

ENVIRONMENTAL, SOCIAL & GOVERNANCE

Neue Einblicke in Unternehmen

ESG steht für Environmental-, Social- und Governance-Themen, die von Unternehmen an ihre wichtigsten Zielgruppen berichtet werden und von einigen dieser Investoren in die Anlageentscheidung einbezogen werden. ESG enthält Angaben zu Managementsystemen, zur Kundenzufriedenheit, zu Reputationsrisiken bis hin zu den Konsequenzen, die Produktionsverfahren auf künftige Generationen haben werden. Hilfreich bei der Analyse sind spezielle Key Performance Indicators. **Alexander Bassen | Ralf Frank**

→ **Keywords: Reporting, Finanzanalyse**

ESG integriert einerseits Umweltberichte, andererseits Reports über soziales Verhalten von Unternehmen, z. B. gegenüber Mitarbeitern, Unterstützung von wohltätigen Zwecken mit Governance-Sachverhalten. Governance in der ESG-Definition versteht sich nicht nur als Corporate Governance, die in den meisten Kapitalmärkten über Gesetze und Verordnungen geregelt ist, sondern als Steuerung im wörtlichen Sinne. Governance umfasst damit Aspekte des Verhaltens des Managements in Bezug auf Management-Systeme, Risiko-Management sowie im weiteren Sinne Management-Rationalität, wie sie beispielsweise zentral für Wissensmanagement ist oder Wissensdefizite, aus denen für Unternehmen Risiken entstehen können.

Was verbirgt sich hinter ESG?

ESG ist als Terminus noch relativ neu im deutschen Markt, hat aber im angelsächsischen Raum zwischenzeitlich die zahlreichen Komposita um Corporate, z. B. Corporate Responsibility, Corporate Citizenship oder Corporate Volunteering, verdrängt. Auf der Seite der Unternehmen hat sich diese Umbenennung bislang noch

nicht bemerkbar gemacht: Hier spricht man in aller Regel von Corporate Social Responsibility (CSR).

Kaum ein börsennotiertes Unternehmen in Deutschland, das keine CSR-Funktion im Unternehmen vorhält oder plant, einen CSR-Beauftragten einzustellen. Mitunter wird der Begriff auch zu Corporate Responsibility verkürzt. Es heißt dann, es gehe schließlich nicht nur um Soziales; unternehmerische Verantwortung umfasse auch andere Bereiche wie Umwelt oder Forschung und Entwicklung.

Häufig wird im Zusammenhang von CSR auch von Nachhaltigkeit gesprochen. CSR-Berichte von Unternehmen tragen häufig den Titel Nachhaltigkeitsbericht. Nachhaltigkeit ist wiederum ein schillernder Begriff, der sich der näheren Definition zu entziehen scheint. Nachhaltig ist, was der Verfasser oder Leser dafür hält! Derzeit existieren drei Lesarten in den Wirtschaftswissenschaften:

- Nachhaltigkeit heißt innovationsbezogenes Management, das – im originären Eigeninteresse jedes wirtschaftlichen Akteurs – sich primär mit der Effektivität des Einsatzes von Ressourcen beschäftigt.
- Nachhaltiges Management orientiert sich an der Norm der Gerechtigkeit. Gerech-

tigkeit zwischen der heutigen und den kommenden Generationen (intergenerativ) und zwischen den derzeit lebenden Generationen in der ersten, zweiten und dritten Welt (intragenerativ).

