

**A Shifting Regulatory Landscape: The Impact of Corporate Social Responsibility
Disclosure and EU Regulations on the Judgments of Investors and Non-Financial
Stakeholders**

DISSERTATION

submitted in partial fulfillment of the requirement for the
degree of doctor rerum politicarum (Dr. rer. pol.) at

TU Dortmund University

Faculty of Business and Economics

Professorship of International Accounting and Auditing

by

Sandra Chrzan

Dortmund

2024

Content

List of Tables.....	IV
List of Figures	V
List of Abbreviations.....	VI
Acknowledgements	IX
1 Introduction	1
2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen	11
2.1 Publikationsdetails.....	11
2.2 Einleitung	12
2.3 Gegenüberstellung der deutschen und französischen Regelungen.....	13
2.4 Theoretische Grundlagen und Forschungsfragen.....	16
2.5 Forschungsstand	17
2.5.1 Nachhaltigkeitsberichterstattung in Europa	17
2.5.2 Nachhaltigkeitsberichterstattung in Deutschland.....	18
2.5.3 Nachhaltigkeitsberichterstattung in Frankreich.....	20
2.6 Empirisches Design.....	21
2.6.1 Stichprobe.....	21
2.6.2 Analysekriterien	23
2.7 Empirische Befunde	24
2.8 Änderungspotential und Anpassungspflichten nach der CSRD.....	33
2.9 Fazit.....	37
Anhang 2.1	39
Anhang 2.2	41
3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape	43
3.1 Publication Details	43
3.2 Introduction	44
3.3 Related Literature and Research Question	48

Content

3.3.1 CSR Reporting Background and EU Regulation	48
3.3.2 Corporate Reputation	49
3.3.3 Impact of CSR and Disclosure on Corporate Reputation.....	50
3.3.4 Conceptual Framework and Research Hypothesis.....	51
3.4 Research Design	54
3.4.1 Main Variables	54
3.4.2 Sample	56
3.4.3 Empirical Model.....	56
3.5 Results	59
3.5.1 Descriptive Statistics	59
3.5.2 Main Results.....	63
3.6 Robustness Checks and Additional Analyses	65
3.6.1 Robustness Checks	65
3.6.2 Additional Analyses	68
3.7 Discussion	72
3.8 Conclusion, Limitations, and Future Research	73
Appendix 3.1	76
Appendix 3.2	76
Appendix 3.3	78
4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy	81
4.1 Publication Details	81
4.2 Introduction	82
4.3 Background Literature and Hypotheses Development.....	85
4.3.1 CSR Reporting and EU Transparency Requirements	85
4.3.2 The Impact of CSR Disclosure on Investor Judgment.....	87
4.3.3 Hypothesis Development	89
4.4 Research Design	92
4.4.1 Experimental Design	92
4.4.2 Experimental Case and Dependent Variables	93
4.4.3 Experimental Procedure	95
4.4.4 Sample	98
4.5 Analysis and Presentation of Results	99

Content

4.5.1 Hypotheses Testing	99
4.5.2 Results	100
4.5.3 Additional Analysis	103
4.6 Discussion and Conclusion	104
Appendix 4.1	109
Appendix 4.2	110
Appendix 4.3	110
5 Offenlegungspflichten gegenüber Versicherungsnehmern als Instrument der Förderung grüner Investitionen	111
5.1 Publikationsdetails.....	111
5.2 Einleitung	112
5.3 Probleme des Regulierungskonzepts aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht	113
5.3.1 Der homo oeconomicus als Idealbild	113
5.3.2 Bedeutung von Nachhaltigkeitsaspekten bei der Entscheidungsfindung.....	115
5.4 Folgerungen für die Normgebung	119
5.4.1 Zertifizierung (Labeling).....	119
5.4.2 Beratungspflicht	121
5.5 Fazit.....	123
References	125

List of Tables

Tabelle 1: Ausgewählte Unternehmen aus dem DAX 40	22
Tabelle 2: Ausgewählte Unternehmen aus dem CAC 40.....	22
Tabelle 3: Vergleich des Seitenumfangs.....	26
Tabelle 4: Vergleich der nichtfinanziellen Leistungsindikatoren	31
Table 5: Descriptive statistics.....	60
Table 6: Pearson correlations	62
Table 7: Multiple regression of corporate reputation on CSR reporting.....	64
Table 8: Multiple regression of corporate reputation on sep/int CSR reporting in a publication window of 3/2/1 months.....	66
Table 9: Multiple regression of corporate reputation on separate CSR reporting with SVI	67
Table 10: Multiple regression of corporate reputation on CSR reporting in a modified model specification with CSR_ENGAGEMENT	69
Table 11: Analysis of firm websites as an alternative CSR information source	71
Table 12: Demographic data of participants *	93
Table 13: Overview of participants in both studies.....	98
Table 14: Results of two separate ANOVAs for professional and private investors	101
Table 15: Results of post hoc tests (H1a & H1b).....	102
Table 16: Results of two ANOVAs for professional and private investors including all participants	103
Table 17: Results of post hoc tests including all participants	104

