

sofia

Sonderforschungsgruppe
Institutionenanalyse

Der Einfluss von ESG-Ratings auf die Rendite von Immobilienunternehmen

Filiz, I.; Kirchhoff, F.; Nahmer, T.; Spiwoks, M.

sofia-Diskussionsbeitrag Nr. 24-1, Darmstadt 2024

ISBN 978-3-947850-05-1

Der Einfluss von ESG-Ratings auf die Rendite von Immobilienunternehmen

Ibrahim Filiz, Florian Kirchhoff, Thomas Nahmer und Markus Spiwoks

JEL Codes: A13, G12, O16, Q01, Q56, R39.

Key Words: ESG Rating, Stock Return, Real Estate Companies, Sustainability, Corporate Social Responsibility, Stock Market.

Abstract:

Die vorliegende Studie befasst sich mit dem Einfluss der Nachhaltigkeitsbemühungen von Immobiliengesellschaften auf deren ökonomischen Erfolg. Für den Zeitraum von 2017 bis 2023 werden 41 große europäische Immobiliengesellschaften daraufhin überprüft, ob die ESG-Ratings der London Stock Exchange Group (Refinitiv) die relative Jahresrendite wesentlich beeinflusst. Es zeigt sich, dass kein nennenswerter Zusammenhang zwischen den ESG-Ratings einerseits und den relativen Renditen andererseits besteht. Dies gilt sowohl, wenn man die ESG-Ratings in Beziehung mit den relativen Renditen jeweils desselben Jahres setzt, als auch, wenn man die ESG-Ratings mit den relativen Renditen des jeweils darauffolgenden Jahres in Beziehung setzt.

Ibrahim Filiz, Ostfalia University of Applied Sciences, Faculty of Business, Siegfried-Ehlers-Str. 1, D-38440 Wolfsburg, Germany, e-mail: ibrahim.filiz@ostfalia.de

Florian Kirchhoff, Ostfalia University of Applied Sciences, Faculty of Business, Siegfried-Ehlers-Str. 1, D-38440 Wolfsburg, Germany, Tel.: +49 5361 892 225 420, e-mail: fl.kirchhoff@ostfalia.de, <https://orcid.org/0009-0009-2482-1560>

Thomas Nahmer, Ostfalia University of Applied Sciences, Faculty of Business, Siegfried-Ehlers-Str. 1, D-38440 Wolfsburg, Germany, e-mail: thomas-nahmer@t-online.de

Markus Spiwoks, Ostfalia University of Applied Sciences, Faculty of Business, Siegfried-Ehlers-Str. 1, D-38440 Wolfsburg, Germany, Tel.: +49 5361 892 225 100, e-mail: m.spiwoks@ostfalia.de

Inhalt

1 Einleitung.....	4
2 Literaturübersicht.....	5
3 Fragestellung und Hypothesen.....	8
4 Daten und Methoden.....	9
5 Ergebnisse.....	11
6 Zusammenfassung.....	15
Literatur.....	16
Anhänge.....	18

Abbildungen

Abb. 1: Zusammenhang von ESG-Ratings und relativen Renditen im selben Jahr von 2017 bis 2023.....	11
Abb. 2: Zusammenhang von ESG-Ratings und relativen Renditen im folgenden Jahr von 2017 bis 2023.....	13
Abb. 3: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2017 und relativen Renditen im Jahr 2017.....	18
Abb. 4: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2018 und relativen Renditen im Jahr 2018.....	18
Abb. 5: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2019 und relativen Renditen im Jahr 2019.....	19
Abb. 6: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2020 und relativen Renditen im Jahr 2020.....	19
Abb. 7: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2021 und relativen Renditen im Jahr 2021.....	20
Abb. 8: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2022 und relativen Renditen im Jahr 2022.....	20
Abb. 9: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2023 und relativen Renditen im Jahr 2023.....	21
Abb. 10: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2016 und relativen Renditen im Jahr 2017.....	21
Abb. 11: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2017 und relativen Renditen im Jahr 2018.....	22
Abb. 12: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2018 und relativen Renditen im Jahr 2019.....	22

Abb. 13: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2019 und relativen Renditen im Jahr 2020..... 23

Abb. 14: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2020 und relativen Renditen im Jahr 2021..... 23

Abb. 15: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2021 und relativen Renditen im Jahr 2022..... 24

Abb. 16: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2022 und relativen Renditen im Jahr 2023..... 24

Abb. 17: Zusammenhang von ESG-Ratings und relativen Renditen im vorauslaufenden Jahr von 2017 bis 2023 25

Tabellen

Tab. 1: Zusammenhang von ESG-Ratings und relativer Renditen im selben Jahr von 2017 bis 2023 11

Tab. 2: Zusammenhang von ESG-Ratings und relativer Renditen im folgenden Jahr von 2017 bis 2023..... 12

1 Einleitung

In den zurückliegenden drei bis vier Jahrzehnten ist das Bewusstsein dafür gewachsen, dass Unternehmen nicht nur die Renditeansprüche der Aktionäre befriedigen müssen. Stattdessen sind Unternehmen wichtige Elemente des wirtschaftlichen, aber auch des gesellschaftlichen Lebens. Daher wird in zunehmendem Maße erwartet, dass Unternehmen dieser Rolle gerecht werden. Corporate Social Responsibility (CSR) kennzeichnet die gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen im Sinne eines nachhaltigen Wirtschaftens. Im weiteren Verlauf der öffentlichen Debatte wurde der CSR-Ansatz weiter ausdifferenziert. Dabei traten drei Bereiche der Unternehmensverantwortung hervor: Environmental, Social und Governance (ESG). Das sind die drei Bereiche, in denen Handlungsbedarf besteht, um die Natur zu schützen, den sozialen Fortschritt sicherzustellen und die Governance-Standards zu verbessern. Auf diese Weise soll die Entwicklung und der Wohlstand der Weltwirtschaft gesichert werden.

Inzwischen sehen sich die Unternehmen nicht nur dem Druck der öffentlichen Debatte ausgesetzt. Auch die Gesetzgeber haben die ESG-Kriterien als sinnvolle Zielperspektive aufgegriffen und verpflichten Unternehmen zunehmend dazu, diesen Standards gerecht zu werden. So hat beispielsweise die Europäische Union im Januar 2023 die Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) in Kraft gesetzt.

Da in zunehmendem Maße auch von Investoren die Frage nach der Erfüllung der ESG-Kriterien gestellt wird, haben sich inzwischen ESG-Rating-Agenturen etabliert. ESG-Rating-Agenturen, wie beispielsweise LSEG (Refinitiv), Ecovadis, Sustainalytics oder Inrate, machen die Nachhaltigkeitsanstrengungen der Unternehmen vergleichbar und für potenzielle Investoren schnell und gut einschätzbar.

Ob eine weitreichende Erfüllung der ESG-Standards auch zu einer Verbesserung des ökonomischen Erfolgs der Unternehmen beiträgt, ist allerdings umstritten.

2

Literaturübersicht

Hong & Kacperczyk (2009) vertreten die Auffassung, dass es sich nicht lohnt, den ESG-Kriterien zu folgen. Stattdessen stellen sie fest, dass gerade Unternehmen, die besonders wenig Nachhaltigkeitsanstrengungen unternehmen, ökonomisch besonders erfolgreich sind. Hoepner & Zeume (2013) sowie Adamsson & Hoepner (2015) kritisieren diese Einschätzung. Sie gehen davon aus, dass die Ergebnisse von Hong & Kacperczyk (2009) durch andere Besonderheiten der untersuchten Stichprobe überlagert werden und dass sogenannte Sündenaktien (sin stocks) ökonomisch nicht systematisch erfolgreicher sind. Fabozzi, Ma & Oliphant (2008) stützen hingegen mit einer breit angelegten empirischen Studie zum Erfolg von Sündenaktien in 21 Ländern im Zeitraum von 1970 bis 2007 die Einschätzung von Hong & Kacperczyk (2009). Fabozzi, Ma & Oliphant (2008) stellen fest, dass die Renditen von Sündenaktien etwa 1% pro Monat über der Marktrendite liegen. Zu ähnlichen Ergebnissen dringen Trinks & Scholten (2017) vor, die 1.634 Aktien aus 94 Ländern analysieren. Sie zeigen, dass Sündenaktien weit überdurchschnittliche Renditen erzielen. Unklar bleibt die Aussagekraft der Studie von Hoepner & Schopohl (2018). Die Autoren interpretieren ihre Ergebnisse dahingehend, dass es keinen Hinweis darauf gäbe, dass Sündenaktien systematische Überrenditen generieren. Anders deutet Hvidkjaer (2017) diese Ergebnisse. Er erkennt in den Daten einen klaren Renditevorteil von Sündenaktien. Auch die Studien von Filbeck, Holzauer & Zhao (2014) sowie von Humpfrey & Tan (2014) finden Belege dafür, dass Aktien, die sich nicht dem Nachhaltigkeitsaspekt zuwenden, überdurchschnittliche Renditen erzielen. Lobe & Walkshäusl (2016) stoßen hingegen auf keine empirische Evidenz für eine positive Renditeabweichung von Sündenaktien. Hvidkjaer (2017) argwöhnt allerdings, dass der Betrachtungszeitraum (1995-2007) in dieser Studie möglicherweise so gewählt wurde, dass sich keine Hinweise auf Überrenditen von Sündenaktien finden ließen.