- Nachhaltiges Management ist rationales Management im Sinne nachhaltiger Forstwirtschaft: Nur so viel Holz zu schlagen (Kapital auszuschütten), wie im selben Zeitraum nachwächst (nachdem Investments sich getragen haben). Diese Denktradition ist bereits als Kapitalerhaltungsdenken in der Betriebswirtschaftslehre verankert.¹

Die Gruppe der SRI- (Socially Responsible Investments) Investoren zählt zu den Hauptabnehmern von CSR-Daten. Eine gängige Definition von SRI-Investments stammt von Eurosif (European Social Investment Forum), das als paneuropäische Gruppe Nachhaltigkeit durch Kapitalmärkte adressiert: „SRI combines investors's financial objectives with their concerns about social, environmental and ethical [...] issues“.²

Wenngleich der Sektor der SRI-Investments weltweit stark wächst, ist der deutsche SRI-Markt noch relativ klein und bewegt sich je nach Schätzung unterhalb von 1 % aller Assets unter Management. Je

nach Definition der Investments, die in die Kategorie SRI fallen, ist der europäische Markt ca. 1.033 Mio € groß, während der deutsche Markt 5,3 Mio € zählt.³ Nach einer Erhebung des Sustainable Business Institutes (SBI) an der European Business School Oestrich-Winkel von 2007 wächst der Markt für nachhaltige Publikumsfonds in Deutschland, Österreich und Schweiz weiter dynamisch. 137 Fonds mit einem Gesamtwert von 18,2 Mrd € waren zum Ende 2006 im deutschsprachigen Markt zum Vertrieb zugelassen - nach 124 Fonds bzw. 8,6 Mrd € Ende 2005. Mit ca. 7 Mrd € Nettozufluss setzt sich der Nischenmarkt deutlich vom allgemeinen Markttrend ab.⁴

Nachhaltigkeit und Kapitalmärkte

Die Diskussion über das Thema Nachhaltigkeit und ESG am Kapitalmarkt ist vielschichtig und selbst für Fachleute nicht immer zu durchschauen. Ein Argument scheint aber klar: Es geht in der Debatte nicht um Ökologie und Soziales, sondern um materielle Risiken für die Unternehmen aller Branchen. Dabei zeigt sich, dass der deutsche Kapitalmarkt in der internationalen Diskussion einiges aufzuholen hat. Zur Kenntnis genommen worden ist das Thema ESG in Kreisen von deutschen Banken und hiesigen professionellen Investoren bislang vergleichsweise wenig - im Vergleich zu angelsächsischen Märkten. Die weiter oben aufgeführten Marktzahlen zeigen, dass die Bedeutung von ESG für die Anlageentscheidung in Deutschland noch nicht ausreichend bekannt ist. Unterstellt man, dass Marktstrukturen unter anderem durch das Vorhandensein spezifischer Investorengruppen wie auch Skalenökonomien maßgeblich beeinflusst werden, ist a priori nicht ersichtlich, warum im deutschen Kapitalmarkt ESG-Themen bislang übersehen wurden.

Auffallend ist auch, dass in der in Deutschland geführten Diskussion über die soziale Verantwortung von Unternehmen häufig nur gesetzliche Lösungen durch staatliche Reglementierungen als

zielführend angesehen werden. Dieser Standpunkt entspricht vermutlich einer deutschen Tradition, die gesetzlich regeln möchte, was sich in anderen Märkten per Common Sense steuert. Angesichts internationaler Kapitalmärkte und einer - subjektiv oder objektiv - wahrgenommenen Überregulierung der Kapitalmärkte dürften allerdings deutsche ESG-Regulierungsvorstöße im Ausland wie im Inland auf Befremdlichkeit stoßen. Darüber hinaus würden regulatorische Alleingänge deutsche Unternehmen unnötigerweise benachteiligen.

Neben den „klassischen“ SRI-Abnehmern haben sich insbesondere in angelsächsischen Märkten institutionelle Anleger, z.B. Pensionsfonds oder Versicherungen, mit ESG-Themen auseinander gesetzt. In der Branche macht das Wort vom Mainstreaming die Runde. Mainstreaming bedeutet in diesem Kontext, dass aus ESG-Themen ein Geschäft der traditionellen Kapitalmärkte wird. Das Interesse von Pensionsfonds, konfessionell gebundene Investoren oder Versicherungen an ESG als „grün“ zu verstehen, geht allerdings an dem Verständnis des Themas im Kapitalmarkt vorbei.