List of Figures

Figure 1: Research structure of the dissertation 4

Abbildung 2: Vergleich der Berichtsformen..... 24

Abbildung 3: Vergleich der genutzten Rahmenwerke..... 25

Abbildung 4: Vergleich der Darstellungen der Geschäftsmodelle 27

Abbildung 5: Vergleich der Methoden der Wesentlichkeitsanalyse..... 28

Abbildung 6: Vergleich der Anzahl berichteter Aspekte..... 29

Abbildung 7: Vergleich der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften..... 33

Figure 8: Conceptual framework..... 51

Figure 9: Experimental documents..... 95

Figure 10: Means plot in the main analysis..... 100

Figure 11: Means plot including all participants..... 104

List of Abbreviations

ABIEU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
Adj.	Adjusted
AG	Aktiengesellschaft
AltZertG	Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetz
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANOVA	Analysis of variance
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Nundesgerichtshof
BMJV	Bundesministeriums für Justiz und Verbraucherschutz
BilReG	Bilanzrechtsreformgesetz
BKR	Bank- und Kapitalmarktrecht
bspw.	beispielsweise
BT-Drs	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beizeihungsweise
CAC 40	Cotation Assistée en Continu 40 Index
CapEx	capital expenditures
CEO	Chief Executive Officer
O ₂	Kohlenstoffdioxid
COM	Commission
COVID-19	Coronavirus disease 2019
CSR	Corporate Social Responsibility
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
CSR-RUG	CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DelVO	Delegierte Verordnung
d.h.	das heißt
DNK	Deutscher Nachhaltigkeitskodex
DPEF	La déclaration de performance extra-financière
DRS	Deutsche Rechnungslegungs Standards
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee
e.g.	exempli gratia
EBIT	earnings before interest and taxes
EBITDA	earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EG	Europäische Gemeinschaft

List of Abbreviations

EGHGB	Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch
engl.	englisch
EPS	earnings per share
ErwGr	Erwägungsgrund
ESG	Environmental, Social und Governance
ESRS	European Sustainability Reporting Standards
et al.	et alii
EU	European Union
EV	Enterprise Value
EY	Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FASB	Financial Accounting Standards Board
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GRC	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
GRI	Global Reporting Initiative
GWh	Gigawattstunde
H	Hypothese
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i.e.	id est
i. V.m.	in Verbindung mit
IASB	International Accounting Standards Board
IBIPs	insurance-based investment products
IFRS	International Financial Reporting Standards
IIRC	International Integrated Reporting Council
int	integrated
iSd.	im Sinne des
KMUs	Kleine und mittlere Unternehmen
krit.	kritischer
kt	Kilotonne
KWh	Kilowattstunde
LB	Lagebericht
Lit.	littera
MAP test	Minimum Average Partial test
MDAX	Mid-Cap-DAX
Mrd.	Milliarden
MSA	Measure of sampling adequacy
MüKo	Münchener Kommentar
NACE	Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne
neg	negative

List of Abbreviations

NFRD	Non-Financial Reporting Directive
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NRE	Nouvelles Régulations Économiques
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
p.	page
pos	positive
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Rn.	Randnumer
ROE	Return on Equity
RQ	Research question
S&P	Standard & Poor's
S.	Seite
SASB	Sustainability Accounting Standards Board
SBF 120	Société des Bourses Françaises 120 Index
SDAX	Small-Cap-DAX
SDGs	Sustainable Development Goals
sep	separated
SIC	Standard Industrial Classification
sog.	sogenannt
SRI	Socially Responsible Investments
stand	standardized
SVI	Google Search Volume Index
TEG	Technical Expert Group
TCFD	Task Force on Climate Related Financial Disclosures
TU	Technische Universität
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
UNGC	United Nations Global Compact
URD	User Requirement Document
URL	Uniform Resource Locator
v.	vom
v.a.	vor allem
VersR	Versicherungsrecht
VO	Verordnung
VN	Versicherungsnehmer
VVG	Versicherungsvertragsgesetz
wiss.	wissenschaftlich
z. B.	zum Beispiel
ZfU	Zeitschrift für Umweltpolitik und Umweltrecht
ZR	Zivilrecht

Acknowledgements

This dissertation is the result of my work at the Chair of International Accounting and Auditing at TU Dortmund University. I am deeply grateful to everyone who played an essential role in this academic journey.

Firstly, my sincere thanks go to my doctoral supervisor, Christiane Pott. Your consistent guidance has been crucial over the past few years. Your remarkable ability to find the right words every time and foster my independence in research has been instrumental in shaping my academic progress. Your support has taught me an incredible amount, and I am truly blessed to have had the opportunity to grow under your mentorship.

I would like to thank my colleagues at the chair for your support, particularly during my six-month research stay in Paris. Special thanks to Fabian, I greatly appreciate your helpfulness.

I extend my thanks to my friends for their constant support and tireless presence whenever I needed a break from the demands of academic life.

Finally, I extend a special acknowledgment to my family. Many thanks to Mirka, David, Karin, and Sebastian; without your support, navigating this path would not have been possible. Your understanding, unconditional love, and encouragement were the foundation for me to compose and successfully complete this dissertation. You have taught me ambition, which is invaluable, and I am forever grateful for the strength and determination you have instilled in me.

