

Closing the gap: Die Rolle der integrierten Berichterstattung bei der Investorenkommunikation von Unternehmen

Inhalt

- 3 Vorwort
- 4 Executive Summary

- 6 Motivation
- 8 Methodik
- 9 Was sind nichtfinanzielle Informationen?
- 10 Welche Arten von nichtfinanziellen Informationen halten Investoren für wichtig?
- 13 Die Verwendung nichtfinanzieller Informationen
- 17 Quellen für nichtfinanzielle Informationen
- 20 Wie eine integrierte Berichterstattung dazu beitragen könnte,
nichtfinanzielle Informationen zu verbessern
- 25 Hebel zur Förderung der integrierten Berichterstattung über nichtfinanzielle Informationen
- 29 Zusammenfassung und Ausblick

- 30 Anhang 1: Interviewfragen
- 31 Anhang 2: Überblick über die Berichtspflichten von Unternehmen in Deutschland
- 32 Literaturhinweise | Danksagungen

- 33 Impressum/Kontakt

Vorwort

In der Entwicklung der Unternehmensberichterstattung stellt die integrierte Berichterstattung einen wichtigen Schritt dar. Ihre Wurzeln lassen sich bis zum ersten King Report on Corporate Governance zurückverfolgen, der 1994 in Südafrika veröffentlicht wurde – dem Jahr, in dem Nelson Mandela zum Präsidenten gewählt wurde. Nachdem Massen-Desinvestitionen das Ende der Apartheid eingeläutet hatten, musste das Vertrauen von Investoren und anderen wichtigen Interessengruppen wiederhergestellt werden. Der King Report war eine Reaktion darauf.

Aufbau und Erhalt von Investorenvertrauen gehören nach wie vor zu den zentralen Zielen der Unternehmensberichterstattung. Das lässt sich heute nicht mehr nur dadurch erreichen, dass man ausschließlich über die finanzielle Performance berichtet. Immer stärker bauen Investoren auch auf den Zusammenhang zwischen der Fähigkeit von Unternehmen, Gewinne zu erzielen, und ihrer Leistung in Bezug auf eine Reihe von Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren. Die integrierte Berichterstattung (<IR>) bietet den Unternehmen einen Rahmen, um Investoren mit den Informationen zu versorgen, die sie für bessere Investitionsentscheidungen benötigen. Durch eine konsistente Berichterstattung nach dem International <IR> Framework über die Jahre können Unternehmen den Investoren helfen, die Risiken und Chancen,

denen sie ausgesetzt sind, zu verstehen und größeres Vertrauen in ihre potenzielle Leistung schaffen.

In Deutschland ist die integrierte Berichterstattung bisher relativ wenig verbreitet. Einige wenige namhafte Unternehmen haben den Weg eingeschlagen, aber die Mehrheit folgt bisher nicht. Angesichts der bestehenden Anforderungen an den Lagebericht, der in der deutschen Berichterstattungslandschaft eine wichtige Rolle spielt, wäre für viele deutsche Unternehmen der Schritt zur Erstellung eines integrierten Berichts jedoch gar nicht allzu groß.

Der Lagebericht ist von mittelgroßen und großen Kapitalgesellschaften zu erstellen. Er vermittelt ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild des Geschäftsverlaufs und der Lage des Unternehmens. Neben dem Jahresabschluss ist er ein wichtiger Bestandteil der Geschäftsberichte der meisten Unternehmen. Unter den Inhalten des Lageberichts finden sich etwa die wichtigsten finanziellen und (für große Kapitalgesellschaften auch) nichtfinanziellen Leistungsindikatoren, eine Erläuterung der voraussichtlichen Entwicklung des Unternehmens sowie wesentliche Risiken und Chancen. Dies wären auch wichtige Bestandteile eines integrierten Berichts, der die Integration von finanziellen und nichtfinanziellen Informationen auf klare und kohärente Weise fördert.

Die Grundlagen für eine verbesserte Berichterstattung nach dem <IR> Framework sind also bereits vorhanden. Wir ermutigen Unternehmen nicht nur in Deutschland, sondern weltweit, die potenziellen Vorteile einer integrierten Berichterstattung zu ergründen, sofern sie dies nicht bereits tun.

Und die Unternehmensberichterstattung entwickelt sich weiter. Auch künftig sind Fortschritte zu erwarten, nicht zuletzt angesichts der Zusammenarbeit von fünf globalen Organisationen aus den Bereichen Unternehmensberichterstattung und Nachhaltigkeitsstandards (darunter das International Integrated Reporting Council). Diese Organisationen kommen zusammen mit dem gemeinsamen Ziel, globale Konsistenz in der Berichterstattung zu erreichen. Als einen der ersten Schritte haben das IIRC und das Sustainability Accounting Standards Board (SASB) kürzlich verkündet, dass sie sich 2021 zu einer gemeinsamen Organisation vereinen wollen, der Value Reporting Foundation. Sie wird das Rahmenwerk zur integrierten Berichterstattung beibehalten, sich für Integrated Thinking einsetzen und Standards im Bereich der Nachhaltigkeitsberichterstattung setzen. Davon würden sowohl Unternehmen als auch Investoren profitieren.

Von Charles Tilley und Klaus Kirchhoff

Executive Summary

Dieser Bericht untersucht, inwieweit Investoren und Analysten auf nichtfinanzielle Informationen bauen, wie sie diese nutzen und welche Vorteile sie in einer integrierten Berichterstattung sehen. Weiterhin untersucht er, wie eine stärker integrierte Berichterstattung über nichtfinanzielle Informationen gefördert werden kann. Obwohl die Untersuchung auf Interviews mit Mitgliedern der Investorengemeinschaft in Deutschland basiert, enthält sie Erkenntnisse, die auch international für Unternehmen wie Investoren relevant sind.

Das IIRC und Kirchhoff Consult teilen die Ansicht, dass der Begriff „nichtfinanziell“ irreführend ist. Dennoch haben wir den Begriff in diesem Bericht verwendet, da er nach wie vor die derzeit vorherrschende Terminologie unter vielen Investoren weltweit darstellt. Unsere Untersuchung hat ergeben, dass Investoren und Analysten aller Art nichtfinanzielle Informationen als wichtig erachten, die sich letztlich in finanziellen Auswirkungen und Kennzahlen niederschlagen. Dabei sind viele Bereiche von Interesse, darunter die Governance-Rahmenbedingungen von Unternehmen, ihre Beziehungen zu den Mitarbeitern

und der Gesellschaft im Allgemeinen sowie ihre Auswirkungen auf die Umwelt. Zudem wollen Investoren und Analysten Informationen über Geschäftsmodelle, Strategie und Markttrends erhalten.

Die integrierte Berichterstattung konzentriert sich nicht nur auf finanzielle, ökologische und soziale Werttreiber, sondern auch auf die Schlüsselbereiche des immateriellen Wertes – wie intellektuelles Kapital und Humankapital – und des materiellen Wertes – wie produziertes Kapital und die wachsende Notwendigkeit, globale Infrastrukturlücken zu schließen.

Diese Studie konzentriert sich auf eine Teilmenge der sechs Werttreiber, die im <IR> Rahmenwerk enthalten sind: natürliches Kapital, Humankapital sowie Sozial- und Beziehungskapital. Diese drei Hauptfaktoren können direkt mit der allgemein gebräuchlichen Sprache der Umwelt-, Sozial- und Governance- (ESG-)Berichterstattung in Verbindung gebracht werden und bilden angesichts der jüngsten Fortschritte und Entwicklungen in diesem Bereich einen Schwerpunkt dieser Studie.

UNTERSCHIEDLICHE NUTZUNGEN UND QUELLEN

Investoren und Analysten nutzen nichtfinanzielle Informationen auf vielfältige Weise – vom Screening von Unternehmen als Vorauswahl für ihre Portfolios bis hin zur Einschätzung von Unternehmenswerten. Dabei bilden sie sich ein Urteil über zukünftige Cashflows und die Risiken, denen Unternehmen ausgesetzt sind, indem sie beispielsweise das klassische Discounted-Cashflow-Modell (DCF) entsprechend anpassen.

Datenbanken von Drittanbietern und Unternehmensberichte sowie der direkte Austausch mit den Unternehmen gelten als nützliche Quellen für nichtfinanzielle Informationen, insbesondere zu Kernaspekten der Umwelt-, Sozial- und Governance-Performance (ESG). Allerdings verlassen sich Manager großer Portfolios aus Zeitgründen zwangsläufig stärker auf Datenbanken und Rating-Agenturen. Zielgerichteteren Investoren sind bereit, sich die Zeit zu nehmen, um Material zu lesen, das Unternehmen selbst erstellen – insbesondere Geschäftsberichte, aber auch

zusätzliche Nachhaltigkeits- und andere relevante Berichte. Auch andere Quellen, darunter Branchenberichte und Websites, werden häufig genutzt, um sich ein vollständigeres Bild von einem Unternehmen und dem Markt, in dem es tätig ist, zu machen.

HERAUSFORDERUNGEN UND ANFORDERUNGEN

Nichtfinanzielle Informationen können einige Schwächen haben. Die von den Unternehmen berichteten Daten können subjektiv sein und sind nicht immer vergleichbar. Oft fehlt es an einer Verknüpfung zwischen den nichtfinanziellen und den finanziellen Inhalten der Unternehmensberichte.

Investoren und Analysten wollen nichtfinanzielle Informationen, die wesentlich, relevant, zuverlässig, vergleichbar und im Zeitverlauf konsistent sind. Sie suchen auch nach einer Verbindung zwischen all den verschiedenen Elementen eines Unternehmensberichts – nach einer Kohärenz in der Geschichte, die die Unternehmen erzählen. Investoren suchen vor allem nach einer Verknüpfung zwischen den nichtfinanziellen Informationen und den Finanzzahlen.

Aus diesem Grund kann eine integrierte Berichterstattung dazu beitragen, Investoren die benötigten Informationen in einem nützlichen Format zur Verfügung zu stellen, das nichtfinanzielle und finanzielle Auswirkungen und Ergebnisse miteinander verknüpft. Sie schätzen die zentrale Bedeutung des Geschäftsmodells und verschiedener Kapitalarten im <IR> Framework, die es ihnen ermöglicht, die Wertschaffung vollständig zu verstehen. Investoren und Analysten schätzen auch die Konnektivität, die langfristige Ausrichtung und das integrierte Denken, das sich aus der Einführung der integrierten Berichterstattung ergibt.

HEBEL FÜR EINE VERBESSERTER BERICHTERSTATTUNG

Wenn Investoren sich mehr Berichte dieser Art wünschen, wie lässt sich deren Umsetzung fördern? Druck vonseiten der Investoren ist unerlässlich. Regulierung könnte ebenfalls eine Rolle spielen, obwohl einige Befragte Bedenken haben, dass Berichtspflichten zu weniger relevanten Offenlegungen führen könnten. Die Quantität könnte zunehmen, während die Qualität abnimmt. Zudem könnten manche Anbieter davon Abstand nehmen, ESG-orientierte Produkte anzubieten, wenn Regulierung für als „grün“ oder „nachhaltig“ bezeichnete Fonds die Erfüllung konkreter Kriterien vorgibt. Die Weiterentwicklung globaler Standards könnte ebenfalls zu einer verstärkten Berichterstattung anregen, aber auch hier befürchten einige Investoren, dass die Standardisierung zu einem gewissen Verlust an Fülle und Einzigartigkeit der von den Unternehmen offengelegten Informationen führen könnte. Obwohl die derzeitigen Vorschriften in Deutschland die Unternehmensberichterstattung verbessert haben, gibt es noch viel Raum für Verbesserungen.

Auf internationaler Ebene werden Fortschritte in Richtung einer reformierten Berichterstattung gemacht, die finanziellen und nichtfinanziellen Informationen das gleiche Gewicht beimisst. Damit wird versucht, die Informationslücke zu schließen, die durch traditionelle Abschlüsse entstanden ist. Denn diese schenken den immateriellen Vermögenswerten, die jetzt den Marktwert prägen, relativ wenig Beachtung.

Die integrierte Berichterstattung ist ein gut etablierter Mechanismus, um finanzielle und nichtfinanzielle Informationen zu verknüpfen, die Unternehmen entlang der sechs im <IR> Rahmenwerk identifizierten Kapitalarten berichten. Obwohl viele Unternehmen auf der ganzen Welt inzwischen die Grundsätze der integrierten Berichterstattung anwenden, ist die Verbreitung in Deutschland relativ begrenzt – daher liegt der Schwerpunkt dieses Forschungsberichts auf Deutschland. Unsere Ergebnisse ermutigen uns zu der Annahme, dass die integrierte Berichterstattung, wenn sie von mehr Unternehmen auf der ganzen Welt übernommen würde, einen wesentlichen Beitrag dazu leisten könnte, die derzeitige Informationslücke zu schließen und den Anforderungen eines breiten Spektrums von Investoren gerecht zu werden.

Motivation

Seit vielen Jahren schwächt sich das Verhältnis zwischen dem Buchwert eines Unternehmens und dem Marktwert ab. Die Lücke zwischen den beiden Werten ist mittlerweile extrem. Laut einer Studie von Ocean Tomo aus Juli 2020 machen immaterielle Vermögenswerte bei S&P 500-Unternehmen über 90 % des Marktwerts aus. [1] Im Vergleich dazu betrug dieser Anteil 1975 17 %.

Die zunehmende Dominanz von immateriellem Vermögen ist auch in Europa zu beobachten. Basierend auf den Unternehmen des S&P Europe 350-Index machen immaterielle Vermögenswerte mittlerweile 74 % des Marktwertes aus (ein Anstieg um drei Prozentpunkte in den vergangenen fünf Jahren).

Daraus folgt, dass die traditionellen Finanz- und Accounting-Kennzahlen zwar nach wie vor von entscheidender Bedeutung sind, dass sie jedoch keine ausreichende Erklärung für den vom Markt bestimmten Wert des Unternehmens liefern – und dafür, wie er sich in Zukunft ändern könnte.

Das stellt Investoren und Analysten vor besondere Herausforderungen. Wie können sie den zukünftigen Wert eines Unternehmens abschätzen? Wie können sie die Risiken verstehen, die das immaterielle Vermögen, das diesem Wert zugrunde liegt, mindern könnte?

