



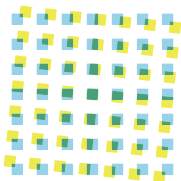
# ESRS – Signal oder Rauschen für die Finanzmarktakteure?

**Dr. Ralf Frank**

Geschäftsführer Sustainerv  
(Deutschland)

Sustainerv GmbH  
Hamburger Allee 45  
60486 Frankfurt am Main  
Deutschland

frankfurt@sustainerv.com  
+49 69 808 853 90  
www.sustainerv.co



**sustainerv**

# ESRS - Signal oder Rauschen für die Finanzmarktakeure?

*In Finanzmärkten wird oft zwischen Signal und Rauschen unterschieden, wenn es um die Qualität von Unternehmensinformationen geht. Wie werden Finanzmarktakeure ESRS-Berichte und -daten wahrnehmen? Als nützliche Signale? Oder als überflüssiges Rauschen?*

## Die Realität der ESG-Nutzung

Obwohl in den letzten Jahren unzählige akademische Studien zu ESG veröffentlicht wurden, bleibt die Frage weitgehend unbeantwortet, wie genau Investoren diese Informationen *verwenden*. Es wird oft angenommen, dass Investoren die detaillierten Berichte von Unternehmen – einschließlich ESG-Berichten – vollständig durchlesen, obwohl erhebliche Mängel wie die fehlende Vergleichbarkeit und Standardisierung bei ESG-Daten bestehen. Die Vorstellung, dass Geschäftsberichte umfassend gelesen

werden, wird nicht selten durch die Investoren selbst genährt, wenn sie z.B. im Rahmen von akademischen Forschungsprojekten nach ihren Informationsquellen gefragt werden. Dies kann durch einen Bestätigungsbias («social desirability bias») erklärt werden. Finanzmarktakeure sind oft selbst der Meinung, dass sie *eigentlich* Geschäftsberichte lesen müssten. Die Erfahrung lehrt jedoch, dass Finanzmarktakeure Nachhaltigkeitsberichte nur gelegentlich lesen und wenn, dann selektiv und auf der Suche nach einem bestimmten Detail.