Eine häufig geäußerte Kritik an der Beschäftigung mit ESG-Themen lautet, dass Unternehmen sich Zwecken des Gemeinwohls verschreiben müssten und eine ausschließliche Profitorientierung die „Licence to operate“ des Unternehmens gefährde. In der Tat gibt es im Lager der Globalisierungsgegner und der NGOs (Non Government Organizations) Stimmen, die eine Verstaatlichung und Ausschüttung der Gewinne von Konzernen an die Gesellschaft fordern. Diese Vertreter dürften allerdings selbst in der Nachhaltigkeitszene eine relativ isolierte Gruppierung darstellen.

Dennoch dürfte klar sein, dass Investoren und Analysten, gleich ob SRI oder Mainstream, die von Unternehmen „unökonomisches“ Verhalten einfordern, ein falsches Betätigungsfeld gewählt

haben. Der Kapitalmarkt kann und sollte auch nicht der Hebel sein, um einen marktwirtschaftlichen Ordnungsrahmen außer Kraft zu setzen. Dies zu verlangen, wäre absurd und sicherlich auch nicht Erfolg versprechend. Für den Ordnungsrahmen ist der Staat zuständig. Vielmehr gibt es den angenommenen fundamentalen Widerspruch zwischen dem Ziel der Wertschöpfung für die Eigentümer von Unternehmen und der Forderung nach der Einbeziehung von ESG-Faktoren gar nicht.

Die tradierte Sichtweise, die Profitabilität und moralisches Verhalten von Unternehmen in Widerspruch zueinander setzt, rekurriert auf Milton Friedman, dem der Satz zugeschrieben wird: „The social responsibility of business is to increase its profits.“ Im Kern steht eine Denkfigur, nach der sich Moral und Eigeninteresse von Unternehmen schlecht miteinander vertragen; es kommt zwangsläufig zu Konflikten, da Unternehmen ausschließlich Gewinninteressen antreiben. Typisch für Vertreter dieser Denkrichtung ist die Forderung nach staatlicher Intervention, um Unternehmen an die „Kandare“ zu nehmen. Die Politik müsse Unternehmen „domestizieren“ und sie notfalls und zwangsweise unter Druck anhalten, als Staatsbürger öffentlichen Interessen zu dienen. Vertreter dieser Schule sind neben Globalisierungsgegnern wie ATTAC oder Umweltaktivisten wie Greenpeace eben auch neoliberale Ökonomen.

ESG-Nutzer verfolgen einen anderen Ansatz: Sie interessieren sich dafür, ob ein Unternehmen Aktivitäten vernachlässigt, die als ESG in den Markt kommuniziert werden, und wichtige langfristige Werttreiber fahrlässig außer Acht lässt. Zahlreiche empirische Studien kommen immer wieder zu dem gleichen Schluss: Unternehmen, die ESG befolgen, haben ein geringeres Risiko.

Die meisten institutionellen Investoren sind langfristig orientiert. Quartalszahlen sind kein primäres Interesse, sondern dienen der Plausibilisie-

→ rung der Wahrnehmung von Management-Integrität. Es geht den institutionellen Investoren bei der Analyse von Quartalszahlen nicht um kurzfristige Rendite-Strohfeuer, sondern eine hohe Transparenz des unternehmerischen Risikos. Die wahren Abnehmer von ESG stehen in Wirklichkeit Warren Buffett näher als dem SRI-Investor. Es geht bei ESG im Kern nicht um Umweltberichte oder Sozialreports. ESG enthält Angaben zu Managementsystemen, zu Marktanteilen, zur Kundenzufriedenheit, zum Beziehungskapital, zu möglichen Reputationsrisiken, zu potenziell haftungsrechtlich relevanten Vorfällen bis hin zu den Konsequenzen, die heutige Produktionsverfahren auf die zukünftigen Generationen haben werden.