EIN BEREICH IN DER ENTWICKLUNG

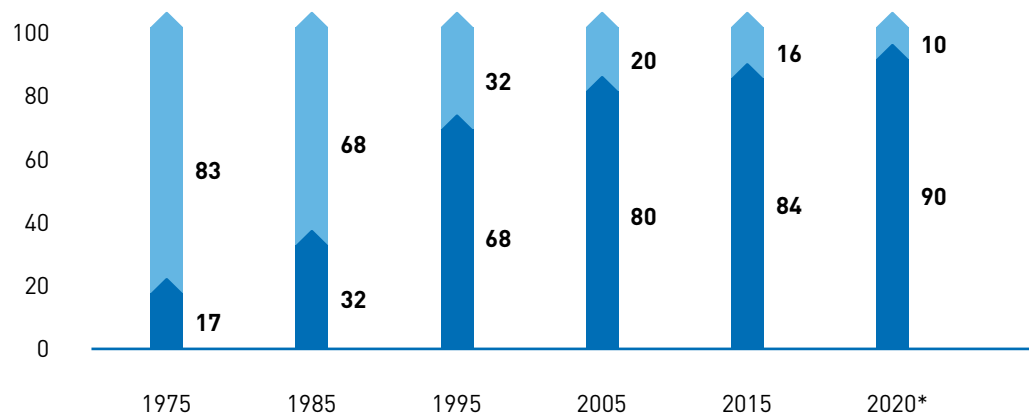
Gleichzeitig entwickelt sich das soziale und regulatorische Umfeld, in dem Unternehmen tätig sind, ständig weiter. Gesellschaft, Regierungen und Aufsichtsbehörden sehen die Notwendigkeit, ein Verhalten zu fördern oder durchzusetzen, das den Schaden für Mensch und Umwelt minimiert und gleichzeitig profitable Unternehmen fördert.

Aus globaler Sicht bieten die 2015 vereinbarten Ziele für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, SDGs) der Vereinten Nationen eine Blaupause, um eine bessere und nachhaltigere Zukunft für alle zu erreichen.

Auch regionale Initiativen zeigen Wirkung. In den USA zum Beispiel hat der designierte Präsident Joe Biden einen Plan für eine saubere Energierevolution skizziert und glaubt, dass der Green New Deal einen wichtigen Rahmen für die Bewältigung der Herausforderungen des Klimawandels bietet. Bidens Plan sieht u. a. vor, dass die USA eine zu 100 % saubere Energiewirtschaft erreichen und bis spätestens 2050 Netto-Null-Emissionen erreichen. Der Klimawandel wird vollständig in die nationale, Außen- und Handelspolitik integriert werden.

KOMPONENTEN DER MARKTWERTE IM S&P 500

IN % **SACHANLAGEN** **IMMATERIELLE VERMÖGENSWERTE**



Quelle: Ocean Tomo, LLC intangible asset market value study, 2020

*Zwischen-Update der Studie zum 1. Juli 2020.

Der European Green Deal, der darauf abzielt, die Wirtschaft der EU nachhaltig zu gestalten, sieht einen Aktionsplan vor, um die effiziente Nutzung von Ressourcen durch den Übergang zu einer sauberen Wirtschaft und Kreislaufwirtschaft zu fördern sowie gleichzeitig die biologische Vielfalt wiederherzustellen und Umweltverschmutzung zu verringern.

Nach und nach werden die hohen Ambitionen in Rahmenwerke umgesetzt, die Unternehmen anwenden können. Derzeit wird an der Entwicklung der EU-Taxonomie gearbeitet – ein Instrument, das Investoren und Unternehmen dabei helfen soll, den Übergang zu einer kohlenstoffarmen, widerstandsfähigen und ressourceneffizienten Wirtschaft zu meistern. Ziel ist es, einen gemeinsamen Rahmen zu schaffen, damit Investoren beurteilen können, wie effektiv die Unternehmen insbesondere im Hinblick auf ökologische und soziale Kriterien arbeiten.

Solche Initiativen und Rahmenbedingungen sind wichtig, um weitere Berichterstattung von Unternehmen zu einer Reihe von Nachhaltigkeitsthemen anzuregen. Die Unternehmen stehen jedoch immer noch vor der Herausforderung, diese Informationen kohärent und zusammenhängend zu präsentieren. Wie können sie den Zusammenhang zwischen ihren Investitionen in kohlenstoffarme Anlagen und ihrem Einkommenspotenzial vermitteln? Wie können sie erklären, wie sich Investitionen in ihre Arbeitskräfte in höheren Einnahmen niederschlagen?

DER WERT DER INTEGRIERTEN BERICHTERSTATTUNG

Eine Lösung liegt in der Umsetzung einer integrierten Berichterstattung, wie sie vom International Integrated Reporting Council (IIRC) entwickelt wurde. Das Rahmenwerk des IIRC zur integrierten Berichterstattung (International <IR> Framework), das 2013 veröffentlicht wurde, wobei im Januar 2021 kleinere Überarbeitungen des Rahmenwerks veröffentlicht werden, nennt sechs Kapitalarten, von denen die Organisationen in unterschiedlichem Maße mit Blick auf ihren Erfolg abhängen: finanzielles Kapital, produziertes Kapital, intellektuelles Kapital, Humankapital, soziales und Beziehungskapital sowie natürliches Kapital. Das Rahmenwerk identifiziert Leitprinzipien, die der Erstellung und dem Inhalt eines integrierten Berichts zugrunde liegen, wie z. B. strategische Ausrichtung und Zukunftsorientierung, Konnektivität von Informationen, Wesentlichkeit, Konsistenz und Vergleichbarkeit. Das <IR> Framework identifiziert auch den erwarteten Inhalt eines integrierten Berichts, unter anderem mit Informationen über Governance, Geschäftsmodell, Risiken und Chancen, Strategie und Ressourcenallokation.

Im Wesentlichen soll ein integrierter Bericht vermitteln, wie Strategie, Governance, Performance und Zukunftsaussichten einer Organisation im Kontext ihres externen Umfelds kurz-, mittel- und langfristig zu Wertschaffung führen. Dieser Ansatz kann daher dazu beitragen, finanzielle und nichtfinanzielle Informationen miteinander zu verknüpfen.

Obwohl inzwischen mehr als zweitausend Unternehmen weltweit die Prinzipien der integrierten Berichterstattung anwenden, ist die Akzeptanz in Deutschland relativ gering. Nur eine Handvoll Unternehmen berichten explizit nach dem <IR> Framework. Positiv ist, dass zwar die Zahl der in Deutschland erstellten integrierten Berichte relativ niedrig ist, die Qualität nach neueren Untersuchungen hingegen „ausgezeichnet“. [2]

GEMEINSAME FORSCHUNG

Inspiziert von dem Wunsch, zu verstehen, inwieweit Investoren und Analysten in Deutschland nichtfinanzielle Informationen wichtig sind und wie sie sie nutzen, haben sich das IIRC und Kirchhoff zu einem gemeinsamen Forschungsprojekt entschlossen. Unter anderem sollte untersucht werden, ob Investoren eine weitgreifende Einführung der integrierten Berichterstattung begrüßen würden und welche Hebel zur Erreichung dieses Ziels angesetzt werden könnten.

Obwohl sich die Studie in erster Linie auf deutsche Investoren stützt, sind die Ergebnisse sowohl für Unternehmen als auch Investoren in Europa und weltweit relevant. Sie richten den Fokus auf die Informationslücke, die derzeit mit Blick auf Erläuterung und Verständnis des Marktwerts von Unternehmen besteht. Sie geben auch Einblicke, wie Unternehmen Investoren und Analysten die Informationen, die ihnen wichtig sind, so zur Verfügung stellen können, dass sie am einfachsten nutzen können.

Methodik

Wir haben zwölf Personen in deutschsprachigen Ländern befragt (elf in Deutschland und eine in der Schweiz). Diese Befragten haben unterschiedliche Funktionen. Dazu gehören Buy-Side- und Sell-Side-Investoren sowie Analysten und Risikomanagementspezialisten. Wir haben Vertreter von großen Finanzinstituten mit globaler Reichweite, Family Offices sowie Anlage- und Bewertungsberatungen befragt. Einige Befragte haben einen Mainstream-Investitionsschwerpunkt, während andere ein besonderes Interesse an ESG-Bereichen oder einen Fokus auf Impact-Investing haben.

Alle Interviews folgten einer ähnlichen Struktur und behandelten u. a. die folgenden Themen:

- 'Arten von nichtfinanziellen Informationen, die Investoren und Analysten nutzen
- 'Wie sie nichtfinanzielle Informationen nutzen
- 'Quellen für nichtfinanzielle Informationen
- 'Erwünschte Qualität nichtfinanzieller Informationen
- 'Merkmale der integrierten Berichterstattung, die Investoren nützlich finden
- 'Hebel zur Förderung verstärkter Berichterstattung von nichtfinanziellen Informationen auf integrierte Weise
- 'Die Auswirkungen der bisherigen Regulierung auf die Berichterstattungspraxis.

Die Kernfragen, an denen sich diese Diskussionen orientieren, sind in Anhang 1 aufgeführt. Wir haben jedoch zugelassen, dass die Gespräche frei verlaufen, geleitet von den Erfahrungen und Interessen der einzelnen Teilnehmenden.

Was sind nichtfinanzielle Informationen?

Nichtfinanzielle Informationen sind Informationen, die derzeit nicht in den Abschlusstabellen eines Unternehmens erscheinen – in der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), der Bilanz oder der Kapitalflussrechnung. Sie bieten jedoch Einblick in die potenzielle zukünftige finanzielle Performance oder den Unternehmenswert.

Alternative Begriffe sind etwa „extra-finanziell“, was sich auf die Tatsache bezieht, dass die Informationen klassischerweise nicht im Jahresabschluss enthalten sind, oder „präfinanziell“, was die Tatsache betont, dass diese Faktoren letztlich einen Einfluss auf die

finanzielle Performance des Unternehmens haben – auf Cashflow, GuV und Bilanz.

Nichtfinanzielle Informationen können rein qualitativer Natur sein und in Textform ausgedrückt werden, wie z. B. die Beschreibung der Qualifikationen und Erfahrungen eines Managementteams. Sie können auch subjektiv sein, z. B. wenn Unternehmen darüber berichten, wie sie auf einem Markt positioniert sind. Sie können aber auch quantitativ und objektiv sein, z. B. die Anzahl der Versicherungsanträge, die ein Versicherer Jahr für Jahr erhält, oder Marktanteilsstatistiken.

Einige Investoren haben moralische oder ethische Standards, die ihre Investitionstätigkeit leiten. Beispielsweise möchten sie vielleicht nicht in Rüstungsunternehmen investieren, weil sie moralische Einwände gegen die letztendliche Verwendung ihrer Produkte haben. Impact-Investoren haben möglicherweise Investitionsziele, bei denen die Bekämpfung des Klimawandels ebenso wichtig ist wie die Erzielung von Gewinnen. Für typische Mainstream-Investoren hängt der Wert nichtfinanzieller Informationen jedoch nicht von einem ethischen oder moralischen Standpunkt ab, sondern davon, inwieweit sie den Einblick in die Risiken eines Unternehmens,

sein künftiges Leistungspotenzial und die aktuelle Bewertung verbessern.

Ein Experte für Unternehmensbewertung nennt das Beispiel von Umweltverschmutzung, bei der die Verursacher das Risiko von Geldstrafen eingehen. Er sagt: „Unabhängig davon, ob wir diese [Umweltverschmutzung] jetzt gut oder schlecht finden, ist es eine Frage der Bewertung und des finanziellen Risikos.“

BERATER FÜR UNTERNEHMENSBEWERTUNG

„Relevante nichtfinanzielle Informationen sind diejenigen, die vielleicht aktuell nicht finanziell sind, aber die vielleicht in Zukunft einmal finanziell werden.“

LEITER DER ABTEILUNG INVESTMENTFONDS

„Bei nichtfinanziellen KPIs hat man ja immer einen Purpose bzw. ein Ziel, das man damit verfolgt. Zusätzlich ist es natürlich interessant, dass man aus der nichtfinanziellen Information eine finanzielle Bezugsgröße ermittelt. Es kann ein Enabler sein, um eine finanzielle Größe zu ermitteln.“

AKTIENANALYST

„Letztendlich sind es nur die Financials, die interessieren – oder die zukünftigen Financials... der Gewinn oder Umsatz in zehn Jahren, 15 Jahren, 20 Jahren oder in einem Jahr. Aber um das abzuschätzen, sind die nichtfinanziellen Zahlen das Entscheidende.“

Welche Arten von nichtfinanziellen Informationen halten Investoren für wichtig?

Investoren und Analysten verwenden bei ihrer täglichen Arbeit viele verschiedene Arten von nichtfinanziellen Informationen.

GESCHÄFTSMODELL, STRATEGIE UND MARKTTRENDS

Informationen im Zusammenhang mit dem Geschäftsmodell und der Strategie eines Unternehmens sowie Markttrends, die sich auf die Organisation auswirken könnten, werden als nützliche nichtfinanzielle Informationen erachtet. Wenn Marktfaktoren berücksichtigt werden, werden für jeden Sektor wichtige nichtfinanzielle Leistungsindikatoren festgelegt und die Leistung des einzelnen Unternehmens im Laufe der Zeit anhand dieser KPIs bewertet.

Ein Equity-Investor kommentiert: „Wir haben sehr, sehr viel Zeit mit dem Geschäftsmodell verbracht... Das Geschäftsmodell, das Umfeld, die Produkte und Services waren für uns und sehr, sehr entscheidend.“ Wenn die Geschichte nicht glaubhaft wäre, gäbe es kein Investment.

Aus strategischer Sicht wollen Investoren verstehen, wie sich ein Unternehmen positioniert, z. B. als Nischenanbieter, Kostenführer oder ob es sich anderweitig differenziert. Auch das Wettbewerbsumfeld und Markttrends sind von großem Interesse, z. B. welche Auswirkungen technologische Entwicklungen und Digitalisierung haben könnten.

GOVERNANCE

Einige Investoren betrachten seit den 1990er Jahren Governance-Fragen als einen wichtigen Teil ihrer treuhänderischen Verantwortung. Zu den Aspekten der Unternehmensführung, die als wichtige Formen nichtfinanzieller Informationen angesehen werden, gehören:

- 'Die Qualität von Vorstand und Aufsichtsrat und deren Unabhängigkeit
- 'Vergütungssysteme – einschließlich der Frage, ob diese ESG-Faktoren berücksichtigen und kurz- oder langfristig ausgerichtet sind
- 'Transaktionen mit verbundenen Parteien
- 'Wirtschaftsprüfer und prüfungsbezogene Fragen

- 'Stimmrechte der Aktionäre
- 'Gerichtsverfahren gegen das Unternehmen
- 'Jegliche Anzeichen von Bestechung oder Korruption
- 'Jeder Hinweis auf Abhängigkeit von illegalen Migranten
- 'Menschenrechtsverletzungen in der Lieferkette.

Im Hinblick auf die Qualität von Vorstand und Aufsichtsrat betrachten die Investoren den Hintergrund der Mitglieder, was sie in der Vergangenheit getan haben, wofür sie stehen und alle Indikatoren zur Messung der bisherigen Leistung.