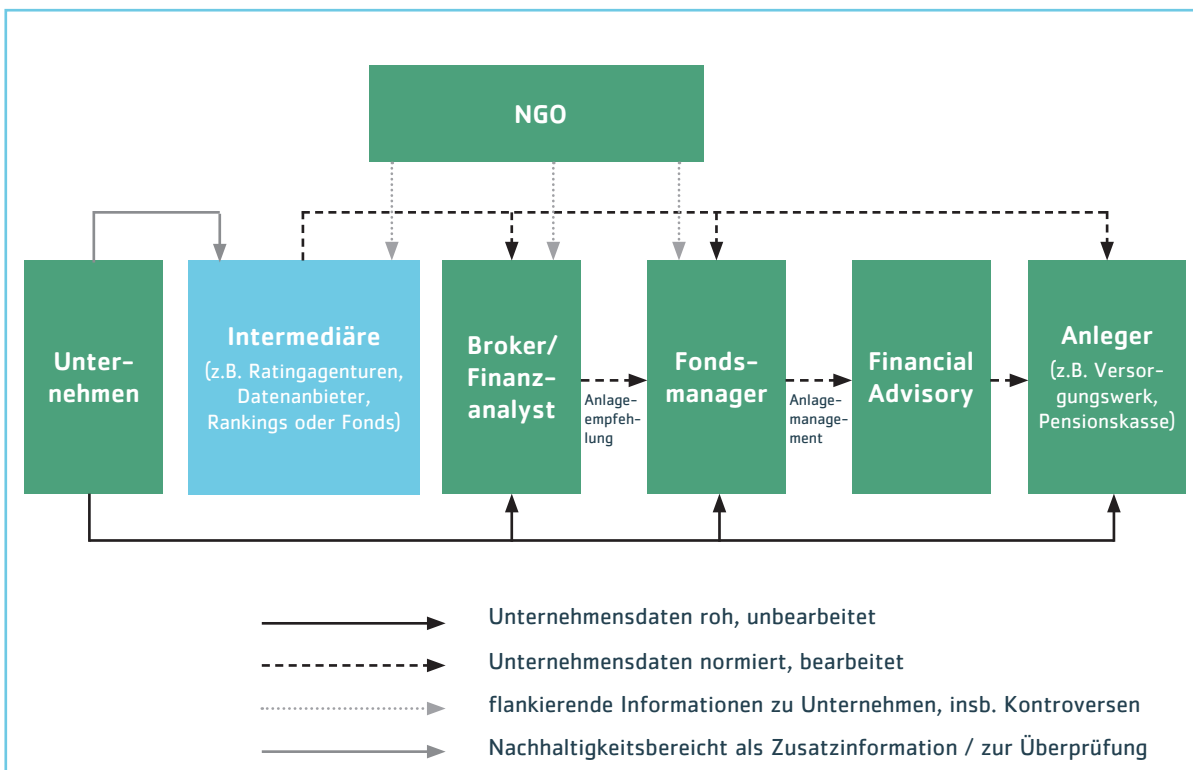


Nur die wenigsten Investment Professionals beschäftigen sich mit Nachhaltigkeitsberichten. Die große Mehrheit hat vermutlich kaum eine Vorstellung davon, wie diese Berichte und Daten aussehen und welchen Nutzen sie für Entscheidungen bieten können.

Belege für diese Aussage liefert ein Forschungsprojekt, das von der DVFA gemeinsam mit Prof. Dr. Alexander Bassen von der Universität Hamburg, und PwC im Auftrag des Umweltbundesamtes (UBA) durchgeführt wurde. Ziel des Projekts war es, zu untersuchen, wie ESG-Daten in die Investitionsentscheidung professioneller Kapitalmarktakeure einfließen. Die Unter-

suchungsergebnisse zeigen, dass die Mehrheit der Asset Manager und Sell-side Häuser ESG-Daten von ESG-Ratingagenturen und Datenanbietern einkaufen und als «data feed» in ihre eigenen Datenbanken integrieren. Dadurch stehen die ESG-Daten zwar für eine Parametrisierung (Auswahl, Gewichtung) für Investment Professionals zur Verfügung, jedoch handelt es aber in aller Regel nicht

Abbildung 1: Verarbeitungsprozess von Nachhaltigkeitsinformationen



Quelle: Frank, R. et al. (2016) Umweltbezogene Leistungskennzahlen bei Anlageentscheidungen institutioneller Investoren. Umweltbundesamt (UBA) Dessau.

mehr um Primärdaten, sondern um Sekundärdaten, die von ESG-Ratinganalytistinnen und -analysten normiert und bearbeitet wurden.

## Verhalten und Verzerrungen

Um die tatsächliche Nutzung von ESG-Daten durch Finanzmarktakteure besser zu verstehen, haben Prof. Dr. Markus Arnold von der Universität Bern, Prof. Dr. Alexander Bassen von der Universität Hamburg und der Autor dieses Artikels mehrere Experimente durchgeführt. Eine der von uns eingesetzten Methoden war das sog. Eyetracking, mit welchem genau analysiert werden konnte, welche Informationen bei der Betrachtung von Unternehmensdaten tatsächlich die Aufmerksamkeit auf sich ziehen. Unsere zentrale Fragestellung dabei war, ob die aus

der Verhaltensökonomie bekannten Biases, d.h. Verzerrungen von Entscheidungen und Urteilen, auch im Zusammenhang mit ESG auftreten. Für die in Abbildung 2 dargestellten Heatmaps werden die Augenbewegungen von Probanden aufgezeichnet, während diese Unternehmensdaten betrachten. Wenn der Blick eines Versuchsteilnehmers auf einer bestimmten Stelle verweilt, erzeugt das Eyetracking-Equipment eine rote «Wolke». Die Ergebnisse waren aufschlussreich: Ohne eine gezielte Lenkung der Aufmerksamkeit wurden die in der rechten Spalte dargestellten ESG-Daten im Vergleich zu den Finanzdaten in der linken Spalte oft übersehen (obere Abbildung). Wenn jedoch durch eine visuelle Hervorhebung – etwa durch eine ESG-Grafik – die Aufmerksamkeit auf ESG-Daten gelenkt wurde, wurde ESG wahr-

