ESG

Environmental, Social, Corporate Governance (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung)

Einfluss von bonitätsrelevanten ESG-Faktoren
auf die Unternehmensratings von fedafin

Mai 2021

Einleitung

Seit mehr als einem halben Jahrhundert diskutieren Anlageexperten[1] den Einfluss von Umwelt- und Sozialfaktoren auf Unternehmenserfolge. Die eine Seite des Spektrums belegte in den 1960er und 1970er Jahren Milton Friedman mit der Ansicht, dass die Aktionäre die einzige Gruppe von Menschen seien, für die ein Unternehmen sozial verantwortlich zu sein habe. Das einzige Ziel sei entsprechend, die Aktionärsrendite zu maximieren (Shareholder Value). Die andere Seite des Spektrums, damals häufig vertreten von Philanthropen, verstand das Verantwortungsbewusstsein eines Unternehmens breiter. Dieses umfasse alle Auswirkungen der Geschäftstätigkeit auf die Gesellschaft, die Mitarbeiter, die Umwelt und das wirtschaftliche Umfeld (Stakeholder Value). Daraus entstand um 1994 das Drei-Säulen-Modell der nachhaltigen Entwicklung, welches besagt, dass nachhaltige Entwicklung nur durch das gleichzeitige und gleichberechtigte Umsetzen von umweltbezogenen, wirtschaftlichen und sozialen Zielen erreicht werden könne (Triple Bottom Line).

Die Diskussion ist stark auch eine politische und dauert weiter an. Seit längerem ist nun das Momentum auf Seiten der Nachhaltigkeit, wenngleich temporär und lokal immer wieder Gegenbewegungen zu beobachten sind. Verschiedene Meilensteine der jüngeren Geschichte unterstreichen dies:

1992 Rio-Erklärung mit Grundsätzen zu Nachhaltigkeit
1997 Kyoto-Protokoll mit Zielen für den Klimaschutz
2006 Start der Principles for Responsible Investment (PRI)
2008 Erste Green Bond-Emission durch die Weltbank
2012 Rio+20-Gipfel mit dem Bekenntnis zu nachhaltigem Wirtschaften und den Millenniumszielen für 2015
2014 Erste Fassung der Green Bond Principles durch die International Capital Market Association (ICMA)
2015 Verabschiedung der 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung bis 2030 durch die UNO
2015 Start der Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) des Financial Stability Boards
2015 Übereinkommen von Paris mit dem Ziel des Klimaschutzes als Nachfolge des Kyoto-Protokolls
2017 Erste Fassung der Social Bond Principles durch die ICMA
2019 European Green Deal (Senkung der Netto-Emissionen von Treibhausgasen in der EU auf null bis 2050)
2020 Verabschiedung der Taxonomie-Verordnung der EU, die Kriterien zur Bestimmung der Nachhaltigkeit einer Wirtschaftstätigkeit resp. einer Investition definiert

[1] Zwecks besserer Lesbarkeit schliesst die männliche Form die weibliche mit ein.

An der ideologisch-politischen Diskussion beteiligen wir uns nicht, verfolgen sie aber aufmerksam, weil die damit verbundenen gesellschaftlichen Trends und politischen Entscheidungen durchaus Einfluss auf die Bonität von durch uns bewertete Einheiten haben können.

Zudem fühlen wir uns als am Knotenpunkt von Investoren und Kapitalnehmern agierende unabhängige Ratingagentur dazu verpflichtet, die Marktteilnehmer transparent über unseren Umgang mit ESG zu informieren, weshalb wir im August 2018 das „Statement on ESG in credit risk and ratings“ von PRI unterzeichnet haben.

PRI ist eine Investoreninitiative in Partnerschaft mit der Finanz-Initiative des Umweltprogramms der Vereinten Nationen sowie dem United Nations Global Compact. Gemeinsam mit ihrem internationalen Netzwerk an Unterzeichnern widmet sich PRI der praktischen Umsetzung der sechs Prinzipien für verantwortliches Investieren. Ziel ist ein besseres Verständnis der Auswirkungen von Investitionsaktivitäten auf Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsthemen sowie die Unterstützung der Unterzeichner bei der Integration dieser Fragestellungen in ihre Investitionsentscheidungen.