Wertvoll ist es, zu verstehen, was das Managementteam motiviert. Eine Early-Stage-Impact-Investorin sagt: „Niemand arbeitet rund um die Uhr nur für Geld. Nach drei Jahrzehnten Erfahrung mit Investitionen und Entrepreneurship weiß ich, dass nur Ihre Leidenschaft und Ihr Wille Sie durch harte Zeiten bringen werden, nicht der finanzielle Anreiz.“

IMPACT-INVESTORIN

**„80 % des Risikos
beim Early-Stage-Investing
oder Entrepreneurship
liegen beim Gründerteam.“**

Ein Wechsel im Management könnte nicht nur ein Indikator für das zukünftige Ertragspotenzial, sondern auch für das zukünftige ESG-Leistungspotenzial sein. Wie ein Senior Analyst sagt: „Sie haben dann nicht nur ein Earnings-Momentum im klassischen Sinn, sondern auch ein ESG-Momentum.“

Von Interesse sind auch die Eigentumsverhältnisse der Unternehmen, z. B. ob es einen dominierenden Großaktionär gibt, der auch im Managementteam oder im Aufsichtsrat vertreten ist. Ein solcher dominanter Hauptaktionär kann die Möglichkeiten anderer Aktionäre einschränken, Entscheidungen des Managements zu beeinflussen. Die Anreize, die zu Entscheidungen führen, können sich auch von denen in einem Unternehmen unterscheiden, das sich im Besitz „anonymer Investoren“ befindet und relativ wenig mit diesem Unternehmen zu tun hat, stellt ein Aktienanalyst fest.

Einige Investoren und Analysten berücksichtigen unter dem Schlagwort „Governance“ auch die Unternehmenskultur. „Unternehmenskultur ist aus meiner Erfahrung ein extrem starker Governance-Mechanismus“, sagt ein Berater für Unternehmensbewertung. „Unternehmen mit starker Unternehmenskultur sind besser in der Lage, Probleme schnell anzugehen. „Und das ist also eine Art des Risikomanagements, weil wir als Unternehmensbewerter, als Investoren in die Zukunft schauen müssen... Und selbst wenn die Frage nach der Unternehmenskultur unsere Punktprognose nicht besser macht: Sie macht sie stabiler in gewisser Weise, weil sie eine gewisse downside protection darstellt.“

Die Beurteilung der Unternehmenskultur ist nicht einfach. Wie ein Investor anmerkt, können Mitarbeiterbefragungen zum Beispiel einen gewissen Einblick in die Unternehmenskultur geben, aber sie können verzerrt sein, je nachdem, wie hoch die Teilnahmequote ist und ob Mitarbeiter aller Zufriedenheitsstufen teilnehmen.

SOZIALE FAKTOREN

Zu den sozialen Informationen, die für Investoren und Analysten von Interesse sind, gehören auch Erkenntnisse zu internen Stakeholdern. Zum Beispiel schauen Investoren auf Informationen über Mitarbeiter, wie z. B. die Anzahl der Todesfälle und Unfälle von Mitarbeitern sowie die Abwesenheitsraten der Belegschaft. Die Fluktuationsrate wird häufig berücksichtigt. Sie könnte insbesondere in Beratungsunternehmen von Bedeutung sein, in denen Mitarbeiter im Laufe der Zeit wertvolles Wissen und Erfahrungen aufbauen und eine hohe Mitarbeiterfluktuation auf ein Risiko für das Geschäftsmodell hindeuten könnte. Wenn es schwieriger wird, Ersatz zu finden, könnte das Geschäftsmodell gefährdet sein.

Ein Aktienanalyst erklärt, wie wichtig es ist, bei der Bewertung eines Bergbauunternehmens soziale Faktoren zu berücksichtigen. Es kann Kosten verursachen, die einheimische Bevölkerung (durch Beschäftigung und lokale Investitionen) für das Unternehmen zu gewinnen, es könnte aber das Risiko von Widerstand und Unruhen verringern, einschließlich von Versuchen, sich die Mine anzueignen. Er ist daher an verschiedenen Faktoren interessiert: „Wie viele Mitarbeiter stammen aus der Gegend? Werden Schulen oder Infrastruktur gebaut? Wie langfristig ist da der Ansatz,

oder wird einfach nur so viel wie möglich schnell herausgeholt? Das Verhalten jenseits der Finanzkennzahlen hat da meiner Meinung nach natürlich einen immensen Einfluss auf den Unternehmenswert.“

Auch externe Stakeholder wie Kunden sind von Interesse, z. B. ob es Probleme mit der Produktsicherheit oder die Notwendigkeit von Produktrückrufen gegeben hat. Das Gleiche gilt für Änderungen in der Regulierung, die sich auf das Geschäftsmodell und die Wettbewerbsposition eines Unternehmens auswirken können. Gesundheit und Sicherheit sind ebenfalls Themen, die in der Kategorie „Soziales“ behandelt werden.

UMWELT

Nichtfinanzielle Umweltinformationen sind allgemein von großem Interesse, was sich etwa in zunehmender Regulierung zur Bekämpfung des Klimawandels oder in Sorge über Wasserknappheit zeigt. Neben Impact-Investoren mit besonderem Fokus auf dem Klimawandel berücksichtigen auch viele Mainstream-Investoren solche Themen.

Analysten und Investoren interessieren sich für Details wie CO₂-Emissionen und Wasserverbrauch, interpretieren diese allerdings im Branchenkontext. Sie sehen zum Beispiel wenig Sinn darin, dass ein Internet-Unternehmen den Wasserverbrauch offenlegt.

WERTSCHÖPFUNGSKETTE

Ein Mainstream-Fonds-Investor merkt an, dass Unternehmen nicht einzeln, sondern im Kontext ihres Marktumfelds und ihrer Wertschöpfungskette analysiert werden. Beispielsweise kennt ein Investor den CO₂-Fußabdruck (nach der Equity-Ownership-Methode) für alle seine Fonds auf die nächste Tonne genau. Er hält es jedoch für wichtig, nicht nur den Fußabdruck (dort, wo das Unternehmen auf diesen einen Einfluss hat) zu berücksichtigen, sondern auch den Impact, den der Fußabdruck an anderen Stellen der Wertschöpfungskette hat.

ESG-INTEGRATIONSSPEZIALISTIN UND EHEMALIGE ANALYSTIN

„Auf der Umweltseite schauen wir uns so große Themenblöcke wie beispielsweise die Effizienz des Unternehmens bei der Rohstoffnutzung an. Wie sauber ist das Unternehmen? Gibt es Emissionen, was wird mit Waste Water gemacht? Gibt es Spills? Dann Themen auf der Energieseite und natürlich auch das Exposure des Unternehmens zu Green Innovation. Welche Produkte oder Dienstleistungen verkauft das Unternehmen, hilft es anderen Industrien dabei, den Impact auf die Umwelt zu reduzieren?“

Die Verwendung nichtfinanzieller Informationen

Investoren und Analysten nutzen nichtfinanzielle Informationen in großem Umfang und auf vielfältige Weise, wenn sie Investitionsentscheidungen treffen, von der Vorauswahl einer Reihe potenzieller Investitionen bis hin zur Schätzung von Unternehmenswerten.

SCREENING

Nichtfinanzielle Informationen werden verwendet, um das „Anlageuniversum“ zu bestimmen, aus dem Unternehmen für das Portfolio eines einzelnen Kunden oder Investmentfonds ausgewählt werden. Investoren können Unternehmen aussortieren, die bestimmte Kriterien oder klar definierte Hürden im Zusammenhang mit ESG-Themen nicht erfüllen. Sie können auch „Red Flags“ in Bezug auf bestehende Investments hissen, wenn ein neues Thema auftaucht. Ebenso können einige Anleger nach „Best-in-Class“-Investitionen suchen, die anhand verschiedener ESG-Benchmarks bewertet werden.

Die verwendeten Kriterien können sich auf einfache Tatsachen beziehen, z. B. dass ein Beteiligungsunternehmen nicht im Waffenhandel, in der Wettindustrie oder im Online-Glücksspiel tätig sein darf. Es könnte einen Schwellenwert für die Häufigkeit von Arbeitsunfällen geben. Es könnte auch Anforderungen in Bezug auf Menschenrechte geben.

Insbesondere ESG-Fonds haben spezifische Standards, die erfüllt werden müssen. Diese könnten mit globalen Standards und Initiativen wie dem UN Global Compact verknüpft werden. Bei einem Verstoß wird das Unternehmen einfach ausgeschlossen. Ein leitender Analyst bei einem führenden Vermögensverwalter sagt: „Es gibt dann einfach kein Geld, weder auf der Equity- noch auf der Fixed-Income-Seite. Von uns nicht und von vielen anderen auch nicht.“

Ein Leiter für Nachhaltigkeit und Corporate Governance bei einer großen Investmentfirma führt aus: „Jedes Portfolio hat eine dezidierte Nachhaltigkeits-Policy, ein nachhaltiges Regelwerk. Da gibt es im Prinzip dann die Mindest-Schwellen, die genommen werden müssen von den Unternehmen, um sich für so ein Anlage-Vehikel zu qualifizieren. Also wir sprechen da vom potenziellen Anlageuniversum, aus dem kann man dann Einzeltitel wählen.“

AUFSICHTSRATSMITGLIED EINES FÜHRENDEN VERMÖGENSVERWALTERS

„Wenn Unternehmen sich beim Thema E und S schlecht benehmen, insbesondere beim Thema Umwelt, dann scheiden sie von vornherein aus oder werden nur noch in den Portfolios gehalten, wenn sie sichtbare Anstrengungen zur Verbesserung ihrer CO2-Bilanz machen.“

WIE INVESTOREN NICHTFINANZIELLE INFORMATIONEN BEI DER PORTFOLIO-ZUSAMMENSTELLUNG NUTZEN (BEISPIELHAFTE ÜBERSICHT)

Ausschluss	Einbezug
Sin stocks z. B. Tabak, Rüstung	Leistungsstarke ESG-Unternehmen z. B. Branchenführer im Bereich ESG, best-in-class
Stranded assets („gestrandete Vermögenswerte“) z. B. Öl, Fischerei	Nachhaltigkeits-Indizes z. B. MSCI ESG Indizes/MSCI Climate Change Indizes, DJSI Indexfamilie
CO ₂ -intensive Industrien z. B. Zementindustrie, Transportindustrie	Bestimmte Branchen z. B. erneuerbare Energien
	Spezieller Fokus z. B. SDGs, Impact-Investing

Das Screening kann stark fokussiert sein. Eine Organisation erstellt eine „Materialitätsmatrix“ nach Sektoren oder Untersektoren, in der die relevantesten ESG-Themen identifiziert werden. Ein anderer Befragter unterhält eine Art KPI-Scoresheet, in dem für jedes Unternehmen spezifische finanzielle und nichtfinanzielle KPIs definiert werden.

Ein Befragter erklärt, dass ein Unternehmen, um für einen Fonds in Frage zu kommen, ein bestimmtes zusammengesetztes Rating erreichen muss, als Indikator für seine ESG-Performance. Die Vermögensverwaltung unterhält eine eigene proprietäre Datenbank mit relevanten Informationen über Unternehmen. Dazu gehört ein speziell berechnetes einheitliches ESG-Rating, das

durch die Anwendung von Algorithmen auf ESG-Daten von führenden Informationsanbietern erstellt wird. Es berücksichtigt auch die Ex-ante-Sicht der internen Analysten, d. h. die Ansichten dieser Analysten zu ESG-Fragen in Bezug auf einzelne Unternehmen. Die Datenbank hilft Analysten und Portfoliomanagern zu erkennen, ob ein Unternehmen aufgrund von Kontroversen z. B. in Bezug auf die Prinzipien des UN Global Compact oder in Bezug auf das Klimarisiko ein hohes Risiko darstellt, einschließlich der Frage, ob seine Performance schlechter ist als die seiner Konkurrenten.

Impact-Investing

Während Mainstream-Investoren zunehmend nichtfinanzielle Informationen für

Screeningzwecke nutzen, haben Impact-Investoren in dieser Hinsicht besondere Anforderungen. Eine Impact-Investorin erklärt: „Bei traditionellen Investitionen ist der einzige Maßstab für Erfolg die Gewinnmaximierung, die gesetzlich durch die treuhänderische Verantwortung diktiert wird. Seit den 1980er-Jahren haben Impact-Investoren damit begonnen, ihre Werte zu den traditionellen Gewinnmessgrößen hinzuzufügen. Sie versuchen, Metriken für Menschen und den Planeten mit Gewinnkriterien zu integrieren, leider ohne großen Erfolg. Dies wird sich nur durch eine entsprechende Gesetzgebung ändern, wenn die Menschen und der Planet nicht mehr als Externalitäten betrachtet werden, sondern zu einem integralen Bestandteil dessen werden, was ich ‚Integral Investing‘ nenne.“ Für Impact-Investoren müssen die investierten Unternehmen strenge Kriterien erfüllen, darunter Anforderungen an die Unternehmenskultur, die die Idee der Integration von People – Planet – Profit umfasst. Der Entscheidungsprozess zu jeder Investition ist intensiv. Er schließt eine direkte Interaktion mit den Unternehmen ein und geht weit über die Informationen aus Datenbanken oder Unternehmensberichten hinaus. [3]

Doch selbst für Impact-Investoren ist finanzielle Nachhaltigkeit und Gewinnerzielung eine Voraussetzung. Eine Investorin möchte Kapital in längerfristige Infrastrukturprojekte investieren, um das Klima durch die Reduzierung von 1 % der weltweiten CO₂-Emissionen

zu schützen. Daher müssen alle potenziellen Investitionen zu diesem Ziel beitragen, indem sie „einen signifikanten Mehrwert in Bezug auf CO₂-Reduktion“ bringen. Die Investorin gibt an, dass die Boni der Fondsmanager vom Erreichen sowohl finanzieller als auch klimabedingter Hürden abhängig sind. Derzeit wird ein „Impact-Measurement-Managementsystem“ entwickelt, das ESG- und SDG-Kriterien beinhalten soll.

Für Impact-Investoren kann die aktuelle ESG-Berichterstattung jedoch eher wie ein „Ticking the box“ erscheinen als wie eine „ernsthafte, tiefe, integrierte Messung“. Eine Investorin nennt die folgende Definition von Nachhaltigkeit: „Wenn eine Unternehmung so arbeitet, dass unsere Enkel und Urenkel einen bewohnbaren und schönen Planeten vorfinden, dann ist das nachhaltig. Und wenn sie es nicht tun, dann ist es nicht nachhaltig.“ Nach ihrer Ansicht sind ESG-Berichte zwar ein Schritt in die richtige Richtung, aber sie tun nicht genug, um sicherzustellen, dass es für künftige Generationen einen bewohnbaren Planeten geben wird. Mit Verweis auf die Warnungen des Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), dass die Kohlendioxidemissionen bis 2030 (gegenüber dem Niveau von 2010) um 45 % gesenkt werden müssen, um die globale Erwärmung auf 1,5°C zu begrenzen, fordert sie ehrgeizigere Ziele, an denen die Leistung der Unternehmen gemessen werden kann, statt einer Compliance-Übung.

BEWERTUNG

Nichtfinanzielle Informationen dienen nicht nur als Vorauswahlkriterien für das Anlageuniversum, sondern können sich auch über die Bewertung von Unternehmen auf die Investmententscheidungen auswirken. Das Beispiel eines klassischen Discounted-Cashflow-Modells (DCF) zeigt, dass nichtfinanzielle Informationen auf verschiedene Weise in die Bewertung einfließen können.

