

STUDIE
HAMBURG, 01. SEPTEMBER 2021

ESG in IPO-Prospekten

EINE ANALYSE DER ESG-BERICHTERSTATTUNG IN IPO-PROSPEKTEN AM
DEUTSCHEN KAPITALMARKT (2018 UND 2021)

 KIRCHHOFF

Auf einen Blick

DAS IST UNSER ERGEBNIS:

DEUTLICHE ZUNAHME DER ESG-BERICHTERSTATTUNG IN IPO-PROSPEKTEN

- 1.** Umfang der Angaben zu Nachhaltigkeit um 30 Prozent gestiegen (2021 vs. 2018)
- 2.** Mister Spex, Cherry und Vantage Towers haben 2021 in ihren Prospekten besonders viele ESG-Angaben gemacht
- 3.** Verschiebung des Fokus von „Governance“ zu „Environment“

„In Zukunft wird eine glaubwürdige ESG-Positionierung innerhalb des IPO-Prospektes für den Erfolg des Börsendebüts entscheidend sein. Anleger werden vermehrt ESG in ihren Anlageentscheidungen berücksichtigen und Unternehmen abstrafen, die ungenügend über ESG berichten.“

Klaus Rainer Kirchhoff,
Gründer und Vorstandsvorsitzender
der Kirchhoff Consult AG

Methodik

Was haben wir gemacht?

Die vorliegende Studie analysiert den Umfang und das Gewicht von Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekten (ESG) in Emissionsprospekten von Unternehmen, die ihr IPO (Initial Public Offering) am deutschen Aktienmarkt vollzogen haben. Insbesondere wird untersucht, ob und wie sich der Umfang der ESG-Berichterstattung in den Betrachtungszeiträumen 2018 und 2021 wesentlich verändert hat.

Die empirische Auswertung der Emissionsprospekte erfolgt über eine Term-Frequenz-Analyse (engl. frequency analysis). Über die relative Häufigkeit des Auftretens eines Ereignisses werden Rückschlüsse auf den Umfang der Berichterstattung gezogen.

Zeigen sich Treffer zwischen den ausgewählten ESG-Indikatoren im Indikatoren-Verzeichnis und im Emissionsprospekt, bezeichnet das nachfolgend eine Übereinstimmung.

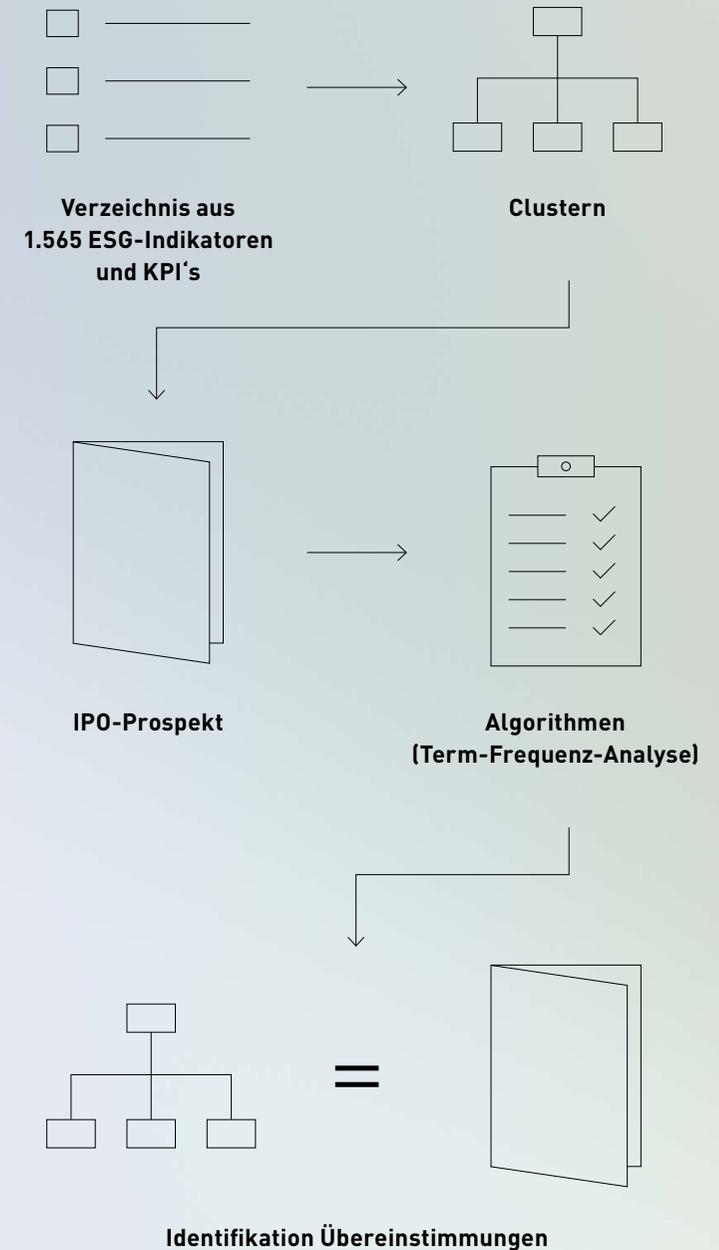
Der Emissionsprospekt stellt für Anleger die wichtigste Informationsquelle vor dem IPO dar. Daher bietet sich der Prospekt als Instrument für diese quantitative Analyse an. Um die Datenerhebung zu standardisieren, beschränkt sich die empirische Analyse ausschließlich auf den Abschnitt „Business“ innerhalb des Prospekts.