Nachdem der Fokus für nachhaltiges Investieren lange Zeit auf Aktieninvestitionen lag, hat sich PRI ebenfalls dem Markt für Fremdkapital gewidmet. Ratingagenturen und ihre Bonitätsbeurteilungen spielen in diesem Umfeld eine entscheidende Rolle. Durch Unterzeichnung des „Statement on ESG in credit risk and ratings“ teilen wir die gemeinsame Vision, die systematische und transparente Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei der Beurteilung der Kreditwürdigkeit zu verbessern.

Ratingagentur vs. ESG-Agentur

Dabei gilt es zu beachten, dass wir als unabhängige Ratingagentur nach wie vor ausschliesslich unsere Meinung zu Ausfallwahrscheinlichkeiten („Probability of Default“) und damit verbundenen Grössen wie z.B. „Loss Given Default“ oder „Expected Loss“ in Form von Ratings abgeben. Dies ist die zentrale Unterscheidung zu ESG-Agenturen, die Unternehmen ausschliesslich resp. hauptsächlich anhand von ESG-Kriterien beurteilen, während die Frage nach der Ausfallwahrscheinlichkeit keine oder lediglich eine untergeordnete Rolle spielt.

Verschiedene Studien[2] haben dabei gezeigt, dass die Beurteilungen von ESG-Agenturen nur schwach korrelieren, während Bonitätsanalysen von Ratingagenturen sehr stark korrelieren. Dies ist unseres Erachtens darauf zurückzuführen, dass einerseits die Datengrundlage für Ratingvergaben vorhanden sowie i.d.R. von hoher Qualität ist und andererseits das Ziel, nämlich die Ausfallwahrscheinlichkeit zu prognostizieren, übereinstimmend klar definiert ist unter den Ratingagenturen.

Im Gegensatz unterscheiden sich die ESG-Agenturen insbesondere in ihren Zielen erheblich. Je nach Ideologie, Methodik und Gewichtung kann dasselbe Unternehmen von verschiedenen ESG-Agenturen unterschiedliche ESG-Noten erhalten. Für Investoren ist deshalb entscheidend, die jeweilige ESG-Methodik genau zu kennen und auf die Übereinstimmung mit der eigenen Investitionsphilosophie hin zu überprüfen.

Ratingkonzept

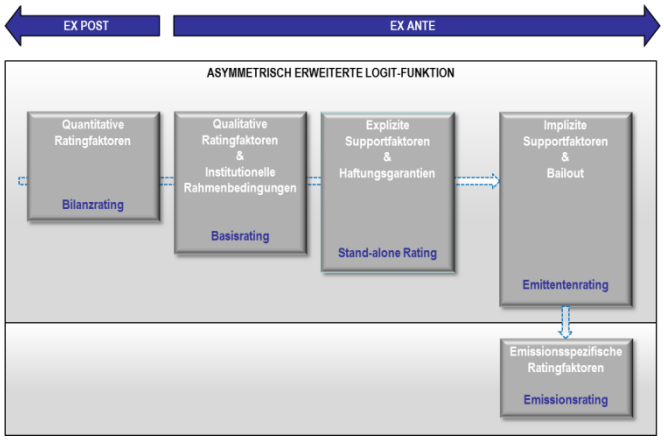
Unsere Ratingarchitektur besteht grundsätzlich aus vier Modulen und erlaubt eine konsistente sowie flexible Berücksichtigung von systematisch bonitätsrelevanten Einflussfaktoren für Unternehmen verschiedener Marktsegmente und Sektoren. Ratingrelevante ESG-Faktoren erfassen wir dabei in den Modulen 2 bis 4 (siehe Abbildung 1). Als methodische Bewertungsgrundlage dient eine um mehrere unternehmens-spezifische Parameter asymmetrisch erweiterte Logit-Funktion, welche die Dynamik von Bonitätsrisiken realitätsnah abbildet. Im Hinblick auf die traditionelle Definition des Ausfallrisikos unterscheiden wir zwischen dem Stand-alone Rating (ohne implizitem Support) sowie dem Unterneh-

[2] z.B. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3829831, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533, https://am.vontobel.com/de/insights/navigating-with-esg-ratings-what-you-need-to-know oder https://www.fuw.ch/article/__trashed-154/

mensrating (mit implizitem Support) und weisen diese transparent auf der entsprechenden Ratingdokumentation aus.