Cashflow-Schätzungen

Beginnend mit dem Zähler, können nichtfinanzielle KPIs zur Schätzung zukünftiger Cashflows verwendet werden. Die Verwendung von CO₂ ist ein Beispiel für diesen Ansatz. Mit dem bestehenden EU-Emissionshandelssystem und seiner CO₂-Preisgestaltung ist der Kohlenstoffverbrauch oft bereits in den Finanzzahlen enthalten. Ein Befragter gibt jedoch das Beispiel eines hypothetischen CO₂-Preises an, der für Fluggesellschaften

in Betracht gezogen werden kann, auch wenn sie nicht an das europäische Handelssystem angeschlossen sind. Angesichts der Möglichkeit einer zukünftigen Internalisierung solcher Effekte – z. B. durch zukünftige Regulierung oder Steuern oder durch einen möglichen Rückgang der Einnahmen – könnte es einen Effekt auf zukünftige Cashflows geben.

Investoren prüfen, ob ESG-Faktoren Investitionen eines Unternehmens erfordern, um sich anzupassen und zu überleben. Eine Befragte nennt als Beispiel ein vom Klimawandel betroffenes Unternehmen, bei dem durchaus Investitionen erforderlich sein können, um das Geschäftsmodell zu ändern: „Wenn ein Unternehmen sehr betroffen ist vom Klimawandel und kein Geld investiert, wird es sein Geschäftsmodell zukünftig auch nicht ändern können. Deshalb sind diese Investitionen auch extrem wichtig – inwieweit verlangen ESG-Entwicklungen nach zukünftigen Investitionen.“ Solche Einschätzungen beeinflussen auch die prognostizierten zukünftigen Cashflows.

Allgemein können Analysten zudem Cashflows mit größerem Vertrauen prognostizieren und Urteile über die potenzielle Wachstumsrate von Cashflows fällen, wenn nichtfinanzielle Indikatoren entsprechend ermutigend ausfallen. Ein Aktienanalyst erklärt: „Wenn man glaubt, dass die Unternehmen gegenüber ihren Mitarbeitern und Stakeholdern sozialverträglich handeln, dann kann man auch durchaus davon ausgehen, dass sich eine gewisse Überrendite über

längere Zeit hinziehen kann. Also gewinnt man mehr Confidence, was die zukünftigen Cashflows angeht.“

Bilanz Erweiterungen

Anstatt in die Prognose zukünftiger Cashflows einzugehen, können nichtfinanzielle Informationen in ähnlicher Weise auch dazu verwendet werden, bestimmte zusätzliche Bilanzpositionen zu bilden – eine „ESG-Bilanz Erweiterung“, wie ein Experte für Unternehmensbewertung es nennt. So lassen sich zum Beispiel eine Art von sozialen Schulden oder sozialer Belastung berücksichtigen. (Im Bewertungsmodell würde sich dies in der Berechnung des Eigenkapitalwertes des Unternehmens widerspiegeln – indem der Wert der Schulden vom Wert des Unternehmens abgezogen wird).

Es kann eine Reihe potenzieller Anpassungen vorgenommen werden, um die Sensitivitäten verschiedener Themen zu berücksichtigen – was die Bandbreite der Auswirkungen zeigt, die bestimmte nichtfinanzielle Informationen haben könnten. Die Anpassung aufgrund von CO₂-Emissionen ist seit der Einführung des EU-Emissionshandelssystems relativ einfach. Allerdings könnten Unternehmen der Umwelt auf andere Weise schaden, z. B. durch Umweltverschmutzung, übermäßigen Wasserverbrauch oder Schädigung der Regenwälder. Der Bewertungsexperte erklärt: „Sie bauen eine Art Umwelt-Schulden auf, die nicht in einer Bilanz der Finanzbuchhaltung auftauchen, die aber aus ESG-Sicht Schulden sein könnten.“

DCF-VERFAHREN (VEREINFACHTE DARSTELLUNG)

$$EK_{MW} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} - FK_{MW}$$

mit:

- EK_{MW} = Marktwert des Eigenkapitals
- CF_t = Cashflow in Periode t
- $WACC$ = gewogene durchschnittliche Kapitalkosten
- FK_{MW} = Marktwert des Fremdkapitals

Dasselbe gilt für soziale Fragen, wie die schlechte Behandlung von Lieferanten. So führten beispielsweise der Druck auf die Lieferantenpreise und die mangelnde Überwachung der Qualität zum Pferdefleischskandal von 2013. Lebensmittelhersteller und Supermärkte, darunter auch Tesco, haben einen Verlust an Ansehen und Kundenvertrauen in ihre Fleischprodukte erlitten. Ein Befragter sagt: „Es waren große soziale Schulden... Es wäre interessant, solche Dinge im Voraus zu wissen. Wenn Sie glauben, dass es solche Externalitäten gibt, die später internalisiert werden könnten – entweder durch die Reaktion der Gesellschaft oder durch Steuern oder andere Vorschriften der Regierung – dann lohnt es sich aus Investorensicht, dies zu berücksichtigen.“

Ein weiteres Beispiel: Adidas war von Vorwürfen betroffen, dass bei einem Teil seiner Fußballproduktion Kinderarbeiter beteiligt gewesen sein sollen. Die Kunden von Adidas reagierten negativ und das Unternehmen ergriff Maßnahmen hinsichtlich seines Verhaltens in der Supply Chain. „Es ist nicht so, dass Adidas moralisch oder ethisch ein besseres Management hat; sie haben einfach verstanden, dass es Konsequenzen hat für ihre Einnahmen“, kommentiert ein Befragter.

Im Gegensatz dazu scheinen sich die meisten Kunden von Fast Fashion nicht um Fragen der Lieferkette, wie niedrige Löhne oder schlechte Arbeitsbedingungen der Arbeitnehmer, zu sorgen. „Aber auch das sind soziale Schulden“, sagt ein Experte für Unternehmensbewertung. „Es könnte sein, dass sich eines

Tages das Bewusstsein in der Gesellschaft ändert und die Kunden sagen, dass sie diese Kleidung nicht mehr kaufen wollen, wenn sie nicht fair produziert wird. Man könnte sie regulieren oder mit einer Steuer belegen. Das ist eine Art von sozialen Schulden, die entstehen könnte. Aber es ist schwierig, dies richtig zu berücksichtigen.“

Anpassungen des Diskontierungssatzes

Darüber hinaus können nichtfinanzielle Informationen durch einen angepassten Diskontierungssatz auch Auswirkungen auf die Bewertung von Risiken haben, die sich im Nenner des DCF-Modells widerspiegeln.

Investoren identifizieren eine Reihe von Risiken, die sich auf den Diskontierungssatz auswirken könnten, einschließlich Risiken im Zusammenhang mit Governance-Schwächen, möglicher zukünftiger Regulierung und strategischer Positionierung.

Wie ein Investor feststellt, ist ein „klassisches Risiko“, das sich auf den Diskontierungssatz auswirken würde, eine schlechte Unternehmensführung. Es könnte z.B. Bedenken wegen eines schwachen Aufsichtsrates geben. Das bedeutet nicht notwendigerweise, dass das Unternehmen schlechtere Cashflows als erwartet erwirtschaftet, verursacht aber eine gewisse Unsicherheit mit Blick auf die Fähigkeit des Unternehmens, mit unerwarteten Problemen fertig zu werden. „Alles, was eher das Thema Unsicherheit berührt oder was die Sichtbarkeit verringert, sodass ich die Prognose einfach nicht so genau machen kann, das sind Themen, die

sich vielleicht eher... im Zinssatz abbilden lassen“, sagt ein Experte für Unternehmensbewertung. Das DCF-Modell erlaubt es, diese Unsicherheit abzubilden.

In den Nenner kann auch die Einschätzung der strategischen Risiken eines Investors einfließen. Ein Befragter nennt das Beispiel einer Ölgesellschaft, die ihre Aktivitäten in Tiefsee- und arktischen Bohrlöchern und Ölsand ausweitet, mit dem Ergebnis, dass ihr Reserven-Portfolio und ihre Operationen risikoreicher werden. Dies würde im DCF-Modell berücksichtigt, indem der Diskontierungssatz im Nenner erhöht würde, was zu einem geringeren Kapitalwert führen würde – und letztlich zu einem niedrigeren Fair Value der Aktien des Unternehmens.

Investoren können solche Fragen aus einer Sektorperspektive (wo es ähnliche Triebkräfte und nichtfinanzielle Leistungsindikatoren gibt) und aus einem Anlageklassenansatz, z.B. Aktien oder Anleihen, betrachten.

AKTIENANALYST

„Wenn die nichtfinanziellen Indikatoren in die richtige Richtung zeigen, dann lässt sich ein geringerer Zinssatz rechtfertigen als bei einer Unternehmung, bei der es schwieriger einzuschätzen ist oder bei der man Probleme und Risiken sieht. Dann würde ich das mit einem höheren Zinssatz kompensieren.“

Quellen für nichtfinanzielle Informationen

Investoren und Analysten greifen auf viele verschiedene Quellen nichtfinanzieller Informationen zurück. Was und wie viele Quellen sie nutzen, hängt zwangsläufig von ihrer Rolle ab, z. B. ob sie Manager eines großen Anlageportfolios mit Hunderten von Unternehmen, Sell-Side-Analysten, die sich auf einen Sektor konzentrieren, ESG-Spezialisten oder Early-Stage-Investoren sind.

DATENBANKEN

Investoren machen häufig Gebrauch von Informationsströmen, Datenbanken und Ratings dritter Informationsanbieter wie Bloomberg, Reuters, MSCI, Vigeo Eiris, imug, Sustainalytics, ISS, Trucost, Arabesque und ecoinvent (eine Lebenszyklus-Inventarisierungsdatenbank) – um nur einige zu nennen.

Der Vorteil der Daten solcher Anbieter liegt darin, dass sie in der Regel standardisiert und vergleichbar sind. Außerdem müssen sie objektiv sein. „Ich verlasse mich da aber nur auf die Informationen, die auch wirklich jemand gemessen hat, wo keine große subjektive Einschätzung dabei ist“, sagt ein Berater für Unternehmensbewertung. Wenn eine Datenbank irgendeinen Aspekt eines Unternehmens als „subjektiv gut“ identifiziert, könnte der Analyst, falls Zeit vorhanden ist, zu den ursprünglichen Quellen zurückkehren, was stark von der Anzahl der Aktien abhängt, die er analysiert.

Ein Befragter fand die Einführung von Ratings im Zusammenhang mit Themen rund um die Jahreshauptversammlung (JHV) hilfreich für die Beurteilung von Verwaltungs- und Rechtsfragen in mehreren Ländern: „Ich kann die Qualität des Ratings nicht beurteilen, ob es richtig war oder schlecht. Aber es hat mir zumindest die Möglichkeit gegeben, zu vergleichen und zu verstehen, was das Unternehmen macht oder was eben in dem Rating kritisiert wurde, um das mit dem Unternehmen zu diskutieren und zu besprechen. Von daher könnten Agencies einen wichtigen Stellenwert haben, um [die Informationen] zu beurteilen und für den finanzgetriebenen Investor brauchbar und lesbar, verdaubar zu machen.“

Die Technologie hat die Dienstleistungen der Datenanbieter noch nützlicher gemacht. Ein Aktienanalyst sagt: „Die Datenqualität hat sich massiv verbessert, auch der Zugang zu den Daten. Mit einem Klick hat man es in Excel reingezogen oder hat auch generell einen Überblick, ohne dass man jeweils die Zahlen herunterlädt.“

Die Ratings oder Bewertungen der verschiedenen Agenturen sind jedoch nicht unbedingt vergleichbar. Ein Befragter bezieht sich auf die Scores, die von einigen spezialisierten Rating-Agenturen erstellt wurden: „Wir haben eine Studie gemacht und festgestellt, dass diese Scores je nach Unternehmen teilweise komplett in unterschiedliche Richtungen

laufen, je nachdem, welche Kriterien stärker gewichtet werden. Also im Extremfall war da eine Aktie, die bei einem Score 80 und bei einem anderen 20 hatte. Da hat man ganz drastisch gesehen, dass da noch kein richtiger Konsens gefunden wurde in der Finanzwelt.“

Ein Befragter, der im Sell-Side-Research arbeitet, nutzt „kaum“ Datenbanken. Er zieht es vor, direkt von Unternehmen produziertes Material zu verwenden – insbesondere Geschäftsberichte, aber auch andere Dokumente und Materialien, die „auf Anfrage“ erstellt werden.

Datenbankinformationen reichen im Allgemeinen nicht aus, um alle Anlegerbedürfnisse zu befriedigen. Wenn eine Datenbank beispielsweise anzeigt, dass ein Thema noch anhängig ist, können sich Investoren direkt an das Unternehmen wenden, um weitere Informationen über die aktuelle Situation, etwaige Bestimmungen in Bezug auf diese Frage und finanzielle Auswirkungen zu erhalten.

Darüber hinaus zeigen reine Metriken oder Ratings keine Bedrohungen für das Geschäftsmodell oder die Unternehmensstrategie an. Wie eine Befragte erklärt, helfen Datenbank-Metriken dabei, „ein Gefühl zu bekommen, wo das Unternehmen heute steht... Aber je nachdem, was für ein Thema da relevant ist, müssen wir natürlich auch auf die Geschäftsberichte der Unternehmen gucken oder auf

die Corporate-Responsibility-Berichte... Wir können die Berichterstattung der Firmen also nicht komplett ignorieren.“

LEITER INVESTMENTFONDS

„Es ist ein bisschen wie ein Mosaik. Wir drehen unglaublich viele Mosaiksteinchen um, um das ganze Bild zu bekommen. Und das basiert auf mannigfaltigen Informationsquellen.“

ESG-INTEGRATIONSSPEZIALISTIN UND EHEMALIGE ANALYSTIN

„Metriken und Informationen der Data Provider sind nur ein Ausgangspunkt. Aber um wirklich eine Meinung zu entwickeln, was es für einen Einfluss haben kann auf Geschäftsmodell, Wettbewerbsposition und Wert von Unternehmen in den nächsten drei, vier, fünf Jahren, müssen wir natürlich auch manchmal auf die Berichterstattung der Firmen zurückgreifen oder mit den Firmen direkt reden und direkte Fragen stellen.“

UNTERNEHMENSBERICHTE

Investoren beziehen sich auf eine breite Palette von Unternehmensberichten, darunter Geschäftsberichte, integrierte Berichte und Nachhaltigkeitsberichte. Diejenigen, die Unternehmensberichte Datenbanken vorziehen, sind typischerweise Einzelpersonen, die in einer beratenden Funktion arbeiten oder sich auf eine kleine Anzahl von Investitionen konzentrieren, und nicht Manager großer Portfolios. „Meine bevorzugte Quelle ist ganz klar das, was das Unternehmen selbst herausbringt. Ich schaue weniger auf Datenbanken“, sagt ein Equity-Analyst. Neben aktuellen und früheren Geschäftsberichten können auch andere Materialien wie Unternehmenssatzungen (z. B. zur Bestimmung der Rechte von Minderheitsaktionären) und Vergütungsberichte nützliche Einblicke bringen. Ein Vergütungsbericht gibt zum Beispiel Auskunft über die bestehenden Anreizstrukturen und darüber, welche KPIs die Managementvergütung beeinflussen.

