

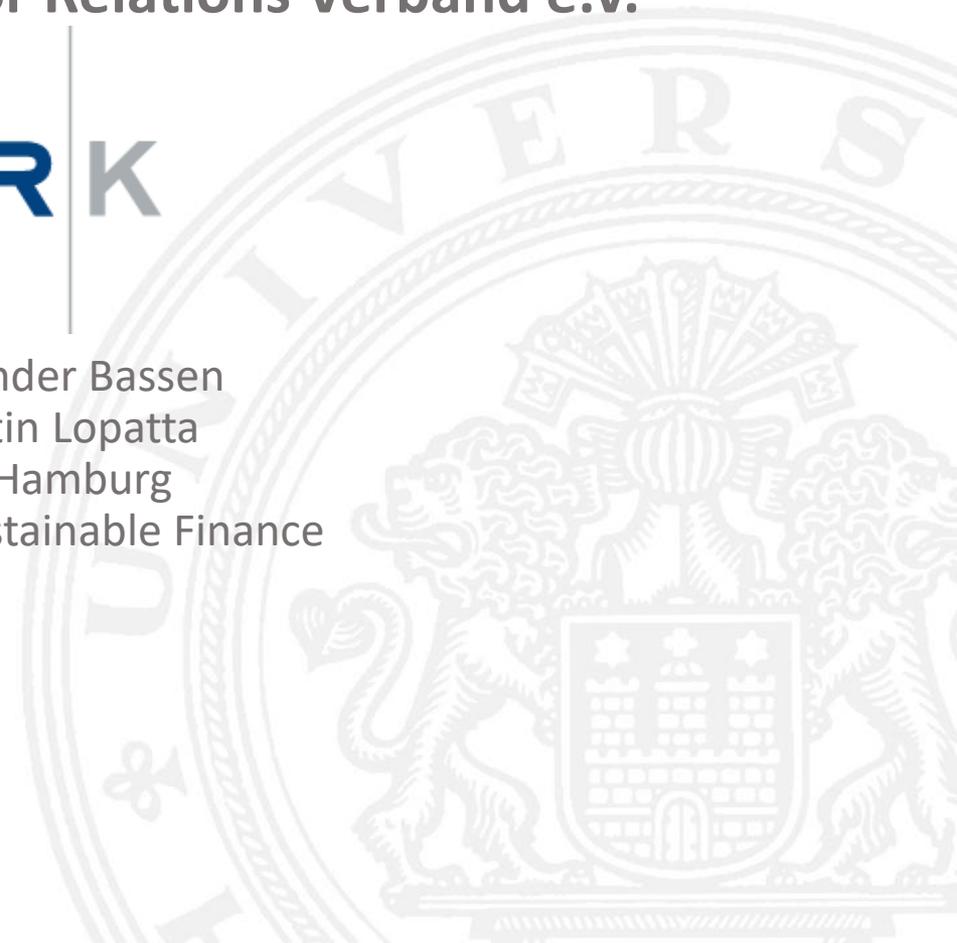


IR- und Analystensicht auf Risiken der Pandemie

Mitgliederversammlung des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.



Prof. Dr. Alexander Bassen
Prof. Dr. Kerstin Lopatta
Universität Hamburg
Research Group Sustainable Finance



Professor Dr. Alexander Bassen

- **Professor für Kapitalmärkte und Unternehmensführung, Research Group on Sustainable Finance, Universität Hamburg**
- Seit 2021 Mitglied EFRAG Project Task Force EU Sustainability Reporting Standard (PTF ESRS)
- Seit 2020 Mitglied im Wissenschaftlichen Beirat der Bundesregierung Globale Umweltentwicklung (WBGU)
- Seit 2019 Mitglied Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung (SFB)
- Seit 2013 Mitglied Rat für Nachhaltige Entwicklung der Bundesregierung (RNE)
- Seit 2019 Visiting Professor, Hong Kong Baptist University
- Seit 2017 Honorary Research Associate, University of Oxford
- Seit 2015 Visiting Professor, ICMA Centre, Henley Business School, University of Reading

Professor Dr. Kerstin Lopatta

- Professorin für Rechnungslegung, Prüfung und Nachhaltigkeit, Research Group on Sustainable Finance, Universität Hamburg
- Seit 2021 Aufsichtsratsmitglied und Vorsitzende des Prüfungsausschusses der EQS Group AG, München
- Seit 2020 Direktorin “The Global Research Alliance for Sustainable Finance and Investment” (GRASFI)
- Seit 2020 Mitglied des Managementboards “Sustainable Finance Research Platform”
- Seit 2015 Visiting Professor, City University Hong Kong
- Seit 2012 Adjunct Professor, University of Luxembourg
- Juniorprofessorin an der Freien Universität Berlin
- Promotion an der Goethe-Universität Frankfurt am Main
- Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Leibniz Universität Hannover

CHANCE 2021

Alles Corona oder was?

VON INKEN SCHÖNAUER - AKTUALISIERT AM 25.11.2020 - 09:01



Für Reise- und Luftfahrt-Titel brauchen Anleger gute Nerven, die Pharma-Blick wert. Was sind die Chancen für das Jahr 2021? Wir geben den Überblick über die neuen Serie zur Geldanlage.

„Covid-19 hat deutlich gemacht, dass ein Zusammenhang zwischen schlechter Ernährung und Anfälligkeit für Infektionskrankheiten besteht. Studien haben vor allem einen engen Zusammenhang zwischen Adipositas und Covid-19 gezeigt“

- (Pictet 2021)

BANKEN-GIPFEL

EZB-Aufseherin sieht großen Nachholbedarf bei Nachhaltigkeit und warnt vor Covid-Risiken

Kerstin af Jochnick kündigt ein Einschreiten der Aufsicht bei Nachhaltigkeitsmuffeln an. Eine vollständige Prüfung der Risiken soll 2022 folgen.