Dass von einer Missachtung von ESG-Themen durchaus handfeste, d.h. mone-

„Key Performance Indicators können Unternehmen auch dabei helfen, sich der Flut von Fragebögen durch die SRI-Community zu erwehren.“

tere Risiken ausgehen können, belegt hier ein nur kurz skizziertes (und sicherlich vereinfachtes) Beispiel. Seit einigen Monaten nimmt die Öffentlichkeit zur Kenntnis, dass der Klimawandel keine Phantasie von Umweltaktivisten ist, sondern bittere Realität zu sein scheint. Die Rolle von CO₂ bei der Klimaerwärmung ist ebenfalls erwiesen (selbst wenn an meteorologischen Instituten noch diskutiert wird, inwiefern die Erwärmung „menschengemacht“ sei.) Neben dem Automobilverkehr, der in Bezug auf CO₂ eine eher zu vernachlässigende Größe ist, stehen Energieversorger im Brennpunkt der Diskussion. Die Herausforderung heißt unter anderem, in zukunftsfähige, d.h. in der Emission CO₂-arme Kraftwerkstechnologien möglichst unter Konservierung derzeitiger Cashflows zu investieren. Hier drohen Energieversor-

gern enorme Reputations- und möglicherweise Haftungsrisiken.

Häufig verkannt wird eine zwar in der akademischen Welt zwischenzeitlich in Frage gestellte, in der Praxis aber häufig gelebte Theorie, nämlich die Theorie der „Efficient Markets“, die in Kürze den Standpunkt vertritt, dass alle Informationen zu einer Aktie bereits in den Kurs eingepreist sind und Märkte sich im Gleichgewicht befinden. Jede neue Information – und ESG bietet ein riesiges Reservoir an zusätzlichen Informationen für Finanzanalysten und Investoren – hat das Potenzial, die fundamentale Aussage zu einer Aktie zu bewegen.

Der Nutzen von ESG-Information mag bei einem neuen Umweltverfahren oder einer Humankapitalinitiative eines Unternehmens noch nicht den Kurs bewegen. Wenn es um das Verständnis von Risiko

geht, und das beinhaltet unter anderem Reputationsrisiken, wie auch monetär eindeutig bezifferbare Klagen im Zusammenhang mit beispielsweise Kinderarbeit oder Umweltverschmutzung, dann sind Investment Professionals durchaus interessiert, weil hiermit ein materielles Reputationsrisiko verbunden ist.

Es vollzieht sich zur Zeit ein Paradigmenwechsel. Nach den Value-Investoren, wie den SRI-Investoren, die von Unternehmen in erster Linie ethische Werte forderten, haben mehr und mehr so genannte „Alpha-Seeker“, d.h. Investoren, die unterbewertete Unternehmen gezielt suchen, um Erträge zu lokalisieren, den Nutzen von ESG-Informationen erkannt. Das muss sich aus einer Perspektive des deutschen Kapitalmarktes nicht erschließen, ist aber evident, wenn man sich in internationalen Kapitalmärkten bewegt.

Gesetzliche Verpflichtungen

Neben den Anforderungen von Investment Professionals an ESG existieren für deutsche Unternehmen gesetzliche Verpflichtungen, so genannte weiche Faktoren zu berichten. Die Umsetzung der EU Modernisation Directive durch den Gesetzgeber, insbesondere das Bilanzrechtsreformgesetz BilReG, richtet das Kapitalmarkt-Reporting deutscher Unternehmen an IAS/IFRS-Regeln aus und enthält Anforderungen an Unternehmen, nicht-finanzielle Leistungsindikatoren zu berichten (speziell zu Sachverhalten wie Umwelt, Mitarbeiter, Corporate Responsibility), soweit diese für das Verständnis der Situation eines Unternehmens, seiner Wachstumsfaktoren sowie der zu Grunde liegenden Risiken notwendig sind.