## Abbildung 2: Heatmaps

### Panel A: “No graphic” Condition

**ProIT Performance Summary**  
€ millions, unless otherwise stated

| Financial key performance indicators                    | 2012        | 2011        | Change in %        |
|---------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------------|
| Software subscription revenue                           | 1'282       | 1'031       | 24.3               |
| Cloud subscription revenue                              | 780         | 583         | 33.8               |
| Software and software-related service revenue           | 3'178       | 2'830       | 12.3               |
| Total revenue                                           | 5'240       | 4'444       | 17.9               |
| Operating profit                                        | 1'301       | 1'220       | 6.6                |
| Operating margin in %                                   | 24.8        | 27.5        | -9.6               |
| EBIT                                                    | 1'429       | 1'284       | 11.3               |
| EBIT Margin                                             | 27.3        | 28.9        | -5.6               |
| Free cash flow                                          | 820         | 833         | -1.5               |
| Net liquidity                                           | 367         | 409         | -10.3              |
| Days' sales outstanding (DSO)                           | 75          | 60          | 25.0               |
| Equity ratio (total equity in % of total assets)        | 53          | 55          | -3.5               |
| Research and development expenses                       | 563         | 485         | 16.2               |
| Research and development expenses in % of total revenue | 10.8        | 10.9        | -1.5               |
| <b>Shares and dividend</b>                              | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>Change in %</b> |
| Weighted average shares, basic in millions              | 297         | 297         | 0.0                |
| Earnings per share in €                                 | 2.6         | 2.9         | -10.0              |
| Dividend per share in €                                 | 1.0         | 1.1         | -9.1               |
| Share prices at year-end in €                           | 48.7        | 40.9        | 19.2               |
| Market capitalization in € billions                     | 14.5        | 12.1        | 19.2               |

| Employees and Customers                                                    | 2012        | 2011        | Change in %        |
|----------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------------|
| Number of employees at year-end (based on Full-Time Equivalents FTE)       | 16'106      | 14'944      | 7.8                |
| Personnel expenses per employee - excluding share-based compensation (FTE) | 110         | 107         | 2.8                |
| Employee engagement in %                                                   | 88.6        | 75.0        | 18.1               |
| Business Health Culture Index in %                                         | 66          | 65          | 1.5                |
| Women in % (FTE)                                                           | 30          | 30          | 0.0                |
| Female managers in %                                                       | 19.4        | 18.7        | 3.7                |
| Employee retention in % (FTE)                                              | 96.0        | 88.6        | 8.4                |
| Customer Satisfaction: Net Promoter Score                                  | 8.0         | 7.1         | 12.7               |
| Customer Retention: Ratio of New Customers to Lost Customers in %          | 14.4        | 14.0        | 2.9                |
| <b>Environmental</b>                                                       | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>Change in %</b> |
| Greenhouse gas emissions in kilotons                                       | 123         | 122         | 0.8                |
| Greenhouse gas emissions per employee (FTE) in tons                        | 7.6         | 8.2         | -6.5               |
| Greenhouse gas emissions per € revenue in grams                            | 23.5        | 27.5        | -14.5              |
| Total energy consumed in GWh                                               | 220         | 215         | 2.3                |
| Energy consumed per employee (FTE) in MWh                                  | 13.6        | 14.3        | -4.9               |
| Renewable energy sourced in %                                              | 49.5        | 47.0        | 5.3                |
| Data center energy consumed in GWh                                         | 40          | 39          | 2.6                |
| Data center energy per employee (FTE) in KWh                               | 2'725       | 2'824       | -3.5               |