1 Introduction

The European Union (EU) initiated the “European Green Deal” in December 2019 with the aim of preserving the fundamental elements of life and steering the economy toward sustainability. Central to this strategy are corporate initiatives that integrate environmental protection, social considerations, and effective corporate governance, collectively referred to as ESG (environment, social, governance). Consequently, there is a growing demand from various stakeholder groups, such as investors, media, and society at large, for companies to transparently disclose information regarding their ESG performance (Beerbaum 2021; Cohen et al. 2011, 2012), which will lead to more frequent corporate social responsibility (CSR) communication. In recent years, there has been a dramatic increase in the number of companies reporting on sustainability, and in 2020 over 80% of mid- and large-cap companies globally report on sustainability in some form (KPMG 2020). Notably, selected companies in Europe, Australia, and New Zealand are obligated to include a non-financial statement as part of their corporate reporting. Furthermore, in the United States, where no such requirement exists, an increasing number of firms are producing sustainability reports for investors, as highlighted by Myers (2020).

The current state of research still lacks a precise definition of corporate social responsibility reporting, also referred to as non-financial reporting or sustainability reporting. The term CSR reporting originated in the 1950s (Latapí et al. 2019), gained prominence in the 1970s (Carroll 1999), and became increasingly important during the 1990s and the subsequent millennium (De Bakker et al. 2005). However, there is a consensus that CSR reporting is based on the idea of providing the public with information about a company that exceeds financial aspects. This non-financial information may encompass details of how a company handles environmental and climate-related risks as well as its adherence to relevant laws and regulations (Khan et al. 2012). Legitimacy theory is commonly used as the conceptual underpinning of CSR reporting. According to this theory, companies disclose information to stakeholders with the aim of meeting societal expectations (Ashforth and Gibbs 1990). Despite the associated costs of collecting and disseminating such information, this type of disclosure has evolved into a sound business practice for companies (Amel-Zadeh and Serafeim 2018; Cohen et al. 2015). Consequently, it is becoming increasingly important for companies to raise awareness of their CSR and communicate these efforts to stakeholders. By doing so, companies can enhance their legitimacy and attract and retain customers and investors. Thus, CSR communication is a crucial instrument for companies to effectively engage with their stakeholders.

1 Introduction

A theoretical framework for the effects of corporate social and environmental responsibility is the decision-usefulness approach, which was introduced in 2006 by the Financial Accounting Standards Board (FASB) and the International Accounting Standards Board (IASB). This approach marked the inception of empirical evaluations of the decision-usefulness of reporting data and was followed by further studies on the impact of CSR information on decision-making (e.g., Jansson et al. 2011). Nevertheless, further work is required to identify the optimal information base to promote sustainable decision-making.

Research in accounting has revealed two separate channels through which non-financial information exerts an impact: the effects on financial stakeholders and the capital market, on the one hand, and those on non-financial stakeholders, such as customers, and their decision-making behavior, on the other. Specifically, it is a valuable means to attract investors by facilitating their evaluation of a company's performance and long-term viability, as non-financial indicators are commonly seen as predictive factors for a company's future success (Eccles and Serafeim 2011). The impact of CSR information on non-financial stakeholders is of particular importance in establishing legitimacy and improving the company's reputation (Pérez 2015). Thus, recent research suggests that there is a growing necessity and proven advantages, from a corporate standpoint, of not only being socially responsible but also of communicating this commitment to stakeholders (Dartey-Baah and Amoako 2021). While many recent studies focus on the relevance of CSR reporting for professional financial stakeholders (e.g., Cho et al. 2012; Pérez et al. 2015), research is still very limited when it comes to the impact of CSR reports on non-financial stakeholders.

A key challenge in the academic literature lies in the persistent disagreement regarding the definition of terms and the associated lack of standardization of CSR reports. Based on the diverging interests and motives of information providers and information recipients, information asymmetry can be identified as a key driver of ambiguous decision-making behavior (Cho et al. 2013). To ensure that both, financial and non-financial stakeholders, have an adequate information basis for sustainable decision-making, the regulatory landscape has shifted in the EU towards more regulation. With this frame, regulators are pursuing the goal of channeling capital into sustainable companies. In the past, transparency obligations were increasingly seen as insufficient to achieve this steering effect. There still exists criticism of the quality of reporting, for example, in terms of the limited value and comparability of information (Hahn and Lülfs 2014). Additionally, as indicated by Ye et al. (2020), stakeholders do not (or cannot) make sufficient use of the information available. The EU has recognized this problem and, as part of its "Green Deal" policy, is aiming to extend transparency obligations (most recently, Art. 8 of the