Mehr Natur wagen

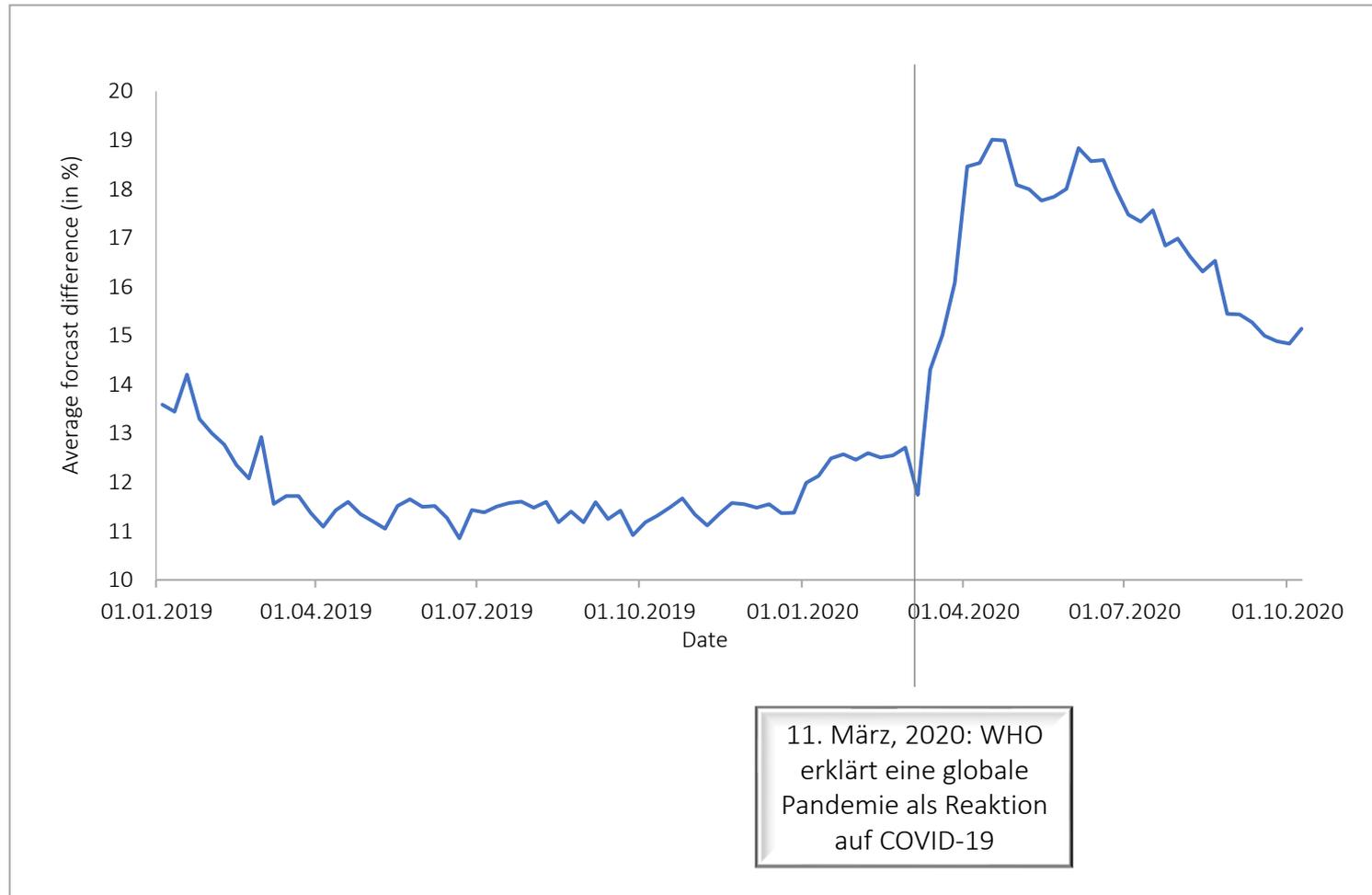
09.11.2020, 11:03 Uhr

Wie Artenvielfalt vor Pandemien schützt

In der Covid-19-Pandemie richtet sich die Aufmerksamkeit auf Tests, Eindämmungsmaßnahmen und Impfstoffe. Über die Symptome vergessen wir die Ursachen. VON MATTHIAS GLAUBRECHT



Welche Gründe gibt es für erhöhte Diskrepanzen unter Finanzanalysten während der Pandemie?



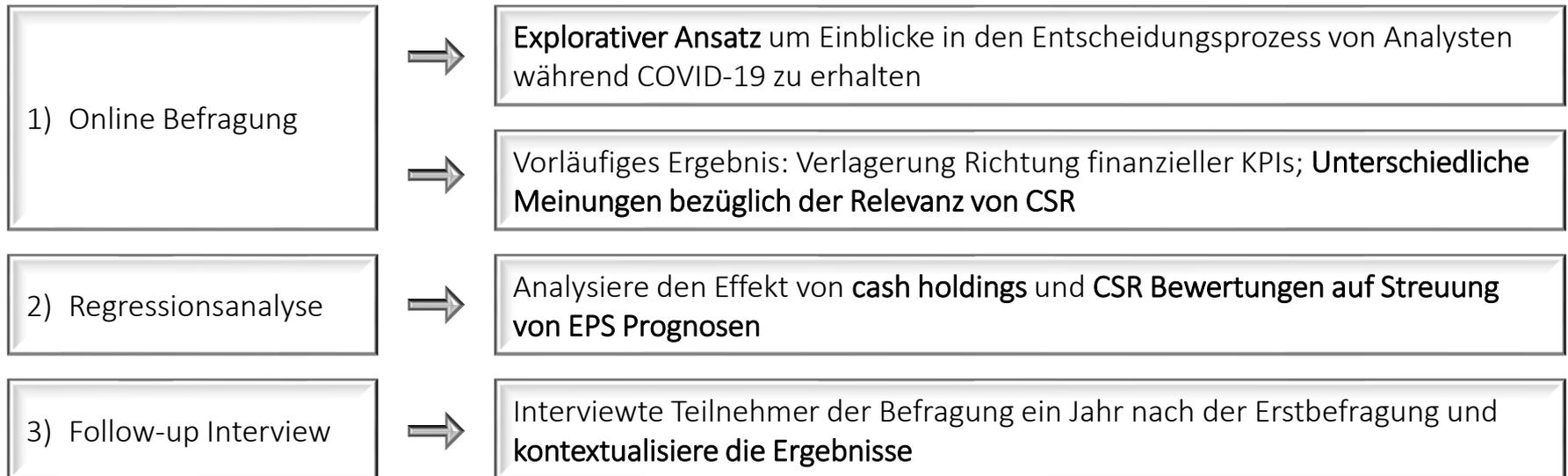
Studien bezüglich CSR gelangen zu gegensätzlichen Ergebnissen;
- positiver Effekt auf Renditen

- Nachhaltige Fonds übertrafen die vergleichbare Fonds während COVID-19. Investoren bevorzugen Fonds mit hoher Nachhaltigkeitsbewertung. (*Pastor & Vorsatz, 2020*).
 - 4.292 aktiv verwaltete US-Aktienfonds
 - Morningstar Nachhaltigkeitsratings (relativ grobes Maß zwischen 1 bis 5)
 - Analyse auf Fondenebene; keine Untersuchung einzelner Unternehmen
- Ein größeres CSR Engagement vor der Krise ist mit höheren Aktienrenditen und geringerer Renditevolatilität verbunden (*Alberquerque et al., 2020*).
 - 2.171 US-Unternehmen
 - Refinitiv E&S Rating (Maß zwischen 1 bis 100), aber umskaliert als Indikatorvariable (nachhaltig oder nicht nachhaltig)

