

Op zoek naar de juiste ESG-index

DOOR CASPAR SNIJDERS, PORTEFEUILLEMANAGER AANDELEN BIJ ACTIAM

Institutionele beleggers verduurzamen en masse hun portefeuilles. Het kiezen van een relevante benchmark is daarbij een uitdaging. Het aanbod van ESG-indices groeit als kool, maar de onderlinge verschillen zijn groot.

De wereld kent meer indices dan beursgenoteerde aandelen. De Index Industry Association (IIA) kwam medio 2019 uit op 2,96 miljoen indices. De IIA ziet in de snelle toename in aantal en variëteit 'een indicatie dat beleggers op zoek zijn naar benchmarks die aansluiten op hun (duurzame) beleggingsdoelen en -overtuigingen.'

ESG-indices bieden een kompas voor de eigen duurzame beleggingen en inzicht in ESG-gerelateerde risico's en kansen. Dat is relevante informatie voor de eigen portefeuille-allocatie. Daarnaast fungeren indices als benchmark.

Maar welk kompas sluit het beste aan op de eigen ESG-koers? Tussen indices bestaan grote verschillen, om te beginnen op het gebied van de selectiemethode.

Verschillen in indexmethodologie

De diversiteit in duurzame indices komt allereerst door verschillen in definitie. Want wat is duurzaam? Er zijn indices die zich grotendeels richten op het 'donkergroene' social responsible investing (SRI) en op impactbeleggen, indices die financiële kengetallen combineren met ESG-factoren en indices die zich beperken tot één thema (zoals CO₂-uitstoot, schoon water of biodiversiteit).

Een ESG-index sluit doorgaans aan bij een bekende traditionele market-cap-gewogen index, waarbij bedrijven met de laagste ESG-score worden geschrapt. Maar hoe streng is die selectie? Is hier sprake van een 'best-in-class'-benadering, of worden de bedrijven

met de beste ratings uit een breed universum opgenomen?

Alleen al binnen het assortiment van één indexbouwer is er variatie, om tegemoet te kunnen komen aan de verschillende klantbehoefes. Illustratief is de indeling van indexbouwer MSCI van duurzame spin-offs van de traditionele MSCI All Country World index. De MSCI ACWI ESG Focus Index sluit iets meer uit (tabak) en mikt op een zo hoog mogelijke ESG-score, maar binnen strikte grenzen van tracking error (versus de moederindex) en sectordeviatie. De MSCI ACWI ESG Leaders Index en MSCI ACWI SRI Indices kennen meer uitsluitingen en selecteren op basis van een 'best-in-class'-benadering, waarbij de 'Leaders' de beste 50% (als percentage van de marktkapitalisatie van de moeder-index) selecteren en de SRI-varianten alleen de beste 25%.

ESG-data: nog relatief schaars en niet uniform

Ook de beschikbaarheid van goede ESG-data is een belangrijke factor die bijdraagt aan de diversiteit in duurzame indices. Het aantal bedrijven dat over ESG rapporteert, is de laatste jaren stevig toegenomen. Veel bedrijven zitten met het meten en rapporteren van specifieke ESG-kengetallen echter nog in een leerproces. Daarbij is met name het gebrek aan uniformiteit een probleem.

Het gebrek aan uniformiteit is ook zichtbaar bij de verwerkers van de ESG-data (dataprovers en indexbouwers) die dit 'in-house' doen. De

Figuur 1: Lage correlaties tussen de ESG-ratings van ratingbedrijven

Totale ESG-rating

Ratingbedrijf	Asset4	KLD	RobecoSAM	Sustainalytics	Vigeo-Eiris
Asset4	--	0,42	0,64	0,67	0,71
KLD	0,42	--	0,49	0,53	0,48
RobecoSAM	0,64	0,49	--	0,68	0,71
Sustainalytics	0,67	0,53	0,68	--	0,73
Vigeo-Eiris	0,71	0,48	0,71	0,73	--

Milieu (E)

	A4	KL	RS	SA	VI
A4					
KL					
RS					
SA					
VI					

Maatschappij (S)

	A4	KL	RS	SA	VI
A4					
KL					
RS					
SA					
VI					

Goed bestuur (G)

	A4	KL	RS	SA	VI
A4					
KL					
RS					
SA					
VI					

■ < 0,1
 ■ 0,1 - 0,3
 ■ 0,3 - 0,5
 ■ 0,5 - 0,7
 ■ > 0,7

Bron: Rapport 'Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings' van MIT Sloan School of Management, augustus 2019

procedures en analyses wijken onderling af en er is doorgaans nog relatief veel ruimte voor menselijke interpretatie door analisten. Dat levert opmerkelijke verschillen in ESG-ratings op.