Unternehmensberichte können auch hilfreich dabei sein, aufzuzeigen, welche Ziele sich ein Unternehmen gesetzt hat, ob diese Ziele sinnvoll sind und ob sie letztlich auch erreicht wurden.

Ein Aktienanalyst sagt: „Aber mein Anspruch ist dann eher, ... ein möglichst gutes Verständnis vom Unternehmen zu bekommen und auch viel zu lesen, breit zu lesen, die Geschäftsberichte von Anfang bis Ende durchzulesen, auch mal in den Fußnoten das Accounting zu verstehen.“ Eine solche

detaillierte Lektüre könnte dem Investor bei Investitionsentscheidungen einen gewissen Wettbewerbsvorteil verschaffen.

Laut einem Aktienanalysten schenken Geschäftsberichte nun auch nichtfinanziellen Informationen, einschließlich ESG-Themen, mehr Aufmerksamkeit. Er sagt: „Aber es ist ganz klar, dass sich das nichtfinanzielle Augenmerk massiv verbessert hat und dass gerade sehr prominent in den Fokus gerückt wird, was abseits der Finanzkennzahlen passiert – was ja auch wünschenswert ist.... Das sind sehr wichtige Faktoren, die es auch verdienen, prominenter dargestellt zu werden in einem Report, und die auch wirklich einen Mehrwert liefern für die Aktionäre oder die Adressaten der Rechnungslegung insgesamt.“

Ein Sell-Side-Research-Analyst hält die Nachhaltigkeitsberichte der Unternehmen für weniger relevant als ihre Geschäftsberichte: „Alles, was wirklich relevant ist, ist auch im Geschäftsbericht mit drin – und auch in der Form, in der man es als Analyst dann am Ende braucht.“ Standardisierte Tabellen, die lediglich Emissionen oder Elektrizitätsverbrauch angeben, sind „nicht sehr interessant“.

Investoren und Analysten interessieren sich auch dafür, was Unternehmen in ihren verschiedenen Berichten nicht offenlegen. Das Unterlassen von Angaben führt zu einer „Red Flag“, insbesondere wenn ein Unternehmen vormals berichtete KPIs nicht mehr zur Verfügung stellt. Wie ein Experte für Unternehmensbewertung sagt: „Und natürlich

sind die Unternehmens-Disclosures in jeder Hinsicht zentrale Informationsquellen – ob das jetzt der Integrated Report ist oder der Nachhaltigkeitsbericht oder der normale Geschäftsbericht, oder ob es die Website ist. Insbesondere für größere Unternehmen weiß man ja auch immer, was es zu heißen hat, wenn Disclosures fehlen.“

DIREKTER AUSTAUSCH

Investoren treten direkt an die Unternehmen heran, um ihr Verständnis der berichteten Informationen zu überprüfen oder sich über aktuelle Themen zu informieren. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn berichtete Informationen nicht standardisiert sind.

Ein Equity-Investor würde Informationen direkt von einem Unternehmen einholen, „um sicherzustellen, dass das, was [im Bericht] steht, auch so ist, wie wir es verstehen und nicht anders. Diese Standardisierung fehlt da im Moment noch. Und die (teilweise) fehlende Quantifizierung ist ein Problem, wo man einfach gerne mehr Informationen hätte, vor allem bei den Risikoaspekten.“

ANDERE QUELLEN

Investoren und Analysten nutzen alle Informationsquellen, die ihnen helfen, sich ein Bild von einem Unternehmen zu machen, einschließlich der Berichte direkt vergleichbarer Wettbewerber. Sie stützen sich auch auf Branchen- und Sektorberichte, einschließlich Berichte von Handelsverbänden und Sell-Side Research.

Ein Mainstream-Fonds-Investor sagt: „Ich kann mir... Markt- oder Transaktionsdaten von einem Sektor besorgen und versuchen, sie auf ein einzelnes Unternehmen herunterzuberechnen. Zum Beispiel kann ich Flugbewegungen anschauen und mir überlegen, was diese Daten mir über Airbus sagen. Wir nutzen eine ganze Menge solcher Daten für die Investitionsentscheidungen.“

Allerdings können Industrierichte manchmal „eher journalistische Texte [sein], die Hintergründe aufbereiten. Die sind jetzt nicht sehr quantitativ oder analytisch“, sagt ein Sell-Side-Research-Analyst.

Gezielte Internet-Recherchen werden auch durchgeführt, um nach statistischem Material zu einem Thema von Interesse zu suchen. Ein Mainstream-Investor sagt: „Es gibt Techniken, bei denen wir uns... das Pricing von einzelnen Produkten über die Durschau von Web Pages anschauen und fragen: ‚Ist das Pricing adäquat für die Margenerwartungen – oder besser oder schlechter?‘.“

Darüber hinaus können Websites wie Glassdoor und kununu Einblicke in die Unternehmenskultur geben, was Investoren von außen nur schwer möglich ist.

Wie eine integrierte Berichterstattung dazu beitragen könnte, nichtfinanzielle Informationen zu verbessern

Die nichtfinanziellen Informationen, die Unternehmen zur Verfügung stellen, weisen im Vergleich zu dem, was die Investoren suchen, oft gewisse Schwächen auf. Die integrierte Berichterstattung kann dazu beitragen, diese Schwächen zu beheben – durch die enthaltenen Inhalte und die Grundsätze, die die berichtenden Unternehmen anwenden.

RELEVANZ UND WESENTLICHKEIT

Da die von den Unternehmen verlangten Angaben zunehmen, können Geschäftsberichte immer länger werden. Investoren wollen, dass sich Unternehmen auf wesentliche Fragen konzentrieren, um ihnen dabei zu helfen, das Gesamtbild zu zeichnen in Bezug auf Leistung und Potenzial. Dieses kann durch die Darstellung von nicht wesentlichen Themen und einen übermäßige Detaillierungsgrad verschleiert werden. Ein Sell-Side-Research-Analyst sagt: „Manchmal überfrachten die Unternehmen den Geschäftsbericht mit Details. Viele Bäume, aber wenig Wald. Das ist häufig zu sehen, anstatt die Strategie klar zu erläutern... Oder: Was ist das Geschäftsmodell? Gerade große Unternehmen kommen ‚von Hölzchen zu Stöckchen‘, aber vergessen manchmal, auch das Gesamtbild darzustellen.“

Ein Befragter sagt, dass weniger mehr sein kann, wenn die Informationen relevant sind und auf integrierte Weise präsentiert werden. Unternehmen sollten sich auf die ESG-Themen konzentrieren, die für sie, in ihrer Branche und in den Ländern, in denen sie tätig sind, am wichtigsten sind. Das ist für Investoren weitaus nützlicher, als über ein breites Spektrum von Themen zu berichten, die für das Unternehmen keine große Bedeutung haben.

Beispielsweise kann der Wasserverbrauch in einigen Sektoren, wie Öl und Gas, von großer Bedeutung sein, nicht aber für internetbasierte Unternehmen, wo der Stromverbrauch von größerem Interesse wäre. Die Relevanz von Angaben ist daher von Fall zu Fall zu beurteilen.

Wie integrierte Berichterstattung hilft

Die integrierte Berichterstattung beinhaltet klare Erklärungen zum Geschäftsmodell eines Unternehmens. Investoren schätzen Informationen über das Geschäftsmodell, wie ein Sell-Side-Research-Analyst erklärt. Einige Unternehmen machen nur begrenzte Aussagen darüber, was sie herstellen oder verkaufen. „Aber da unterscheiden sich meiner Meinung nach auch die guten und

die schlechten Geschäftsberichte. Es gibt Unternehmen, die wirklich versuchen, den Laien zu erklären, was genau sie machen. Und das ist wichtig, gerade wenn es nicht unbedingt auf der Hand liegt oder es erklärungsbedürftig ist.“

Unternehmen, die das <IR> Framework anwenden, stellen auch Informationen über die verschiedenen Kapitalarten zur Verfügung, die ihre Unternehmen nutzen, umwandeln und durch ihre Aktivitäten erschaffen. Einem Befragten fällt es schwer, sich ein Leben ohne einen Multikapitalansatz bei der Unternehmensanalyse vorzustellen. Der Stakeholder-basierte Ansatz der integrierten Berichterstattung unterstützt die Bereitstellung nützlicher Informationen für Investoren – der Inhalt der integrierten Berichte muss jedoch relevant und ausreichend präzise sein.

Humankapital wird in der heutigen Welt immer wichtiger, wie ein Aktienanalyst herausstellt: „Die Wirtschaftswelt wandelt sich massiv zu einer Dienstleistungsbranche. Wir produzieren weniger mit klassischen Maschinen, vielmehr spielt das intellektuelle Know-How eine Rolle... Und das macht natürlich den Mitarbeiter

viel relevanter.“ Die Ideen der Mitarbeiter, ihr „kreativer Output“ werden zunehmend wichtig für den Erfolg der Unternehmen. „Das ist letztendlich das, was die finanziellen Erfolge dann ausmacht.“

Ein Befragter findet es sinnvoll, die Menschen für die Konzepte der verschiedenen Kapitalarten, einschließlich des Natural Capital, zu „sensibilisieren“, da diese einen Einfluss auf den finanziellen Wert haben. Die Gesellschaft bestraft zunehmend Unternehmen, die z. B. den Regenwald schädigen. Die Verbraucher werden deren Produkte nicht mehr kaufen. „Und da spüren es die Unternehmen dann“, sagt er. „Da ist auch wieder die Verbindung zwischen dem Natural Capital oder Natural Value und dem Financial Value.“

KONSISTENZ ÜBER DIE ZEIT

Informationen, die vergleichbar sind und im Zeitverlauf dargestellt werden, werden ebenfalls als wichtig erachtet. „Alles, was standardisiert und vergleichbar ist und over time dargestellt wird, würde ich mir auf jeden Fall sofort an angucken“, sagt ein Equity-Investor. Eine Angabe, zum Beispiel zu den Tonnen CO₂, die erzeugt werden, ist für sich allein nicht unbedingt sinnvoll.

Wie integrierte Berichterstattung hilft

Wenn Unternehmen das <IR> Framework über mehrere Jahre hinweg anwenden, liefern sie eine Leistungsbilanz, die von den Nutzern ihrer integrierten Berichte geschätzt wird. Investoren schätzen die Tatsache, dass Unternehmen wie BASF und SAP bereits seit einiger Zeit integrierte Berichterstattungsprinzipien anwenden, sodass detaillierte Informationen über die aufeinanderfolgenden Jahre zur Verfügung stehen. Ein leitender Analyst kommentiert: „Und Sie sehen, was die Ziele sind, die die Unternehmen sich gegeben haben. Wie hat das auf der Zeitskala funktioniert? Hat man sich dem genähert, oder gab es Gründe, warum man da linear von abgewichen ist? Und dann ist das sehr, sehr informativ.“

VERLÄSSLICHKEIT UND VERGLEICHBARKEIT

Investoren wollen, dass nichtfinanzielle Informationen verlässlich sind. Einige Informationen sind jedoch eher subjektiv. Ein Befragter verweist auf die Schwierigkeit bei der Beurteilung der Managementqualität: „Das ist alles schwer vergleichbar zu machen oder zu normieren, das ist eine sehr subjektive Wahrnehmung.“

Aus diesem Grund möchten sich Anleger auch auf Wirtschaftsprüfer verlassen, wenn es darum geht, die nichtfinanziellen Informationen zu überprüfen und ein Mindestmaß an Sicherheit zu geben. Ein Befragter ist der Meinung, dass eine gesetzliche Vorschrift für eine Prüfung mit hinreichender Sicherheit (Reasonable Assurance) für nichtfinanzielle Informationen hilfreich wäre, einschließlich einer qualitativen Bewertung der Berichtssysteme, die der Erstellung nichtfinanzieller Informationen zugrunde liegen.

Wo es möglich ist, sind quantitative Angaben erwünscht. Qualitative Erklärungen werden ebenfalls geschätzt, müssen aber möglicherweise mit Vorsicht behandelt werden. Bei einer Beschreibung „haben Sie immer die Gefahr, dass das Unternehmen das zu hübsch

darstellt. Und dann entsteht oft ein gewisser Verdacht, dass das arg positiv dargestellt worden ist“, sagt ein Investor. Zum Beispiel können Klimarisiken diskutiert werden, aber selten in quantitativer Hinsicht. Quantitative Angaben tragen dazu bei, die zur Verfügung gestellten Informationen überprüfbarer und gleichzeitig zwischen den Unternehmen besser vergleichbar zu machen.

Die vergleichbare Darstellung nichtfinanzieller Informationen ist für Investoren von zentraler Bedeutung. Sie möchten in der Lage sein, Unternehmen innerhalb ihrer Branchen oder Peer-Groups zu vergleichen, anstatt sich nur auf grundlegende Leistungsdaten zu beschränken. Wie ein Analyst feststellt, wird RWE bei den CO₂-Emissionen niemals so gut abschneiden wie SAP. „Aber sie können ja innerhalb ihrer Peer-Group, den Utilities, sehr transparent vorgehen.“

Nichtfinanzielle Informationen, wie sie derzeit berichtet werden, sind jedoch zwischen den Unternehmen nicht immer vergleichbar. „Vergleichbarkeit ist nicht immer gewährleistet, zumal wir ja jetzt über Nachhaltigkeitsthe-men sprechen, wo ja auch nicht nur quantitative, sondern auch qualitative Elemente eine Rolle spielen“, sagt ein Mainstream-Investor. Beispielsweise sind die Ergebnisse von

Mitarbeiterbefragungen und Kundenbefragungen möglicherweise nicht ohne weiteres vergleichbar. „Viele Leute haben gute Ansätze. Es ist auch keiner richtig oder falsch. Aber man tut sich manchmal einfach mit der Vergleichbarkeit der Daten schwer.“

Ein Befragter bezieht sich auf den Polymer-Hersteller Covestro, der das Carbon Productivity Consortium mitbegründet hat, eine Initiative zur Nachverfolgung des Einsatzes von Kohlenstoff als Ressource während des gesamten Lebenszyklus eines Produkts mit dem Ziel, den ‚Return on Carbon Employed‘ (ROCE) zu erhöhen. Er findet dies „interessant, aber man bekommt es nicht wirklich vergleichbar“.

Da die Informationen, die Unternehmen berichten, nicht standardisiert sind, ist eine „automatisierte Bewertung“ der ESG-Leistung nicht möglich. Investoren können z. B. nicht automatisch die Unfallhäufigkeitsraten zweier Unternehmen vergleichen.