Nach § 315 HGB müssen Unternehmen finanzielle und nicht-finanzielle Leistungsindikatoren nennen; dabei wird das Kriterium der Wesentlichkeit einzelner Leistungsindikatoren zu Grunde gelegt, die prinzipiell alle Bereiche der Wertschöpfung betreffen können. „DRS 15-Management-Informationssystem, interne Steuerung“, Vorschrift des deutschen Standardsetters DRSC, schreibt unter anderem vor, dass über Teilbereiche des internen Managements berichtet werden müsse.

Innerhalb des International Accounting Standard Board IASB, dem Urheber des internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS, wird diskutiert, welche Form und Ausgestaltung ein Management Commentary annehmen könnte, der heute innerhalb des IFRS-Regimes noch fehlt. In den USA und Kanada wurden die Regelungen zum so genannten MD&A (Management's Discussion & Analysis) vom FASB grundsätzlich überarbeitet.

Non- oder Extra-Financials – die Substanz von ESG

ESG-Aktivitäten werden gerne in aufwendig gestalteten Dokumenten berichtet. Zusätzlich zum Geschäftsbericht werden nicht selten von Unternehmen CSR-

→ Berichte von 70 bis 80 Seiten im Kupfertiefdruck-Vierfarb-Format verschickt. Für Unternehmen ein erheblicher personeller Aufwand und ein signifikanter Kostenblock. Umso erstaunlicher die Erfahrung, dass sich für Informationen in den Kapitalmärkten selten Abnehmer finden.

Eine zunächst nahe liegende Begründung dafür ist, dass Investoren und Finanzanalysten bereits häufig den Umfang von Jahresberichten kritisieren, die bei Konzernen gelegentlich mehr als 300 Seiten umfassen können. Da Geschäftsberichte neben Finanzzahlen in aller Regel auch narrative Elemente enthalten wie „Bericht des Vorstands an den Aktionär“ sowie graphische Gestaltungsmerkmale, empfinden professionelle Anleger und ihre Intermediäre die Lektüre oft als Zumutung, da die selektive Verarbeitung unnötigerweise erschwert wird. Jeder zusätzliche Bericht wie beispielsweise ein CSR-Report wird auf ähnliche Widerstände stoßen. Die engen Zeitfenster von Investment Professionals lassen keinen Spielraum, um von jedem Unternehmen, das im Universum des Professionals Gewicht hat, Berichte en detail zu lesen.

Mehr noch: Jede Information eines Unternehmens, jedes Merkmal, das das Potenzial besitzt, das Bild eines Unternehmens signifikant zu prägen, muss durch das Nadelöhr der Finanzanalyse. Finanzanalytische Modellierung findet häufig auf dem Spreadsheet des Finanzanalysten statt. Auf dem Spreadsheet werden Finanzzahlen und wichtige Parameter wie Marktanteile, Strömungsgrößen etc. gerechnet. Es leuchtet ein, dass narratives Material vom Unternehmen, Prosatexte und nicht näher spezifizierte Aussagen kaum sinnvoll in die Finanzanalyse eingehen können – es sei denn, es handelt sich um quantifizierbare Größen und einige wesentliche Strukturmerkmale sind gegeben.

Seitdem die DVFA 2006 mit den Grundsätzen für Effektive Finanzkommunikation einen Industriestandard definiert hat, der beschreibt, welche Eigenschaften die Kommunikation von Unternehmen auf-

weisen muss, damit Investment Professionals damit sinnvoll arbeiten können, ist hinlänglich bekannt, dass quantifizierte Angaben allein noch nicht ausreichen. Quantifizierte Größen müssen

- benchmarkfähig sein, d.h. vergleichbar innerhalb eines Sektors oder mit Unternehmen, die ähnliche Merkmale aufweisen;
- eine Dynamik abbilden, d. h. es muss sich für den Leser erkennen lassen, wie sich der beschriebene Sachverhalt über Perioden entwickelt hat.
- Wichtigstes Kriterium ist aber, dass eine in die Zukunft weisende Prognose enthalten ist (Forward-looking Statement), die dem Investment Professional angibt, wie sich die Dynamik in die Zukunft fortschreibt.