Es liegen allerdings inzwischen auch etliche Befunde dafür vor, dass Unternehmen mit überdurchschnittlichen ESG-Ratings überdurchschnittliche Renditen erzielen. Kempf & Osthoff (2007) vergleichen die Renditen von Standardtiteln im Standard & Poor's 500 Index (S&P 500) und von nachhaltig ausgerichteten Aktien des Domini Social 400 Index (DS 400) im Zeitraum von 1992 bis 2004. Es zeigt sich, dass die Renditen der nachhaltigen Aktien höher ausfallen. Statman & Glushkov (2009) bestätigen diese Ergebnisse für den Zeitraum von 1992 bis 2007. Borgers, Derwall, Koedijk & ter Horst (2013) ziehen diese Ergebnisse in Zweifel. Ihrer Auffassung nach ist der Befund nur auf den Betrachtungszeitraum zurückzuführen. In späteren Zeiträumen (ab 2004) stelle sich dieser Zusammenhang nicht mehr ein. Halbritter & Dorfleitner (2015) bestätigen die Ergebnisse von Borgers, Derwall, Koedijk & ter Horst (2013), finden aber einen signifikant positiven Einfluss der ESG-Ratings von Bloomberg auf die künftigen Renditen nachhaltiger Unternehmen. Die Studie von Larsen (2016) deutet in

dieselbe Richtung. Gute ESG-Ratings von MSCI führen im Zeitraum von 2012 bis 2016 zu überdurchschnittlichen Renditen und zu unterdurchschnittlichen Schwankungen dieser Renditen. Humphrey & Tan (2014) stellen fest, dass Social-Responsible-Portfolios unterdurchschnittliche Renditen erzielen. Allerdings kritisiert Hvidkjaer (2017) die Portfoliozusammensetzung und den Betrachtungszeitraum, wodurch die Aussagekraft der Ergebnisse als eingeschränkt zu betrachten sei. Verheyden, Eccles & Feiner (2016) finden in den meisten Fällen von ESG-geprägten Portfolios ein überdurchschnittliches Rendite-Risiko-Verhältnis.

Derwall, Guenster, Bauer & Koedijk (2005) finden für den Zeitraum von 1995 bis 2003 Hinweise darauf, dass Unternehmen, die dem Umweltschutz besondere Bedeutung beimessen, überdurchschnittliche Renditen erzielen. Edmans (2011) zeigt für den Zeitraum von 1984 bis 2011, dass zumindest das Kriterium der Mitarbeiterzufriedenheit einen deutlichen Zusammenhang zur Rendite der Unternehmung zeigt. Allerdings muss hier die Frage nach der Kausalität aufgeworfen werden. In erfolgreichen Unternehmen, die hohe Renditen erwirtschaften, stehen die Mitarbeiter vermutlich weniger unter Druck. Vielleicht führt also nicht die hohe Mitarbeiterzufriedenheit zu hohen Renditen, sondern die hohen Renditen führen möglicherweise zu hoher Mitarbeiterzufriedenheit. Diese Frage muss auch an die Studien von Edmans (2012), Statman & Glushkov (2009) sowie Kempf & Osthoff (2007) gerichtet werden. Auch in diesen Studien wird die Bedeutung der Mitarbeiterbeziehungen für die Unternehmensrendite hervorgehoben.

Chang, Nelson & Witte (2012) zeigen, dass grüne Investmentfonds im Vergleich zu herkömmlichen Investmentfonds risikobereinig eine erkennbare Underperformance aufweisen. Zu dem entgegengesetzten Ergebnis dringen Durán-Santomil, Otero-González, Correia-Domingues & Carlos (2019) für europäische Aktienfonds in den Jahren 2016-2018 vor. Sie orientieren sich dabei an der Nachhaltigkeitsbewertung von Morningstar. Capelle-Blancard & Monjon (2014) zeigen anhand von 116 französischen SRI-Investmentfonds im Zeitraum von 2001 bis 2007, dass SRI-Fonds unabhängig von der betrachteten Performance-Kennzahl nicht besser abschneiden als der Markt.

Es zeigt sich, dass Ankündigungen, sich in Zukunft stärker an ESG-Kriterien zu orientieren, von den Anlegern häufig nicht positiv aufgenommen werden, was sich in Kursrückgängen niederschlägt (vgl. bspw. Fisher-Vanden & Thorburn, 2011; Jacobs, Sinhal & Subramaniam, 2010; Krüger, 2015).

Drei große Übersichtsartikel (Friede, Busch & Bassen, 2015; Clark, Feiner & Viehs, 2015; Hvidkjaer, 2017) erkennen im Großen und Ganzen eine positive Wirkung verstärkter ESG-Anstrengungen auf die Rendite der Unternehmen. Talan & Sharma (2019) präsentieren ebenfalls einen großen Literaturüberblick, sind aber in der Bewertung des Zusammenhangs von Nachhaltigkeit und Rendite weitaus vorsichtiger. Eine Meta-Studie von Hornuf & Yüksel (2023) kommt zu der Einschätzung, dass SRI-Investments im Durchschnitt weder besser noch

schlechter abschneiden als das Marktportfolio. Man muss wohl zusammenfassend feststellen, dass die empirische Evidenz für die positive Wirkung einer ESG-Ausrichtung auf die Rendite einer Unternehmung noch nicht abschließend als gegeben angesehen werden kann.

3 Fragestellung und Hypothesen

Die vorliegende Studie wendet sich der Fragestellung zu, ob sich bei großen europäischen Immobiliengesellschaften im Zeitraum von 2017 bis 2023 eine positive Renditewirkung von ESG-Anstrengungen beobachten lässt. Dabei betrachten wir die Immobilientitel des STOXX Europe 600 Real Estate Index. Dabei wird untersucht, ob sich ein Zusammenhang zwischen dem ESG-Score von LSEG (Refinitiv) einerseits und der relativen Rendite der Immobilienaktien im selben Jahr oder im darauffolgenden Jahr andererseits erkennen lässt.

Wir folgen zunächst den Einschätzungen von Derwall, Guenster, Bauer & Koedijk (2005), Kempf & Osthoff (2007), Friede, Busch & Bassen (2015), Clark, Feiner & Viehs (2015), Larsen (2016), Verheyden, Eccles & Feiner (2016), Hvidkjaer (2017) sowie Durán-Santomil, Otero-González, Correia-Domingues & Carlos (2019). Das heißt, wir erwarten eine positive Korrelation zwischen den ESG-Ratings von LSEG (Refinitiv) einerseits und den relativen Renditen der betrachteten Immobiliengesellschaften andererseits. Unter einer relativen Rendite verstehen wir die Jahresrendite jeder einzelnen betrachteten Immobiliengesellschaft abzüglich der jährlichen Rendite des STOXX Europe 600 Real Estate Index.

Hypothese 1 lautet daher: Der Korrelationskoeffizient der ESG-Ratings und der relativen Jahresrenditen der betrachteten Unternehmen ist signifikant positiv.