Unterschiedliche ESG-Rahmenwerke haben auch unterschiedliche Ansätze, die unterschiedliche Interpretationen zulassen können. Beispielsweise können Unternehmen im Rahmen des GHG-Protokolls unterschiedliche Ansätze zur Berechnung ihrer indirekten Scope-3-Emissionen haben. „Es sind viele Daten vorhanden, die haben aber alle noch Interpretations-Korridore“, sagt eine Impact-Investorin.

Ein weiteres Beispiel ist das Global Impact Investing Network (GIIN). Eine Investorin hinterfragt die Bedeutung des Begriffs „faire Arbeitsbedingungen“. Der Mangel an Klarheit sowie die Komplexität, die mit den vielen Nachhaltigkeitsstandards und -rahmen verbunden ist, kann für Mainstream-Investoren eine Herausforderung darstellen.

Wie integrierte Berichterstattung hilft

Das <IR> Framework identifiziert Inhaltselemente, die Unternehmen in ihre integrierten Berichte aufnehmen sollten, einschließlich des Geschäftsmodells, des Ausblicks und der Unternehmensleistung. Zum Beispiel bei der Berichterstattung über das Geschäftsmodell sind die Details unternehmensspezifisch. Vergleichbarkeit ist dann ein subjektives Thema, in dem Sinne, dass Investoren und Analysten vergleichen können, wie klar Unternehmen ihr Modell und andere Faktoren wie die Risiken und Chancen, denen sie ausgesetzt sind, erklären.

Im Laufe der Zeit kann sich eine stärkere Standardisierung der Berichterstattung entwickeln, insbesondere angesichts der Zusammenarbeit zwischen Organisationen, die sich mit der Unternehmensberichterstattung und mit Nachhaltigkeitsstandards befassen, wie z. B. das IIRC und das Sustainability Accounting Standards Board (SASB). Die beiden Organisationen haben im November 2020 ihre Absicht

verkündet, sich zu einer gemeinsamen Organisation zusammenzuschließen, der Value Reporting Foundation.

Manche Investoren würden die Entwicklung eines Accounting-Standards zum Thema Nachhaltigkeit begrüßen. Einer von ihnen sagt: „Das IASB [International Accounting Standards Board] muss langfristig ein Regelwerk zu Nachhaltigkeit definieren, damit das Thema in die normale Rechnungslegung hineinkommt – dann über die IFRS-Rechnungslegung.“

Investoren begrüßen jedoch Experimente und Initiativen wie die Value Balancing Alliance (VBA). Zu deren Zielen gehört es, zu standardisieren, wie der Wert eines Unternehmens und seine finanziellen und vorfinanziellen Wertbeiträge für die Gesellschaft bewertet und monetarisiert werden können. Die VBA versucht, ein Framework für Angaben zu entwerfen, das es Stakeholdern ermöglicht, die Unternehmensleistung mit Blick auf natürliches Kapital, soziales Kapital, Humankapital und finanzielle Kapitalleistung zwischen verschiedenen Unternehmen zu vergleichen.

KONNEKTIVITÄT

Nichtfinanzieller Informationen lediglich zu den Finanzberichten hinzuzufügen würde den Bedürfnissen der Anleger nur unzureichend gerecht. Die Befragten fordern eine Verknüpfung, damit sie sehen können, dass das Unternehmen eine klare Strategie hat. Nichtfinanzielle Informationen müssen auf eine Weise in die Finanzberichterstattung integriert werden, die „transparent und konsistent“ ist, sagt ein leitender Analyst. Obwohl sowohl finanzielle als auch nichtfinanzielle Informationen zur Verfügung gestellt werden, werden sie „noch nicht in Relation zueinander gesetzt“, so eine Impact-Investorin.

Ebenso fragt eine ESG-Integrationsspezialistin und ehemalige Analystin: „Wie soll ich das selber integrieren, wenn ich merke: Das Unternehmen integriert das überhaupt nicht? Natürlich kann ich mir auf Basis der Daten, die ich bekomme, etwas ausmalen. Aber ich weiß es nicht. Das Unternehmen weiß [es] selbst nicht... Wie soll ich das dann vernünftigerweise machen?“

Um den Wert der Konnektivität zu erklären, nimmt ein Befragter das Beispiel eines IT-Unternehmens, für das die Belegschaft einen wesentlichen Einfluss auf die Leistung hat. Wenn das Unternehmen in die Gesundheitsfürsorge für seine Mitarbeiter investiert, könnte es einen geringeren Krankenstand und geringere Fehlzeiten erreichen. Es besteht also ein Zusammenhang zwischen Gesundheitsausgaben und Performance.

Wie integrierte Berichterstattung hilft

Investoren und Analysten, die mit integrierten Berichten vertraut sind, glauben, dass diese am nützlichsten sind, wenn es einen „umfassenden Versuch einer Verknüpfung vom Nichtfinanziellen mit dem Finanziellen im Reporting“ gibt, wie ein Befragter sagt.

Integrierte Berichte können vergleichbare Metriken mit schriftlichen Erläuterungen zu Themen wie der Unternehmensstrategie kombinieren. Investoren begrüßen die Integration nichtfinanzieller Informationen mit der Strategie und dem Geschäftsmodell. Ein Befragter sagt: „Und wenn man dann ein bisschen tiefer bohrt, ist das Spannende, welche Indikatoren das Unternehmen identifiziert, die eine Materialität auf der Kosten- oder Ertragsseite haben.“ Zum Beispiel, ob CO₂-Emissionen einen Einfluss auf die GuV haben.

Die Bewertung der Wettbewerbsposition eines Unternehmens ist eine Sache. Diese Bewertung in finanzielle Zahlen umzuwandeln, ist „ein extrem schwieriger Schritt“. Integrierte Berichterstattung ist besonders gut, „wenn man eben diese Verknüpfung bekommt“, sagt ein Experte für Unternehmensbewertung.

Die Verknüpfung von Maßnahmen mit den finanziellen Ergebnissen ist für Investoren wichtig. Es bleibt jedoch eine Herausforderung für die Unternehmen. Ein Befragter merkt an: Wenn ein Unternehmen berichtet, dass es erneuerbare Energien einsetzt, seine Dächer mit Photovoltaikmodulen gedeckt hat oder viele Auszubildende beschäftigt, kann dies gutes Marketing sein und auch für Stakeholder wie die lokale Gemeinschaft gut sein. Diese Maßnahmen beinhalten jedoch zusätzliche Kosten. Aus diesem Grund vermutet ein Equity-Investor, dass Unternehmen es vermeiden, eine „finanzielle Verbindung“ herzustellen.

AUTHENTIZITÄT

Ein leitender Analyst wünscht sich „Authentizität bei der Übermittlung“ nichtfinanzieller Informationen. Investoren wollen wissen, welche nichtfinanziellen Informationen das Management selbst für wichtig hält.

Ein anderer Befragter ist der Meinung, dass einige Unternehmen im Versorgungssektor Fortschritte bei der Erläuterung ihrer Denkweise in ihren Management-Präsentationen gemacht haben. Sie erklären zum Beispiel, warum einige ESG-Themen wichtig sind, welche Ziele sie sich gesetzt haben und warum. Dies hilft den Investoren zu verstehen, warum das Unternehmen bestimmte Maßnahmen ergreift und welche Auswirkungen dies auf das Geschäftsmodell und die Wettbewerbsposition hat.

Ein Mangel an Authentizität bei der Übertragung kann damit zusammenhängen, dass Unternehmen nicht als ganzheitlich denkend und handelnd angesehen werden. Eine ESG-Spezialistin und ehemalige Analystin sagt: „Viele Firmen berichten irgendetwas zum Thema Sustainability, aber das ist kein wichtiger Bestandteil der Strategie des Unternehmens. Und in diesen ganzen Fällen fehlt das ‚Integrated Thinking‘.“

„Die Herausforderung besteht weniger in den Daten, die Herausforderung besteht darin, dass sich die Nachhaltigkeitsabteilung und die Accounting-Abteilung zusammensetzen müssen, die wie Feuer und Wasser sind“, sagt ein Befragter. CFOs können

eine integrierte Berichterstattung und ein verstärktes ESG-Reporting als kostspielig empfinden, wenn ihr Ziel darin besteht, die Ausgaben zu kontrollieren. Den Nachhaltigkeitsteams mangelt es möglicherweise an Macht und Autorität, um Veränderungen voranzutreiben, sie haben manchmal keine Vertretung im Vorstand.

Wie integrierte Berichterstattung hilft

Unternehmen können erwarten, dass sie davon profitieren, wenn sie ihre Story durch eine integrierte Berichterstattung klar und authentisch darstellen. „Das hilft den Unternehmen, weil sie so die Analysten und Investoren auf die Linie lenken können, auf der sie sie haben wollen“, führt ein Befragter an.

Die integrierte Berichterstattung fördert ein integriertes Denken, was wiederum eine besser integrierte Berichterstattung untermauert – durch einen sich selbst verstärkenden Kreislauf der kontinuierlichen Verbesserung. Dies unterstützt die authentische Entwicklung und Identifizierung von Unternehmensstrategien und Geschäftsmodellen. Das IIRC veröffentlicht eine Reihe von Fallstudien, die die Beziehung zwischen integriertem Denken und Strategie in einer Reihe von Unternehmen und Institutionen untersuchen und die auf der Website des IIRC verfügbar sind.

Investoren und Analysten wünschen sich ein stärker integriertes Denken in den Unternehmen, da dies bedeuten würde,

dass sich relevante ESG-Themen in der Unternehmensstrategie widerspiegeln und die Auswirkungen solcher Themen mit der finanziellen Performance verknüpft werden. Für eine Befragte ist Integrated Thinking „der Link zwischen der Sustainability-Performance und dem finanziellen Impact des Unternehmens“.

Ein leitender Analyst erwartet, dass die Kapitalmärkte in Zukunft stärker darauf achten werden, ob die Ressourcen so verteilt werden, dass sie mit der Strategie des Unternehmens übereinstimmen, statt nur auf bspw. Gewinne und Cashflows zu achten. Dies liegt daran, dass einige wichtige Ressourcen immer knapper werden. Es wird ein erhöhtes Interesse daran bestehen, ob Unternehmen in der Lage sind, finanzielle Ziele mit weniger Ressourcen zu erreichen. Die Kapitalmärkte werden solche Unternehmen dann möglicherweise höher bewerten.

IMPACT-INVESTORIN

„Wenn Nachhaltigkeit eine Satelliten-Funktion ist und nicht integriert betrachtet wird, dann hat sie auch keine wirklich relevante Wirkung für das Unternehmen.“

Hebel zur Förderung der integrierten Berichterstattung über nichtfinanzielle Informationen

Nichtfinanzielle Informationen zu sammeln und zu berichten erfordert Ressourcen und verursacht Kosten. Unternehmen werden dies nur dann tun, wenn sie daraus einen Nutzen ziehen oder wenn sie durch irgendeinen Mechanismus dazu gezwungen werden, sei es durch Vorschriften oder aufgrund der Marktkräfte.

DRUCK VON INVESTOREN

Der Druck für Veränderungen liegt bis zu einem gewissen Grad bei der Investment-Community. Investoren üben Druck auf einzelne Unternehmen aus, wenn sie um spezifische nichtfinanzielle Informationen bitten oder sie von Investments ausschließen, falls sie bestimmte Kriterien oder Leistungsanforderungen nicht erfüllen.

Ein Mainstream-Investor für Investmentfonds sagt: „Es gibt KPIs, bei denen wir uns dafür stark gemacht haben, dass wir die so berichtet bekommen, wie es nun der Fall ist. Und das ist auch auf Dauer im Interesse des Unternehmens... Wir haben da einen Einfluss. Den nutzen wir ganz aktiv.“ Dieser Hebel wird in der Regel durch schriftliche Korrespondenz, Gespräche und „konstruktiven Dialog“ genutzt.

Die Beteiligung von Investoren in verschiedenen ESG-Initiativen (wie CDP, dem Climate Disclosure Standards Board (CDSB), der Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), der Global Reporting Initiative (GRI) sowie den Principles for Responsible Investment (PRI)) wirkt sich ebenfalls dahingehend aus, dass Unternehmen veranlasst

werden, relevante nichtfinanzielle Informationen zur Verfügung zu stellen. Wie ein leitender Analyst sagt: „Das ist heute nicht mehr so ein Wunschkonzert, sondern das, was die globalen Investoren nachfragen... Die Schwungmasse ist da groß genug, um Druck auf die Unternehmen... auszuüben.“

Einige Investoren werden auch immer anspruchsvoller in Bezug auf den Zeitpunkt und das Format der Berichterstattung über nichtfinanzielle Informationen. Ein Befragter eines führenden Vermögensverwalters sagt: „Jeder, der es gar nicht macht, kommt bei uns zunehmend gar nicht mehr in Betracht. Auch die, die den nichtfinanziellen Bericht getrennt machen und dann noch drei Monate später, sind auch auf dem falschen Weg.“

Einige Investoren nutzen ihr Stimmrecht bei Jahreshauptversammlungen, um eine verbesserte Berichterstattung voranzutreiben. Ein Befragter sagt: „Es könnte also sein, dass wir durchaus mal einen Vorstand oder einen Aufsichtsrat aufgrund von mangelnden Disclosures oder aber aufgrund von qualitativ falschen, schlechten Informationen nicht entlasten.“ Ein solches Abstimmungsverhalten bezieht sich oft auf strategische Fragen, z. B. ob Nachhaltigkeitsziele erreicht wurden oder ob nichtfinanzielle Leistungsindikatoren Teil des Vergütungssystems sind.

EXPERTE FÜR UNTERNEHMENSBEWERTUNG

„Von den Unternehmen kann man fast nicht verlangen, dass sie das Reporting umstellen, wenn sie nicht den Druck von außen bekommen.“

ESG-INTEGRATIONSSPEZIALISTIN UND EHEMALIGE ANALYSTIN

„Wir fordern nicht nur, dass [die Unternehmen] ESG-Informationen transparent machen, sondern sagen auch, dass es für uns Investoren am hilfreichsten wäre, wenn sie ein Integrated Reporting nach IIRC machen. Das ist immer wieder ein Gesprächsthema in unseren Management-Meetings.“

IMPACT-INVESTORIN

„Also ich glaube tatsächlich, dass die Erkenntnis, dass der Markt sich verändert und dass es eine wirtschaftliche Notwendigkeit gibt, eine andere Wirkung hat, als wenn der Gesetzgeber sagt: ‚Ihr müsst das jetzt machen‘.“

MARKTKRÄFTE

Ein Befragter ist der Meinung, dass die Nachfrage nach nachhaltigen Anlagen und Produkten, die auf ESG-Basis gut abschneiden, inzwischen das Angebot übersteigt. Daher gibt es immer mehr Gründe für Investoren, von Unternehmen ESG-Informationen zu verlangen, möglicherweise in integrierten Berichten, die nichtfinanzielle Informationen auf „sinnvolle Weise“ zusammenstellen.