Insgesamt werden 1.565 Indikatoren des Verzeichnisses auf Übereinstimmung innerhalb der Emissionsprospekte geprüft. Die Indikatoren werden in bis zu vier Clustern sortiert (Cluster E1 – E4). Die Cluster reduzieren die Indikatoren entweder auf ihren Wortstamm (z. B. E1: Social Impact of Products, E2: Social Impact, E3: Social) oder gliedern die Indikatoren in ihre Bestandteile auf (z.B. E1: Bribery and Corruption, E2: Bribery, E3: Corruption).

Welche Prospekte haben wir untersucht?

Die Arbeit untersucht die Emissionsprospekte aller Unternehmen, die zwischen dem 01.01.2018 – 31.12.2018 sowie dem 01.08.2020 – 31.08.2021 ihren Börsengang an einer deutschen Börse (ausschl. Prime Standard) vollzogen haben. Davon ausgenommen sind alle Prospekte, die zum Zeitpunkt der Datenerhebung nicht abrufbar waren. Insgesamt werden 24 Emissionsprospekte ausgewertet.

Die Studie greift ein Thema hoher Aktualität und zunehmender Bedeutung auf [Quellen: 5, 6, 11] und nimmt sich zugleich einem noch wenig untersuchten Forschungsfeld an.



Warum auf einmal ESG?

Die Integration von Environment-, Social- und Governance-Aspekten (ESG) in Finanzaktivitäten hat in den letzten Jahren rapide an Relevanz gewonnen [1–2]. Fast die Hälfte des Geldes, das europäische Anleger im dritten Quartal 2020 in Fonds investierten, floss in Nachhaltigkeitsprodukte. Per Saldo, also nach Verrechnung der Abflüsse, sammelten ESG-Fonds von Juli bis September 40 Prozent des neu investierten Fonds-Kapitals ein. Insgesamt flossen damit europaweit fast 53 Mrd. Euro in

grüne Portfolios. Im September 2020 konnten ESG-Produkte sogar zwei Drittel des Fonds-Neugeschäfts in Europa auf sich vereinen, berichtet das Analysehaus Morningstar¹. In Erwartung einer weiter steigenden Nachfrage bringen Investmentgesellschaften immer mehr nachhaltige Fonds auf den Markt. Europaweit kletterte ihre Zahl im dritten Quartal 2020 von 2.781 auf 2.898 Produkte. 105 ESG-Fonds wurden neu aufgelegt, 31 konventionelle Portfolios auf Nachhaltigkeit gedreht¹.