Üblicherweise sind bei privaten Unternehmen Stand-alone Rating und Unternehmensrating identisch, da kein Support bzw. keine Garantien existieren. Im Gegensatz dazu ist die konzeptionelle Unterscheidung zwischen Stand-alone Rating und Unternehmensrating im Segment der staatsnahen Unternehmen bedeutend, selbst wenn diese als privatrechtliche Aktiengesellschaften organisiert sind. Während das Stand-alone Rating u.a. auch explizite Garantien durch Drittparteien in ihren unterschiedlichsten Ausprägungen berücksichtigt, kann das Unternehmensrating allenfalls zusätzlich von einem impliziten Support durch die öffentliche Hand als Eigentümerin oder Trägerin eines Unternehmens profitieren.

Sowohl bei staatsnahen als auch bei privaten Unternehmen fliessen Garantien oder Supportwahrscheinlichkeiten, die aufgrund der Aktionärsstruktur bestehen, als G-Faktor im Modul 3 (explizit) resp. im Modul 4 (implizit) ein.



1 Ratingkonzept für die Bonitätsbeurteilung von Unternehmen

Quantitative Ratingkriterien

Die Bonitätsbeurteilung basiert grundsätzlich auf ausgewählten Finanzkennzahlen der vergangenen Jahre (Modul 1; ex-post Situation). An die Auswahl und Konstruktion der jeweiligen Kennziffern werden strenge Anforderungskriterien gestellt. Dazu zählen u.a. eine direkte Bonitätsrelevanz, eine eindeutige Rangierbarkeit, eine objektive Vergleichbarkeit (u.a. Adjustierung um Verpflichtungen aus operativem Leasing), eine weitgehende Manipulationsresistenz (u.a. Änderung des Rechnungslegungsstandards) sowie eine statistische Robustheit.

Die Parametrisierung der Finanzkennziffern erfolgt anhand zahlreicher Testverfahren der Modellvalidierung. Im Rahmen des Ratingprozesses sind drei bonitätsrelevante Sachverhalte im finanziellen Autonomie- und Einflussbereich eines Unternehmens grundsätzlich relevant (ohne Vollständigkeit; je nach Branche fliessen sektorspezifische Kennzahlen ein):

Beurteilung von Kapitalstruktur und Verschuldung

- Eigenkapitalausstattung
- Nettoverschuldung
- Fremdfinanzierungsstruktur
- Goodwillquote

Beurteilung von Ertragskraft und Rentabilität

- EBITDA-Marge und EBIT-Marge
- Umsatzrentabilität
- Gesamtkapitalrentabilität

Beurteilung von Liquidität und Cashflow

- Cash Ratio und Quick Ratio
- FFO und operativer Cashflow
- Freier Cashflow
- Abschreibungsquote

Qualitative Ratingkriterien

Nebst ausgewählten Finanzkennzahlen beinhaltet die Bonitätsbeurteilung eine Analyse von Faktoren, die einen Einfluss auf die Nachhaltigkeit und Stabilität der Leistungserbringung eines Unternehmens haben. Diese Risikofaktoren lassen Rückschlüsse auf die zukünftige Bonitätsentwicklung eines Unternehmens zu (Modul 2; ex-ante Trend). Ergänzt wird die Beurteilung durch die Analyse weiterer Faktoren, die u.a. systematische Rückschlüsse auf die relative Wettbewerbsposition eines Unternehmens gegenüber ihren Mitbewerbern oder die zukünftige Kapitalstruktur erlauben.