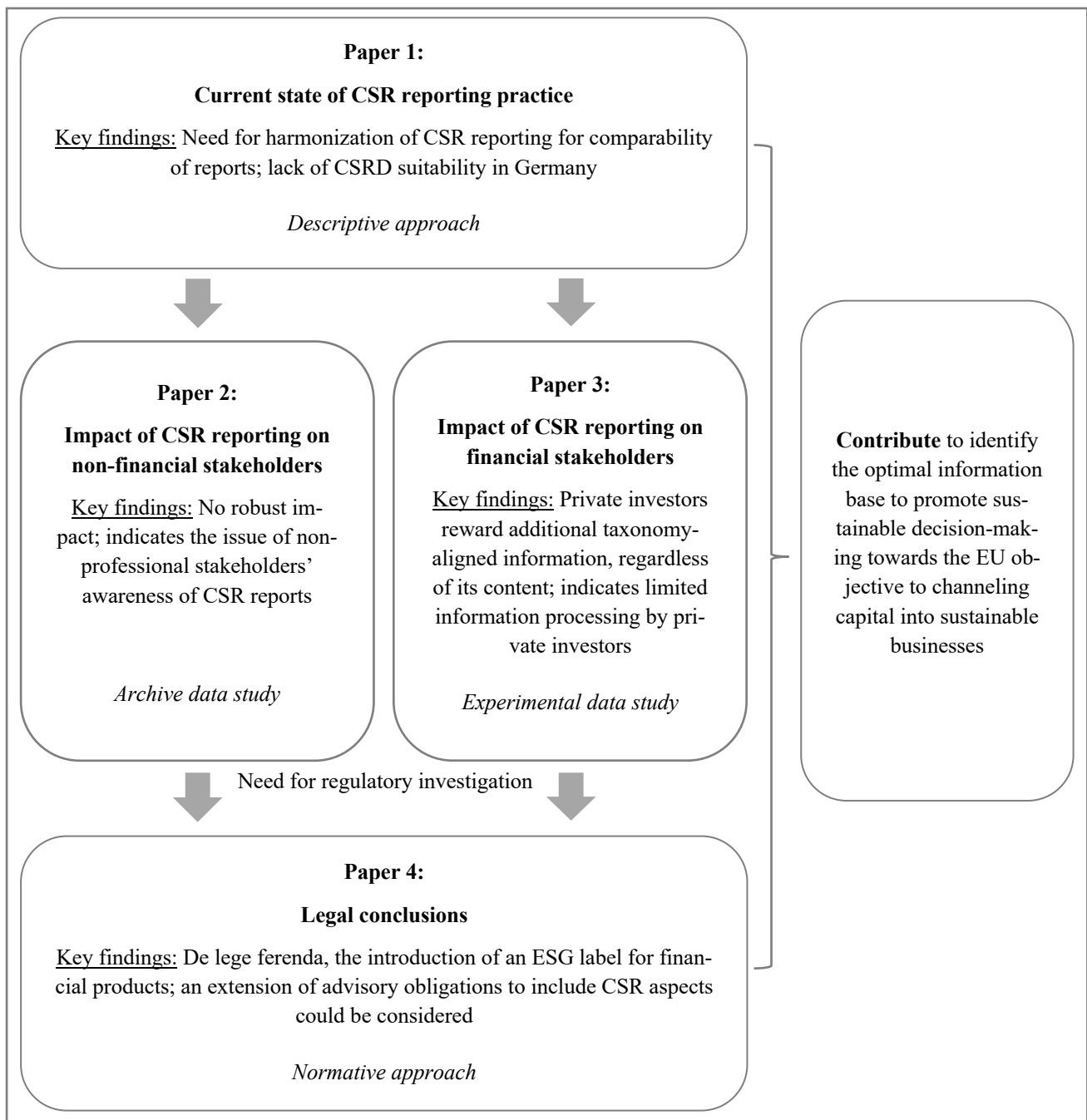
1 Introduction

Taxonomy Regulation) in addition to fundamentally revising the Non-Financial Reporting Directive (NFRD) with the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). The objective of transparency obligations should be to encourage report recipients to consider CSR information with the ultimate goal of channeling capital towards sustainable companies. In recent years, there has been an increasing interest in establishing a clear link between CSR communication and the behaviors of financial and non-financial stakeholders to develop effective strategies for promoting sustainable economic development.

Given the complex interaction between the economy, society, and the environment and taking into account that legal, economic, and social aspects shape the decision-making behavior of both stakeholder groups, financial and non-financial stakeholders, this dissertation seeks to shed light on how CSR reporting providers and information recipients are dealing with CSR information. The findings offer valuable insights for constructing an improved information framework to enhance sustainable decision-making.

The present dissertation comprises four essays that collectively contribute to a deeper comprehension of the current and future CSR reporting and its impact on various stakeholders. By focusing on a single EU member state, specifically Germany, the first research objective of this dissertation is to present a comprehensive overview of prevailing reporting practices and the practical implementation of the regulatory requirements. The further research objectives are twofold. Firstly, the dissertation seeks empirical evidence to explore the impact of CSR reporting on shaping corporate reputation among non-financial stakeholders. The findings will enable companies in incorporating sustainability into their operations, thereby enhancing their legitimacy. Secondly, the dissertation aims to gather empirical evidence on the impact on financial stakeholders of new EU sustainability reporting measures, such as the EU taxonomy (a classification system for environmentally friendly economic activities). Another research objective of this dissertation is to identify the relevant legal implications derived from the empirical findings, employing an interdisciplinary normative approach. This pursuit seeks to pave the way for European and German standard setters to shape legislation related to transparency, advisory practices, and information obligations. Figure 1 illustrates the research structure of this dissertation, emphasizing the research approaches and the key findings derived from the conducted studies.