Studien bezüglich CSR gelangen zu gegensätzlichen Ergebnissen;
- kein positiver Effekt auf Renditen

- **CSR hat Firmen nicht gegen die Auswirkungen von COVID-19 immunisiert** (*Demers et al., 2020*).
 - 1.652 US-Unternehmen
 - Unterschiedliche Maße für nachhaltige Unternehmen (Refintiv, MSCI, verschiedene Skalierungen)
 - Zusätzliche Kontrollvariablen führen zu insignifikanten Koeffizienten für CSR
 - Vorherige Ergebnisse (z.B. *Alberquerque et al., 2020*) getrieben durch „omitted variable bias“
- **CSR hat Aktienrenditen während der finanziellen Absturzperiode nicht beeinflusst.** (*Bae et al., 2021*).
 - 1.750 UN-Unternehmen
 - Unterschiedliche Maße für nachhaltige Unternehmen (Refintiv, MSCI, verschiedene Skalierungen)
 - Design und Ergebnisse vergleichbar mit *Demers et al., 2020*

RQ: Welche Gründe gibt es für erhöhte Diskrepanzen unter Finanzanalysten während der Pandemie?



Qualitative Methodologie

1) Online Umfrage

- Eikon Datenbank: Beinhaltet eine Liste aller Finanzanalysten der Unternehmen in Vanguard Total World.
- Wir finden die Übereinstimmungen zwischen den Finanzanalysten und den jeweiligen IR, die sie abdecken.

2) Follow-up Interview

- Follow-up Interviews mit Teilnehmern der Umfrage, die die persönlichen Email Adressen zur Verfügung gestellt haben.

Auswahl Pool: 7.351 Finanzanalysten und 4.123 IR

Auswahl Pool: 30 Finanzanalysten

- Umfrage Design
 1. Finanzanalysten: Beinhaltet 14 Fragen gruppiert in sechs breitere Kategorien
 2. IR: Beinhaltet fünf Fragen
 3. Fünfstufige Likert Skala, kodiert [-2,+2]

- Semi-strukturiertes Interview mit zwei Segmenten:
 1. Fragen bezüglich des Entscheidungsprozesses von Analysten während COVID-19.
 2. Fragen bezüglich der Relevanz von CSR und der Zunahme von Unstimmigkeiten bei Prognosen.

Qualitative Methodologie

1) Online Umfrage

- Eikon Datenbank: Beinhaltet eine Liste aller Finanzanalysten der Unternehmen in Vanguard Total World.
- Wir finden die Übereinstimmungen zwischen den Finanzanalysten und den jeweiligen IR, die sie abdecken.

2) Follow-up Interview

- Follow-up Interviews mit Teilnehmern der Umfrage, die die persönlichen Email Adressen zur Verfügung gestellt haben.

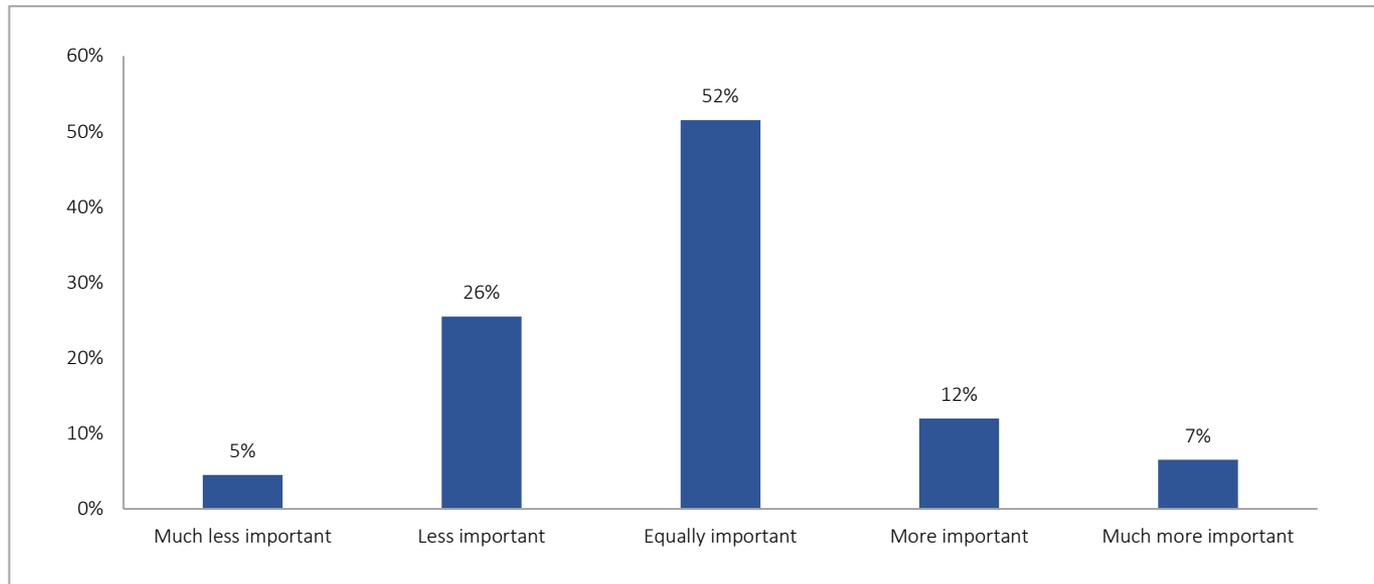
Auswahl Pool: 7.351 Finanzanalysten und 4.123 IR

Auswahl Pool: 30 Finanzanalysten

- Umfrage Design
 1. Finanzanalysten: Beinhaltet 14 Fragen gruppiert in sechs breitere Kategorien
 2. IR: Beinhaltet fünf Fragen
 3. Fünfstufige Likert Skala, kodiert [-2,+2]

