

Bewertungsrelevanz von *Corporate Social Responsibility* (CSR-)Informationen – Eine empirische Analyse

Robert Gutsche, Michael Gratwohl und Daniel Fauser^{ab}

CSR-Informationen rücken bei Öffentlichkeit und Investoren zunehmend in den Fokus. Sie geben Aufschluss über die ökologische und soziale, aber auch ökonomische Nachhaltigkeitsperformance und -strategie von Unternehmen. Kapitalmarktorientierte empirische Studien legen die Wertrelevanz von CSR-Informationen nahe. Sofern Investoren und Öffentlichkeit diese Informationen richtig verarbeiten können, bieten sie damit das Potenzial, den *Shareholder-Value* zu steigern und gleichzeitig auch die ökologische und soziale Einstellung von Unternehmen positiv zu beeinflussen.

Im folgenden Beitrag wird erörtert, inwieweit der Status quo des CSR-Reporting im Jahr 2015 zu Informationen führt, die Aufschluss über den Fundamentalwert von Unternehmen geben. Der Beitrag präsentiert hierzu ein Benchmarking der Bewertungsrelevanz von CSR-Informationen der europäischen Elektrizitätsindustrie, die gemäß empirischen Studien eine Vorreiterrolle beim CSR-Reporting innehat.

1. Einleitung

Neben Bilanz- und Erfolgsrechnung und anderen herkömmlichen Bestandteilen der Unternehmenspublizität erhalten Investoren auch sog. nichtfinanzielle Informationen zur ökologischen, sozialen und ökonomischen Nachhaltigkeitsstrategie und -performance im Rahmen des *Corporate Social Responsibility Reporting* (CSR-Reporting) eines Unternehmens.

CSR-Reporting, als separater Bericht und insbesondere als im Geschäftsbericht integrierte Berichterstattung, beruht auf der Annahme, durch Informationen zu sozialen, umweltbezogenen (zzgl. zu ökonomischen) Aspekten, langfristiges und v.a. **nachhaltiges**

Unternehmensmanagement zu bewirken.¹ Über **Transparenz** wird dabei versucht, das Grunddilemma unserer marktwirtschaftlich ausgerichteten Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung abzumildern, namentlich, dass Umwelt- und Sozialbelange den Eigentümerinteressen eigentlich nur dann vorgehen, wenn gesetzliche Vorschriften oder das öffentliche Interesse dies Verlangen.²

Darüber hinaus haben veröffentlichte CSR-Informationen als sog. Fundamentalinformation das **Potenzial, Investitionsentscheidungen zu beeinflussen.** Sei es aufgrund der sozialen oder ökologischen Wertvorstellungen von Investoren oder – mit dieser Frage beschäftigt sich der vorliegende Aufsatz – aufgrund der Rückschlüsse, die die CSR-Informationen auf den *Shareholder Value* zulassen.³ Über das Spannungsverhältnis

zwischen Öffentlichkeitswirkung und dem Einfluss des Investors haben CSR-Informationen insofern potenziell Rückwirkungen auf das Managementverhalten und – so ist zumindest die These – fördern so gesamtgesellschaftliche Verbesserungen und nachhaltiges Wirtschaftswachstum.⁴

Schlüsselsatz: Veröffentlichte CSR-Informationen haben als sog. Fundamentalinformation das Potenzial, Investitionsentscheidungen zu beeinflussen und durch Transparenz nachhaltiges Unternehmenswachstum zu bewirken.

2. CSR-Informationen als Fundamentalinformationen

Finanzanalysten und Investoren sind gewöhnlich an Informationen interessiert, mit denen sich der „wahre“ Unternehmenswert (**Fundamentalwert**) bestimmen lässt:⁵ Dazu zählen Informationen zu

(1) der nachhaltigen Unternehmensperformance (*core sustainable earnings*, abgeleitet aus Jahresergebnis und/oder Cashflow),

(2) den Kapitalkosten und

(3) den kurzfristigen und langfristigen Wachstumsaussichten des Unternehmens (Veränderung der *core sustainable earnings* aufgrund der Unternehmensstrategie).

