

# ESG-Berichterstattung in IPO-Prospekten

Léonard Best

Kirchhoff Consult AG, IR/PR Department, Germany  
1. September 2021

## Abstract

In einer empirischen Studie werden IPO-Prospekte mittels einer Term-Frequenz-Analyse von 24 Emittenten aus den Jahren 2018 und 2021 im Hinblick auf ESG-Inhalte analysiert. Die Ergebnisse der Term-Frequenz-Analyse werden über die Anzahl der Wörter gewichtet und so in relative Häufigkeiten überführt. Von 2018 bis 2021 zeigt sich eine Zunahme der relativen Term-Frequenz im Mittelwert um 29,84 %.

Schlagwörter: Initial Public Offering (IPO), ESG, Term-Frequenz-Analyse

## 1.1 Forschungsumfeld

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 % des neu investierten Fonds-Kapitals ein. Insgesamt flossen damit europaweit fast 53 Mrd. Euro in grüne Portfolios. Im September konnten ESG-Produkte sogar zwei Drittel des Fonds-Neugeschäfts in Europa auf sich vereinen, berichtet das Analysehaus Morningstar<sup>1</sup>. In Erwartung einer weiter steigenden Nachfrage bringen Investmentgesellschaften immer mehr nachhaltige Fonds auf den Markt. Europaweit kletterte ihre Zahl im dritten Quartal 2020 von 2781 auf 2898 Produkte. 105 ESG-Fonds wurden neu aufgelegt, 31 konventionelle Portfolios auf Nachhaltigkeit gedreht<sup>1</sup>.

Jüngste Zahlen aus dem Marktbericht 2021 der FNG (Forum Nachhaltige Geldanlage) belegen: Allein in Deutschland hat die Höhe der Investitionen privater Anleger in nachhaltige Fonds um 117 % zugenommen<sup>2</sup>. Tendenz weiter steigend.

Studien von Friede et al. 2015 und Pedersen et al. 2020 [1,4] zeigen, dass die ESG-Positionierung und erzielte Scores bei Corporate ESG Ratings mittlerweile von Analysten in ihren Bewertungsmodellen und von Investoren in ihren Investitionsentscheidungen, beispielsweise über Bewertungs-Premiums oder -Discounts, berücksichtigt werden.

Bisweilen fehlt noch ein Konsens über die genaue Definition von ESG-Standards und Inhalten. Die führenden Ratingagenturen wie MSCI, Sustainalytics, Oekom Research 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 Unternehmen<sup>3</sup>.

Nach einer Studie der MIT Sloan School of Management<sup>3</sup> korrelieren die ESG-Ratings von sechs untersuchten Anbietern im Schnitt zu 0,61. Bei klassischen Credit-Ratings liegt die Korrelation bei 0,99.

## 1.2 Forschungsumfeld ESG und IPO

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 % eine ähnliche oder bessere Performance im Vergleich zu herkömmlichen Anlageansätzen, während nur 14 % negative Ergebnisse feststellten. [8].

Eine Meta-Studie der Universität Hamburg zusammen mit der Deutschen Asset Management konstatiert mehr als in 47,9 % der Vote-Count-Studien und in 62,6 % der Metastudien eine besonders starke ESG-CFP-Beziehung bei

<sup>1</sup> Vgl. Groth, Julia, Capital.de, 2020.

<sup>2</sup> Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlage, Marktbericht 2021.

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

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].

Neben dem breit untersuchten Zusammenhang zwischen ESG und CFP nehmen sich jüngste Studien zunehmend den Einfluss von ESG auf Initial Public Offerings (IPO) zum Forschungsgegenstand.

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 Anteilsscheine 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 reagieren [6].

### 1.3 Forschungsfrage

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

Der Gang an die Börse wird von einem detaillierten Emissionsprospekt begleitet, der für Anleger die wichtigste und häufigste Informationsquelle vor dem IPO darstellt. Daher bietet sich der Prospekt als Medium für diese Analyse an. Um die Datenerhebung zu standardisieren, beschränkt sich die folgende empirische Analyse ausschließlich auf den Teil „Business“ innerhalb des Prospekts.

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

## 2.1 Methodik

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 und die Qualität der Berichterstattung gezogen.

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

Das Indikatoren-Verzeichnis setzt sich aus Indikatoren des MSCI Ratings, KPI's der Corporate Knights, dem DFVA ESG-Katalog (Auszug Allgemein), dem Katalog Baier et al. 2020, SASB (Auszug), dem Glossary of Key Sustainable Finance and ESG-Concepts mit Indikatoren von Simmons Simmons und der Allianz AG, dem Sustainalytics Katalog sowie dem ESG-dictionary [7] zusammen. Dem ESG-dictionary von Baier et al., 2018 kommt eine besondere Rolle zu, da dieser Katalog bereits in einer Studie [8] als Input für eine Frequency- und Sentiment-Analyse gedient hat.