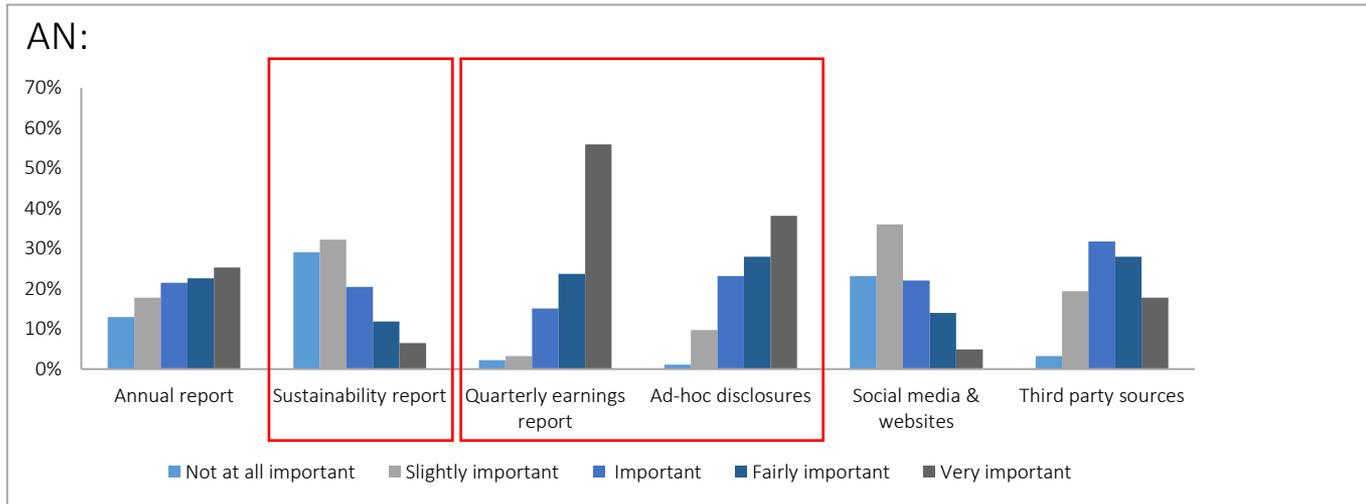
- Semi-strukturiertes Interview mit zwei Segmenten:
 1. Fragen bezüglich des Entscheidungsprozesses von Analysten während COVID-19.
 2. Fragen bezüglich der Relevanz von CSR und der Zunahme von Unstimmigkeiten bei Prognosen.

„Wie wichtig ist nicht-finanzielle Offenlegung im Vergleich zu finanzieller Offenlegung für Ihre Aktienbewertungen?“

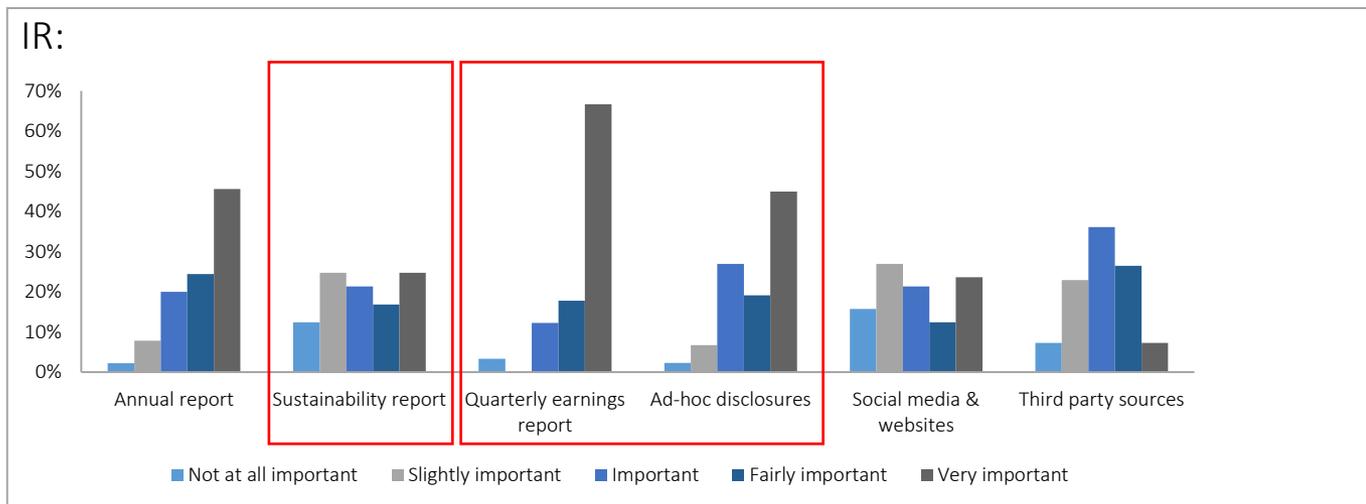


- 51.5 % halten generell beide Arten der Offenlegung für gleich wichtig für ihre Aktienbewertungen.
- 18.5 % halten nicht-finanzielle Informationen für wichtiger als finanzielle Informationen.

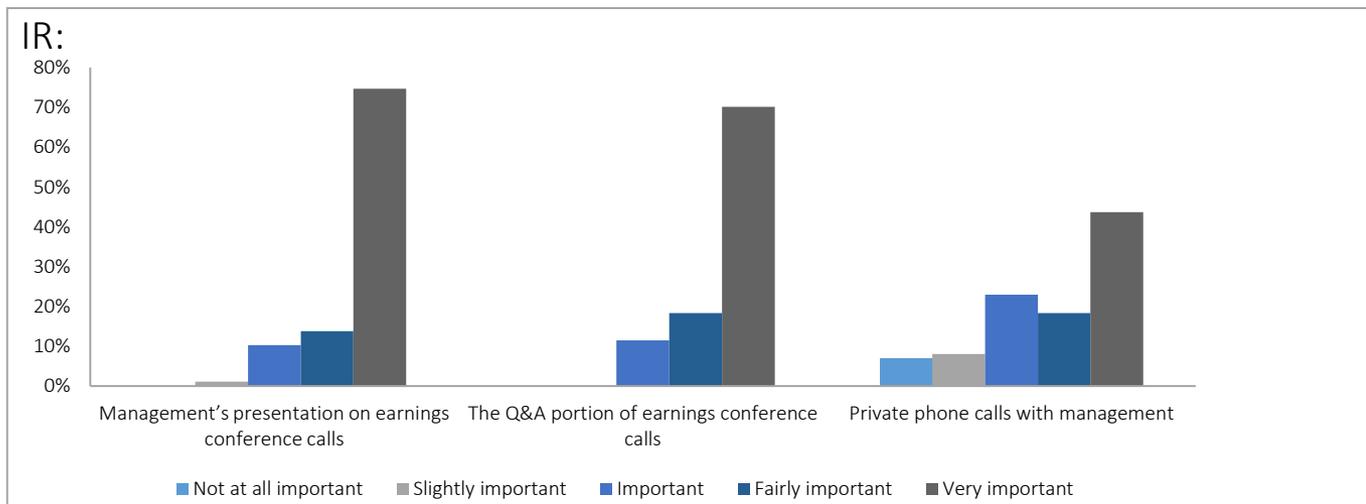
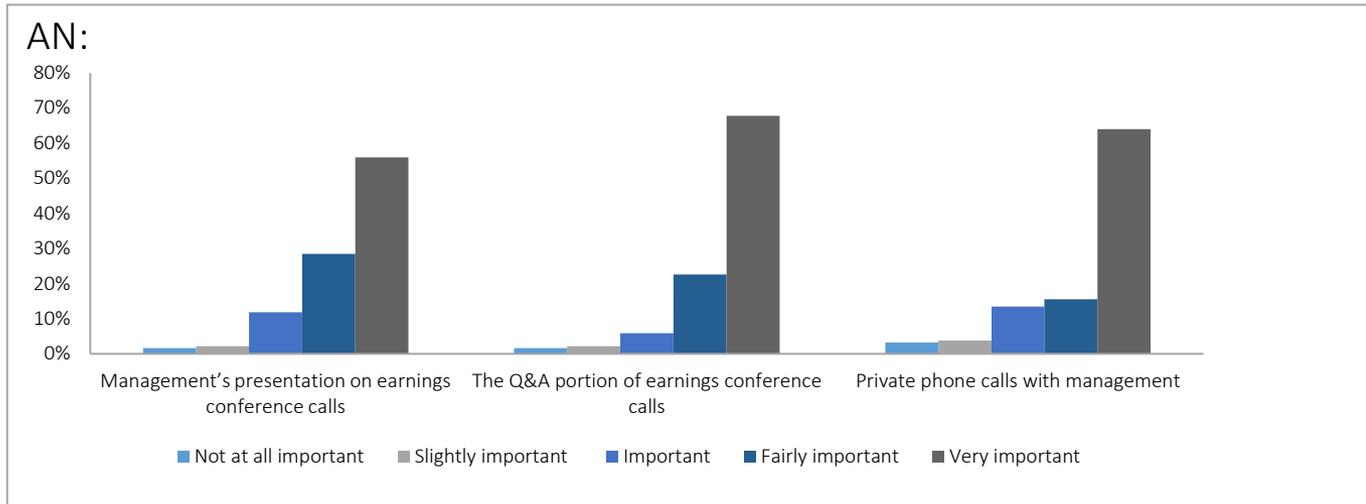
„Wie wichtig sind die folgenden, indirekten Kanäle zur Offenlegung bei der Evaluierung der finanziellen Auswirkungen von COVID-19?“