CSR-Informationen sind Informationen, die potenziell Rückschlüsse auf die nachhaltige Unternehmensperformance, Kapitalkosten und Unternehmensstrategie zulassen. Anzunehmen ist deshalb, dass sich aus CSR-Informationen **bewertungsrelevante Unternehmensaspekte in Erfahrung bringen** lassen. Studien deuten jedenfalls daraufhin, dass die CSR-Performance Aufschlüsse zur Risikobeurteilung der Investition bietet, die sich dann in der Volatilität des Aktienkurses und damit in den Kapitalkosten widerspiegelt.⁶ Zudem ist die CSR-Performance immer auch Bestandteil der Unternehmensperformance und beeinflusst damit insgesamt die Fähigkeit, langfristig Wert für die Investoren (Mitarbeiter und Umwelt) zu schaffen.⁷

Darüber hinaus interessieren sich Investoren und Analysten nicht nur für den Fundamentalwert, sondern auch für den Grad, zu dem der Markt **spekulative Tendenzen** aufnimmt. Einen nicht unwesentlichen Einfluss werden hier zu wenig konkrete Informationen, aber auch das oft beklagte **Greenwashing** haben.⁸ Selbst wenn der Wert einer Aktie bereits über einem konkretisierbaren Fundamentalwert liegt, können Markttendenzen – möglicherweise ausgelöst durch einseitige, zu positive CSR-Berichterstattung – dazu führen, dass der Preis noch weiter steigt, weil in der Wahrnehmung einer Vielzahl von Investoren eine interessante, da augenscheinlich nachhaltige Investition vorliegt.

Allerdings sind neben vagen Beschreibungen eines möglicherweise durch nachhaltiges Management entstehenden Wettbewerbsvorteils v.a. konkret **messbare, vergleichbare** und damit schlussendlich **bewertbare Informationen** für die Bestimmung des Fundamentalwerts bedeutsam.⁹ Am besten also Daten, die **ex post beobachtbar** sein werden, sodass ein Abschlussprüfer sie ggf. testieren könnte. Zudem ist wichtig, dass die Berichterstattung sich tatsächlich auch auf **bewertungsrelevante Aspekte** konzentriert.

Die Abb. 1 zeigt die beschriebenen Zusammenhänge und nennt exemplarisch CSR-Informationen, die geeignet sind, die Schätzung eines Fundamentalwerts zu erhellen und auch mögliche spekulative Markttendenzen abzuschätzen.

3. Empirie: Bewertbarkeit von CSR-Informationen im Jahr 2015 am Beispiel der Top 10 Energieunternehmen Europas

Energieversorger haben – und dies mag an ihrer geschäftsmodellinhärenten Umweltverantwortung liegen – hinsichtlich Umfang und Erfüllungsgrad von CSR-Reporting-Standards (G4-Standards bzw. International Integrated Reporting Framework des IIRC) eine **führende Rolle** inne.¹⁰ Im Jahr 2015 (für das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 bzw 2014/2015) präsentierten die Unternehmen ihre CSR-Performance auf durchschnittlich 145 Seiten (in einer Bandbreite von 28 bis 268). Gleichzeitig sind Investoren mit den zur Verfügung gestellten Informationen höchst unzufrieden.¹¹ Die vorliegende empirische Analyse fokussiert sich deshalb auf die nach Umsätzen größten europäischen Unternehmen aus dem Energiesektor.

Jeder CSR-Bericht erhält dabei für 18 gängige CSR-Kriterien¹² **Benchmarkpunkte** in Anlehnung an die oben diskutierten bewertungskritischen Kriterien

Gutsche/Gratwohl/Fauser: Bewertungsrelevanz von Corporate Social Responsibility (CSR-)Informationen – Eine empirische Analyse(IRZ 2015, 455)	457
--	-----

der Informationsqualität „Vergleichbarkeit, Quantifizierbarkeit, Strategie- und Risikoprognoseeignung, Bewertungsbasis und Bewertung“ jeweils in drei Abstufungen in Abhängigkeit von ihrer konkreten, betriebsspezifischen Relevanz. Im Verbund mit einer Gewichtung der Relevanz der jeweiligen Kategorie ergibt sich damit ein Gesamtergebnis, welches von Null bis maximal Zehn reichen kann. Die Abb. 2 fasst das Benchmarking zusammen.