Figure 1: Research structure of the dissertation



As such, the *first paper* of this dissertation (“Empirical findings on sustainability reporting by German and French companies”) provides insights into the current state of CSR reporting practices. Historically, there did not exist any mandatory requirements or legal obligations for companies to produce CSR reports, and those who chose to publish them could decide on both their name and content (Fifka 2014). The lack of standardization led to a diverse range of reporting practices. This changed with the introduction of the EU's NFRD (Directive 2014/95/EU) in 2014, which is mandatory for large public interest

1 Introduction

entities¹ of EU member states since January 2017 (Directive 2014/95/EU Article 1, 19a (1)). Under the NFRD, companies are required to publish a non-financial report on activities relating to “environmental, social and employee matters, respect for human rights, anti-corruption and bribery matters” as part of their annual reports.² With the transposition of the directive into the national law of the member states,³ CSR reporting in Europe was strengthened and harmonized but to a limited extent (Behncke and Wulf 2018). Under the EU Action Plan: Financing Sustainable Growth (COM(2018) 97 final) and the resulting CSRD (Directive (EU) 2022/2464) from 2022, the NFRD was comprehensively revised and incorporated into EU law. This development significantly increased the scope and content of CSR reporting as well as the number of companies in Europe that are required to report.

Despite the European legislation, the interests of European member states diverge. While German legislators were rather critical of the NFRD in 2014, France was its biggest supporter (Kindermann 2018). The positions of the respective countries reflect the importance of CSR reporting within both countries. France is widely acknowledged as a pioneer in this field due to its extensive history of numerous legal requirements for CSR reporting, such as the NRE Act 2001, Grenelle II 2010, Energy Transition Law 2015, and the Corporate Duty on Vigilance Law 2017, which have led to the French regulatory framework being used as a benchmark in our study. We focus on the further development of German regulation on CSR reporting by analyzing the CSRD-readiness of large German companies in 2022. By highlighting the strengths of the French regulation and taking into account the requirements of the CSRD, we show options and obligations for the German legislature that could contribute to the harmonization of CSR reporting. Overall, it is shown that action is needed with regard to the German Commercial Code (HGB), in particular concerning the extended reporting requirements set out in the CSRD. Furthermore, it is noted that these implementation requirements have similarities with certain aspects of the French reporting requirements. The comparability of the reports should be increased by the European standard-setters through a tightening of the reporting standards.

The variation in reporting practices and concerns regarding sufficient transparency result in a gap in understanding the impact of CSR reports on reporting addressees. Since research on the effect of CSR reporting on non-financial stakeholders is limited, the *second paper* of this dissertation (“Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape”) examines the impact of CSR disclosure on the perceptions of non-

¹ Companies listed in the EU that are considered public interest entities in terms of their activities and have more than 500 employees.

² This may be a separate report or part of the management report (Directive 2014/95/EU Article 1, 19a (1)).

³ The NFRD (Directive 2014/95/EU) was implemented in Germany as §§289b, c, of the German Commercial Code (HGB).

1 Introduction

financial stakeholders, such as customers and employees. As Gibson et al. (2006) explain, it is commonly believed that an organization's reputation is its most valuable asset and thereby one of the most important drivers for a company's CSR reporting (Usman 2020). Given that corporate reputation is characterized as the collective evaluation by diverse interest groups that assess its financial, social, and environmental impact over time (Fombrun and Van Riel 1997), it is crucial to evaluate the perceptions of not only financial stakeholders but also non-financial stakeholders. By replicating the empirical study by Axjonow et al. (2018), which revealed that voluntary standalone CSR reports do not have a significant impact on corporate reputation among non-financial stakeholders, the updated investigation is of particular interest given the evolving social and political landscape and heightened importance of CSR reporting in both reporting practices and regulations, especially within the European context. Thus, in the archival research, I account for a shift in attitudes toward social responsibility and a changed regulatory context that reduces information asymmetry. I find evidence that CSR disclosure through separate mandatory CSR reports has a significantly positive impact on corporate reputation among non-financial stakeholders only for companies with outstanding CSR performance or high CSR engagement. Nevertheless, a robustness analysis of these findings indicates that these significances are no longer evident. However, I find evidence that CSR information on consumer websites and CSR performance have a significant impact on reputation. Therefore, I determine that the findings presented by Axjonow et al. (2018) are valid across time and context. My research indicates that stakeholder behavior remains consistent despite growing regulation, tightening sustainability concerns, and reduced information asymmetry. The issue of insufficient awareness of non-professional stakeholders, coupled with the potentially overwhelming nature of companies' CSR reports raise the need for regulatory investigation. While EU instruments have led to expanded reporting practices, concerns persist about companies' ability to reach non-financial stakeholders and to demonstrate the benefits of CSR reporting. Corporate reputation acts as the nexus between governments' and corporates' economic objectives. As such, demonstrating companies that CSR reporting can improve their reputation may encourage them to adopt appropriate reporting instruments globally, thereby contribute to meeting the EU's climate goals.

As the previous paper indicates, it appears that CSR reports may not be an effective instrument to reach non-financial stakeholders. Based on this assumption, the *third paper* ("Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgement based on the EU Taxonomy") focuses on the effects of CSR reporting on financial stakeholders, more specifically, investors. Investors demand transparency, accountability, and strategic information that links the past to future risks and opportunities – information