Untersuchungen deuten darauf hin, dass die Nachfrage nach ESG-Investitionen weiter steigen wird. Eine von Vontobel 2019 durchgeführte Umfrage unter über 4.600 Konsumenten in 14 Ländern ergab, dass 59 % der Befragten nicht wussten, dass ein ESG-Ansatz zum Sparen und Investieren überhaupt möglich ist; 47 % würden eine stärkere Unterstützung und Beratung zu ESG durch ihre Berater begrüßen; und 49 % wünschen sich mehr Informationen zu ESG-Themen von ihren Beratern. Darüber hinaus glaubten 65 %, dass ethische Unternehmen bessere Investitionsrenditen erzielen würden. [4]

Einige Befragte vermuten, dass sich die Investoren in Deutschland nicht stark genug für integrierte Berichte und nichtfinanzielle Informationen eingesetzt haben. Infolgedessen könnten sogar deutsche Unternehmen, die ursprünglich auf integrierte Berichterstattung gesetzt haben, etwas an Schwung verloren haben. Da Investoren jedoch mit neuen Regulierungen konfrontiert sind, die ihren Bedarf an ESG-, Nachhaltigkeits- und nichtfinanziellen Informationen erhöhen, ist zu erwarten, dass ihre Anforderungen an Unternehmen steigen werden.

REGULIERUNG

Deutsche Unternehmen müssen per Gesetz bestimmte Berichtspflichten erfüllen (siehe Anhang 2 für einen kurzen Überblick). Eine relativ neue Entwicklung ist die Vorschrift, dass bestimmte große Unternehmen des öffentlichen Interesses ihren Lagebericht für Geschäftsjahre ab 2017 um eine nichtfinanzielle Erklärung erweitern müssen. Diese Anforderung wurde durch das CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (CSR-RUG) eingeführt.

Investoren sind der Ansicht, dass sich das CSR-RUG im Allgemeinen positiv auf die Berichterstattung ausgewirkt hat – zunächst einmal, indem es die Menge der verfügbaren Informationen erhöht hat. Ein Aktienanalyst sagt: „Durch die Verpflichtung, da von Unternehmensseite mehr zu machen, hat sich die Informationsbasis schon massiv verbessert.“

Ein Befragter begrüßt, dass das CSR-RUG zu „größerer Offenheit“ geführt hat, sieht aber, dass es immer noch „dunkel und hell“ gibt – ein breites Spektrum der Berichterstattung.

Insgesamt wird jedoch davon ausgegangen, dass sich die Qualität der berichteten Informationen verbessert hat. Gleichzeitig ist die Wahrnehmung der Bedeutung dieser Informationen intern – bis hin zum Aufsichtsrat – gestiegen. Ein Befragter sagt: „Der Prüfungsausschuss lässt die nichtfinanzielle Erklärung in der Regel mit Limited Assurance belegen.“ Dies trägt dazu bei, sicherzustellen, dass die berichteten Informationen robust und zuverlässig sind. Ein Investor fordert jedoch sogar ein höheres Maß an Sicherheit: „Wir fordern Reasonable Assurance. Und wir wollen eine Integration haben ins IKS [Interne Kontrollsystem] hinein und damit auch in die Vergütungsprogramme.“

Als Folge des CSR-RUG können Investoren nun Informationen wie CO₂-Emissionen leichter vergleichen. Wenn alle Unternehmen innerhalb eines Sektors solche Informationen berichten, geraten schlechte Performer unter Erklärungsdruck und müssen letztlich Verbesserungen vornehmen. Das Verbesserungspotenzial wird transparenter.

Ein Befragter ist jedoch der Meinung, dass Regulierung wie das CSR-RUG zu aufgeblähten Unternehmensberichten führen könnte. Nichtfinanzielle Themen und ESG-Themen „sind dann eher berichtsverklärend, aber nicht wirklich erhellend“, es sei denn, sie sind für das Unternehmen relevant.

Das CSR-RUG hatte nur wenig Einfluss auf kleinere Unternehmen. Ihre Reaktionen auf eine solche Regulierung hängen eher von der Einstellung des Managements und dem Wunsch (oder der Ablehnung) ab, sich wie ein

DAX-Unternehmen zu präsentieren. Freiwillige Anwender, die sich abheben wollen, stellen sich den veränderten Anforderungen, auch wenn sie nicht rechtsverbindlich sind. Andere werden das nicht tun. Ein Aktieninvestor sagt: „Und die Unternehmen sehen das leider zum großen Teil mehr als Last denn als eine Möglichkeit, sich besser oder anders zu positionieren. Mein Eindruck ist, dass viele noch nicht so weit sind.“

Bedarf es weiterer Regulierung?

Einige Anleger sind der Meinung, dass weitere Regulierung erforderlich ist, um eine verbesserte nichtfinanzielle Berichterstattung der Unternehmen und sogar eine integrierte Berichterstattung zu fördern. Ein leitender Angestellter eines führenden Vermögensverwalters sagt: „Aber durch einen reinen Marktmechanismus werden Sie [mehr Integrated Reporting] nicht hinbekommen.“ Hürden wie Ressourcenmangel und erhöhte Kosten könnten den Fortschritt einschränken. Eine Befragte befürchtet, dass viele Unternehmen ohne regulatorischen Druck nicht den „Mut oder den Wunsch“ hätten, ihre Berichterstattung zu verbessern.

Es ist jedoch davon auszugehen, dass die Vorschriften lediglich eine erhöhte Offenlegung verlangen werden, was an sich nicht zu einer stärker integrierten Berichterstattung führen wird. Ein Befragter befürchtet, dass sich die Unternehmen auf die Bereitstellung der Offenlegungen konzentrieren könnten, ohne sich mehr Gedanken darüber zu machen, wie bestimmte Themen zusammenwirken und das Geschäftsmodell, die Unternehmensstrategie und die Leistung beeinflussen.

Ein Befragter, der im Sell-Side-Research tätig ist, ist auch skeptisch, was den Wert eines Berichts oder einer integrierten Berichterstattung betrifft, die durch Regulierung getrieben ist. In diesem Fall sehen die Unternehmen die regulierte Berichterstattung möglicherweise nur als zusätzliche Arbeit an, die gegebenenfalls zu Offenlegungen führt, welche von den Anlegern als wenig wertvoll erachtet werden. Er sagt: „Wenn [die Berichterstattung] nicht nachfragegetrieben ist, sondern von oben aufoktroziert wird, dann ist es häufig nicht mehr interessant oder relevant.“

ESG-INTEGRATIONS- SPEZIALISTIN UND EHEMALIGE ANALYSTIN

„Regulierung – auch wenn sie keine perfekte Welt schafft – hilft zumindest, in die richtige Richtung zu gehen.“

Regulierung für Investoren

Neben den Unternehmen sehen sich auch die Investoren mit neuen Vorschriften konfrontiert, die sich auf ihre Nachfrage nach und Nutzung von nichtfinanziellen Informationen auswirken. Ein Befragter bezieht sich auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), die im Dezember 2019 eine Orientierungshilfe herausgegeben hat, wie beaufsichtigte Unternehmen mit Nachhaltigkeitsrisiken umgehen sollten. [5] Dies verlangt, dass Unternehmen Nachhaltigkeitskriterien in ihre Risikokontrollsysteme aufnehmen. Das Aggregieren dieser Daten wird ein „statistisches Rauschen“ erzeugen. Der Investor sagt: „Das ist die Speerspitze, wo diese nichtfinanziellen Informationen über das Portfoliomanagement und über den Research-Prozess hinaus Einfluss haben werden.“

Darüber hinaus müssen ab März 2021 die Nachhaltigkeitspräferenzen von Privatanlegern durch Organisationen wie Vermögensverwalter und Banken in Deutschland überprüft werden. Es wird ein Klassifizierungssystem eingeführt, das auf bestimmten, von der BaFin festgelegten Kriterien basiert. Spezifische Unternehmensinformationen sind notwendig, um sicherzustellen, dass bei den Investments im Namen der Kunden deren Nachhaltigkeits-Präferenzen erfüllt werden. „Unternehmen, die diese Information nicht zur Verfügung stellen, sind dann nicht investierbar“, stellt ein Befragter fest.

Eine Impact-Investorin befürchtet jedoch, dass eine zusätzliche Regulierung bereits erzielte Fortschritte bei ESG-Investitionen rückgängig machen könnte. Wenn die EU beispielsweise verlangt, dass Fonds, die sich selbst als „grün“ oder „nachhaltig“ bezeichnen, bestimmte Kriterien erfüllen müssen, werden einige Finanzdienstleister solche Produkte möglicherweise nicht herausgeben, es sei denn, es besteht eine Marktnachfrage danach. Sie werden die regulatorischen Hürden meiden. Manche existierenden Fondsmanager könnten sich sogar von diesem Feld zurückziehen.

Globale Normen

Deutsche Investoren verweisen auf den globalen Charakter der Kapitalmärkte. Idealerweise sollten daher die Standards für die integrierte Berichterstattung über nichtfinanzielle Informationen global sein.

Ein leitender Asset Manager glaubt, dass die nationale Identität bei der Berichterstattung an Bedeutung verlieren wird – unabhängig davon, ob der globale Standard eine integrierte Berichterstattung oder einen anderen Ansatz umfasst. „Man muss einfach die Dinge globaler oder zumindest regionaler betrachten und wegkommen von dieser territorialen oder nationalen Betrachtung. Die hilft einfach nicht weiter, denn der Anleger und der Kapitalmarkt sind nicht lokal.“

Ein anderer Investor wünscht sich einen „am besten globalen“ Ansatz für die Berichterstattung über nichtfinanzielle Informationen. „Aber um überhaupt vorwärts zu kommen, fängt man bei der EU an. Und auch in Deutschland.“

Ein Investor ist der Meinung, dass Europa mit dem EU-Aktionsplan anderen Teilen der Welt vorangeht. Er erwartet, dass der Rest der Welt nachziehen muss: „Da der Investor global orientiert ist, setzt der bessere Standard sich immer durch.“

Es besteht jedoch die Sorge, dass die Standardisierung die Fülle der Berichterstattung etwas verringern kann. Unternehmen könnten einige Informationen nicht mehr berichten, die sie zuvor als relevant für ihre Situation identifiziert hatten. „Es bilden sich immer Standards heraus, und mit der Standardisierung gehen wieder Informationen verloren“, sagt ein Mainstream-Investor.

Zusammenfassung und Ausblick

Investoren und Analysten stützen sich auf nichtfinanzielle Informationen, wenn sie Investitionsentscheidungen treffen und sich eine Meinung über den Wert eines Unternehmens bilden. Die traditionelle Finanzberichterstattung allein ist für viele Investoren nicht mehr ausreichend.

Das Spektrum der nichtfinanziellen Informationen, die Investoren und Analysten nutzen, ist umfangreich und umfasst sowohl quantitative Angaben als auch qualitative Beschreibungen. Datenanbieter leisten den Investoren wichtige Dienste, die ihnen helfen, schnell und auf relativ vergleichbare Weise auf Daten zuzugreifen. Viele Investoren und Analysten greifen jedoch nach wie vor auf Unternehmensberichte zurück, um einen besseren Einblick in die vielen unterschiedlichen Faktoren zu erhalten, die die Leistung und den Wert der Unternehmen beeinflussen. Dabei möchten sie sehen, welche besonderen ESG-Aspekte Managementteams und Aufsichtsräte als wichtig erachten, und sich ein vollständigeres Bild des Unternehmens mit seinen Risiken und Chancen machen.

Investoren und Analysten schätzen die Stärken der integrierten Berichterstattung. Dazu gehören die Konzentration auf das Geschäftsmodell, die Abdeckung eines breiteren Spektrums an Kapitalarten und die erhöhte Wichtigkeit der Konnektivität über alle Bereiche der Berichterstattung und zwischen

finanziellen und nichtfinanziellen Elementen. Ein integrierter Bericht unterstützt die Bedürfnisse der Investoren, indem er dabei hilft, Unternehmen zu identifizieren, die mit Blick auf eine langfristige Wertschaffung gesteuert, strukturiert und verwaltet werden.

Nicht unbedingt einig sind sich Investoren darüber, wie eine stärker integrierte Berichterstattung über nichtfinanzielle Informationen am besten gefördert werden kann – ob dies durch den Druck von Investoren und Marktkräften erreicht werden kann oder ob weitere Regulierung erforderlich ist.

Mit Blick auf die Zukunft zeichnen sich auf internationaler Ebene Fortschritte auf dem Weg zu einem reformierten Unternehmensberichtsweisen ab, welches gegebenenfalls finanziellen und nichtfinanziellen Informationen das gleiche Gewicht einräumt. Dies zeigt sich in der Zusammenarbeit von fünf globalen Organisationen, die sich mit Unternehmensberichterstattung und Nachhaltigkeitsstandards befassen: IIRC, CDP, Climate Disclosure Standards Board, GRI und SASB. Es ist zu hoffen, dass diese Organisationen durch den Austausch und die Zusammenarbeit globale Konsistenz in der Berichterstattung schaffen können, um die Belastung der berichtenden Unternehmen zu verringern und zugleich für die Nutzer der Informationen Analyse, Interpretation und Handeln zu erleichtern.

Weiterhin gibt es Überlegungen, ein neues Gremium für Nachhaltigkeits-Rechnungslegungsstandards zu gründen, das neben dem International Accounting Standards Board bestehen würde. Dies könnte dabei helfen, ein Berichterstattungssystem zu schaffen, das konsistente, vergleichbare, verlässliche und überprüfbare Informationen liefert, die für die Wertschaffung des Unternehmens, die nachhaltige Entwicklung und die sich entwickelnden Erwartungen der Interessengruppen relevant sind.

Unsere Untersuchung unter deutschen Investoren und Analysten deutet darauf hin, dass die Unternehmen die Bereitstellung relevanter nichtfinanzieller Informationen verbessert haben. Die Investorengemeinschaft hat nun Zugang zu einem breiten Spektrum an Informationen zu ESG-Themen, die ihre Aktivitäten unterstützen. Allerdings könnten Quantität und Qualität der Angaben verbessert werden, insbesondere mit Blick auf die Bedürfnisse von ESG-Spezialisten und Impact-Investoren.

Investoren wünschen sich eine stärkere Integration zwischen den finanziellen und nichtfinanziellen Informationen, über die Unternehmen berichten. Eine integrierte Berichterstattung könnte, wenn sie von mehr Unternehmen – nicht nur in Deutschland, sondern in ganz Europa und der Welt – angenommen würde, wesentlich dazu beitragen, die derzeitige Informationslücke zu schließen und den Bedürfnissen eines breiten Anlegerkreises gerecht zu werden.

AKTIENANALYST

„Letztendlich muss das integrierte Reporting das eigentliche Reporting werden.“

ANHANG 1

Interviewfragen

Unsere Interviews mit Investoren und Analysten wurden auf der Grundlage der folgenden Fragen strukturiert. Trotz dieser Struktur haben wir freie Diskussionen vertieft, die die Interessen und Erfahrungen der Teilnehmer widerspiegeln.