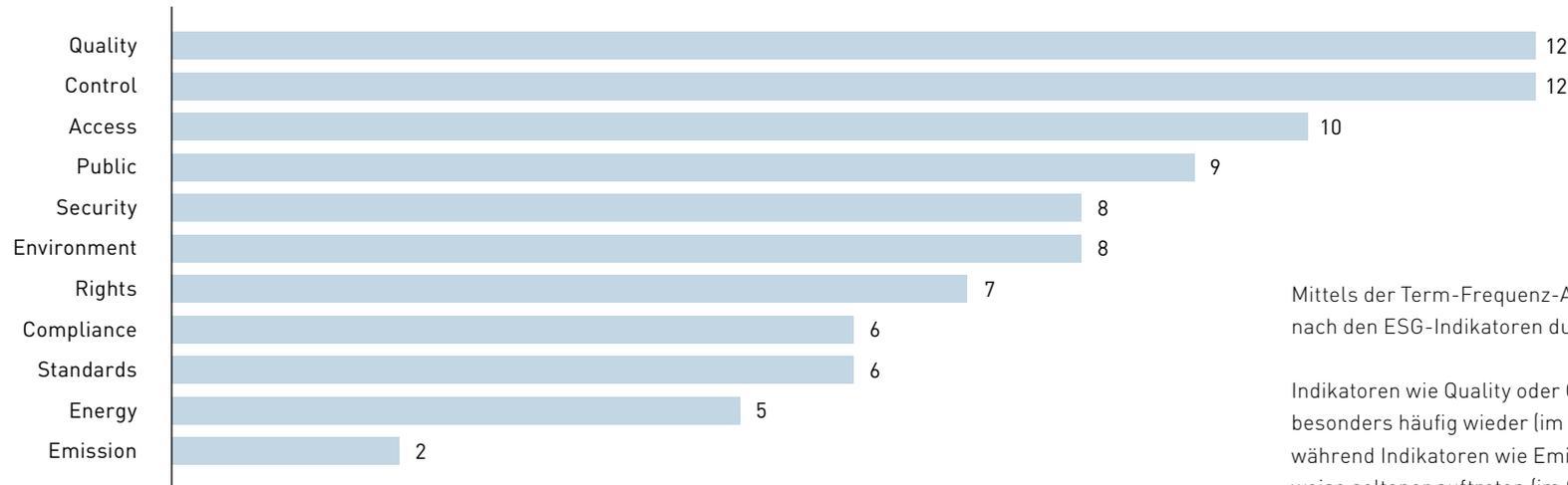
Jüngste Zahlen aus dem Marktbericht 2021 der FNG (Forum Nachhaltige Geldanlagen) belegen: Allein in Deutschland hat die Höhe der Investitionen privater Anleger in nachhaltige Fonds um 117 Prozent zugenommen². Tendenz weiter steigend.

Studien von Friede et al. 2015 und Pedersen et al. 2020 [1, 4] belegen, dass die ESG-Positionierung und erzielte Scores bei ESG Corporate Ratings mittlerweile auch von Analysten in ihren

Bewertungsmodellen berücksichtigt werden. Dabei wird die ESG-Positionierung entweder über Bewertungs-Premiums oder -Discounts berücksichtigt.

HÄUFIGKEIT AUSGEWÄHLTER ESG-BEGRIFFE IN IPO-PROSPEKTEN 2021

DURCHSCHNITTLICHE HÄUFIGKEIT



Mittels der Term-Frequenz-Analyse wird der Prospekt nach den ESG-Indikatoren durchleuchtet.

Indikatoren wie Quality oder Control finden sich dabei besonders häufig wieder (im Schnitt etwa 12-mal), während Indikatoren wie Emission oder Energy vergleichsweise seltener auftreten (im Schnitt unter 5-mal).

¹ Vgl. Groth, Julia, Capital.de, 2020.

² Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlage, Marktbericht 2021.

Die ESG-Positionierung hat Einfluss auf die IPO-Performance.