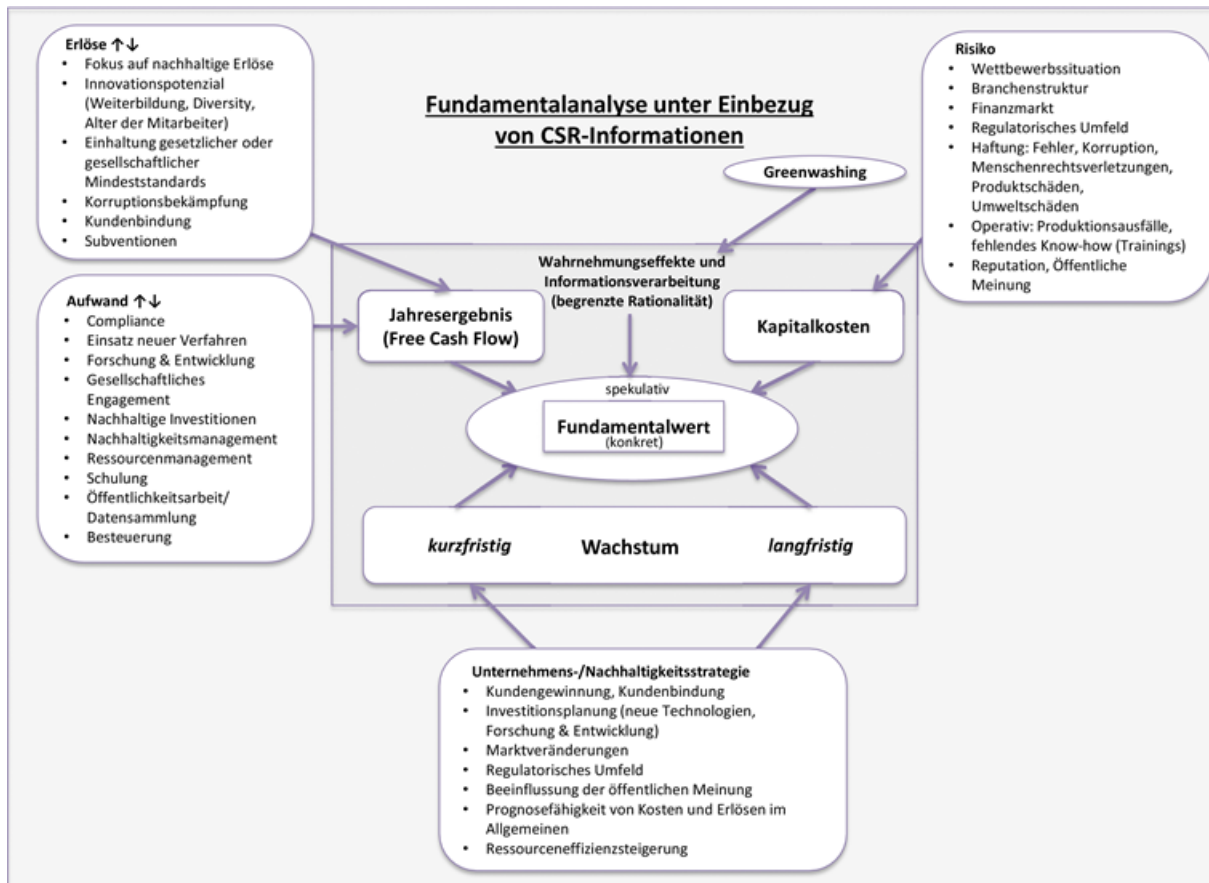


Abb. 1: Wirkweise von CSR-Information auf den Unternehmenswert

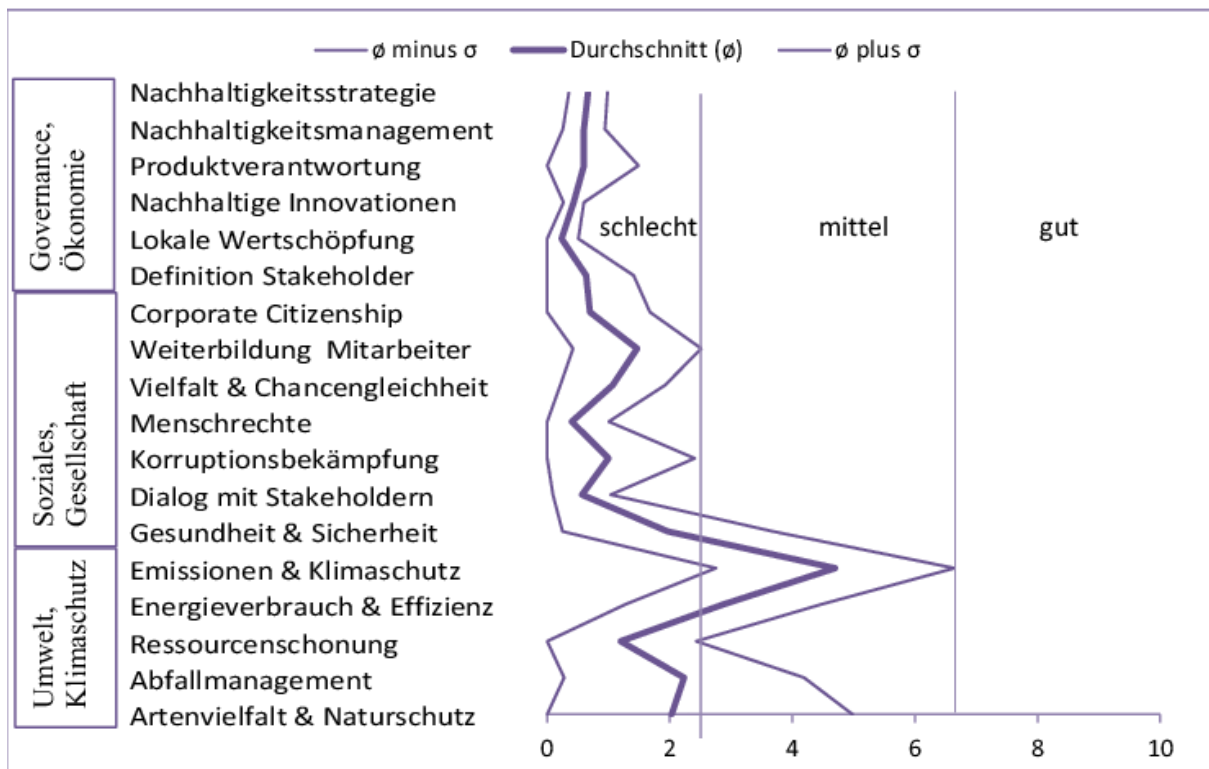


Abb. 2: Bewertungsrelevanz von CSR-Information der Top 10 der europäischen Energieversorger nach Kategorien¹³ im Jahr 2015 für das abgelaufene Geschäftsjahr

Schlüsselsatz: Aktuell präsentieren Energieversorgungsunternehmen ihre CSR-Performance auf durchschnittlich 145 Seiten; dennoch sind Investoren mit den Informationen höchst unzufrieden.

Zu den Ergebnissen: Informationen der CSR-Berichte aus der Dimension „**Governance & Ökonomie**“ haben erstaunlicherweise wenig bewertungsrelevanten Informationsgehalt, und auch die Informationsaufbereitung (Quantifizierung,

Gutsche/Gratwohl/Fauser: Bewertungsrelevanz von Corporate Social Responsibility (CSR-)Informationen – Eine empirische Analyse(IRZ 2015, 455)	458
--	-----

Vergleichbarkeit, Bewertbarkeit) ist über alle untersuchten Unternehmen hinweg nicht gut ausgeprägt. Das mag daran liegen, dass sich für diesen Bereich bereits andere Informationskanäle (Jahresbericht, Managementreport etc.) etabliert haben. Allerdings sind auch Informationen, die nicht bereits durch andere Kanäle abgebildet sind, schlecht in ihrer Ausprägung hinsichtlich der gebenchmarkten Kriterien, z.B. Informationen zur Produkthaftung: Gerade bei der Stromversorgung kann unsachgemäße Einspeisung ins Netz sehr wohl zu Schäden am System und einem Blackout mit massiven wirtschaftlichen Verwerfungen führen, die sich später eindeutig dem Verursacher zuordnen lassen.