Nullhypothese 1 lautet somit: Der Korrelationskoeffizient der ESG-Ratings und der relativen Jahresrenditen der betrachteten Unternehmen ist nicht signifikant positiv.

Borgers, Derwall, Koedijk & ter Horst (2013) heben hervor, dass die Berücksichtigung von Stakeholder-Interessen unter Umständen nicht die aktuellen, sondern erst die künftigen Renditen beeinflussen. Tatsächlich ist vorstellbar, dass die Investoren einige Zeit benötigen, um eine Veränderung des ESG-Ratings zur Kenntnis zu nehmen und in ihren Portfolioentscheidungen zu berücksichtigen. Dann würden sich entsprechende Kurssteigerungen erst mit einer zeitlichen Verzögerung ergeben. Deshalb stellen wir auch einen Zusammenhang zwischen den ESG-Ratings einerseits und den relativen Renditen des Folgejahres andererseits her.

Hypothese 2 lautet daher: Der Korrelationskoeffizient der jeweils aktuellen ESG-Ratings und der relativen Jahresrenditen des jeweils folgenden Jahres ist signifikant positiv.

Nullhypothese 2 lautet somit: Der Korrelationskoeffizient der jeweils aktuellen ESG-Ratings und der relativen Jahresrenditen des jeweils folgenden Jahres ist nicht signifikant positiv.

4

Daten und Methoden

Es werden die 41 Immobilienunternehmen betrachtet, die im Zeitraum von 2017 bis 2023 mindestens für einige Jahre Bestandteil des STOXX Europe 600 Real Estate Index waren. Dabei handelt es sich im Einzelnen um folgende Unternehmen: Aedifica NV, Allreal Holding AG, alstria office REIT AG, Aroundtown SA, Assura PLC, Big Yellow Group PLC, British Land Company PLC, Castellum AB, Cofinimmo SA, Covivio SA, Derwent London PLC, Deutsche Wohnen SE, Entra ASA, Fabega AB, Fastighets AB Balder, Gecina SA, Grand City Properties SA, Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA, Klepierre SA, Kojamo Oyj, Land Securities Group PLC, LEG Immobilien SE, Londonmetric Property PLC, LXi REIT PLC, MERLIN Properties SOCIMI SA, Primary Health Properties PLC, PSP Swiss Property AG, Rightmove PLC, Safestore Holdings PLC, Sagax AB, Samhallsbyggnadsbolaget I Norden AB, SEGRO PLC, Swiss Prime Site AG, TAG Immobilien AG, Tritax Big Box Reit PLC, Unibail-Rodamco-Westfield SE, Unite Group PLC, Vonovia SE, Wallenstam AB, Warehouses de Pauw NV, Wahlborgs Fastigheter AB.

Für den Zeitraum von 2017 bis 2023 werden die ESG-Ratings von LSEG (Refinitiv) einerseits und die relative Rendite der Unternehmen andererseits betrachtet. Die relative Rendite wird dabei wie folgt definiert: Es wird die Kursentwicklung von Jahresanfang bis Jahresende ermittelt und darüber hinaus die Gewinnausschüttungen (Dividendenzahlungen) berücksichtigt. Um ausschließlich die Renditeentwicklung zu betrachten, die nicht auf positive und negative Trends des gesamten Aktienmarktsegmentes zurückzuführen sind, wird anschließend die Kursentwicklung des Euro Stoxx 600 Real Estate Index abgezogen. Auf diese Weise wird die relative Rendite der einzelnen Aktien im Verhältnis zur Rendite aller Aktien des Euro Stoxx 600 Real Estate Index berücksichtigt.

Da der Index in Euro geführt wird und da viele der Aktien in anderen Währungen (beispielsweise britisches Pfund, Schweizer Franken oder Schwedische Krone) notiert werden, ist es unerlässlich, eine Währungsvereinigung bei der Ermittlung der Renditen der einzelnen Aktien vorzunehmen. Die Kursentwicklung zuzüglich der Dividendenzahlung eines Jahres wird stets in Euro umgerechnet, damit eine Relativierung der Renditen mit dem in Euro geführten Euro Stoxx 600 Real Estate Index sinnvoll vorgenommen werden kann.

Die Wertepaare (ESG-Rating einerseits und relative Jahresrendite andererseits) werden als Punktwolke in einem Koordinatensystem dargestellt und mit einer Regressionsgeraden versehen. Die Korrelationskoeffizienten (r) und die Bestimmtheitsmaße (R^2) werden ermittelt. Schließlich wird zur Beurteilung der Signifikanz der Spearman-Test verwendet (vgl. Spearman, 1904).

Darüber hinaus wird der Zusammenhang der ESG-Ratings mit den relativen Renditen des Folgejahres betrachtet. Auch für diese Daten werden die Korrelationskoeffizienten (r) und die Bestimmtheitsmaße (R^2) ermittelt. Schließlich wird

auch hier zur Beurteilung der Signifikanz der Spearman-Test verwendet (vgl. Spearman, 1904).

5 Ergebnisse

Zunächst wird die Korrelation zwischen den jeweiligen ESG-Ratings und den relativen Renditen (Kursveränderungen zuzüglich Dividendenzahlungen abzüglich der Rendite des Euro Stoxx 600 Real Estate Index) im selben Jahr betrachtet (Hypothese 1). „Im selben Jahr“ bedeutet, dass das ESG-Rating der Aktie x im Jahr 2017 ins Verhältnis zur relativen Rendite der Aktie x im Jahr 2017 gesetzt wird. Das Gleiche gilt dann auch für die übrigen Aktien und für die übrigen Jahre. Die Punktwolke führt zu einer Regressionsgeraden mit negativer Steigung (Abb. 1). Das bedeutet, dass je schlechter das ESG-Rating ausfällt, umso höher ist die relative Rendite der Immobilienaktien. Allerdings ist dieser Zusammenhang nur schwach ausgeprägt (Tab. 1). Der Korrelationskoeffizient (r) beträgt $-0,1195$. Das Bestimmtheitsmaß (R^2) liegt bei $0,0143$.

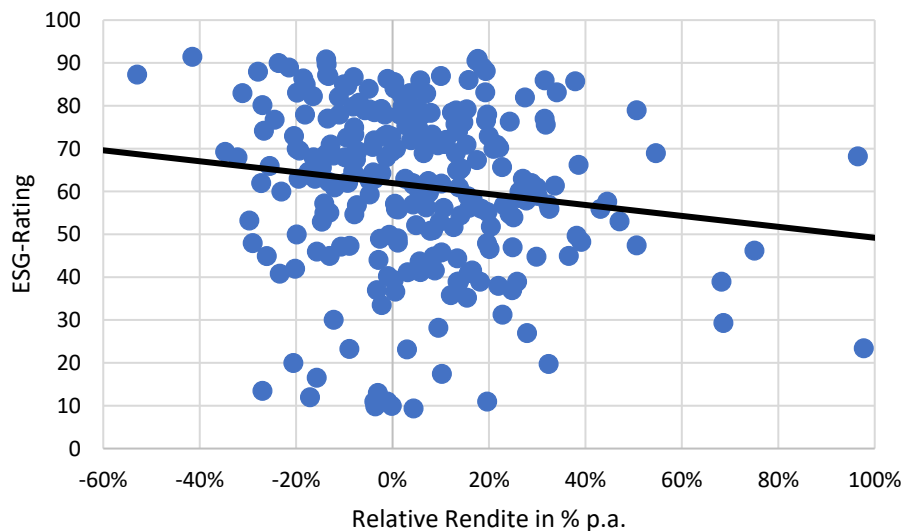


Abb. 1: Zusammenhang von ESG-Ratings und relativen Renditen im selben Jahr von 2017 bis 2023

Diese Gegebenheiten zeigen sich im Wesentlichen auch dann, wenn die Jahre 2017 bis 2023 separat analysiert werden (Tab. 1). Zwar zeigt sich in den Jahren 2017 und 2023 eine leicht positive Korrelation zwischen dem ESG-Rating einerseits und der relativen Rendite andererseits. In den Jahren 2018, 2019, 2020, 2021 und 2022 ergibt sich hingegen jeweils eine negative Korrelation zwischen den ESG-Ratings und den relativen Renditen. Die Punktwolken inklusive der Regressionsgeraden für die Jahre 2017 bis 2023 finden sich im Anhang.