Exkurs: Geringeres Underpricing dank ESG

Bei der Betrachtung von IPOs misst sich der Erfolg der Notierungsaufnahme in der Regel entweder an der Differenz zwischen dem Ausgabepreis und dem ersten Kurs am ersten Handelstag (Underpricing) oder an der langfristigen Performance der Anteilscheine am Sekundärmarkt, wobei unterschieden werden muss, ob Erfolg aus der Perspektive der Anleger oder dem Blickwinkel der Emittenten betrachtet wird.

Dass die ESG-Berichterstattung im Emissionsprospekt Einfluss auf den Erfolg eines IPOs haben kann, zeigen jüngst veröffentlichte Studien [7]. So stellte die Studie „ESG and the Pricing of IPOs: Does Sustainability Matter“ einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen der ESG-Offenlegung im Prospekt und dem beobachteten Underpricing fest [5]. Dafür wurden die Prospekte von 783 US-Börsengängen zwischen 2012 und 2019 mittels Analyseansätzen des Text-Minings ausgewertet.

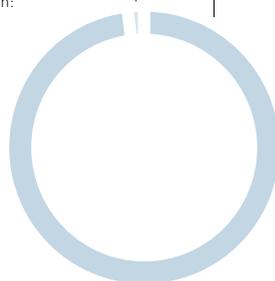
Den Autoren zufolge kann eine höhere ESG-Offenlegung die Informationsasymmetrie zwischen einem Unternehmen und den Anlegern verringern.

Eine weitere Studie bestätigte einen Zusammenhang zwischen dem staatlichen Risikomanagement im Bereich ESG und dem IPO-Underpricing auf Unternehmensebene. Die Untersuchung von 7.446 Börsengängen in 36 Ländern zwischen 2008 und 2018 zeigte, dass ESG-Regierungsratings negativ mit der Höhe des Underpricings korrelieren [6].

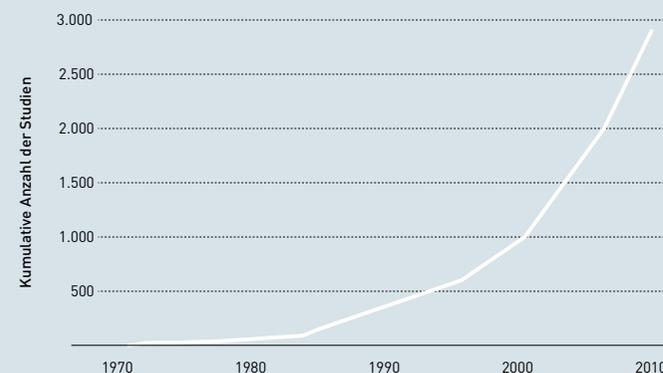
Da ist noch Luft nach oben: Nur knapp 2 Prozent des IPO-Prospektes behandelt ESG (2021)

Term-Frequenz ESG Indikatoren: **365**

Wörter Business-Teil Prospekt: **19.626**



Anzahl der empirischen Studien zum ESG-CFP-Zusammenhang über die Zeit



Quelle: DWS, extrapoliert Friede, Busch und Bassen (2015)

Bereits tausendmal belegt:

Studien untersuchen ESG bisher entweder im Zusammenhang mit der Corporate Financial Performance (CFP) oder im Hinblick auf die Investment Performance. Die Ergebnisse sind eindeutig: In einer Meta-Meta-Studie aus dem Jahr 2020 zeigten zwölf von dreizehn Meta-Analysen mit insgesamt 1.272 Studien eine konsistente positive Korrelation zwischen einigen Aspekten der Nachhaltigkeit und CFP (1976–2018). In Hinblick auf Studien zur Investment Performance, die sich in der Regel auf das risikobereinigte Alpha (Abweichung des Fondsertrags vom Markt) oder die Sharpe-Ratio (Verhältnis von Ertrag und Risiko) für ein Aktienportfolio konzentrieren, zeigten 59 Prozent eine ähnliche oder bessere Performance im Vergleich zu herkömmlichen Anlageansätzen, während nur 14 Prozent negative Ergebnisse feststellten. [8].