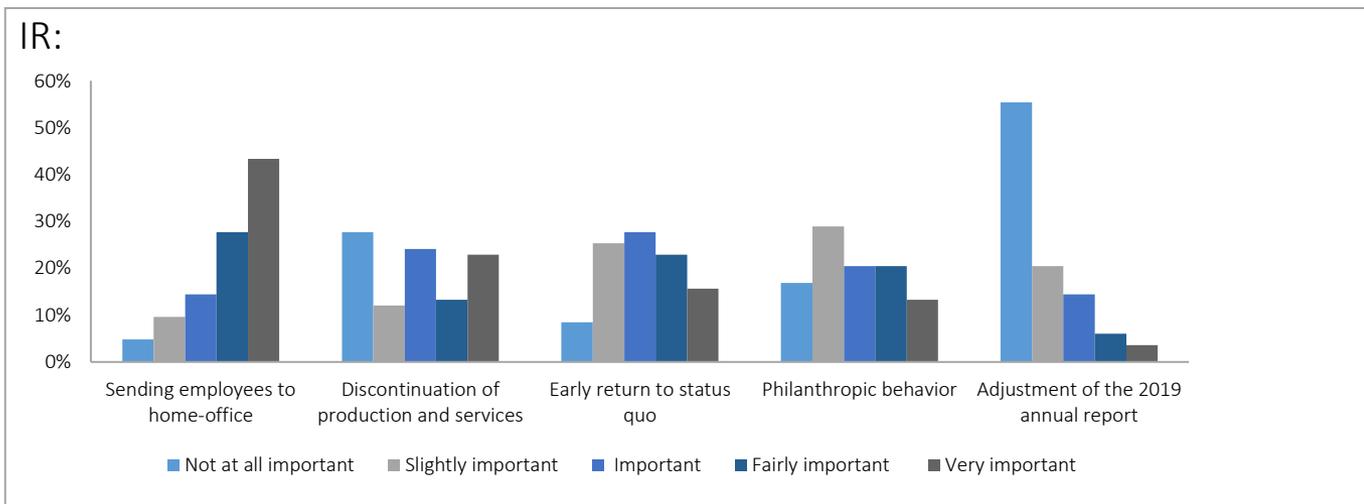
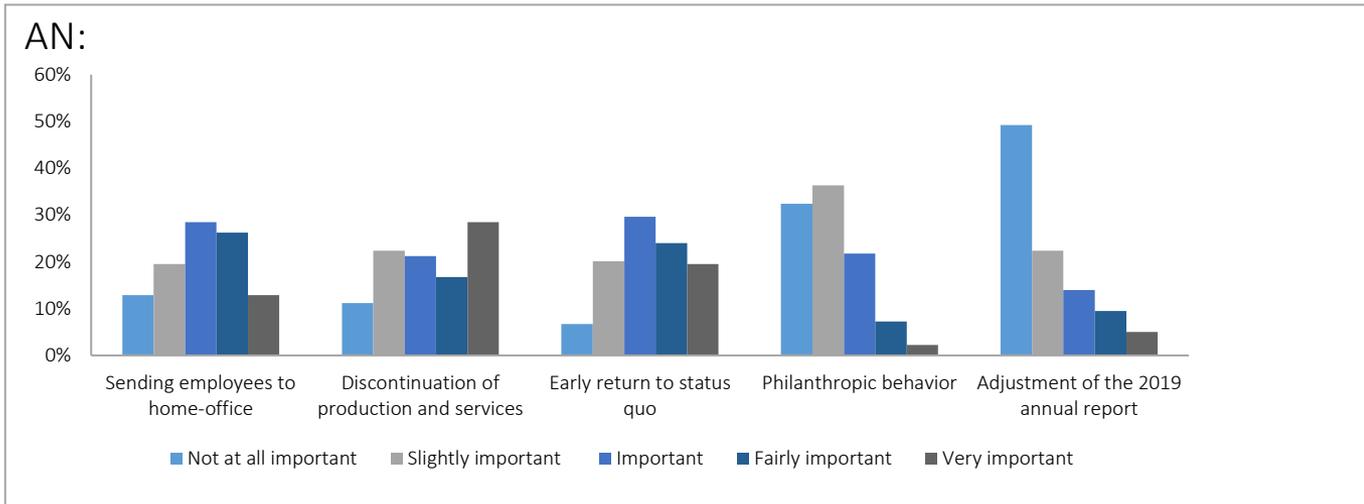
→ Betonung auf der rechtzeitigen Offenlegung von finanziellen Informationen.