Tab. 1: Zusammenhang von ESG-Ratings und relativer Renditen im selben Jahr von 2017 bis 2023

Jahr	Korrelation	Korrelationskoeffizient (r)	Bestimmtheitsmaß (R ²)	Spearman p-Wert
2017	positiv	0,0966	0,0093	0.7892
2018	negativ	-0,2828	0,0800	0.3115
2019	negativ	-0,1877	0,0352	0.8541
2020	negativ	-0,3286	0,1080	0.0308
2021	negativ	-0,1847	0,0341	0.2407
2022	negativ	-0,1094	0,0120	0.4927
2023	positiv	0,1601	0,0256	0.2005
Gesamt	negativ	-0,1195	0,0143	

Insgesamt bleibt festzustellen, dass sich die Bestimmtheitsmaße zwischen 0,0093 und 0,1080 bewegen. Der Zusammenhang der ESG-Ratings einerseits und der relativen Renditen andererseits ist sehr lose oder, wenn man es zugespitzter formulieren will, überhaupt nicht vorhanden. Selbst im günstigsten Fall (2020) werden weniger als 11% der Varianz der relativen Renditen durch die ESG-Ratings erklärt. Für den gesamten betrachteten Zeitraum (2017-2023) werden weniger als 1,5% der Varianz der relativen Renditen durch die ESG-Ratings erklärt. Das schlägt sich auch in den Ergebnissen der Signifikanztests nieder. Nur im Jahr 2020 zeigt der Spearman-Test einen signifikanten Zusammenhang von ESG-Ratings und relativer Rendite auf. Allerdings handelt es sich dabei um eine negative Korrelation.

Die Nullhypothese 1 kann somit nicht verworfen werden. Das heißt, der Korrelationskoeffizient der ESG-Ratings und der relativen Jahresrenditen der betrachteten Unternehmen ist nicht signifikant positiv.

Nicht viel anders stellen sich die Gegebenheiten dar, wenn eine zeitverzögerte Wirkung der ESG-Ratings auf die relativen Renditen betrachtet wird (Hypothese 2). Dabei wird die Korrelation zwischen den jeweiligen ESG-Ratings und den relativen Renditen (Kursveränderungen zuzüglich Dividendenzahlungen abzüglich der Rendite des Euro Stoxx 600 Real Estate Index) im folgenden Jahr betrachtet. „Im folgenden Jahr“ bedeutet, dass das ESG-Rating der Aktie x im Jahr 2017 ins Verhältnis zur relativen Rendite der Aktie x im Jahr 2018 gesetzt wird. Das Gleiche gilt dann auch für die übrigen Aktien und für die übrigen Jahre. Die Punktwolke führt zu einer Regressionsgeraden mit negativer Steigung (Abb. 2). Das bedeutet, dass je schlechter das ESG-Rating ausfällt, umso höher ist die relative Rendite der Immobilienaktien im darauffolgenden Jahr. Allerdings ist

dieser Zusammenhang nur schwach ausgeprägt (Tab. 2). Der Korrelationskoeffizient (r) beträgt $-0,1177$. Das Bestimmtheitsmaß (R^2) liegt bei $0,0138$.

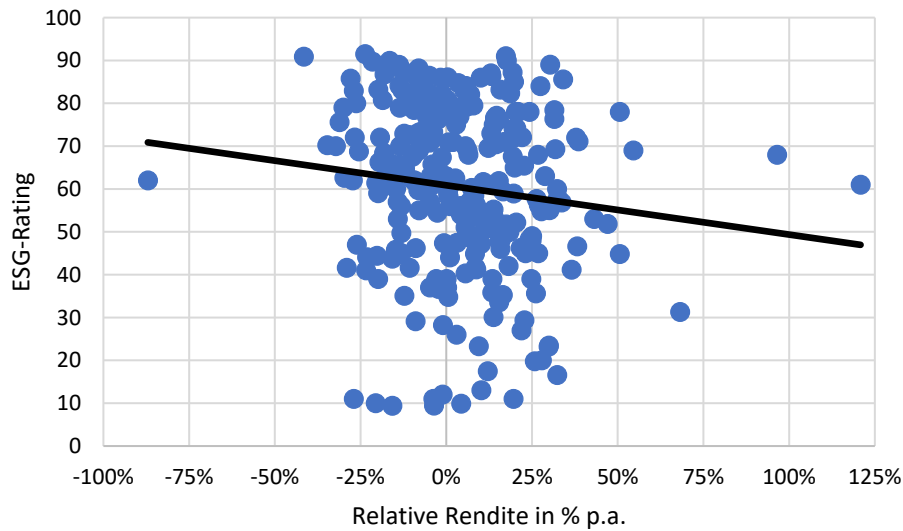


Abb. 2: Zusammenhang von ESG-Ratings und relativen Renditen im folgenden Jahr von 2017 bis 2023

Tab. 2: Zusammenhang von ESG-Ratings und relativer Renditen im folgenden Jahr von 2017 bis 2023

Jahr	Korrelation	Korrelationskoeffizient (r)	Bestimmtheitsmaß (R^2)	Spearman p-Wert
2017	negativ	$-0,0636$	$0,0040$	0.6431
2018	negativ	$-0,2828$	$0,0800$	0.1720
2019	positiv	$0,0285$	$0,0008$	0.9808
2020	negativ	$-0,4426$	$0,1959$	0.0035
2021	negativ	$-0,1856$	$0,0344$	0.3784
2022	negativ	$-0,0279$	$0,0008$	0.9423
2023	positiv	$0,1502$	$0,0226$	0.4026
Gesamt	negativ	$-0,1177$	$0,0138$	

Diese Gegebenheiten zeigen sich im Wesentlichen auch dann, wenn die Jahre 2017 bis 2023 separat analysiert werden (Tab. 2). Zwar zeigt sich in den Jahren 2019 und 2023 eine leicht positive Korrelation zwischen dem ESG-Rating einerseits und der relativen Rendite des darauffolgenden Jahres andererseits. In den

Jahren 2017, 2018, 2020, 2021 und 2022 ergibt sich hingegen jeweils eine negative Korrelation zwischen den ESG-Ratings und den relativen Renditen des darauffolgenden Jahres. Die Punktwolken inklusive der Regressionsgeraden für die Jahre 2017 bis 2023 finden sich ebenfalls im Anhang.

Insgesamt bleibt festzustellen, dass sich die Bestimmtheitsmaße zwischen 0,0008 und 0,1959 bewegen. Der Zusammenhang der ESG-Ratings einerseits und der relativen Renditen des darauffolgenden Jahres andererseits ist sehr lose. Selbst im günstigsten Fall (2020) werden weniger als 20% der Varianz der relativen Renditen durch die ESG-Ratings erklärt. Für den gesamten betrachteten Zeitraum (2017-2023) werden weniger als 1,5% der Varianz der relativen Renditen durch die ESG-Ratings erklärt. Das schlägt sich auch in den Ergebnissen der Signifikanztests nieder. Lediglich die Korrelation des Jahres 2020 erweist sich im Spearman-Test als signifikant. Allerdings handelt es sich hierbei um eine negative Korrelation.

Auch die Nullhypothese 2 kann somit nicht verworfen werden. Das heißt, der Korrelationskoeffizient der ESG-Ratings einerseits und der relativen Jahresrenditen der darauffolgenden Jahre andererseits ist nicht signifikant positiv.

Es ist grundsätzlich auch vorstellbar, dass die Marktteilnehmer künftige Anstrengungen zur Erfüllung der ESG-Kriterien antizipieren und dass sich diese künftigen Anstrengungen schon im Vorhinein in der Kursentwicklung niederschlagen. Dann käme es nicht zu einer zeitlich verzögerten, sondern zu einer vorlaufenden Reaktion der Renditeentwicklung auf künftige Veränderungen der ESG-Ratings. Auch diese Möglichkeit haben wir geprüft. Doch die Ergebnisse unterschieden sich nicht nennenswert von den Ergebnissen, die wir im Hinblick auf die Hypothesen 1 und 2 erzielt haben (siehe Abb. 17 im Anhang). Der Korrelationskoeffizient beträgt $-0,0861$. Das Bestimmtheitsmaß liegt bei 0,0074. Insofern gibt es keinerlei Hinweise darauf, dass es zu einer vorlaufenden Kursreaktion auf künftige Verbesserungen der ESG-Ratings gekommen ist.