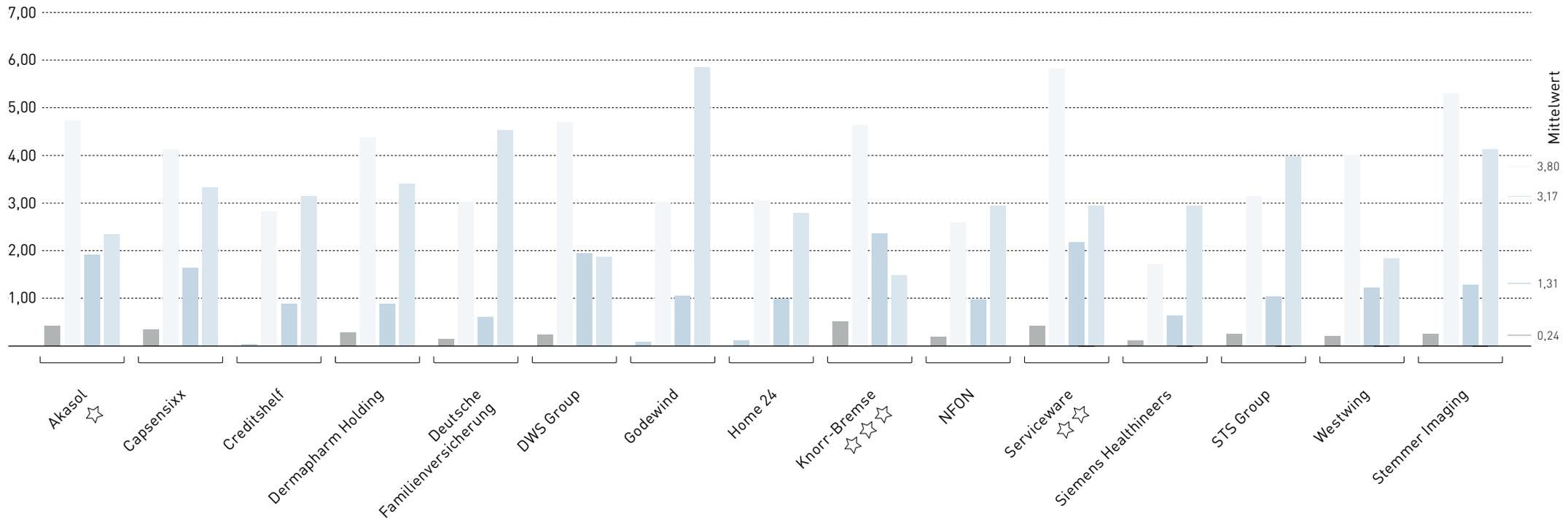
Eine Meta-Studie der Universität Hamburg zusammen mit der Deutschen Asset Management konstatiert in mehr als 47,9 Prozent der Vote-Count-Studien und in 62,6 Prozent der Meta-Studien eine besonders starke ESG-CFP-Beziehung bei der operativen CFP. Das unterstreicht, dass ESG potenziell die operative Effizienz beeinflusst und damit mittelbar die Finanzergebnisse [9-10]. Beeindruckend ist das explosionsartige Wachstum der Forschung in diesem Bereich seit Mitte der 2000er Jahre. In den letzten zehn Jahren wurden durchschnittlich mehr als 100 empirische Studien zu ESG und CFP pro Jahr veröffentlicht [10].