1 Introduction

that traditional financial reporting does not usually provide (Cohen et al. 2011, 2012). According to prior research, investors have therefore requested standardized CSR disclosure (Lasarov et al. 2021; Sullivan 2014). This is reflected in the European Green Deal Action Plan for Sustainable Finance with the new EU taxonomy. Firms that already must provide a CSR report are required to provide additional taxonomy-aligned disclosure since January 1, 2022.⁴ In a second stage, which commenced on January 1, 2023, they are required to expand this taxonomy-aligned information. This information primarily pertains to ecological aspects and is interpreted as encompassing companies' activities that align with taxonomy-defined environmentally friendly practices.⁵ According to a report by the Technical Expert Group (TEG), information must be provided on economic activities classified as environmentally sustainable based on the performance thresholds and screening criteria defined in the delegated acts of the taxonomy regulation. Activities in different economic sectors are designated as "aligned with the EU taxonomy" if they meet certain conditions.⁶ Moreover, the TEG report contains an industry-specific⁷ catalog of criteria that can be used to classify environmentally friendly activities. These criteria enable companies to specify the percentages of turnover, capital expenditure, or operational expenditure they consider taxonomy-aligned. The TEG points out that these criteria are intended to create a consistent understanding of environmentally friendly activities, and thus enable financial intermediaries to define the actual share of their portfolios that is currently taxonomy-aligned. In this context, we investigate the reaction of investors who receive a standardized classification of a company's environmental performance through taxonomy indicators in addition to unstandardized but commonly disclosed environmental information. We operationalize the EU Commission's hypothesis, namely, that the adoption of the new classification system will reveal companies that are classified in a poor environmental performance category (taxonomy indicators below the industry average) but have previously benefitted from flexibility in CSR disclosure. Through the examination of three experimental cases with varying levels of environmental disclosure, we evaluate the investment judgments of two distinct groups: professional German investors (Study 1) and non-professional private German investors (Study 2). Primarily, we investigate whether additional commonly disclosed environmental information according to the NFRD affects investor judgments. Furthermore, we explore the effects of linking non-financial reporting elements to quantitative financial measures through the EU taxonomy by adding taxonomy indicators. Our

⁴ The draft Taxonomy Directive refers to the two environmental objectives developed to date. Others are currently in development.

⁵ See Communication from the Commission. Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information), C 215/2 C.F.R. (2017).

⁶ The first condition is that they must significantly contribute to one of the six predefined environmental objectives; secondly, they must not violate the "do no significant harm" principles while achieving an environmental objective; thirdly, they must meet minimum social requirements.

⁷ The classification is based on the NACE industry classification.

findings reveal that additional standardized taxonomy-aligned information reflecting a poor taxonomy performance affects the investment-related judgments of both professional and private German investors but differs between investor types. We measure a positive impact on investment-related judgments among private investors, while the investment judgments of professional investors are negatively affected by additional poor taxonomy-performance measures. Private investors reward additional taxonomy-aligned environmental information, independent of the content; hence, it can be assumed that environmental information generally sends positive signals to private investors but a lack of clarity in investment judgment due to limited information processing can be assumed. The investigation has important implications for disclosure practices in an environmental context based on information assessment by different investor types. By experimentally accounting for cognitive and behavioral aspects in the analysis of transparency-enhancing policies, we make an important theoretical contribution to the relationship between political regulations and investment-related judgments. Consequently, based on a better understanding of investor judgments, we provide practical and investor-oriented insights for standard setting, when limited information processing occurs among private investors.

As the two previous papers have shown, there are concerns about the processing of CSR information by non-financial stakeholders and private investors. Legal scholars already acknowledge the challenge of determining which legal structure can achieve the intended steering effect toward more sustainable businesses. It is mentioned that behavioral control can only be effectively accomplished through transparency obligations if legal regulations consider the economic decision-making processes of investors. However, extensive interdisciplinary research that compiles law and economics has not yet been conducted on this matter. Thus, the *fourth paper* of this dissertation (“Disclosure Obligations towards Policyholders as an Instrument for Promoting Green Investments”) refers to the legal conclusions of the economic findings from the previous paper within a normative approach. Economic results cast doubt on the effectiveness of employing transparency requirements to guide financial stakeholders, in this case, policyholders, toward sustainable (insurance) investment products. Research suggests that an increase in information does not automatically result in more rational or needs-based decisions; rather, decisions are shaped by the manner in which information is presented (Agnew and Szykman 2010). For instance, unclear product information has been shown to give rise to heightened demands and suboptimal decision-making (Charter et al. 2010). The lack of precision in comprehending the term CSR also influences the incorporation of sustainability aspects in investment decisions. This is evident from the substantial variability in scope, content, and, notably, informativeness and level of detail of CSR reports according to §§ 289b, c HGB (Parker 2014). This variation poses a challenge for interested

investors attempting to make meaningful comparisons among companies. Currently, empirical evidence is lacking to indicate that investors who receive sustainability-related data integrate it into their decision-making processes or that they exhibit a preference for sustainability when faced with the competing objectives of financial return and sustainability. The fourth paper of this dissertation refers to the empirical findings from the third paper that the disclosure of CSR information, regardless of its content, is positively rewarded by non-professional stakeholders and that transparency therefore fails to achieve its steering effect. Considering this finding, it is essential for regulators to shape the standardization process in a way that includes economic insights into human decision-making in order to successfully achieve the EU Commission's objectives. The fourth paper concludes that, *de lege ferenda*, the introduction of an ESG label for financial products and an extension of advisory obligations to include CSR aspects could be considered. However, both instruments are reserved for regulation by EU law. The purpose of labeling is to draw customers' attention to certain aspects of a financial product and guide them in this way. However, legal, scientific, and political work would still need to be carried out before a label could be introduced. In addition, the obligation to provide advice, which already exists under insurance contract law in the pre-contractual area (§§ 6 Abs. 1, 7c, 61 VVG), could also be considered as a steering instrument.