Die Renditeentwicklung von (Immobilien-) Unternehmen sind ganz unzweifelhaft ein multidimensionales Phänomen. Offensichtlich wirken sich andere Einflussfaktoren bedeutend stärker auf den ökonomischen Erfolg der Unternehmen aus als ihre Nachhaltigkeitsbemühungen, die sich in den ESG-Ratings von LSEG (Refinitiv) niederschlagen. Für die Vermutung, dass in der heutigen Zeit die Bereitschaft der Unternehmen, sich im Sinne des ESG-Kriterien zu verhalten, ein wesentlicher oder sogar ein herausragender Aspekt für den ökonomischen Erfolg der Unternehmung darstellt, haben wir bei den betrachteten 41 großen europäischen Immobiliengesellschaften keine Belege gefunden.

6

Zusammenfassung

Die vorliegende Studie befasst sich mit dem Einfluss der Nachhaltigkeitsbemühungen von 41 großen europäischen Immobiliengesellschaften auf deren ökonomischen Erfolg. Die Nachhaltigkeitsbemühungen werden mit Hilfe der ESG-Ratings von LSEG (Refinitiv) erfasst. Der ökonomische Erfolg der Unternehmen wird anhand der Jahresrenditen nachvollzogen. Die jeweilige Jahresrendite ergibt sich aus der Kurssteigerung von Jahresbeginn bis Jahresende zuzüglich der Dividendenzahlungen, die im Verlauf des Jahres erfolgen. Um eine Verzerrung durch Phasen guter und schlechter (immobilien-) wirtschaftlicher Entwicklungen auszuschließen, werden nicht die absoluten Jahresrenditen ermittelt, sondern die Jahresrenditen im Verhältnis zur Jahresrendite des Euro Stoxx 600 Real Estate Index.

Es zeigt sich, dass kein nennenswerter Zusammenhang zwischen den ESG-Ratings einerseits und den relativen Renditen andererseits besteht. Dies gilt sowohl, wenn man die ESG-Ratings in Beziehung mit den relativen Renditen jeweils desselben Jahres setzt, als auch, wenn man die ESG-Ratings mit den relativen Renditen des jeweils darauffolgenden Jahres in Beziehung setzt. Die Vorstellung, dass in der heutigen Zeit, in der Nachhaltigkeitsüberlegungen in Gesellschaft und Politik einen sehr hohen Stellenwert haben, der Unternehmenserfolg von Nachhaltigkeitsanstrengungen wesentlich geprägt wird, ist zumindest für große europäische Immobiliengesellschaften im Zeitraum von 2017 bis 2023 unzutreffend.

Literatur

- Adamsson, H. & Hoepner, A. G., 2015. The 'Price of Sin' Aversion: Ivory Tower Illusion or Real Investable Alpha? SSRN 2659098.
- Borgers, A., Derwall, J., Koedijk, K. & Ter Horst, J., 2013. Stakeholder relations and stock returns: On errors in investors' expectations and learning. *Journal of Empirical Finance*, 22, 159- 175.
- Capelle-Blancard, G. & Monjon, S., 2014. The Performance of Socially Responsible Funds: Does the Screening Process Matter? *European Financial Management*, 20(3), 494-520.
- Chang, C. E., Nelson, W. A. & Witte, H. D., 2012. "Do green mutual funds perform well?", *Management Research Review*, 35(8), 693-708.
- Clark, G. L., Feiner, A. & Viehs, M., 2015. From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance. SSRN 2508281.
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. & Koedijk, K., 2005. The eco- efficiency premium puzzle. *Financial Analysts Journal*, 51- 63.
- Durán-Santomil, P., Otero-González, L., Correia-Domingues, R. H. & Carlos, J., 2019. Does Sustainability Score Impact Mutual Fund Performance? *Sustainability*, 11, 2972, 1-17.
- Fabozzi, F. J., Ma, K. C. & Oliphant, B. J., 2008. Sin stock returns. *The Journal of Portfolio Management*, 35(1), 82- 94.
- Filbeck, G., Holzhauser, H. M. & Zhao, X., 2014. Using Social Responsibility Ratings to Outperform the Market: Evidence from Long- Only and Active- Extension Investment Strategies. *The Journal of Investing*, 23(1), 79- 96.
- Fisher- Vanden, K. & Thorburn, K. S., 2011. Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth. *Journal of Environmental Economics and Management*, 62(3), 430- 445.
- Friede, G., Busch, T. & Bassen, A., 2015. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210- 233.
- Halbritter, G. & Dorfleitner, G., 2015. The wages of social responsibility – where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*, 26, 25- 35.
- Hoepner, A. G. & Schopohl, L., 2018. On the price of morals in markets: an empirical study of the Swedish AP- Funds and the Norwegian Government Pension Fund. *Journal of Business Ethics*, 151, 665–692.
- Hoepner, A. G. & Zeume, S., 2013. Fiduciary duty and sin stocks: is vice really nice? *Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty*, 2014, SSRN 1485846.

- Hong, H. & Kacperczyk, M., 2009. The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15- 36.
- Hornuf, L. & Yüksel, G., 2023. The performance of socially responsible investments: A meta-analysis, *European Financial Management*, 30(2), 1012–1061.
- Humphrey, J. E. & Tan, D. T., 2014. Does it really hurt to be responsible? *Journal of Business Ethics*, 122(3), 375- 386.
- Jacobs, B. W., Singhal, V. R. & Subramanian, R., 2010. An empirical investigation of environmental performance and the market value of the firm. *Journal of Operations Management*, 28(5), 430- 441.
- Kempf, A. & Osthoff, P., 2007. The effect of socially responsible investing on portfolio performance. *European Financial Management*, 13(5), 908- 922.
- Krüger, P., 2015. Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 115(2), 304- 329.
- Larsen, S., 2016, Giver bæredygtighedsanalyser værdi i forvaltning af aktier? *Finans/Invest*, 2017(6), 6- 12.
- Lobe, S. & Walkshäusl, C., 2016. Vice versus virtue investing around the world. *Review of Managerial Science*, 10(2), 303- 344.
- Spearman, C., 1904. The Proof and Measurement of Association between Two Things. *The American Journal of Psychology*. 15 (1), 72-101.
- Statman, M. & Glushkov, D., 2009. The wages of social responsibility. *Financial Analysts Journal*, 65(4), 33- 46.
- Talan, G. & Sharma, G. D., 2019. Doing Well by Doing Good: A Systematic Review and Research Agenda for Sustainable Investment. *Sustainability*, 11, 353, 1-16.
- Trinks, P. J. & Scholtens, B., 2015. The opportunity cost of negative screening in socially responsible investing. *Journal of Business Ethics*, 1- 16.
- Verheyden, T., Eccles, R. G. & Feiner, A., 2016. ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 47-56.

