar FCF-Negativ sind!

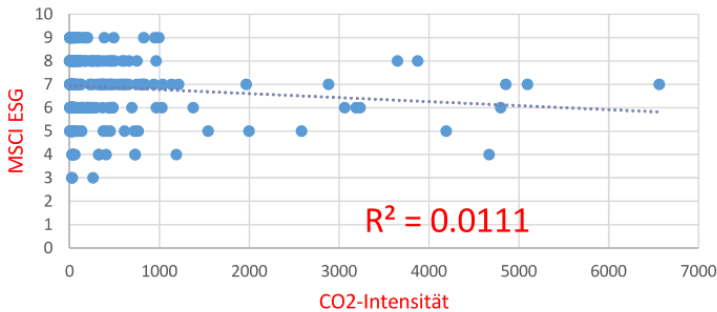
Free Cash Flow ist ein integraler, wichtiger Teil der Finanzanalyse von PK Assets

Gute ESG-Noten
bedeutet nicht
automatisch
bessere
Rentabilität

ESG-Ratings vs. Ökologischer Fussabdruck

ESG-Ratings und CO2-Intensität der Produktion

Regression: MSCI ESG vs CO2



MSCI ESG vs CO2-Intensität

- Für Manchen sind ESG-Rankings Hokusfokus, speziell auch in diesem Fall sind handfeste Daten wie CO2-Intensitäten willkommen
- **ESG-Ratings und CO2-Intensität sind nicht (positiv) korreliert!**
- Oder anders gesagt: Wer in Unternehmen mit guten ESG-Noten investiert, besitzt dann nicht unbedingt Unternehmen mit tiefer CO2-Intensität der Produktion, erstaunlich
- CO2-Zahlen sind ein Minenfeld: Welche soll man verwenden, welche werden publiziert? Scope 1? Scope 2? Scope 3?
- Wir benutzen hier Scope 2, wir konzedieren, dass dies diskutabel ist, siehe Text links
- Wir glauben: Die fehlende Korrelation ist selbst dann merkwürdig, wenn man konzediert, dass ESG-Noten sich auf Leader/Laggards in ihrer spezifischen Industrie beziehen

CO2-Intensität = CO2-Ausstoss in metrischen Tonnen pro USD 1000 Produktion

Unsere (und die geläufige) Definition der CO2-Intensität der Produktion ermittelt sich aus: Anzahl metrische Tonnen Grünhausgase Scope1+2 – falls publiziert – und sonst CO2, die gebraucht werden pro 1 Million Verkaufserlös in der Reporting-Währung

Es handelt sich also um die Emissionen aus Produktion und verwendeten Energieträgern

Wir gehen davon aus, dass die Zukunft immer bessere (Auch Scope 3-) Intensitäts-Zahlen bringen wird, für immer mehr Unternehmen

Scope 1 – All Direct Emissions from the activities of an organisation or under their control. Including fuel combustion on site such as gas boilers, fleet vehicles and air-conditioning leaks. = Die effective Emission der Produktion

Scope 2 – Indirect Emissions from electricity purchased and used by the organisation. Emissions are created during the production of the energy and eventually used by the organisation. = Inklusive

Scope 3 – All Other Indirect Emissions from activities of the organisation, occurring from sources that they do not own or control. These are usually the greatest share of the carbon footprint, covering emissions associated with business travel, procurement, waste and water.

**Gute ESG-Noten
bedeuten nicht
tiefe CO2-
Intensität!**

ESG Benchmarks und die ESG-Integration

Uns fällt auf:

- Erstaunlich schwache Korrelation zwischen den ESG-Providern. Die ESG-Zahlen sind nicht austauschbar, man muss sich wohl entscheiden.
- Je nach dem, welchen Benchmark man nimmt, kommt eine komplett andere Allokation zustande, das finden wir höchst bedenklich
- Wir haben entschieden sämtliche gängigen ESG-Provider in unsere Analyse rein zu nehmen, wir glauben nicht, dass wir die Qualitätsunterschiede zwischen den Providern sinnvoll abgrenzen können
- Wer nach ESG selektiert bekommt kaum ein besseres Bonitätsrating als die Grundgesamtheit: ESG Ratings und Bonitätsratings sind nicht positiv korreliert
- ESG schützt vor Torheit nicht: Wer glaubt, mit einer einfachen ESG-Analysen die Finanzrisiken minimieren zu könne, dürfte sich täuschen
- Wer glaubt, über die ESG-Schiene der Finanzanalyse aus dem Weg zu gehen, täuscht sich vermutlich. Es wird sich auch beim sorgfältigsten ESG-Screening kaum ein Portfolio einstellen, das bonitätstechnisch unbedenklich ist, machen in einem solchen Umfeld reine ESG-Strategien Sinn?
- Fakt ist: Gute» Firmen schwindeln genau so viel wie «schlechte»
- Viele, sehr viel «gute» Firmen (bzgl. ESG) haben kaum Substanz; es gibt definitiv kein systematischer Zusammenhang von ESG und Substanz, d.h. «gute» Firmen haben nicht automatisch mehr Substanz in der Bilanz
- Ja man kann sogar sagen: Egal wie hoch das ESG-Rating, ein Grossteil der Unternehmen hat faktisch kein oder negatives Eigenkapital
- Es gibt auch keinen beobachtbaren positiven Zusammenhang zwischen ESG-Rating und Zurückhaltung im Leverage, Wer glaubt, dass «gute» Unternehmen auch finanziell vorsichtiger unterwegs sind täuscht sich
- Gute ESG-Noten bedeutet auch nicht automatisch bessere Rentabilität, wenn man auf den Free Cash Flow schaut
- Und zu guter Letzt: ESG-Ratings und CO2-Intensität sind nicht korreliert; Gute ESG-Noten bedeuten nicht tiefe CO2-Intensität, das finden wir dann doch merkwürdig
- Unser Take: ESG Ja, aber nur in Kombination mit einer sauberen Bonitätsanalyse

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf j.lutz@pkassets.ch