This dissertation represents a cumulative work comprised of four distinct research papers. It should be noted that some of these papers have already been published or are currently under review for publication. As a result, there may be subsequent revisions to the work presented in this dissertation. In order to obtain the most up-to-date and accurate information, readers are advised to cite the most recent versions of these papers, which will be accessible through various academic platforms or journals after publication.



2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

2.1 Publikationsdetails

Autoren: Sandra Chrzan, Henrik Peters, Christiane Pott, Kai Wettlaufer

Zusammenfassung: Mit Inkrafttreten der CSRD, der europäischen Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung, zeigt sich ein zunehmender Fokus hin zur nachhaltigkeitsbezogenen Berichtspraxis. Folglich widmet sich dieser Beitrag der Weiterentwicklung der deutschen Regulierung zur Nachhaltigkeitsberichterstattung. Als Benchmark dazu wurde die französische Regulierung herangezogen, die aufgrund ihrer langen Historie als wegweisend gilt. Mit der Herausarbeitung der dargestellten Stärken der französischen Regelung und unter Einbeziehung der Vorgaben der CSRD konnten dem deutschen Gesetzgeber Handlungsmöglichkeiten und -pflichten aufgezeigt werden, die zu einer Harmonisierung der Nachhaltigkeitsberichterstattung beitragen könnten. Hier hat sich insgesamt gezeigt, dass mit der Erweiterung der Berichtspflichten der CSRD Handlungsbedarf mit Blick auf das HGB besteht und diese umzusetzenden Vorgaben in Teilen den Regelungen der französischen Berichterstattung ähnlich sind. Durch Nachschärfung des europäischen Normgebers dürfte die zu begrüßende Vergleichbarkeit der Berichte erhöht werden.

Schlagworte: CSR-Regulierung; Nachhaltigkeit; Reporting; Ländervergleich; CSRD; ESG

Publikationsstatus: Veröffentlicht in: *Zeitschrift für Umweltpolitik & Umweltrecht (ZfU)* Heft 02 (2023): 115-147.

2.2 Einleitung

Neben der klassischen Finanzberichterstattung müssen Unternehmen zunehmend über ihr soziales und ökologisches Engagement berichten (Theis 2018, S. 26–27). Mit dem EU-Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums (COM(2018) 97 final) und der daraus resultierenden Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) (Richtlinie (EU) 2022/2464) aus dem Jahr 2022 werden sowohl Berichtsumfang, Inhalt als auch die Anzahl der betroffenen Unternehmen in Europa deutlich erhöht. Da lange Zeit weder eine Pflicht zur Erstellung eines Nachhaltigkeitsberichtes noch gesetzliche Vorgaben existierten, waren die Unternehmen bei der freiwilligen Veröffentlichung eines solchen Berichtes sowohl in der Wahl des Namens als auch des Inhaltes frei (Fifka (2014), S. 3–4). Das Ergebnis war eine heterogene Berichtslandschaft. Dies änderte sich entscheidend mit der Einführung der Non-Financial Reporting Directive (NFRD) der Europäischen Union im Jahr 2014 (Richtlinie 2014/95/ EU). Mit der Umsetzung der Richtlinie in das nationale Recht der Mitgliedstaaten wurde die Nachhaltigkeitsberichterstattung gestärkt und in Europa in einem Mindestmaß harmonisiert (Behncke/Wulf 2018, S. 57).

Gleichzeitig divergierten beispielsweise die Interessen von Deutschland und Frankreich. Während der deutsche Gesetzgeber die Richtlinie eher kritisch sah, war Frankreich der größte Befürworter der Richtlinie (Kindermann 2018, S. 2–3). Die Positionen der jeweiligen Länder spiegeln den Stellenwert, den die Nachhaltigkeitsberichterstattung in den beiden Ländern einnimmt, wider. Frankreich gilt aufgrund seiner Historie und den vielen gesetzlichen Vorgaben zur Nachhaltigkeitsberichterstattung, wie z. B. das NRE-Gesetz 2001, Grenelle II 2010, Energy Transition Law 2015 oder das Corporate Duty on Vigilance Law 2017, als Vorreiter und wegweisend auf diesem Gebiet. In Deutschland existierten bis auf Änderungen durch das Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) aus dem Jahr 2004 bis dato keine eigenen gesetzlichen Vorgaben zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (Gruber/Haller 2018, S. 474). Dieser Unterschied in der nachhaltigkeitsbezogenen Berichtslandschaft zwischen beiden Ländern wird durch eine empirische Studie aus dem Jahr 2016 untermauert. Bei einem Vergleich der Berichtslandschaft vieler Länder untereinander belegt Frankreich den Spitzenplatz, wohingegen Deutschland nur im Mittelfeld auf Platz sechs landete (Bartosch/Jackson 2016, S. 25).