### Panel B: “Graphic” Condition

**ProIT Performance Summary**  
€ millions, unless otherwise stated

| Financial key performance indicators                    | 2012        | 2011        | Change in %        |
|---------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------------|
| Software subscription revenue                           | 1'282       | 1'031       | 24.3               |
| Cloud subscription revenue                              | 780         | 583         | 33.8               |
| Software and software-related service revenue           | 3'178       | 2'830       | 12.3               |
| Total revenue                                           | 5'240       | 4'444       | 17.9               |
| Operating profit                                        | 1'301       | 1'220       | 6.6                |
| Operating margin in %                                   | 24.8        | 27.5        | -9.6               |
| EBIT                                                    | 1'429       | 1'284       | 11.3               |
| EBIT Margin                                             | 27.3        | 28.9        | -5.6               |
| Free cash flow                                          | 820         | 833         | -1.5               |
| Net liquidity                                           | 367         | 409         | -10.3              |
| Days' sales outstanding (DSO)                           | 75          | 60          | 25.0               |
| Equity ratio (total equity in % of total assets)        | 53          | 55          | -3.5               |
| Research and development expenses                       | 563         | 485         | 16.2               |
| Research and development expenses in % of total revenue | 10.8        | 10.9        | -1.5               |
| <b>Shares and dividend</b>                              | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>Change in %</b> |
| Weighted average shares, basic in millions              | 297         | 297         | 0.0                |
| Earnings per share in €                                 | 2.6         | 2.9         | -10.0              |
| Dividend per share in €                                 | 1.0         | 1.1         | -9.1               |
| Share prices at year-end in €                           | 48.7        | 40.9        | 19.2               |
| Market capitalization in € billions                     | 14.5        | 12.1        | 19.2               |

| Employees and Customers                                                    | 2012        | 2011        | Change in %        |
|----------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------------|
| Number of employees at year-end (based on Full-Time Equivalents FTE)       | 16'106      | 14'944      | 7.8                |
| Personnel expenses per employee - excluding share-based compensation (FTE) | 110         | 107         | 2.8                |
| Employee engagement in %                                                   | 88.6        | 75.0        | 18.1               |
| Business Health Culture Index in %                                         | 66          | 65          | 1.5                |
| Women in % (FTE)                                                           | 30          | 30          | 0.0                |
| Female managers in %                                                       | 19.4        | 18.7        | 3.7                |
| Employee retention in % (FTE)                                              | 96.0        | 88.6        | 8.4                |
| Customer Satisfaction: Net Promoter Score                                  | 8.0         | 7.1         | 12.7               |
| Customer Retention: Ratio of New Customers to Lost Customers in %          | 14.4        | 14.0        | 2.9                |
| <b>Environmental</b>                                                       | <b>2012</b> | <b>2011</b> | <b>Change in %</b> |
| Greenhouse gas emissions in kilotons                                       | 123         | 122         | 0.8                |
| Greenhouse gas emissions per employee (FTE) in tons                        | 7.6         | 8.2         | -6.5               |
| Greenhouse gas emissions per € revenue in grams                            | 23.5        | 27.5        | -14.5              |
| Total energy consumed in GWh                                               | 220         | 215         | 2.3                |
| Energy consumed per employee (FTE) in MWh                                  | 13.6        | 14.3        | -4.9               |
| Renewable energy sourced in %                                              | 49.5        | 47.0        | 5.3                |
| Data center energy consumed in GWh                                         | 40          | 39          | 2.6                |
| Data center energy per employee (FTE) in KWh                               | 2'725       | 2'824       | -3.5               |

Quelle: Ralf Frank und Christoph Hörner, „How Graphics Can Influence Investment Professionals' Valuations in Judgments with Limited Time: Evidence from an Eye-Tracking Study.“ Verfügbar unter SSRN 4369015 (2023).

genommen (untere Abbildung). Aus einer rational-ökonomischen Perspektive sollten Investment Professionals Daten zur Kenntnis nehmen, da sie entweder relevant oder entscheidungsnützlich sind. Eine grafische «Verstärkung» ist aus dieser Perspektive weder notwendig noch logisch.