Qualitative Risiko- und Erfolgsfaktoren werden durch das Ratingteam systematisch identifiziert und bewertet sowie einer kritischen Prüfung im Ratingausschuss unterzogen. Dazu zählten immer schon Stärken und Chancen resp. Schwächen und Risiken, die unter ESG subsummiert werden und solche, die ebenfalls materiell sind, aber nicht dem ESG-Bereich zugeordnet werden können. Im Rahmen des Ratingprozesses sind bonitätsrelevante Sachverhalte in drei Unternehmensbereichen grundsätzlich relevant (ohne Vollständigkeit):

Institutionelle Rahmenbedingungen

- Marktstrukturen und Wettbewerbsschranken
- Politische und regulatorische Risiken
- Zyklizität und Wachstumsaussichten der Branche

Unternehmensstruktur und -strategie

- Diversifikation und Innovationen
- Investitionszyklus und Akquisitionspolitik
- Komplexität der Unternehmens- und Geschäftsstruktur

Kapitalstruktur

- Nachrangiges und/oder besichertes Fremdkapital
- Aktionärsdarlehen

Ausblick

Zurzeit zählen wir die nachfolgenden Themenblöcke zu den potenziellen Risiko- und Erfolgsfaktoren unter ESG:

E: Ressourcenverbrauch, Emissionen, Innovationen, Biodiversität, CO_2, Abfall, Wasser

S: Personal, Menschenrechte, Gesellschaft, Produktverantwortung, Kunden, Humankapital, Sicherheit, sozialer Zusammenhalt

G: Aktionariat, Management, unternehmerische soziale Verantwortung, Berichterstattung, Firmenstruktur, Transparenz, Werte

Die Subsummierung unter dem Oberbegriff ESG obliegt allerdings nicht uns, sondern ist Teil des erwähnten gesellschaftspolitischen Diskurses. ESG ist und bleibt somit ein dynamisches Feld ohne abschliessend mögliche Aufzählung von Sachverhalten. Was vor zehn Jahren ESG-relevant war, ist anders als heute, und auch die heutige Definition wird sich in den nächsten zehn Jahren wiederum weiterentwickeln.

Für uns besonders relevant in diesem Zusammenhang ist die Frage der Materialität eines ESG-Faktors. Dabei spielen nicht ideologische Überlegungen eine zentrale Rolle, sondern rein ökonomische. Es steht also die Frage im Vordergrund, ob und inwiefern ein ESG-Faktor zukünftig das Resultat der quantitativen Analyse der Bonitätsbeurteilung positiv oder negativ beeinflussen wird.

Beispielsweise könnte nachhaltig verändertes Konsumverhalten dem Umsatz eines Unternehmens Auf- resp. Abtrieb verleihen, indem mehr oder weniger nachgefragt bzw. die Preissetzungsmacht gestützt oder untergraben wird. Ebenfalls sind Umsatzrückgänge in Folge von Reputationsschäden denkbar, weil externe Kosten nicht oder nur ungenügend internalisiert werden.

Regulatorische Veränderungen und Verschärfungen beeinflussen häufig die Kostenseite. Nennenswert sind beispielsweise Auszüge aus den vom Bundesrat im Dezember 2020 beschlossenen Massnahmen zur nachhaltigeren Ausrichtung des Schweizer Finanzplatzes:

- Erarbeitung einer verbindlichen Umsetzung der TCFD-Empfehlungen für Schweizer Unternehmen
- Mögliche Anpassungen im Finanzmarktrecht, um «Greenwashing», also das Vortäuschen nachhaltiger Geschäftstätigkeit im Umweltbereich, zu verhindern
- Empfehlung an die Finanzmarktakteure, Methoden und Strategien zu veröffentlichen, wie Klima- und Umweltrisiken bei der Verwaltung von Vermögen der Kundschaft berücksichtigt werden

Daneben können sich auch (häufig chancenlose) Volksbegehren niederschlagen. Erst kürzlich hat die Schweiz die Volksinitiative «Für verantwortungsvolle Unternehmen – zum Schutz von Mensch und Umwelt» (Konzernverantwor-

tungsinitiative) verworfen. Bald folgen mit den Volksinitiativen «Für sauberes Trinkwasser und gesunde Nahrung – Keine Subventionen für den Pestizid- und den prophylaktischen Antibiotika-Einsatz» (Trinkwasserinitiative) sowie «Für eine Schweiz ohne synthetische Pestizide» (Pestizidinitiative) weitere Vorstösse mit möglicher Ratingrelevanz.