Anhänge

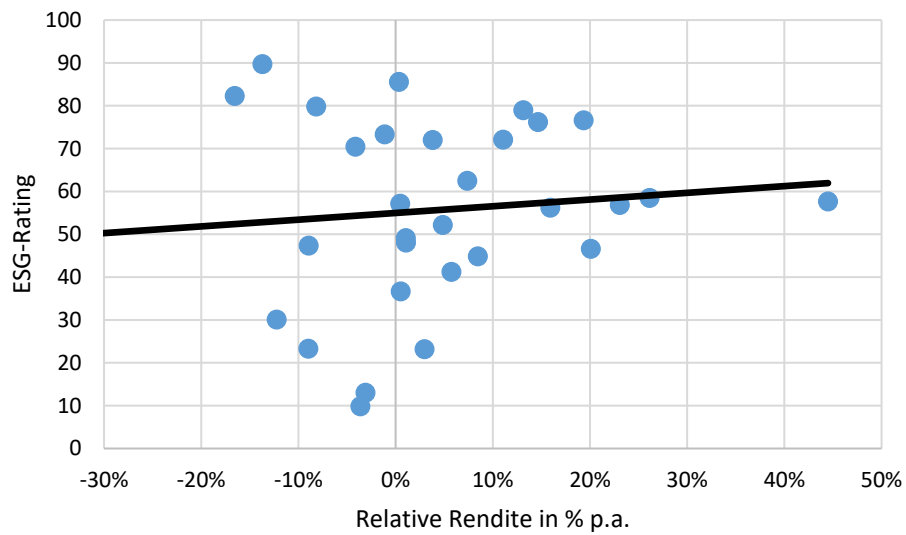


Abb. 3: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2017 und relativen Renditen im Jahr 2017

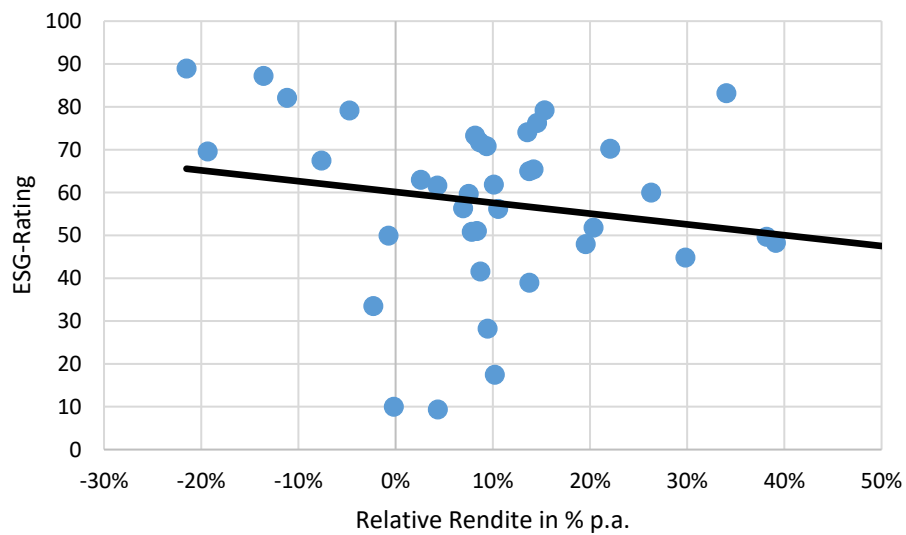


Abb. 4: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2018 und relativen Renditen im Jahr 2018

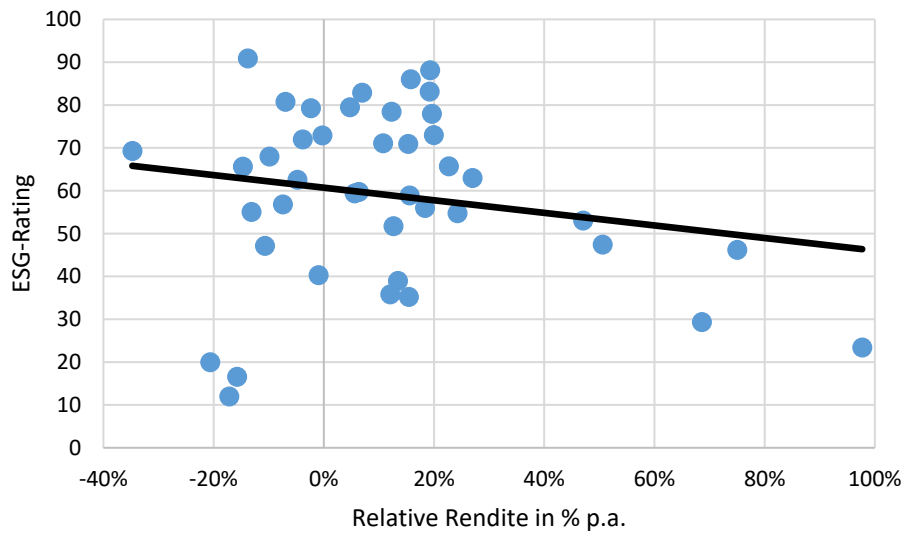


Abb. 5: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2019 und relativen Renditen im Jahr 2019

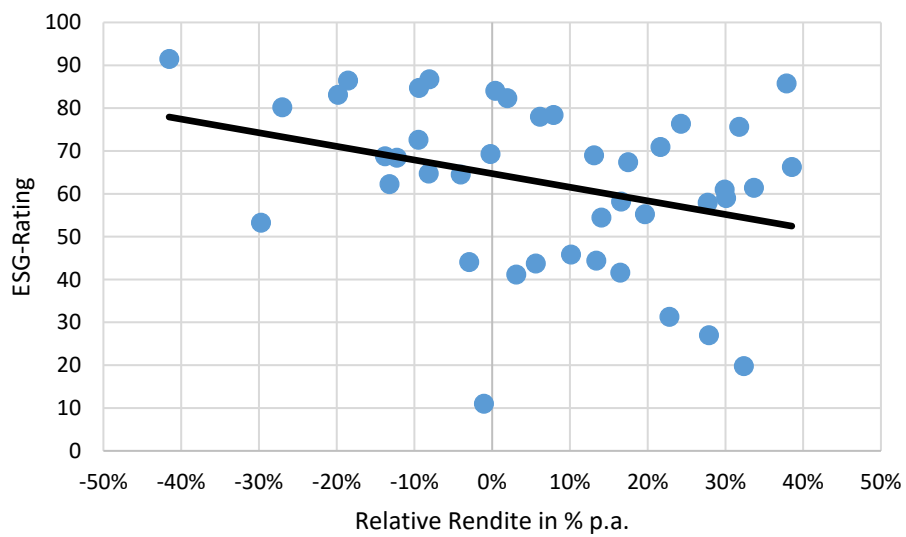


Abb. 6: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2020 und relativen Renditen im Jahr 2020

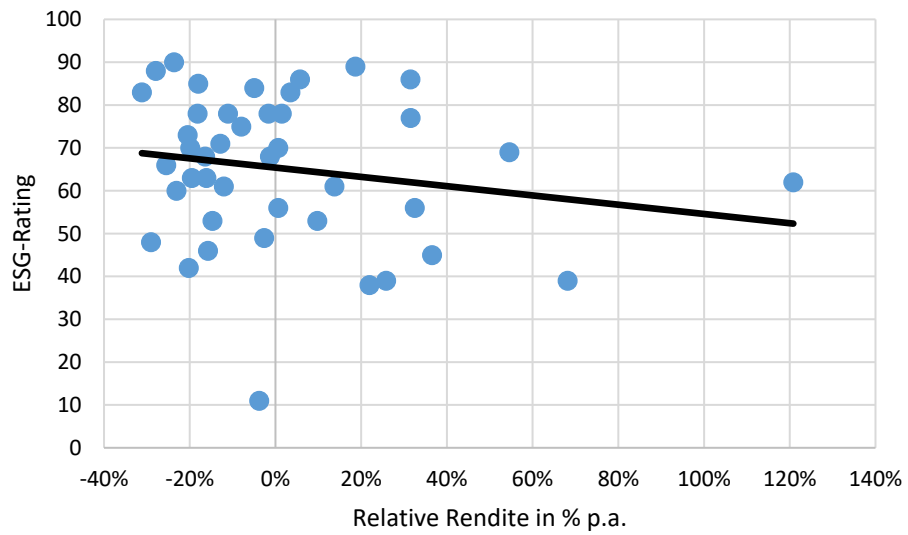


Abb. 7: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2021 und relativen Renditen im Jahr 2021