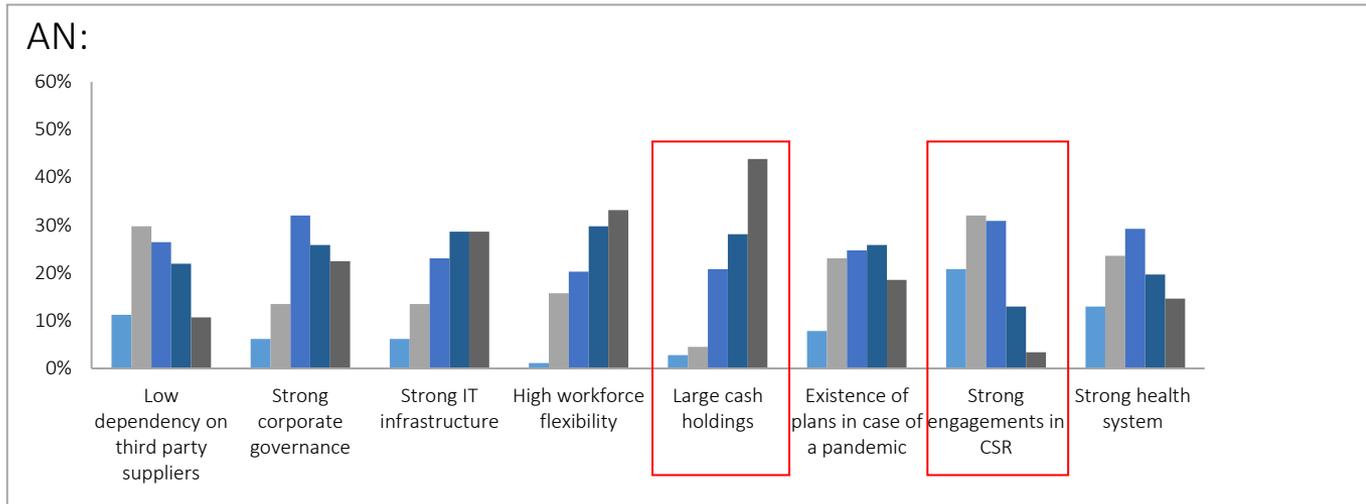
„Wie wichtig sind die folgenden direkte Kanäle zur Offenlegung für Ihr Unternehmen um die finanziellen Auswirkungen von COVID-19 zu kommunizieren?“



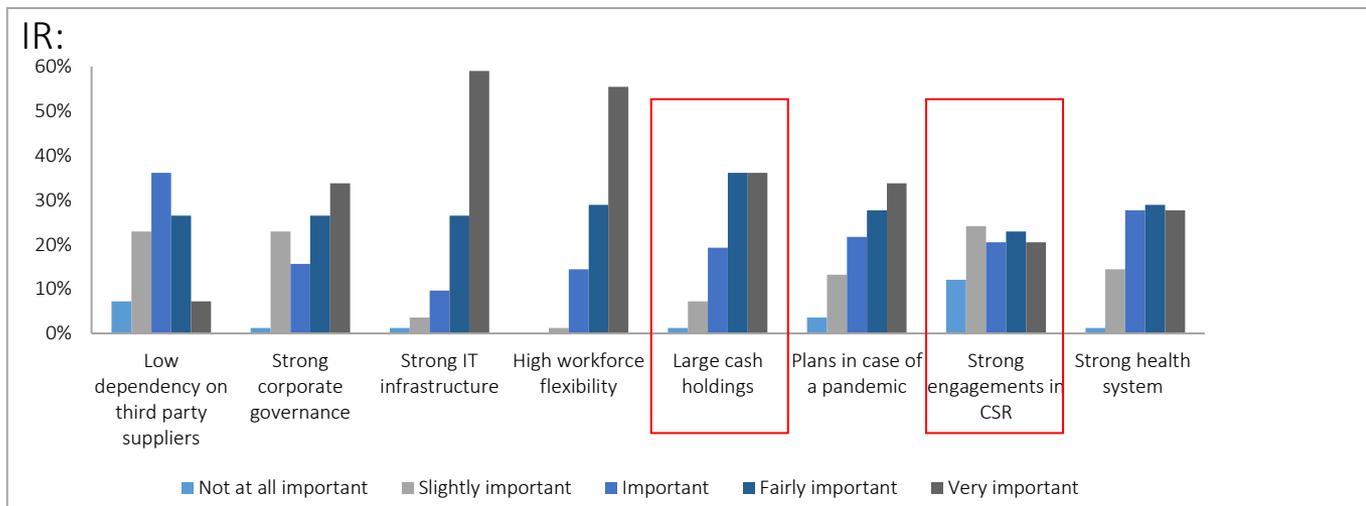
„Wie wichtig sind Ihrer Meinung nach die folgenden Maßnahmen des Managements um die finanziellen Auswirkungen von COVID-19 auf die Firmen die Sie abdecken zu bestimmen?“



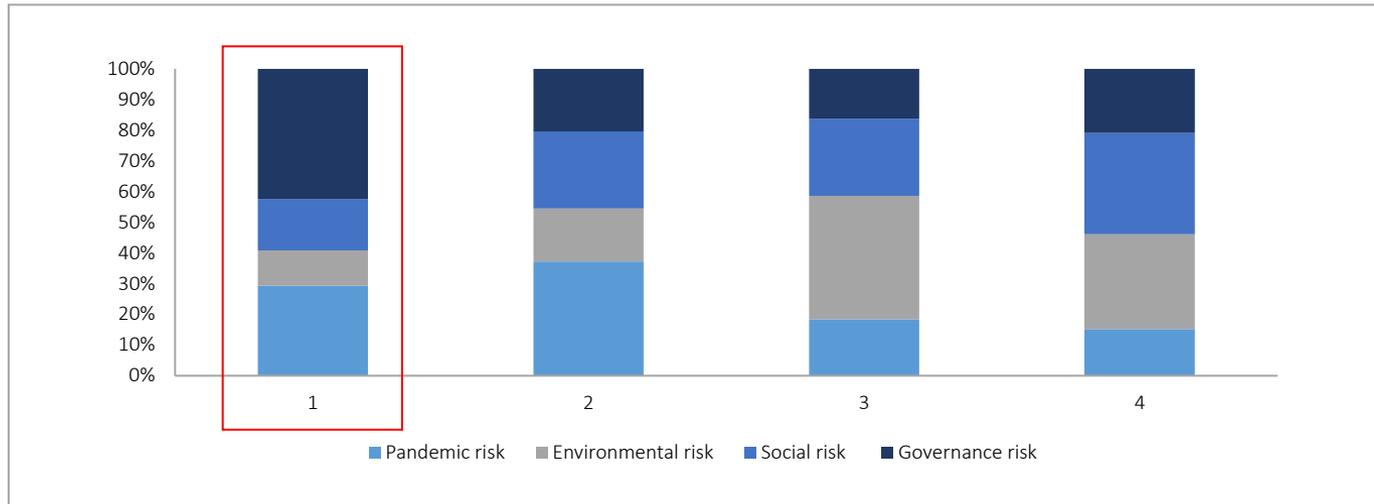
„Wie wichtig sind Ihrer Einschätzung nach die folgenden Punkte bei der Bestimmung der finanziellen Auswirkungen von COVID-19 auf die von Ihnen abgedeckten Unternehmen?“



→ Cash holdings war ein relevanterer Faktor als CSR bei der Bestimmung der finanziellen Auswirkungen.