Ergebnisse der Term-Frequenz-Analyse 2018

RELATIVE HÄUFIGKEIT DER ESG-BEGRIFFE IN DEN VERZEICHNISSEN

FREQ MSCI FREQ BAIER 2018 FREQ GESAMT RANGE

in %



☆☆☆ höchste Freq Gesamt ☆☆ zweithöchste Freq Gesamt ☆ dritthöchste Freq Gesamt

Ergebnisse der Term-Frequenz-Analyse 2021

+ 30 %

+ 4 %

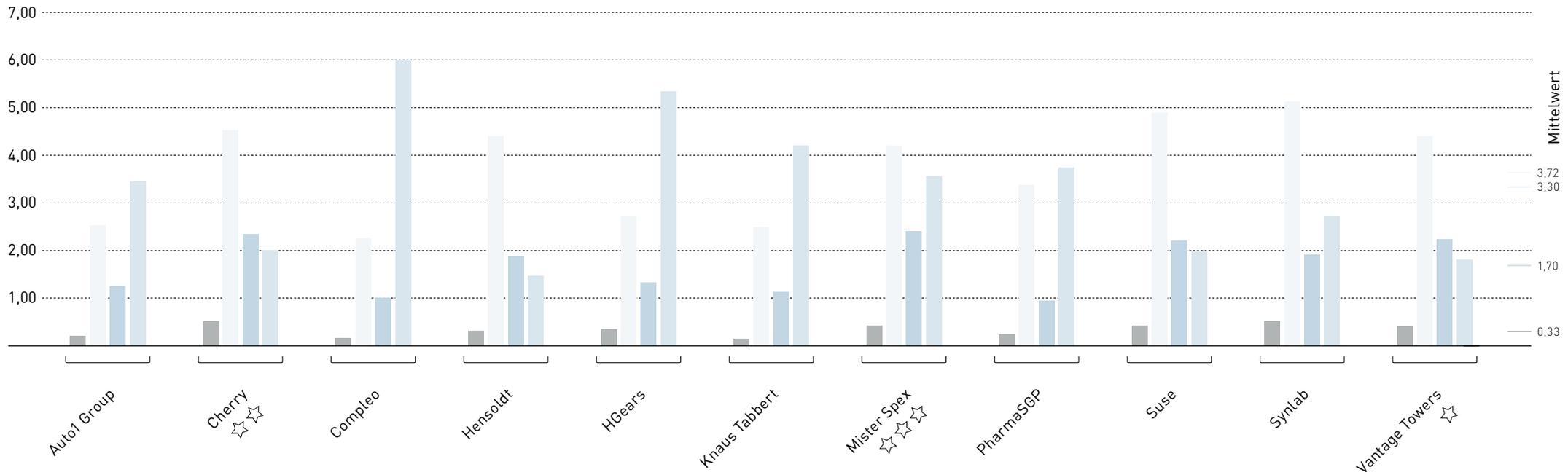
Zunahme der Term-Frequenz
Gesamt von 2018 zu 2021

Zunahme der Range
von 2018 zu 2021

RELATIVE HÄUFIGKEIT DER ESG-BEGRIFFE IN DEN VERZEICHNISSEN

FREQ MSCI FREQ BAIER 2018 FREQ GESAMT RANGE

in %



☆☆☆ höchste Freq Gesamt ☆☆ zweithöchste Freq Gesamt ☆ dritthöchste Freq Gesamt

Wir schauen genau hin.

Aufschlüsselung der Berichterstattung in die drei Verantwortungsbereiche Environment, Social und Governance

Bei der Frage, ob und welcher der Verantwortungsbereiche bei der ESG-Berichterstattung besonders relevant für den Kapitalmarkt und die Performance ist, sind sich die Forscher noch nicht einig. Im Zuge der Positionierung kann eine Priorisierung eines einzelnen Verantwortungsbereiches, gegenüber einer ausgewogenen Berichterstattung, je nach Motivation (Equity Story) und Hintergrund (Branche und Geschäftsumfeld), auch von Vorteil sein.

In der vorliegenden Studie haben wir für die Betrachtungszeiträume 2018 und 2021 ebenfalls ausgewertet, welcher Faktor (E, S oder G) innerhalb des MSCI-Kataloges besonders viele Übereinstimmungen mit dem Prospekt erzielt hat. Insgesamt ist im Vergleich der beiden Zeiträume eine leichte Verschiebung von G zu E im Bezug auf die Dichte an Übereinstimmungen zu verzeichnen.

Die rechts abgebildete Grafik zeigt die ESG-Positionierung der Unternehmen, welche im Zeitraum 2021 ihr IPO vollzogen haben. Die gestrichelten Linien bilden die Mittelwerte ab.

Hier ist deutlich zu erkennen, dass über den Verantwortungsbereich Environment (nur bezogen auf MSCI) mit 43,22 Prozent am meisten berichtet wird.