Insgesamt werden 1.565 Indikatoren des Verzeichnisses auf Übereinstimmung innerhalb der Emissionsprospekte geprüft. Die Indikatoren werden in bis zu vier Clustern sortiert (Cluster E<sup>1</sup> – E<sup>4</sup>). Die Cluster reduzieren die Indikatoren entweder auf ihren Wortstamm (Beispiel: Social Impact of Products: E<sup>1</sup> ⇔ Social Impact: E<sup>2</sup> ⇔ Social: E<sup>3</sup>) oder gliedern die Indikatoren in ihre Bestandteile auf (Beispiel: Bribery and Corruption: E<sup>1</sup> ⇔ Bribery: E<sup>2</sup> ⇔ Corruption: E<sup>3</sup>).

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

Die Auswertung erfolgt in Microsoft Excel. Mittels einer Befehlsfolge wird zunächst die absolute Häufigkeit der einzelnen Indikatoren bestimmt. Die gezählte Häufigkeit wird dann um die Länge des jeweiligen Business Overview,

genauer um die Anzahl der Wörter, gewichtet, um sie untereinander vergleichbar zu machen.

Die Ergebnisse der Analyse werden in die folgenden Parameter überführt: Freq\_MSCI, Freq\_Baier\_2018, Freq\_Gesamt und Range. In Freq\_Gesamt werden die relativen Häufigkeiten aller Übereinstimmungen mit dem Indikatoren-Verzeichnis (exklusive dem ESG-dictionary [7]) zusammengefasst. Die Parameter Freq\_MSCI und Freq\_Baier\_2018 beziehen sich jeweils nur auf die relative Häufigkeit der Übereinstimmungen mit Indikatoren dieser Verzeichnisse. Zusätzlich wird der Parameter Range eingeführt. Er misst, wie differenziert über ESG berichtet wird. Er ist als Dispersionsmaß zu verstehen und misst, wie viele unterschiedliche ESG-Indikatoren innerhalb der Count\_Gesamt Zählung auftreten. Damit gibt der Parameter Aufschluss darüber, ob sich ein Emissionsprospekt einem breiten ESG-Vokabular bedient.

### 3.1 Ergebnisse

Im Folgenden werden die wesentlichen Ergebnisse der Studie zusammengefasst. Um Aussagen über die Veränderung des Umfangs der ESG-Berichterstattung zwischen 2018 und 2021 zu treffen, werden die Veränderungen der Mittelwerte der gewichteten (relativen) Häufigkeiten der Übereinstimmungen betrachtet. Bei den Parametern Freq\_MSCI ist eine Zunahme von 37,80 %, bei Freq\_Baier\_2018 eine Abnahme von 2,05 %, bei Freq\_Gesamt eine Zunahme von 29,84 % und bei dem Parameter Range eine Zunahme von 4,10 % zu verzeichnen.

In einer Korrelationsmatrix werden die Anzahl der Übereinstimmungen der Term-Frequenz-Analyse der einzelnen Verzeichnisse untereinander verglichen. Dabei deutet ein Wert nahe 1 auf eine große Übereinstimmung im jeweiligen Betrachtungszeitraum hin. Insgesamt korrelieren die Verzeichnisse nur sehr niedrig. 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.

Für das Indikatoren-Verzeichnis von MSCI wurde zudem analysiert, welche Indikatoren der Sparte E, S und G jeweils besonders häufig mit dem Emissionsprospekt Übereinstimmung gefunden haben. Mit einer Verteilung in 2018 von E (0,32 %), S (0,32 %) und G (0,36 %) und in 2021 von E (0,43 %), S (0,34 %) und G (0,23 %) zeigt sich innerhalb des MSCI-Verzeichnisses eine Verschiebung von G zu E im Bezug auf die Dichte an Übereinstimmungen.

### 3.2 Abgrenzung

Der Datensatz unterliegt zeitlichen und sachlichen Einschränkungen. Zuerst schränken allgemeine Kriterien wie die Auswahl der Betrachtungszeiträume, die Beschränkung auf IPOs am deutschen Kapitalmarkt, die Auswahl von ausschließlich im Prime Standard emittierten Unternehmen und die Auswahl des Emissionsprospektes als Grundlage der Datenerhebung die Aussagekraft der Ergebnisse ein.

Zudem ist die Aussagekraft durch die Methodik der Term-Frequenz-Analyse beschränkt. Durch die Herausnahme von Wörtern aus ihrem Kontext, werden die multidimensionalen Merkmale des Dokuments unterschätzt [7]. Dadurch können verschiedene Fehler entstehen. Zum einen können Übereinstimmungen ausgelesen werden, welche keinen wahren ESG-Zusammenhang beschreiben. Zum anderen können wahre ESG-Zusammenhänge im Text unentdeckt bleiben, wenn der entsprechende Indikator nicht im Verzeichnis auftaucht. Beide Fehler können das Ergebnis verzerren.

Die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit sind in Anbetracht der oben genannten möglichen Verzerrungen und Einschränkungen einzuordnen.

### Referenzen

- [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", *UMEÄ 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.