An diesem Punkt setzt eine Initiative von DVFA und EFFAS, dem europäischen Dachverband der Verbände der Investment Professionals, an. Innerhalb eines Committees, das aus Investment Professionals und Unternehmensvertretern besteht, werden KPIs (Key Performance Indicators) für ESG definiert, die den oben genannten Kriterien genügen. Aus einer Auswahl von über 600 KPIs für ESG-Tatbestände wurde in einem iterativen Prozess eine Auswahl von ca. 50 KPIs definiert, die für Investment Professionals aus den traditionellen Märkten einen Mehrwert bieten, weil sie dazu beitragen, neue Erkenntnisse zu gewinnen oder Analysebefunde durch weitere Aspekte zu verdichten.

Es ist nicht das Ziel von DVFA und EFFAS, ein weiteres Reportingmodell in den Markt zu führen. Zu zahlreich sind bereits existierende Berichtsformate; zu wenig ersichtlich für Unternehmen, welche Reportingformate den Bedürfnissen von Investoren entsprechen. Vielmehr ist es das Ziel, KPIs zu definieren, die – weil von Mainstream-Marktteilnehmern grundsätzlich akzeptiert – innerhalb verschiedener Berichtsverfahren und -systematiken genutzt werden können.

Die von DVFA und EFFAS verdichteten KPIs können beispielsweise im Rahmen des Standard-Geschäftsberichtes kommuniziert werden, lassen sich aber auch mit Nachhaltigkeitsformaten wie beispielsweise G3 der Global Reporting Initiative benutzen. Last but not least können KPIs Unternehmen auch dabei helfen, sich der Flut von Fragebögen durch die SRI-Community zu erwehren: wenn vieles in Zahlen ausgedrückt werden kann, müssen keine langwierigen Fragen mehr beantwortet werden!

Die Initiative von DVFA/EFFAS hat insbesondere aus dem europäischen Ausland Beifall gefunden. Ein Blick in die USA zeigt, dass hier die EBR 360 Extended Business Reporting unter der Leitung von Prof. Robert Eccles an der gleichen Zielsetzung, Entwicklung von KPIs für Extra- oder Non-Financials zum Zwecke der Analyse, arbeitet. Zwischen EBR360 und DVFA/EFFAS gibt es erste Gespräche über eine Kooperation.

Zwischen der eher politisch bzw. menschenrechtlich motivierten Kampagne der UNO zu „Principles for Responsible Investments“ und der von vielen Unternehmen tagtäglich gelebten ESG-Realität klafft eine konzeptionelle und eine kommunikative Lücke, die kein Gesetzgeber der Welt schließen kann und dieses auch nicht versuchen sollte. Es geht um die Übersetzung primär nicht-quantifizierter Merkmale eines Unternehmens in die Größen, die der Kapitalmarkt verstehen, rechnen und mit monetären Kennzahlen ins Verhältnis setzen kann. Diese Art der Modellierung dockt an die finanzanalytische Denkweise von Investment Professionals an. Sie wird nur von diesen entwickelt werden können, und wird auch nur von diesen letztendlich als nützlich anerkannt werden. □

Autor: Prof. Dr. Alexander Bassen, Universität Hamburg; Ralf Frank, DVFA GmbH.

1 Vgl. Prof. Dr. Georg Müller-Christ, Universität Bremen, Homepage

2 Eurosif (2006). „European SRI Study 2006. Verfügbar über: www.forum-ng.de/upload/pdf/pdf-Studien-extern/Eurosif_SRIStudy_2006_complete.pdf

3 ibid

4 SBI Sustainable Business Institute (2007). Email Newsletter. Weitere Informationen: www.nachhaltiges-investment.org