## Biases im Umgang mit ESG-Daten

In einem weiteren Experiment wurden Kapitalmarktakteure in einer Gruppe von mehreren Teilnehmern gebeten, die Finanzergebnisse («baseline treatment») bzw. Finanzergebnisse und ESG-Daten («experimental treatment») eines fiktiven Unternehmens auf einer Skala von 0–100 zu bewerten, und gleichzeitig schätzen, wie die durchschnittliche Bewertung über alle Teilnehmer in der Gruppe ausfallen würde. Zunächst behielten die Teilnehmer Ihre Bewertungen für sich, bis die Versuchsleiter die Ergebnisse einsammelt und einen Durchschnitt der gesamten Gruppe berechnet hatten. Den Teilnehmern

wurde die durchschnittliche Bewertung anschließend mitgeteilt, sodass jeder Proband nun drei Urteile kannte: sein eigenes ursprüngliches Urteil, seine Einschätzung des Marktdurchschnitts, und das reale Urteil des «Marktes». Den Versuchsteilnehmern wurde dann die Gelegenheit gegeben, ihre ursprüngliche Bewertung zu revidieren oder beizubehalten.

Die Ergebnisse zeigen, dass die Unsicherheit unter ESG wächst: «liege ich mit meinem Urteil richtig, und alle anderen verstehen ESG nicht so gut wie ich?» oder «erkennen die anderen etwas in den Daten, was mir entgeht?» –. Wenn Investment Professionals ihre anfänglichen Urteile revidieren, insbesondere bei einer erheblichen Abweichung zwischen den eigenen Ersturteilen und dem Marktdurchschnitt, lässt sich ein Verankerungsbias beobachten. Gleichzeitig tritt eine Selbstüberschätzung («overconfidence») auf, die bei Zugabe von ESG verstärkt wird.

### Ein kurzes Zwischenfazit:

- 1 ESG-Daten kommen typischerweise über ESG-Ratingagenturen und Datenprovider in die Investmententscheidung und nur sehr selten auf direktem Weg («Lektüre»). Daher mangelt es Investment Professionals oft an Erfahrung im Umgang mit Nachhaltigkeitsberichten und –daten.
- 2 Fehlende Kenntnis steigert die Unsicherheit im Umgang mit ESG, was bestehende Verhaltensverzerrungen («Biases») verstärkt.
- 3 ESRS-basierte Daten sind um ein vielfaches präziser als ESG-Daten, sind geprüft, und basieren auf wissenschaftlichen Definitionen.
- 4 Die hohe Granularität der ESRS und die Vielzahl an Datenpunkten sind für die meisten Anwendungen in der Investmentanalyse allerdings ein Overkill.
- 5 Die Materialitätsanalyse unterscheidet nicht zwischen strategischen Themen und Hygienefaktoren.



## Das Dilemma

Einerseits ist absehbar, dass wir bald – und das nicht nur in der europäischen Union<sup>1</sup> – eine beispiellose Zahl von Unternehmen mit ESRS-Berichten sehen werden, darunter auch solche, die bisher von jeglicher verpflichtender Nachhaltigkeitsberichterstattung ausgenommen waren. Mit den ESRS entsteht ein Universum weitgehend standardisierter ESG-Berichte über zahlreiche Industrien hinweg.

Andererseits scheint das Interesse von Investoren und Finanzanalysten an ESG bislang gering zu sein. ESG-Daten, die Investoren erreichen, stammen überwiegend aus Quellen wie ESG-Ratingagenturen. Selbst wenn ESG-Daten verfügbar sind, werden sie wenig genutzt – sei es, weil sie als unwichtig angesehen werden, oder weil andere Marktteilnehmer ebenfalls darauf verzichten.

Woher kommt also die Zuversicht, dass sich mit ESRS-Berichten die Investitionsentscheidungen professioneller Anleger und Analysten oder Kreditgeber tatsächlich beeinflussen lassen?



Der Schlüssel liegt darin, die wirklich strategisch bedeutsamen 10% dieser 96 Themen zu identifizieren und zu nutzen.