„Bitte ordnen Sie die folgenden Risiken im Hinblick auf deren Relevanz für Ihre aktuellen Aktienbewertungen ein.“



- Wir baten die Teilnehmer, vier Risikofaktoren (Pandemie-, Umwelt-, Sozial- und Governance-Risiko) von 1 am höchsten bis 4 am niedrigsten einzustufen.
- Governance-Faktoren besonders relevant zum Zeitpunkt unserer Umfrage, Umweltfaktoren weniger relevant

	Dep var: dispersion				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Main effect covid19					
covid19	0.0325 (6.5529)***				
csr*covid19					
csr_score*covid19		0.0001 (3.0892)***			0.0001 (2.0447)**
e_score*covid19			0.0001 (3.4500)***		
s_score*covid19				0.0001 (1.8867)*	
liquidity*covid19					
cash*covid19		-0.0242 (6.2385)***	-0.0240 (6.2636)***	-0.0243 (6.2742)***	
quick_ratio*covid19					-0.0016 (10.1436)***
controls*covid19					
leverage*covid19		-0.0050 (1.7280)*	-0.0050 (1.7056)*	-0.0052 (1.7866)*	-0.0056 (1.3504)
roa*covid19		0.0001 (3.6189)***	0.0001 (3.6265)***	0.0001 (3.6226)***	0.0002 (4.9936)***
size*covid19		-0.0001 (0.2722)	-0.0001 (0.1392)	0.0001 (0.1863)	0.0004 (0.6862)
numest*covid19		0.0009 (2.9098)***	0.0009 (2.9027)***	0.0009 (2.9343)***	0.0008 (2.6801)***
_cons	-2.1612 (112.0560)***	-1.9897 (47.9224)***	-1.9916 (47.3632)***	-2.0102 (50.5824)***	-2.0170 (49.4129)***
Adjusted R2	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58
N	799,729	663,330	663,330	663,330	629,318
Firm FE	YES	YES	YES	YES	YES
Forecast horizon FE	YES	YES	YES	YES	YES
Industry-month FE	NO	YES	YES	YES	YES
Country-month FE	NO	YES	YES	YES	YES

	Dep var: consensus				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Main effect covid19					
covid19	-0.0097 (3.7898)***				
csr*covid19					
csr_score*covid19		-0.0000 (0.7066)			0.0000 (0.1119)
e_score*covid19			-0.0000 (0.6172)		
s_score*covid19				-0.0000 (0.7539)	
liquidity*covid19					
cash*covid19		0.0192 (2.2889)**	0.0191 (2.2964)**	0.0192 (2.2903)**	
quick_ratio*covid19					0.0009 (2.5961)**
controls*covid19					
leverage*covid19		0.0039 (1.2255)	0.0040 (1.2178)	0.0040 (1.2500)	0.0036 (0.7071)
roa*covid19		0.0003 (2.4273)**	0.0003 (2.4021)**	0.0003 (2.4572)**	0.0003 (2.3678)**
size*covid19		-0.0007 (1.4810)	-0.0007 (1.4419)	-0.0007 (1.6893)*	-0.0012 (2.2569)**
numest*covid19		0.0003 (1.5214)	0.0003 (1.5214)	0.0003 (1.5224)	0.0003 (1.4514)
_cons	-0.2341 (24.9630)***	-0.2445 (7.5764)***	-0.2441 (7.0962)***	-0.2402 (7.9754)***	-0.2035 (5.5807)***
Adjusted R2	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91
N	705,221	576,075	576,075	576,075	543,536
Firm FE	YES	YES	YES	YES	YES
Forecast horizon FE	YES	YES	YES	YES	YES
Industry-month FE	NO	YES	YES	YES	YES
Country-month FE	NO	YES	YES	YES	YES

Zusammenfassung der Interpretation der Regressionen

Höhere CSR Ratings von Unternehmen sind vor der Pandemie mit signifikant niedrigeren Unterschieden in Analystenmeinungen assoziiert (CSR hat eine relevante Informationsfunktion)

- Dieser negative Effekt auf Meinungsunterschiede hat sich mit Ausbruch der Pandemie jedoch abgeschwächt
- Stattdessen größerer Fokus auf harte finanzielle Faktoren (insbesondere Unternehmensliquidität)

Keine statistische Evidenz dafür, dass CSR Ratings zu höheren oder niedrigeren Forecasts während der Pandemie führten

Qualitative Methodologie

1) Online Umfrage

- Eikon Datenbank: Beinhaltet eine Liste aller Finanzanalysten der Unternehmen in Vanguard Total World.
- Wir finden die Übereinstimmungen zwischen den Finanzanalysten und den jeweiligen IR, die sie abdecken.

Auswahl Pool: 7.351 Finanzanalysten und 4.123 IR

- Umfrage Design
 1. Finanzanalysten: Beinhaltet 14 Fragen gruppiert in sechs breitere Kategorien
 2. IR: Beinhaltet fünf Fragen
 3. Fünfstufige Likert Skala, kodiert [-2,+2]

2) Follow-up Interview

- Follow-up Interviews mit Teilnehmern der Umfrage, die die persönlichen Email Adressen zur Verfügung gestellt haben.

Auswahl Pool: 30 Finanzanalysten

- Semi-strukturiertes Interview mit zwei Segmenten:
 1. Fragen bezüglich des Entscheidungsprozesses von Analysten während COVID-19.
 2. Fragen bezüglich der Relevanz von CSR und der Zunahme von Unstimmigkeiten bei Prognosen.

Kanäle zur Offenlegung

*Companies can't predict "out of control situations" better than us actually. They did not know what happened and even until now some companies can not give guidance for the year. When we were in the beginning of the pandemic all the targets, all the guidance were off the table because the situation changed completely. **We kept asking the companies for their targets and guidance but they couldn't promise anything. Even if they could, the targets and guidance were completely off.** [May 5, 2021]*

*Online communications has definitely picked up quite a fair way. There were some traditional companies who are reluctant to use these kind of things. **But this COVID-19 pandemic has forced them to transform this kind of communication metrics.** [May 6, 2021]*

*I think the companies I covered didn't know a lot of the impacts, but I think they also were disclosing the degree to which they didn't know. However, as a sell side analyst, **I felt that the communication was good, if not better than some other times when we don't have a pandemic.** [May 5, 2021]*

- Unternehmen sind nicht in der Lage, einen genauen Ausblick auf ihre geschäftlichen Aktivitäten aufgrund der Unberechenbarkeit des Virus zu geben.
- Finanzanalysten suchen bewusst vermehrt den direkten Dialog mit dem Management über digitale Alternativen.