1) Inwieweit nutzen Sie aktuell nichtfinanzielle Informationen als Grundlage für Investment-Entscheidungen? Bewerten Sie ein Investment-Portfolio anhand von ESG- (Environmental, Social und Governance) Kriterien? Tun Sie dies nur gelegentlich oder nie?

2) Welche nichtfinanziellen Informationen halten Sie für nützlich, wenn Sie Investitionsentscheidungen treffen?

'Können Sie einige Beispiele dafür nennen, welche Arten von nichtfinanziellen Informationen Sie für nützlich halten und inwieweit diese Informationen Ihre Entscheidungsfindung unterstützt haben?

'Wie würden Sie Ihre Nutzung von nichtfinanziellen Informationen charakterisieren: als Einschränkung bzw. Nebenbedingung der Finanzkennzahlen, als potenzielle Chance oder Risiko, als Beitrag zur langfristigen Wertschöpfung des Unternehmens, als Indikator für zukünftige Cash-Flows etc.?

3) Welche Arten der Unternehmensberichterstattung würden Sie verwenden, um relevante nichtfinanzielle Informationen für Investitionsentscheidungen zu erhalten? Zum Beispiel Geschäftsberichte des Unternehmens, Nachhaltigkeitsberichte, GRI-Indikatoren, SASB-Indikatoren, separate Indizes wie MSCI, DJSI etc.

4) Inwieweit hat die Zunahme der nichtfinanziellen Angaben in den letzten Jahren dazu beigetragen, Ihre Entscheidungsfindung zu verbessern?

'Halten Sie diese Informationen für leicht zu finden?

'Sind die Informationen so aufbereitet, dass ein Vergleich zwischen Unternehmen einfach möglich ist?

'Halten Sie die Informationen für robust/verlässlich?

'Sind die Informationen für Sie relevant und entscheidungsnützlich?

'Gibt es eine klare Verknüpfung mit Finanzinformationen?

5) Hat die Einführung der verpflichtenden nichtfinanziellen Berichterstattung für die größten Unternehmen zur Verbesserung der Unternehmensberichterstattung in Deutschland beigetragen?

'Hat sich die Qualität der nichtfinanziellen Informationen seit der Einführung des Gesetzes zur Umsetzung der CSR-Richtlinie verbessert?

'Werden die Informationen von den verpflichteten Unternehmen konsistenter präsentiert?

'Gibt es eine Art der Veröffentlichung der Nichtfinanziellen Berichterstattung nach CSR-RUG (Lagebericht, Nachhaltigkeitsbericht, Integrierter Bericht etc.), den Sie präferieren? Wenn ja, warum?

6) Kommen wir nun zur integrierten Berichterstattung: Wie vertraut sind Sie mit dem International <IR> Framework?

'Welche Elemente des <IR> halten Sie für hilfreich für Investment-Entscheidungen: z. B. das Geschäftsmodell, die Beschreibung der Unternehmensstrategie, die erweiterte Definition des Unternehmenswerts durch das Konzept der sechs Kapitalarten, die Art der Darstellung (Informationsverknüpfung, Prägnanz etc.), bestimmte Inhalte?

'Ist Ihnen bekannt, welche deutschen Firmen derzeit einen integrierten Bericht erstellen?

'Welche Erfahrungen haben Sie mit Firmen gemacht, die dies tun – insbesondere im Hinblick darauf, wie sie Ihre Entscheidungsfindung unterstützen?

'Ist ein integrierter Bericht für Investitionsentscheidungen nützlicher oder weniger nützlich als ein traditioneller Unternehmensbericht? Warum?

7) Wie sehen Sie die Zukunft der integrierten Berichterstattung in Deutschland?

'Erwarten Sie, dass in Zukunft mehr deutsche Firmen integrierte Berichte veröffentlichen werden (und würden Sie das begrüßen)?

'Was wären die drei wirksamsten Hebel, um die Akzeptanz der integrierten Berichterstattung in Deutschland zu erhöhen?

'Worauf sollte sich das IIRC konzentrieren, um die Marktakzeptanz der integrierten Berichterstattung in Deutschland zu fördern?

8) Gibt es weitere Beobachtungen, die Sie uns mitteilen möchten?

ANHANG 2

Ein kurzer Überblick über die Berichtspflichten von Unternehmen in Deutschland

In Deutschland sind mittelgroße und große Kapitalgesellschaften verpflichtet, einen Lagebericht zu erstellen, der ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild des Geschäftsverlaufs und der Lage des Unternehmens vermittelt. Der Lagebericht und der Jahresabschluss bilden in der Regel das Fundament des Geschäftsberichts eines Unternehmens.

Der Managementbericht muss bestimmte Grundsätze ordnungsmäßiger Lageberichterstattung (DRS 20.12-35) erfüllen, darunter unter anderem Vollständigkeit, Verlässlichkeit und Ausgewogenheit, Klarheit und Übersichtlichkeit sowie Wesentlichkeit. Er muss auch bestimmte Inhalte enthalten, darunter die wichtigsten finanziellen und (im Falle großer Kapitalgesellschaften auch) nichtfinanziellen Leistungsindikatoren sowie eine Erläuterung und Beurteilung der voraussichtlichen Entwicklung des Unternehmens sowie der wesentlichen Risiken und Chancen.

Das Handelsgesetzbuch (HGB) enthält die spezifischen Voraussetzungen zur Lageberichterstattung. Gemäß § 289 (1) HGB hat der Lagebericht eine Analyse des Geschäftsverlaufs und der Lage der Gesellschaft zu enthalten. Darin sind die bedeutsamsten finanziellen Leistungsindikatoren zu berücksichtigen und mit Bezug auf die Angaben und Beträge des Jahresabschlusses zu erläutern.

Gemäß § 289 (3) HGB gilt dies für große Kapitalgesellschaften (gemäß der ebenfalls im HGB definierten Größenkriterien) auch für nichtfinanzielle Leistungsindikatoren wie Umwelt- oder Arbeitnehmerbelange, sofern sie für das Verständnis des Geschäftsverlaufs oder der Lage relevant sind.

Konkretisiert werden diese Anforderungen im Deutschen Rechnungslegungs Standard Nr. 20 (DRS 20) zur Lageberichterstattung. Die wichtigsten finanziellen Leistungsindikatoren sind Pflichtangaben im Zusammenhang mit den Ausführungen zum Geschäftsverlauf und zur Lage des Konzerns. Seit dem Inkrafttreten von DRS 20 im Jahr 2013 sollen nichtfinanzielle Leistungsindikatoren diese ergänzen, soweit für das Verständnis von Geschäftsverlauf oder Lage relevant. Demnach hängen diese Angaben von der Einschätzung der berichterstattenden Unternehmen unter den individuellen Umständen ab (DRS 20.54). In beiden Fällen handelt es sich um Leistungsindikatoren, die auch für interne Managementzwecke zur Konzernsteuerung verwendet werden. DRS 20.101 ff. und DRS 20.284 enthalten weitere Einzelheiten und Beispiele.

DRS 20.26 fordert Konsistenz für Inhalt und Format des Lageberichts. Da die berichteten Indikatoren unternehmensspezifisch sind, gibt es keine standardisierte Berechnungsmethode, sodass Konsistenz in der Methodik wichtig ist.

Nach DRS 20.113 müssen auch wesentliche Änderungen (im Ergebnis – d.h. nicht in der Berechnungsmethode) gegenüber dem Vorjahr dargestellt und diskutiert werden.

Diese Leistungsindikatoren unterliegen der Prüfung, da der Abschlussprüfer in Deutschland verpflichtet ist, für den Lagebericht in Gänze ein Prüfungsurteil mit hinreichender Sicherheit abzugeben. Der IDW Prüfungsstandard zum Lagebericht (IDW PS 350) erwähnt ausdrücklich Leistungsindikatoren und legt die Vorgehensweise des Abschlussprüfers fest.

In einem separaten Abschnitt muss der Lagebericht für manche Unternehmen auch die Erklärung zur Unternehmensführung enthalten, die alternativ auf der Website des Unternehmens veröffentlicht werden kann. Die Erklärung enthält eine Reihe von Angaben zur Corporate Governance, wie z.B. die Entsprechenserklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex (auf einer Comply-or-Explain-Basis), Informationen zu Unternehmensführungspraktiken und zum Diversitätskonzept. Im Zusammenhang mit dieser Erklärung verpflichtet der Deutsche Corporate Governance Kodex die Unternehmen, einen separaten Corporate Governance Bericht zu veröffentlichen. Nach einer Überarbeitung des Kodex mit Wirkung für Geschäftsjahre, die nach dem 31. Dezember 2020 beginnen, ist dieser zusätzliche Bericht jedoch nicht mehr erforderlich.

Bis zur Umsetzung der europäischen Corporate Social Responsibility (CSR)-Richtlinie gab es in Deutschland abgesehen von der oben genannten Anforderung zur Berichterstattung über die wichtigsten nichtfinanziellen Leistungsindikatoren keine gesetzlichen Anforderungen an die Nachhaltigkeitsberichterstattung. Seit Inkrafttreten des CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes (CSR-RUG) müssen jedoch bestimmte Kapitalgesellschaften mit mehr als 500 Arbeitnehmern im Jahresdurchschnitt ihren Lagebericht für die Geschäftsjahre ab 2017 um eine nichtfinanzielle Erklärung erweitern. Sie müssen ihr Geschäftsmodell beschreiben und auf bestimmte nichtfinanzielle Aspekte eingehen: Umweltbelange, Arbeitnehmer- und Sozialbelange, die Achtung der Menschenrechte sowie die Bekämpfung von Bestechung und Korruption. Wo es für das Verständnis notwendig ist, sind darüber hinaus weitere Angaben zu machen.

Diese nichtfinanziellen Informationen können in den Lagebericht integriert, als separater Abschnitt präsentiert oder durch einen nichtfinanziellen Bericht ersetzt werden. Eine vierte Möglichkeit ist die Bereitstellung auf der Website der Gesellschaft (spätestens vier Monate nach dem Abschlussstichtag). Unternehmen dürfen integriert berichten und Rahmenwerke verwenden – zum Beispiel das der GRI oder des IIRC.

Literaturhinweise

- 1 Ocean Tomo, Intangible Asset Market Value Study, 2020
<https://www.oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/>
- 2 Robert G. Eccles, Michael P. Krzus and Carlos Solano, A Comparative Analysis of Integrated Reporting in Ten Countries (2. März 2019)
<https://ssrn.com/abstract=3345590>
- 3 Mariana Bozesan, Integral Investing – From Profit to Prosperity (Cham, Schweiz 2020), S. 167–209
- 4 Act ESG: closing the ESG knowledge gap, Vontobel Asset Management https://am.vontobel.com/document/f72cc5f3-7cf5-4b7d-9b26-056ec4cf3d60/Act-ESG_-Closing-the-ESG-knowledge-gap_20190901_EN.pdf
- 5 BaFin, Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken
https://www.bafin.de/Shared-Docs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_Nachhaltigkeitsrisiken.pdf?__blob=publicationFile&v=9

Danksagungen

Charles Tilley OBE Klaus Kirchhoff
Dr. Jeremy Osborn Dr. Stefan Hannen

Vielen Dank an alle unsere Interviewpartner, die großzügig ihre Zeit und ihre Erkenntnisse mit uns geteilt haben. Sie sind unter anderem bei den folgenden Unternehmen* angestellt:

'Allianz Global Investors GmbH
'AQAL Capital GmbH
'CFA Society Germany
'Climate Endowment Group
'Deka Investment GmbH
'DWS Investment GmbH
'Risikomanagement-Spezialist
'Selbständiger Berater
'Sell-Side-Analyst im Equity-Research
'Unabhängige Investoren
'VALUESQUE

Darüber hinaus gilt unser Dank Sarah Perrin sowie allen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern des IIRC und von Kirchhoff, die bei der Durchführung der Studie und der Erstellung des Berichts mitgewirkt und unterstützt haben, ebenso wie Gillian Waldbauer (IDW) für ihre Unterstützung bei regulatorischen Themen.

*Hinweis: Die Befragten haben für sich selbst gesprochen. Die Ansichten, die in diesem Bericht dargelegt werden, geben nicht notwendigerweise die Ansichten der hier aufgelisteten Unternehmen wieder.

Impressum/ Kontakt

HERAUSGEBER

IIRC

The Helicon,
1 South Place,
London, EC2M 2RB

T +44 207 504 2574

info@theiirc.org
www.integratedreporting.org

Kirchhoff Consult AG

Borselstraße 20
22765 Hamburg

T +49 40 609186-0
F +49 40 609186-16

info@kirchhoff.de
www.kirchhoff.de

PRESSEANFRAGEN

IIRC

Dr. Jeremy Osborn

FCMA, CGMA,
Director of Business and Stakeholder Engagement
jeremy.osborn@theiirc.org

Kirchhoff Consult AG

Dr. Stefan Hannen

Senior Consultant, Head of Sustainable Finance
stefan.hannen@kirchhoff.de

ÜBER DAS IIRC

Das International Integrated Reporting Council (IIRC) ist eine globale Koalition von Regulierungsbehörden, Investoren, Unternehmen, Standardsetzern, der Rechnungslegungsbranche und NGOs. Die Koalition fördert die Kommunikation über Wertschöpfung als nächsten Schritt in der Entwicklung der Unternehmensberichterstattung. Das International <IR> Framework wurde entwickelt, um diesem Bedarf gerecht zu werden. Für weitere Informationen über das IIRC oder um das International <IR> Framework herunterzuladen, besuchen Sie bitte <https://integratedreporting.org/>

ÜBER KIRCHHOFF CONSULT AG

Wir entwickeln nachhaltig Werte – für unsere Kunden und ihre Stakeholder. Kirchhoff ist ein Team von Spezialisten in den Bereichen Capital Markets, Corporate Communications und Sustainability. Erfahrung, Kreativität und ganzheitliches Denken zeichnen uns aus. Mit unseren Geschäfts- und Nachhaltigkeitsberichten, bei der Begleitung von Börsengängen, im Bereich der Investor Relations sowie in der Strategieentwicklung und Kommunikation von unternehmerischer Verantwortung sind wir führend. Erfahren Sie mehr auf www.kirchhoff.de.

Diese Publikation ist lediglich als allgemeine, unverbindliche Information gedacht und kann daher nicht als Ersatz für eine umfassende Auskunft dienen. Obwohl sie mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt wurde, besteht kein Anspruch auf sachliche Richtigkeit, Vollständigkeit und/oder Aktualität, genauso wie auf eine Allgemeingültigkeit der getätigten Aussagen. Die berichteten Erkenntnisse können Einschränkungen unterliegen, z. B. aufgrund möglicher Verzerrungen bei der Auswahl der Befragten und ihrer Aussagen. Jegliche Verwendung dieser Informationen liegt damit in der eigenen Verantwortung des Lesers. Die Informationen stellen keine Rechtsberatung dar und unterliegen keinerlei Garantien. Jegliche Haftung seitens des International Integrated Reporting Council und der Kirchhoff Consult AG wird ausgeschlossen.