Auch die Dimension „**Soziales & Gesellschaft**“ schneidet beim Benchmarking eher mittelmäßig bis schlecht ab, und hier gibt es durchaus Potenzial. Informationen über z.B.

Mitarbeiterschulungen und Alterspyramide geben Aufschluss über das Innovationspotenzial und den Erfahrungsschatz des Unternehmens. Kaum nützlich wirken die CSR-Berichte beim Kriterium „Korruptionsbekämpfung“: Zwar beziehen die Firmen Position, veröffentlichen aber nur unzureichend Kriterien für z.B. eine Ablehnung einer Zusammenarbeit sowie über ein Aufarbeiten möglicher Vorfälle.

Deutlich besser, aber immer noch nicht bewertungsfreundlich, ist der Bereich „**Umwelt & Klimaschutz**“ ausgeprägt. Jahresziele sind quantifiziert und zeigen neben Zahlen auch Trends an. Dies erstaunt wenig, betrifft dieser Bereich doch das Kerngeschäft der untersuchten Unternehmen. Undurchsichtig bleiben aber oft die strategische Ausrichtung und das finanzielle Potenzial (z.B. einer CO₂-Ausstoß-Reduktion).

Schlüsselsatz: Selbst in der Vorreiterbranche der Energieunternehmen bieten die CSR-Berichte – in Ergänzung zur herkömmlichen Unternehmenspublizität – bislang nur wenig konkrete Anknüpfungspunkte für die Fundamentalanalyse.

Insgesamt bieten die untersuchten CSR-Berichte wenig Anknüpfungspunkte für eine fundierte Analyse und **schneiden deshalb beim Benchmarking schlecht ab**. Die publizierten Zahlen und Trends lassen zu viele ambivalente Interpretationen zu und lassen sich nur schlecht in Performancegrößen und -prognosen transformieren.

4. Fazit

CSR-Informationen zusammen mit der finanziellen Berichterstattung können durchaus bewertungsrelevant und entscheidungsnützlich sein. Voraussetzung dafür ist aber neben einer gewissen Relevanz in Bezug auf den Betriebszweck auch, dass die publizierten CSR-Informationen quantifizierbar und vergleichbar, möglicherweise sogar bereits in Geldeinheiten bewertet sind und Rückschlüsse auf die Unternehmensstrategie zulassen. Die vorliegende empirische Studie zeigt, dass gegenwärtig die CSR-Berichterstattung im Jahr 2015, selbst in der Vorreiterbranche der

Energieunternehmen mit bis zu 268 Seiten umfassenden CSR-Berichten, bislang nur wenig konkrete Anknüpfungspunkte (in Ergänzung zur herkömmlichen Unternehmenspublizität) für die Fundamentalanalyse bietet. Das ist nicht nur aus Investorensicht eine bisher vergebene Chance. Das Spannungsverhältnis zwischen Öffentlichkeitsinformation und *Shareholder-Value* bietet enormes Potenzial für nachhaltiges Unternehmensmanagement, was Unternehmen und Öffentlichkeit zugutekommen kann. Voraussetzung dafür ist, dass die Berichterstattung zur CSR-Performance Rückschlüsse auf den Fundamentalwert ermöglicht. Hinsichtlich der Bewertbarkeit von CSR-Informationen besteht deshalb deutlicher Verbesserungsbedarf.



a

Prof. Dr. **Robert Gutsche**,

Assistenzprofessor für Finanz- und Rechnungswesen, School of Management, Institut für Operations Research und Computational Finance, School of Finance, Universität St. Gallen. Email:



robert.gutsche@unisg.ch

Prof. Dr. **Michael**

Gratwohl, Assistenzprofessor für Energy Finance, Institut für Operations Research und Computational Finance, School of Finance, Universität St. Gallen. Email:



michael.gratwohl@unisg.ch **Daniel Fauser,**
B.A. HSG, wissenschaftlicher Mitarbeiter, School of Finance, Universität St. Gallen. Email:
daniel.fauser@unisg.ch

^b • *Corporate Social Responsibility* (CSR) • nichtfinanzielle Informationen zur ökologischen, sozialen und ökonomischen Nachhaltigkeitsstrategie und -performance • Unternehmenswachstum • Investitionsentscheidungen • *Greenwashing* • Fundamentalanalyse

¹ Ab 2017 sind CSR-Informationen durch die EU-Richtlinie für große Unternehmen und Unternehmen im öffentlichen Interesse obligatorisch, vgl. EU-Richtlinie 2014/95/EU. Siehe hierzu auch *Glaser* (2015), *Corporate Social Responsibility (CSR): Erweiterung der (Lage-)Berichterstattung um nicht-finanzielle Informationen zur Erhöhung der Unternehmenstransparenz in Umwelt- und Sozialbelangen*, IRZ 2015, 55-57.