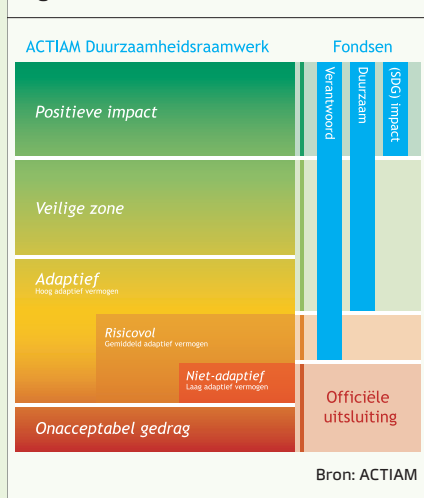
MSCI, bijvoorbeeld, beoordeelt Facebook als een ESG-middenmoter in zijn sector. S&P bevond daarentegen het bedrijf bij de jaarlijkse herweging in 2019 te licht voor de S&P500 ESG Index. Het bedrijf behoorde niet langer tot de beste 75% in zijn bedrijfstak, vanwege een lage ESG-score van 21 op een schaal van 0 tot 100. Debet daaraan waren de lage scores op Governance en Social, voortvloeiend uit de machtspositie van topman Zuckerberg en een reeks privacy-schandalen. Wel scoorde Facebook erg goed op Environmental, maar S&P kent in de bedrijfstak aan Governance en Social een hogere weging toe bij de bepaling van het eindoordeel.

Het voorbeeld van Facebook laat de impact zien van de onderlinge waardering van de E, S en G. Een andere weging zou mogelijk tot een ander (ESG-)oordeel leiden. Daarbij komt dat ook allerlei sub-segmenten van E, S en G een eigen rapportcijfer krijgen en ook deze verschillen onderling qua weging.

Het onderzoek 'Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings' van de MIT School of Management toonde in augustus vorig jaar een lage correlatie aan tussen de ESG-ratings van ruim 800 beursgenoteerde ondernemingen door vijf grote ratingbedrijven: Sustainalytics, RobecoSAM, Vigeo-Eiris, Asset4 en KLD. De gemiddelde correlatie bedroeg 0,61, waarbij een correlatie van 1 duidt op een overeenkomst van 100%. Het onderzoek trekt een vergelijking met de ratings van Moody's en S&P voor kredietwaardigheid; die hebben een correlatie van 0,99!

Dergelijke afwijkingen zenden een duidelijke boodschap naar benchmark-gebruikers om in te zoomen op de gebruikte ratingmethodiek en om dataproviders en indexbouwers daarop te toetsen.

Figuur 2: ACTIAM Duurzaamheidsraamwerk



Het Japanse Government Pension Investment Fund, het grootste pensioenfonds ter wereld, kondigde onlangs een strengere due diligence aan van indexbouwers en ESG-ratingbedrijven, conform de evaluatie van vermogensbeheerders.

Actualiteit en toekomstgerichtheid

Buiten de verschillen in indexsystematiek en ESG-scores is er nóg een uitdaging voor volgers van een ESG-benchmark: actualiteit. Verreweg de meeste indices baseren zich op historische gegevens, zoals rendementen en koersvolatiliteit. In feite is dit een momentopname van een punt in het verleden.

Dit drukt relatief zwaar op ESG-indices, omdat ESG-data minder snel geactualiseerd worden dan harde financiële data. De opkomst van nieuwe technologieën en verdere inspanningen om tot ESG-standaardisatie te komen, kunnen voor verbetering zorgen. Beleggers die een bepaalde index als benchmark gebruiken, zullen daarbij steeds moeten beseffen dat benchmark en realiteit uit elkaar kunnen gaan lopen. Een index kent doorgaans één keer per jaar of halfjaar een herweging. Hierdoor kunnen bedrijven nog lang in een benchmark blijven zitten, al voldoen ze overduidelijk niet meer aan de indexcriteria wegens bijvoorbeeld een ingrijpende gebeurtenis.

Bovendien volstaat het tegenwoordig niet meer om duurzaamheid van bedrijven te beoordelen op basis van hun impact in het verleden. Om zich voor te bereiden op de mondiale maatschappelijke uitdagingen, is het belangrijk dat vermogensbezitters en -beheerders, naast een toekomstgerichte blik op de verwachte marktontwikkelingen, ook een visie hebben op de (toekomstige) impact van duurzaamheidstransities op bedrijven.

Het is belangrijk een visie te hebben op de (toekomstige) impact van de duurzaamheids-transities op bedrijven.

Vermogensbeheerders hebben de fiduciaire plicht om hun klanten uit te leggen hoe zij hun geld op een verantwoorde wijze beleggen. Hierbij is het belangrijk om te weten hoe toekomstbestendig bedrijven zijn op het gebied van de mondiale duurzaamheids-transities. Dat vergt ook andere (of een ander gebruik van) ESG-indices, waarbij vooruit wordt gekeken met een focus op de financiële materialiteit van duurzaamheidstransities. Dit vraagt bovendien om inzicht in de materiële impact van niet-duurzaam gedrag.

Conclusie

De aandacht voor ESG groeit razendsnel, zowel bij beleggers als bij indexbouwers. De grote verschillen in ESG-ratings vormen daarbij nog wel een uitdaging; ze tonen aan dat beleggers niet blind kunnen varen op uitsluitend externe ESG-oordelen. Ook is het zaak om de indexmethodologie van een benchmark goed onder de loep te nemen. Sluit deze echt aan op de eigen duurzame insteek? Er is wel steeds meer keuze in indices en maatwerkoplossingen zijn eveneens mogelijk. Daarbij zijn de actualiteit van de data en de index zelf een extra punt van aandacht. «