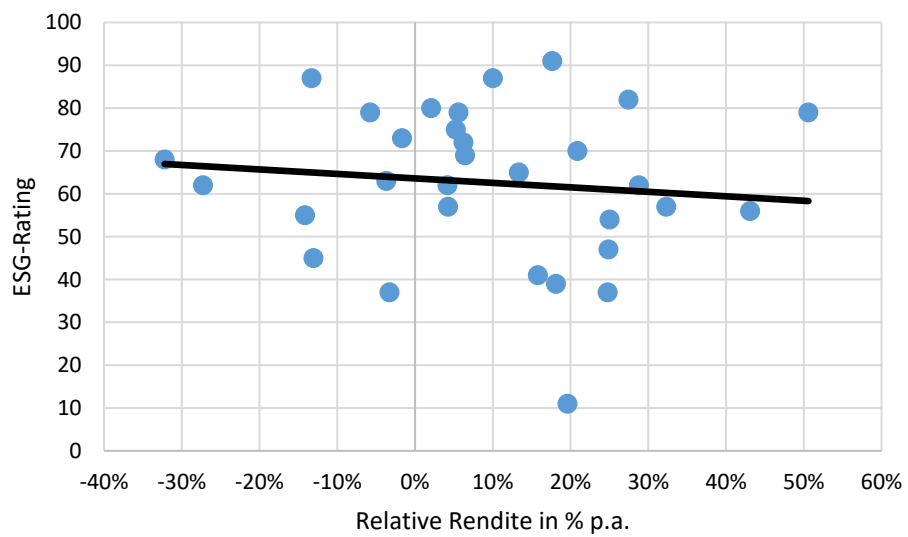


Abb. 8: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2022 und relativen Renditen im Jahr 2022

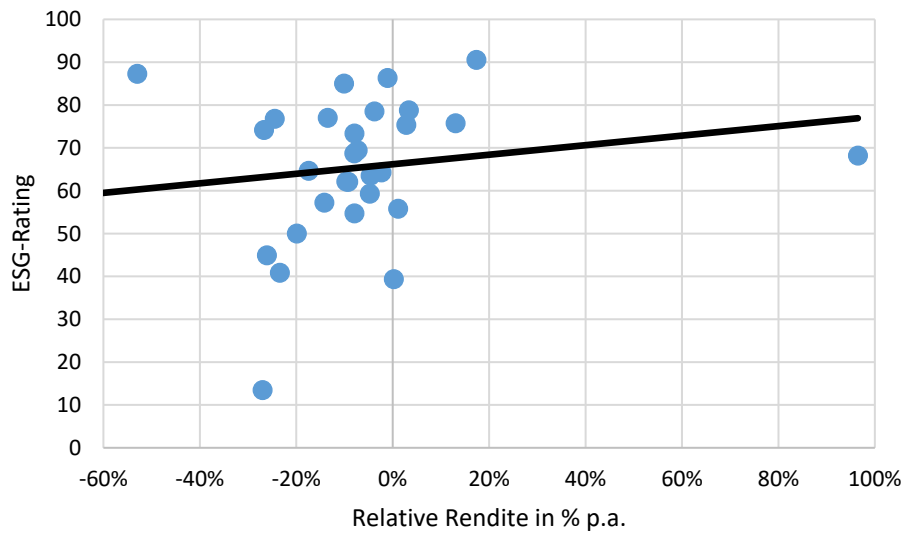


Abb. 9: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2023 und relativen Renditen im Jahr 2023

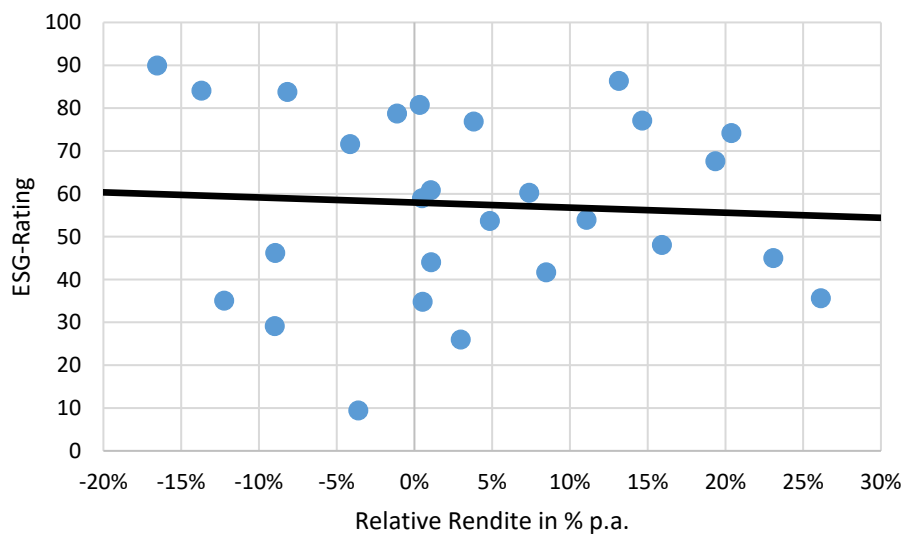


Abb. 10: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2016 und relativen Renditen im Jahr 2017

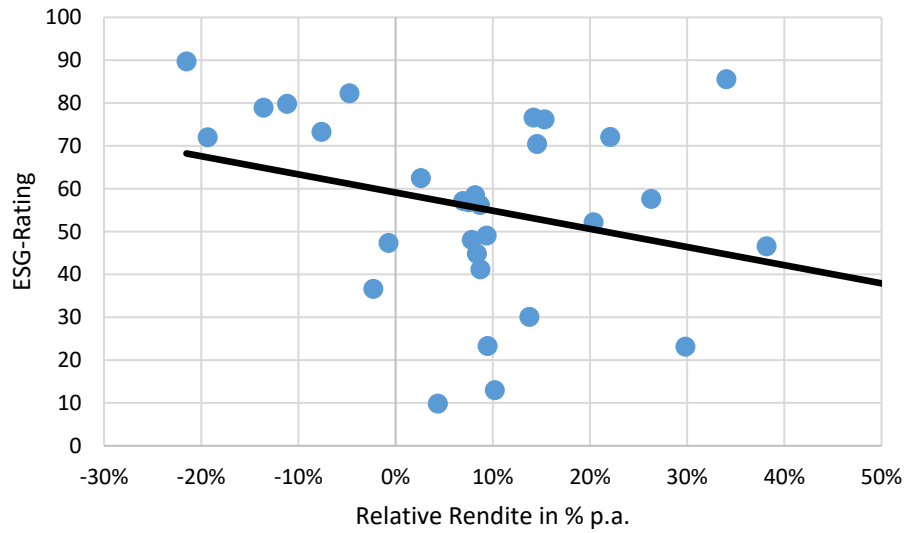


Abb. 11: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2017 und relativen Renditen im Jahr 2018

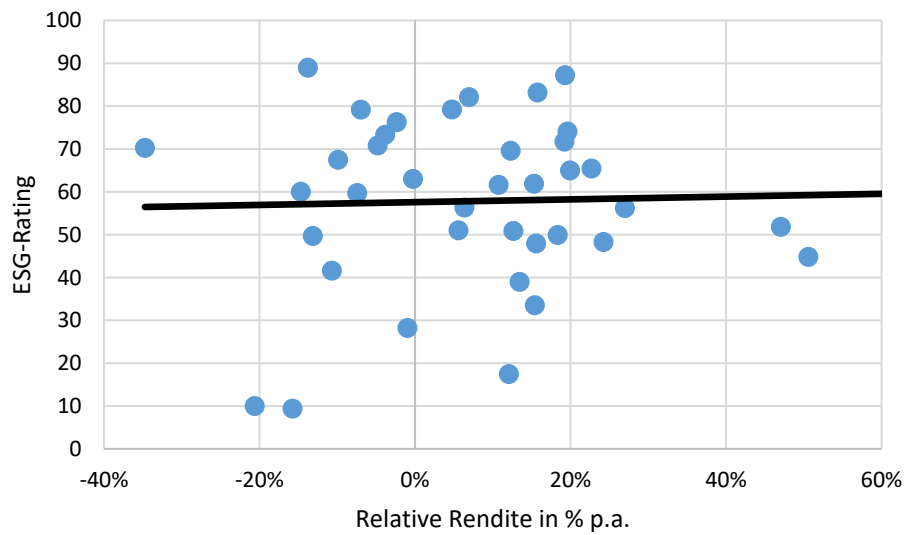


Abb. 12: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2018 und relativen Renditen im Jahr 2019