² Zu Kosten und Messung dieses Grunddilemmas vgl. *Thomas/Repetto/Dias* (2007), *Integrated Environmental and Financial Performance Metrics*, *Corporate Governance: An International Review*, Volume 15 (3), 421-426.

³ Vgl. *Dhaliwal/Li/Tsang/Yang* (2011), *Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting*, *The Accounting Review*, 86(1), 59-100; *Plumlee/Brown/Hayes/Marshall* (2015), *Voluntary Environmental Disclosure Quality and Firm Value: Further Evidence*, *Journal of Accounting and Public Policy* 34 (4), 336-361.

⁴ Vgl. EU-Richtlinie 2014/95/EU.

⁵ Vgl. *Penman* (2013), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 32–56; *Damodaran* (2006), *Damodaran on Valuation*, 193–229.

⁶ Vgl. *Dhaliwal/Li/Tsang/Yang* (2011), *Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital*, *Accounting Review* 86, 59–100; *Richardson/Welker* (2001), *Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital*, *Accounting, Organizations and Society* 26, 597–616; *Eccles/Serafeim/Krzus* (2011), *Market Interest in Nonfinancial Information*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(4), 113–127; *Grüner/Gutsche/Schulz* (2015), *The Value-relevance of CSR-Reporting Quality*, *Journal of Environmental Law and Policy*, 390–409.

⁷ *Lev/Petrovits/Radhakrishnan* (2010), *Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth*, *Strategic Management Journal* 31(2), 182–200. Vgl. *Eccles/Krzus/Ribot* (2015), *Meaning and Momentum in the Integrated Reporting Movement*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(2), 8–17.

⁸ *Anderson/Frankel* (1980), *Voluntary social reporting: An isobeta portfolio analysis*, *The Accounting Review* , 15, 467–479.

⁹ Vgl. *Penman* (2013), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 32–56.

¹⁰ So jedenfalls die Schlüsse einer PwC-Studie aus dem Jahr 2011, vgl. PwC (2011), *Unternehmerische Verantwortung im Zeitalter der Transparenz*, abrufbar unter <https://www.pwc.de/de/nachhaltigkeit/assets/pwc-unternehmerische-verantwortung-transparenz-2011.pdf>; abgerufen am 28.9.2015.

¹¹ Wie eine weitere PwC-Studie aus dem Jahr 2014 belegt: Konkret sind 82 % der Investoren mit der aktuellen Informationslage hinsichtlich Risiken und Chancen und deren Identifizierung und Quantifizierung unzufrieden; 79 % der Investoren sind unzufrieden mit der Vergleichbarkeit von Nachhaltigkeitsberichten zwischen verschiedenen Unternehmen der gleichen Industrie (was sehr für eine Quantifizierung von CSR-Informationen spricht), und 74 % der Investoren sehen die Informationslage zur Relevanz und den Implikationen von Nachhaltigkeitsrisiken als unzureichend, vgl. PwC (2014), *Sustainability goes mainstream: Insights into investor views*, abrufbar unter www.pwc.com/us/InvestorResourceInstitute; abgerufen am 28.9.2015.

¹² Eine Studie von PwC aus dem Jahr 2011 stellte deshalb im Einklang mit den G4-Principles und den EFFAS Guidelines on Environmental, Social and Governance Issues (ESG) 18 Kriterien zur optimalen Transparenz in der Nachhaltigkeitsberichterstattung auf. Auf diesen 18 Kriterien aus den Bereichen „Governance & Ökonomie“, „Soziales & Gesellschaft“ und „Umwelt & Klimaschutz“ baut auch dieser Beitrag auf.

¹³ Kategorien in Anlehnung an die PwC Studie, vgl. Fn. 10.