„Eine überzeugende ESG-Strategie wird künftig ein weiteres Element der Börsenreife sein. IPO-Kandidaten müssen sich frühzeitig damit beschäftigen und bereits vor dem IPO Nachhaltigkeitskennzahlen in das Reporting aufnehmen.“

Jens Hecht,
Vorstand der Kirchhoff Consult AG

Gewichtung der einzelnen Verantwortungsbereiche Environment, Social und Governance

Prospekte 2021



Es fehlt der Konsens.

Um Aufschluss über die Korrelation der in dieser Studie verwendeten Verzeichnisse zu geben, haben wir in einer Korrelationsmatrix die Anzahl der Übereinstimmungen der Term-Frequenz-Analyse der einzelnen Verzeichnisse untereinander verglichen.

Dabei deutet ein Wert nahe 1 auf eine große Übereinstimmung bei der Term-Frequenz-Analyse hin.

Es fällt auf, dass 2021 mit einem Wert von 0,86 eine hohe Korrelation zwischen Freq_Baier_2018 und Freq_MSCI besteht. Eine hohe Dichte an Übereinstimmungen mit dem Verzeichnis von MSCI deutet in der Konsequenz auf eine hohe Dichte an Übereinstimmungen mit dem Baier_2018 Katalog hin und vice versa.

Insgesamt deckt sich das Ergebnis jedoch mit den Findings der MIT Sloan School of Management dahingehend, dass überwiegend mittlere bis niedrige Korrelationen zwischen den einzelnen Verzeichnissen herrschen.

Mit einer gemittelten Korrelation von 0,15 lässt eine Übereinstimmung in einem Verzeichnis demnach nur mit geringer Wahrscheinlichkeit auf eine Übereinstimmung in einem anderen Verzeichnis schließen.

KORRELATION DER VERZEICHNISSE

| | | | | | | | | | | |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Freq MSCI | 1,00 | | | | | | | | | |
| Freq Baier 2020 | 0,27 | 1,00 | | | | | | | | |
| Freq Corporate Knights | 0,14 | 0,38 | 1,00 | | | | | | | |
| Freq DFVA | -0,14 | 0,54 | -0,07 | 1,00 | | | | | | |
| Freq SASB | -0,20 | 0,68 | 0,21 | 0,61 | 1,00 | | | | | |
| Freq Simmons*-Allianz | -0,02 | 0,56 | 0,32 | 0,38 | 0,75 | 1,00 | | | | |
| Freq Baier 2018 | 0,86 | 0,21 | -0,05 | 0,00 | -0,26 | 0,08 | 1,00 | | | |
| Freq Sustainalytics | 0,08 | 0,68 | -0,18 | 0,66 | 0,38 | 0,26 | 0,17 | 1,00 | | |
| Range | -0,55 | -0,60 | -0,23 | -0,61 | -0,27 | -0,46 | -0,63 | -0,54 | 1,00 | |
| Freq Gesamt | 0,69 | 0,82 | 0,17 | 0,46 | 0,40 | 0,39 | 0,62 | 0,69 | -0,79 | 1,00 |

Freq MSCI Freq Baier 2020 Freq Corporate Knights Freq DFVA Freq SASB Freq Simmons*Allianz Freq Baier 2018 Freq Sustainalytics Range Freq Gesamt

„Es fehlt noch immer ein einheitlicher Standard. Nach einer Studie der MIT Sloan School of Management liegt die Korrelation der ESG-Ratings von sechs untersuchten Anbietern im Schnitt bei 0,61. Zum Vergleich: Klassische Credit-Rankings von Moody's und Standard & Poor's korrelieren zu 0,99.“

Leonard Best, Investor Relations, Kirchhoff Consult AG

Warum Korrelation?

Bisweilen fehlt noch der Konsens über die genaue Definition von ESG-Standards und -Inhalten.