Zusätzlich werden Risiken und Chancen sowie Eintrittswahrscheinlichkeiten ermittelt und dokumentiert, um einer externen Prüfung standzuhalten. Grundlage für die Überprüfung potenziell materieller Themen ist ein umfassender Katalog von 96 Themen, Unter-Themen, und Unter-Unter-Themen, die mit einer Vielzahl von Datenpunkten verbunden sind. Allerdings sind nicht alle Datenpunkte für die strategische Ausrichtung gleich relevant und können als „Rauschen“ betrachtet

## Die Transformation durch ESRS

Die Frage geht in die falsche Richtung. Zielführender ist es, den Fokus darauf zu richten, wie die Anwendung der ESRS die Unternehmen selbst verändert und zu ihrer Transformation beiträgt. Zwei zentrale Aspekte stehen hierbei im Vordergrund:

1. Strategische Positionierung durch Materialitätsanalyse
2. Integration von Nachhaltigkeit in zentrale Unternehmensprozesse wie Strategie und Risikomanagement

Die Analyse der doppelten Wesentlichkeit oder Materialität fordert von Unternehmen den Aufbau eines systematischen Prozesses. Dieser Prozess beruht auf der Einbindung von Stakeholdern und beinhaltet die Quantifizierungen von:

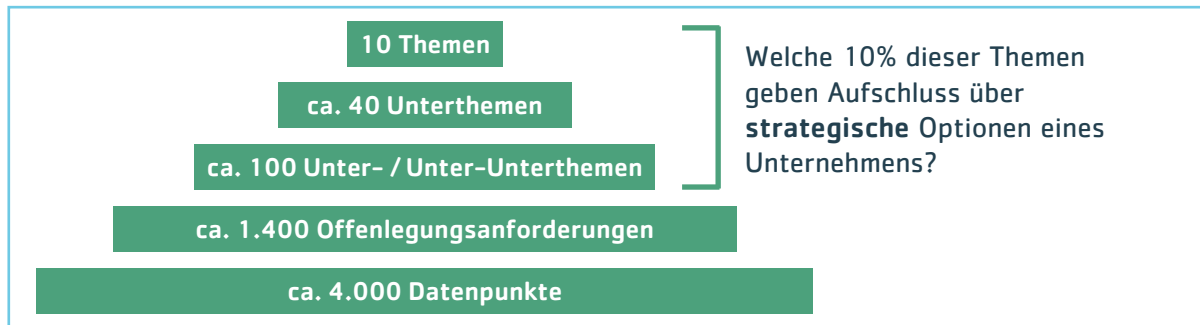
- » **Auswirkungen:** Wie beeinflusst das Unternehmen Umwelt und Gesellschaft?
- » **Einwirkungen:** Wie wirken sich Entwicklungen in Umwelt und Gesellschaft finanziell auf das Unternehmen aus?

werden, da sie oft spezifische Interessen, wie die von ESG-Ratingagenturen, bedienen.

Indem sich Unternehmen auf 3-5 zentrale Themen fokussieren, können sie ihre strategische Positionierung schärfen und ihre Geschichte gegenüber dem Kapitalmarkt überzeugender erzählen. Gleichzeitig können Investoren und Kreditgeber diese zentralen Themen («Signale») gezielt nutzen, um fundiertere Bewertungen vorzunehmen.

<sup>1</sup>: Viele unserer Kunden in der Schweiz oder den USA bereiten sich auf die Anwendung der ESRS vor, oder sind schon mit ihren Arbeiten an der DMA weit gediehen.

Abb. 3 Anforderungen der ESRS an Berichtsdetails



Quelle: European Sustainability Reporting Standards, Darstellung: Sustainerv.

## Mainstreaming von ESG innerhalb des Unternehmens

Die ESRS sind durch vier inhaltliche Anker strukturiert:

- » **Governance**
- » **Strategie**
- » **Risikomanagement**
- » **Kennzahlen und Ziele**

Diese Struktur haben ESRS mit dem TCFD-Rahmenwerk («Task Force on Climate-related Financial Disclosures») gemeinsam. Diese inhaltlichen Anker werfen eine Frage zwischen den Zeilen auf: Wie lässt sich erkennen, dass ein Unternehmen tatsächlich Nachhaltigkeit lebt, und nicht nur vordergründig «ESG-Akrobatik» oder Greenwashing betreibt?