Pandemischer Risikofaktor

*I would say most people would not consider a pandemic as one of the risk factors, **but for investors who are based in Asia and in Hong Kong.** [...] **In 2003 there was another pandemic that hit Asia very badly, the SARS-pandemic.** And at that time it hit Hong Kong and Singapore quite severely. [...] When we heard that there was some sort of a pandemic situation in China, it immediately rang the bell for us, it looked like “okay SARS is coming again”. [...] So I would say, we probably would be the few who would have experience or awareness about pandemic risk. However, I think to be equally fair, we would totally admit that we did not expect COVID-19 to be that bad and drag that long. [May 4, 2021]*

*I'm based in Japan, where I always looking at natural disaster risk. Large earthquakes, Mount Fuji erupting, this sort of thing. So, I'm always looking at: **Okay, this happens once every 50 years, and when it happens, that's the effect we expect.** [May 5, 2021]*

- Analysten mit Wohnsitz in Ländern, die früher exogenen Risiken wie frühere Pandemien/Epidemien oder Naturkatastrophen ausgesetzt waren, hatten bereits Erfahrung mit den potenziellen wirtschaftlichen Auswirkungen zukünftiger Krisenereignisse.

Kurzfristige Relevanz nicht-finanzieller Informationen

*Potentially I would say that the disruptions towards the businesses is huge. If we roll back 9 to 12 months ago, for most businesses the survival wasn't a question. So that's why people would care about liquidity, the leverage of the company, etc.. **Because at that time they were in a survival mode and that would obviously draw attention away from CSR or non-financial information.** [May 4, 2021]*

*The thing is that the financial information is very systematic. It is audited by a large auditing firm [...]. **Of course, everyone is going to use the financial information, whereas the non-financial information it is very fuzzy.** [May 5, 2021]*

- Die Pandemie schränkte das globale Geschäftsumfeld deutlich ein und gefährdete das Überleben von Unternehmen.
- In der Krisenzeit, verschob sich der Fokus in Richtung kurzfristiger Kennzahlen und insbesondere auf Kennzahlen die auf der Liquidität von Unternehmen basieren.

Langfristige Relevanz nicht-finanzieller Informationen

*When I did the same survey 12 months ago, my answer would be somewhat different. I would tell you about the importance of the conservation of cash, maintaining good cash flows. [...] Now today, I think some of the concerns have been eased off, central banks provide a lot of liquidity, so the cash flow concerns are not there. Market valuations are actually on a very elevated level, it's not cheap at all. **But I think one key point that was valid 12 months ago and will continue to be valid at this point, will be the importance of ESG and sustainability in terms of board level decisions and strategic planning for the future.** [May 4, 2021]*

*A lot of the ESGs are about resilience or about sustainability. Especially when the company is under stress, you can see whether it's sustainable or not. **So yes, ESG has changed, it would have changed anyway, but yes, the pandemic probably helped to focus even more on that.** [May 5, 2021]*

- Das Interview wurde ein Jahr nach der ursprünglichen Befragung durchgeführt. Rückblickend, hat sich der Markt erholt und Analysten sind sich einig, dass langfristig, nicht-finanzielle Informationen mindestens gleichwertig wenn nicht sogar wichtiger als finanzielle Informationen sind.
- Analysten sind sich schlussendlich einig, dass der Fokus auf Nachhaltigkeit sich zukünftig noch weiter verstärken wird.

- Durch den Mixed-Methods-Ansatz, konnte unsere Studie zeigen, dass Finanzanalysten zu Beginn der Pandemie nicht-finanzielle Informationen für einen weniger relevanten Faktor hielten als harte finanzielle Informationen
- Quantitativ finden wir neue Belege dafür, dass CSR vor der Krise mit einer geringeren Prognosestreuung verknüpft ist, dieser Effekt jedoch zu Beginn der Pandemie abnimmt.
- Qualitativ stellen wir fest, dass Finanzanalysten ihre Aufmerksamkeit kurzfristig auf finanzielle Informationen lenkten, da die Pandemie das Überleben von Unternehmen gefährdet hat.
- Analysten sind sich jedoch einig, dass sich auf lange Sicht der Fokus auf Nachhaltigkeitsthemen beschleunigt hat, auch aufgrund der Pandemie.



- 70 % der 23 analysierten börsenbezogenen Studien zeigen negative Auswirkungen von Naturrisiken:
 - **Regulatorisches Risiko:** Befürchtungen, dass sich der Cashflow aufgrund der Verpflichtung zu umweltfreundlichen Technologien, Produkten und Dienstleistungen verringern könnte.
 - **Physisches Risiko:** Durch Naturkatastrophen verursachte Unfälle führen zu exzessiven wertmindernden Mittelabflüssen.
 - Ferraro & Uchida (2007): Investoren reagieren negativ auf Wasserverschmutzung im öffentlichen Abwassersystem → negative kumulierte abnormale Renditen
 - **Andere Naturrisiken (z. B. Luftverschmutzung):** Psychologische und emotional negative Auswirkungen auf künftige Anlegerentscheidungen und damit auf die Marktrenditen (vor allem in China).
 - Levy & Yagil (2011): Luftverschmutzung wirkt sich negativ auf Aktienrenditen aus.
- 30 % der 23 analysierten börsenbezogenen Studien zeigen gemischte oder unbedeutende Auswirkungen:
 - Krankheitsausbrüche in Südkorea und Taiwan
 - Waldbrände und Überflutungen in Australien

Was passiert in Bezug auf Biodiversität?

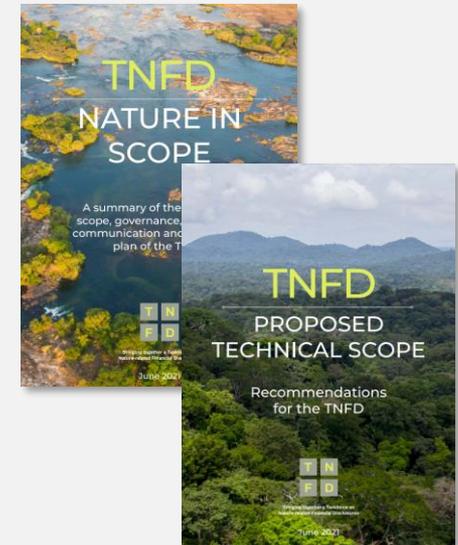
Biodiversitätsstrategie 2030



EU-Taxonomie



Taskforce on Nature-related Financial Disclosures





IR- und Analystensicht auf Risiken der Pandemie

Mitgliederversammlung des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.

Prof. Dr. Alexander Bassen
Prof. Dr. Kerstin Lopatta
Universität Hamburg
Research Group Sustainable Finance