Die führenden Ratingagenturen wie MSCI, Sustainalytics, ISS ESG oder Vigeo sollen eigentlich die Nachhaltigkeitsmaßnahmen verschiedenster Unternehmen bewerten und dadurch vergleichbar machen. Ihre Daten beziehen sie entweder aus Selbstangaben der Unternehmen oder aus Algorithmen, die ESG-Berichte, Corporate Websites oder Publikationen von Unternehmen auswerten. Da jede Ratingagentur nach verschiedenen Indikatoren, Kriterien und KPI's bewertet und diese zusätzlich noch unterschiedlich stark gewichtet, ergeben sich völlig verschiedene ESG-Ratings für ein und dasselbe Unternehmen³.

³ Vgl. Diegelmann, Michael: „ESG Ratings: Verwirrung statt Klarheit“, boersengefluester.de, 2021

Impressum/ Kontakt

HERAUSGEBER

Kirchhoff Consult AG

Borselstraße 20
22765 Hamburg

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

info@kirchhoff.de
www.kirchhoff.de

AUTOR

Leonard Best

REDAKTION UND KONZEPT

Jens Hecht, Nicole Schüttforth,
Thorbjörn Stäcker, Laura Ölkens

PRESSEANFRAGEN

Jens Hecht

Managing Partner
T +49 40 609186-82
jens.hecht@kirchhoff.de

Nicole Schüttforth

Senior Consultant Investor Relations
T +49 40 609186-64
nicole.schuetforth@kirchhoff.de

DISCLAIMER

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. Eine Verwendung liegt damit in der eigenen Verantwortung des Lesers. Jegliche Haftung seitens der Kirchhoff Consult AG wird ausgeschlossen.

Wir bedanken uns bei allen Kolleginnen und Kollegen, die an der Publikation mitgewirkt haben.

ÜBER KIRCHHOFF CONSULT AG

Die Kirchhoff Consult AG ist ein Team von Spezialisten in den Bereichen Capital Markets, Corporate Communications und Sustainability/ESG. Das Unternehmen ist führend in der Konzeption und Gestaltung von Geschäfts- und Nachhaltigkeitsberichten, der Unterstützung von Investor Relations und Begleitung von Börsengängen sowie in der Strategieentwicklung und Kommunikation von unternehmerischer Verantwortung. In den Kompetenzfeldern Advisory, Design, Text, Digital und Film entwickeln über 60 Mitarbeiter ganzheitliche Lösungsansätze für Kunden aller Größen und Branchen.

QUELLEN

[1] Gunnar Friede, Timo Busch, Alexander Bassen: "ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015. **[2]** Samuel M. Hartzmark, Abigail B. Sussman: "Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows", The Journal of Finance, 2019. **[3]** Joris-Johann Lenssen, Nikolay A. Dentchev, Ludwig Roger: "Sustainability, Risk management and governance: towards an integrative approach", Corporate Governance International Journal of Business in Society, 2014. **[4]** Lasse Heje Pedersen, Shaun Fitzgibbons, Lukasz Pomorski: "Responsible investing: The ESG-efficient frontier", Journal of Financial Economics, 2020. **[5]** Alessandro Fenili, Carlo Raimondo: "ESG and the Pricing of IPOs: Does Sustainability Matter", SSRN Electronic Journal, 2021. **[6]** Edward D. Baker, Thomas J. Boulton, Marcus V. Braga-Alves, Matthew R. Morey: "ESG government risk and international IPO underpricing", Journal of Corporate Finance, 2021. **[7]** Bui Thi Mai Anh, Alessandra Frongillo: "How does the market perceive ESG in IPOs: Investigating how ESG factors affect IPO Underpricing in the U.S. market", UMEÅ University, 2020. **[8]** Tensie Whelan, Ulrich Atz and Casey Clark, CFA: "ESG and the financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020", NYU, 2020. **[9]** Prof. Dr. Timo Busch, Michael Lewis, Prof. Dr. Alexander Bassen, Gunnar Friede: "ESG & Corporate Financial Performance: Mapping in the global landscape", DWS, 2015. **[10]** Prof. Dr. Timo Busch, Michael Lewis, Prof. Dr. Alexander Bassen, Gunnar Friede: "ESG-FAKTOREN UND UNTERNEHMENSENTWICKLUNG: Die 2018-Meta-Studie von DWS und Universität Hamburg", DWS, 2018.