Dies kann man daran erkennen dass:

1. das obere Management aktiv und kompetent über Nachhaltigkeitsthemen kommuniziert, anstatt die Verantwortung an eine Stabsstelle zu delegieren;

2. Nachhaltigkeit fest in der Unternehmensstrategie verankert und die Strategieabteilung aktiv involviert ist;
3. ESG-bezogene Risiken, wie physische oder transitorische Risiken, integraler Bestandteil des Risikomanagements sind; und
4. Chancen und Risiken regelmäßig gemessen und in die Unternehmensplanung integriert werden.

Unternehmen sind gefordert, sich neu zu organisieren und aufzustellen, um die Anforderungen der ESRS zu erfüllen. Bisher eher isoliert agierende Abteilungen wie Risikomanagement, EHS, HR, Einkauf und Legal müssen nun funktionsübergreifend zusammenarbeiten. Die Nachhaltigkeitsabteilung tritt aus ihrer bisherigen isolierten Position heraus und nimmt eine moderierende Rolle im Unternehmen ein.

### Fazit:

- 1 ESRS transformieren Unternehmensprozesse und den Umgang mit Themen der Nachhaltigkeit – das macht Unternehmen resilienter und dient der wirtschaftlichen, ökologischen und ethischen Nachhaltigkeit.
- 2 Die Granularität und Detailtiefe der ESRS-Berichte ermöglichen es Unternehmen, ihr Wirtschaften lückenlos und plausibel nachzuweisen. Das ist ein wirksames Mittel gegen Greenwashing!



## Prof. Dr. Ralf Frank

Geschäftsführender Partner  
Sustainerv (Deutschland)

Mit mehr als 17 Jahren als Geschäftsführer des Berufsverbandes der Investment Professionals in Deutschland (DVFA) ist Ralf Frank Experte für ESG- Anforderungen und Entwicklungen. Die Schwerpunkte des promovierten Verhaltensökonomen liegen in den Bereichen Rechnungslegung, Sustainable Finance, Investmentanalyse, und Unternehmensberichterstattung. Darüber hinaus ist Ralf Frank nebenberuflich Professor für Organisationstransformation an der GISMA Fachhochschule in Potsdam, wo er Verhaltenskompetenzen mit Schwerpunkt auf nachhaltigem Management lehrt.

### Über Sustainerv

Wir sind ein weltweit tätiges Management-Beratungsunternehmen, das seine Kundinnen und Kunden dabei unterstützt, Nachhaltigkeitsaspekte in ihre langfristigen Strategien, ihr Tagesgeschäft und ihre Kommunikation zu integrieren.

Wenn Nachhaltigkeit ganzheitlich betrachtet wird, kann sich dies für das Unternehmen lohnen und gleichzeitig der Umwelt und der Gesellschaft dienen. Wir wollen eine Zukunft gestalten, in der nachhaltige Wertschöpfung die Norm ist. Alles, was wir tun, ist darauf ausgerichtet, jeden Tag sinnvolle Veränderungen in der Welt anzustoßen.

| Fokus und Strategie             | Umsetzung und Monitoring                                         | Berichterstattung und Kommunikation                        |
|---------------------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| » Benchmarking und Trendanalyse | » Roadmaps und Massnahmenpläne                                   | » Nichtfinanzielle Berichterstattung (OR, CSRD/ESRS, GRI)  |
| » Wesentlichkeitsanalyse        | » Erfassung und Analyse von ESG-Daten                            | » Integrated Reporting                                     |
| » ESG-Risikobewertung           | » Energie- und CO2-Management sowie Science Based Targets (SBTs) | » ESG-Ratings                                              |
|                                 |                                                                  | » Spezialisierte Berichterstattung (z.B. TCFD, CDP, GRESB) |