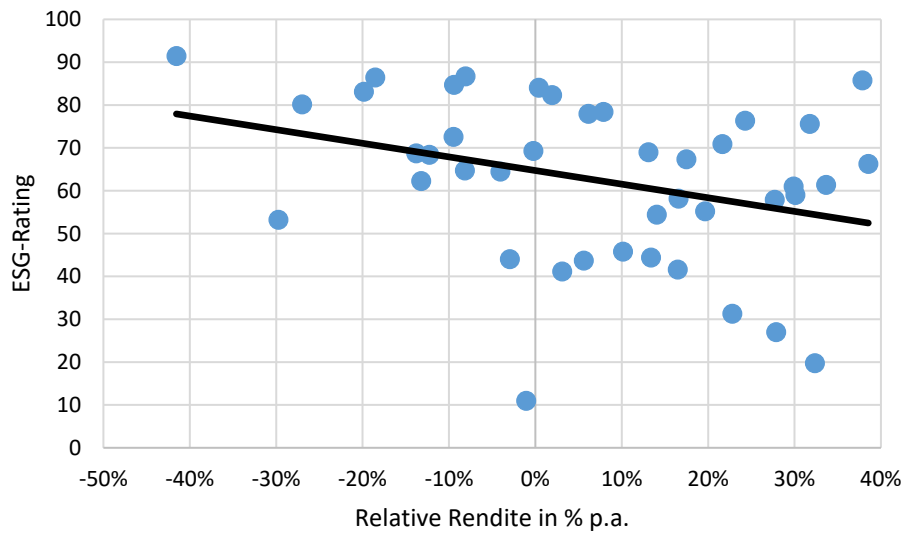


Abb. 13: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2019 und relativen Renditen im Jahr 2020

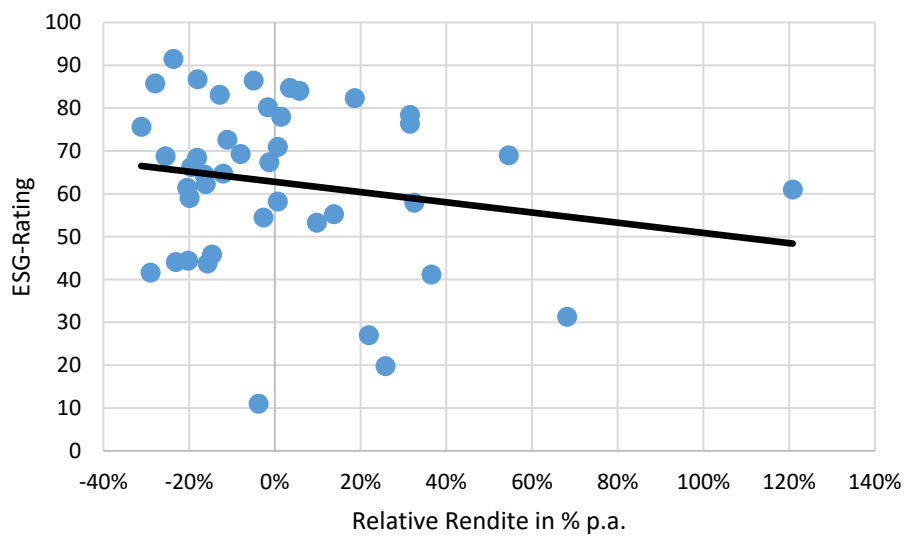


Abb. 14: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2020 und relativen Renditen im Jahr 2021

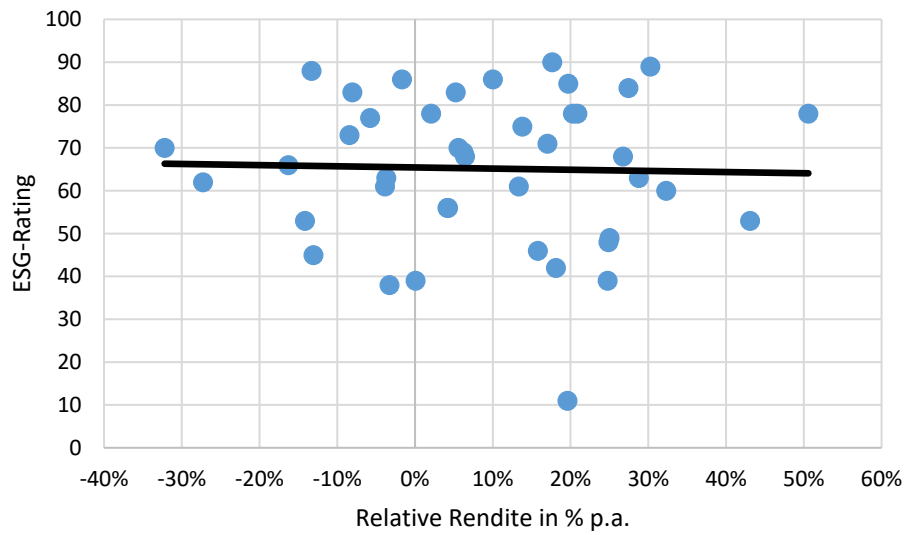


Abb. 15: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2021 und relativen Renditen im Jahr 2022

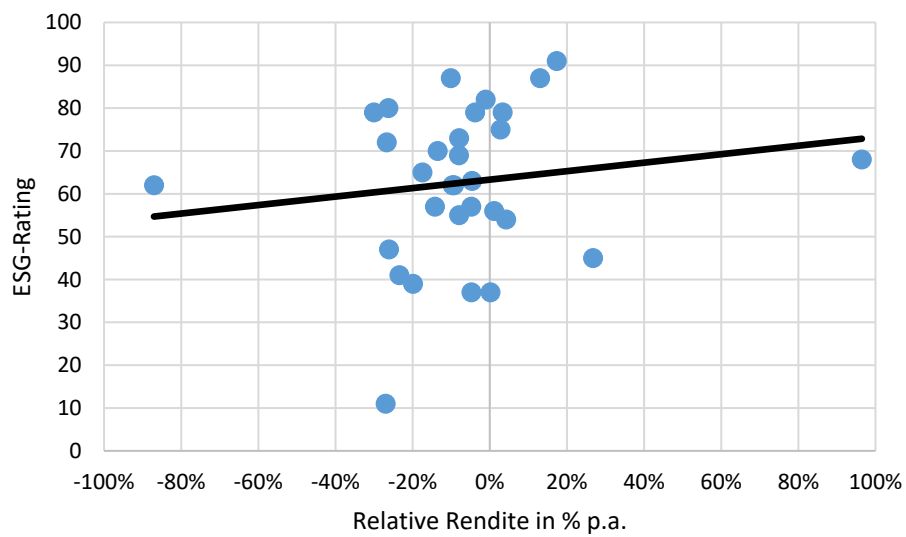


Abb. 16: Zusammenhang von ESG-Ratings im Jahr 2022 und relativen Renditen im Jahr 2023

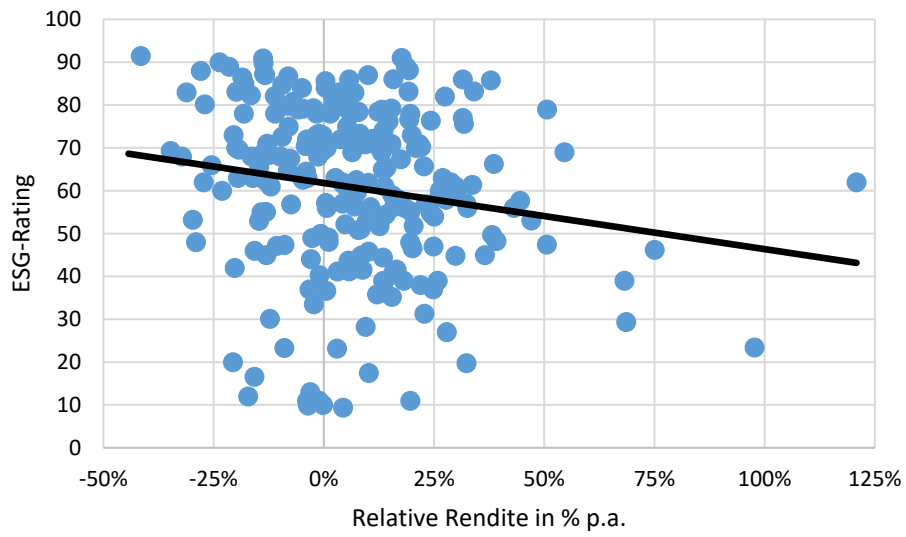


Abb. 17: Zusammenhang von ESG-Ratings und relativen Renditen im vorauslaufenden Jahr von 2017 bis 2023