Dadurch wird auch ersichtlich, dass das rechtliche Umfeld, in dem sich ein Unternehmen bewegt, für die Frage der Materialität entscheidend ist. Unser Monitoring umfasst deshalb den gesamten Wirkungsraum eines bewerteten Emittenten. Ein Beispiel ist in diesem Zusammenhang die von der EU-Kommission geplante Richtlinie "Nachhaltige Unternehmensführung". Sie geht in die Richtung eines «Lieferkettengesetzes» und ist somit eine Art Pendant zur schweizerischen Konzernverantwortungsinitiative.

Weltweit finden sich Bestrebungen für ein nachhaltigeres Wirtschaften. Inskünftig ist deshalb im In- und Ausland mit einer grundsätzlichen teilweisen Internalisierung von externen Kosten zu rechnen, die bislang von der Allgemeinheit getragen wurden. Zudem dürfte die Bewirtschaftung öffentlicher Güter wie z.B. des Klimas via Besteuerung, Kontingentierung o.ä. zunehmen.

Exkurs: Ratingdokumentation

Einen allfälligen Einfluss von ESG-Faktoren auf die Ratingvergabe weisen wir auf der Ratingdokumentation transparent und gesondert aus. Als Beispiel dazu dient ein Auszug aus dem Ratingbericht von Axpo[3] (siehe Abbildung 2).

In einem ersten Schritt geben wir die Gesamtauswirkung der ESG-Faktoren auf das Rating mit «neutral» resp. «positive» oder «negative» an. Damit drücken wir aus, dass sämtliche berücksichtigten Risiko- und Erfolgsfaktoren aus dem Bereich ESG keinen resp. einen positiven oder negativen Einfluss auf das Rating haben. Wichtig ist zu verstehen, dass dies keine ideologische Bewertung bzw. Beurteilung darstellt. Es geht dabei einzig um die Auswirkung auf die Ausfallwahrscheinlichkeit.

ESG	
Einfluss	**positive**
positiv	**Wasserkraft, Aktionariat**
negativ	**Kernenergie**

2 *Ausweis des ESG-Einflusses auf der Ratingdokumentation*

Danach führen wir unter «positive» resp. «negative» stichwortartig die einzelnen ESG-Faktoren auf, die wir im Rahmen der Ratingvergabe als materiell eingestuft und deshalb berücksichtigt haben, und die zur zuvor beschriebenen ESG-Gesamtwirkung auf das Rating geführt haben. Anhand des Beispiels Axpo liest sich das folgendermassen:

- Der gesamte ESG-Einfluss auf das Rating ist positiv.
- Die Wasserkraft und das Aktionariat haben einen positiven materiellen Einfluss auf das Rating.
- Die Kernenergie hat einen negativen materiellen Einfluss auf das Rating.

Weitere ESG-Sachverhalte mögen existieren, finden aber aufgrund mangelnder Materialität keinen Niederschlag in der Ratingvergabe. Zudem können weitere Risiko- und Erfolgsfaktoren einen materiellen Einfluss auf das Rating haben, sind aber nicht ESG-relevant. In beiden Fällen erfolgt kein gesonderter Ausweis. ■

[3] Der vollständige Ratingbericht kann unter https://e-rating.fedafin.ch/ kostenlos heruntergeladen werden.

Kontakt

fedafin AG
Galerieweg 8
9443 Widnau
Schweiz

Telefon: +41 71 552 32 00
E-Mail: info@fedafin.ch
Webseite: www.fedafin.ch

Disclaimer

© Copyright 2002-2021 fedafin AG. Alle Urheberrechte bleiben vorbehalten. Das Reproduzieren, Übermitteln, Modifizieren oder Benutzen von Elementen und Informationen in diesem Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke ist ohne vorherige schriftliche Genehmigung der fedafin AG ausdrücklich untersagt. Sämtliche Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig und akkurat eingestuft werden. Dennoch kann fedafin AG die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen aus Gründen von menschlichen, technischen oder anderen Fehlern nicht garantieren und lehnt daher jede Haftung für irgendwelche Schäden aus der Verwendung dieser Informationen ab. Überdies stellen die Informationen in diesem Dokument keinerlei Aufforderungen, Ratschläge oder Empfehlungen für irgendwelche wirtschaftlichen Tätigkeiten dar.