Ziel dieses Forschungsbeitrags ist es, die Unterschiede in der Berichterstattungspraxis zwischen Frankreich als Vorreiter und Deutschland darzustellen, um potenzielle Handlungsempfehlungen im Rahmen der künftigen CSRD-Umsetzung aufzuzeigen. Vor dem Hintergrund der bis zum 6. Juli 2024 umzusetzenden CSRD (Art. 5 Abs. 1 CSRD) können Hinweise für die Gesetzgeber gegeben werden, wie eine gute Berichtspraxis in nationales Recht eingebunden werden kann, da sich zeigt, dass die Berichtspraxis

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

in Frankreich bereits viele der Neuerungen der CSRD inkludiert. Auf der Basis des dargestellten unterschiedlichen Stellenwertes, den die Nachhaltigkeitsberichterstattung in beiden Ländern bisher eingenommen hat, werden die Nachhaltigkeitsberichte des Geschäftsjahres 2021 von Unternehmen aus dem größten Aktienindex des jeweiligen Landes, DAX 40 und CAC 40, unter definierten Analysekriterien untersucht. Aufgrund der großen Anzahl an Unternehmen in beiden Indizes wird stellvertretend für beide Länder jeweils eine Stichprobe von zehn Unternehmen herangezogen.

Unterschiede zwischen den Nachhaltigkeitsberichten beider Länder mit einer deutlichen Stärke der französischen Berichterstattung zeigen sich hinsichtlich der Festlegung auf einen Berichtsort, der verpflichtenden Verweistabelle, der Berichterstattung über spezifische Themen statt allgemeiner Aspekte, einer größeren Anzahl an nichtfinanziellen Leistungsindikatoren, der Streichung der zwei Kriterien bei der Identifizierung von nichtfinanziellen Risiken und einer verpflichtenden externen inhaltlichen Prüfung.

Der Beitrag ist wie folgt strukturiert. Zunächst wird in Kapitel 2.3 die deutsche und französische Regulierung zur Nachhaltigkeitsberichterstattung gegenübergestellt. Kapitel 2.4 stellt die theoretischen Grundlagen vor und leitet die Forschungsfragen ab. In Kapitel 2.5 wird die bisherige Literatur vorgestellt. Anschließend wird das empirische Design in Kapitel 2.6 erörtert und die empirischen Befunde folgen in Kapitel 2.7. Kapitel 2.8 leitet dann das Änderungspotential für die deutsche Nachhaltigkeitsberichterstattung ab. Ein Fazit in Kapitel 2.9 beschließt diesen Beitrag.

2.3 Gegenüberstellung der deutschen und französischen Regelungen

Unternehmen müssen einerseits ihre Berichterstattung zur Nachhaltigkeit anhand der geltenden gesetzlichen Normen ausrichten und können andererseits ihre Berichterstattung freiwillig an bestehenden privatrechtlichen Standards orientieren (Velte 2017, S. 2813). Eine erste nachhaltigkeitsbezogene Berichterstattung auf europäischer Ebene wurde mit der Umsetzung der Richtlinie 2003/51/EG etabliert, die eine Berichtspflicht zu Informationen in Bezug auf Umwelt und Arbeitnehmerbelange unter dem Vorbehalt der Wesentlichkeit zum Gegenstand hatte (Velte 2017, S. 2813–2814). Die Richtlinie wurde mit dem BilReG 2004 in nationales Recht transformiert. Bis zum Jahr 2014 verfolgten die Mitgliedstaaten der EU diverse Strategien bei der Regulierung der Nachhaltigkeitsberichterstattung (Steinmeier/Stich 2015, S. 415). Um die Transparenz (Erwägungsgrund 1 zur NFRD), die Konsistenz und Vergleichbarkeit (Erwägungsgründe 5, 6 zur NFRD) der nachhaltigkeitsbezogenen Berichterstattung (damals noch: „nichtfinanzielle Informationen“) zu verbessern, wurde im Jahr 2014 die NFRD verabschiedet. Diese Richtlinie musste anschließend von den Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt werden.

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Mit der Verabschiedung des CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (CSR-RUG) im Jahr 2017 ist der deutsche Gesetzgeber seiner unionsrechtlichen Pflicht zur Umsetzung der Richtlinie nachgekommen. Die Berichtspflichten wurden vonseiten des deutschen Gesetzgebers nicht über die europäischen Vorgaben hinaus erweitert, obwohl die NFRD lediglich eine Mindestharmonisierung bewirken sollte (Erwägungsgrund 1 zur NFRD; Roth-Mingram 2015, S. 1342) und weitergehende Regelungen zulässig gewesen wären. Eine Pflicht zur Berichterstattung, die über die Anforderungen der NFRD hinausgeht, besteht in Deutschland somit nicht.

In Frankreich besaß das Thema vor der verpflichtenden Umsetzung der NFRD bereits eine hohe Priorität, die mit einer Vielzahl von Gesetzen begleitet ist. Nicht nur die Abgabe der Sozialbilanz (1970), sondern auch das Nouvelles Régulations Économiques (NRE)-Gesetz (2001), Grenelle I und II (2009 und 2010), Energy Transition Law (2015) und Corporate Duty on Vigilance Law (2017) zeigen den hohen Stellenwert, den die Nachhaltigkeitsberichterstattung in Frankreich besitzt. Mit einigen der Gesetze war Frankreich sogar wegweisend, ein Vorreiter in Europa und Vorlagengeber für eine europäische Regelung. Mit dem NRE-Gesetz wurden einige französische Unternehmen bereits lange vor der NFRD zu einem Ausweis von Nachhaltigkeitsthemen verpflichtet.

Bei der Umsetzung der NFRD haben beide Länder die Anforderungen der EU erfüllt. Während der deutsche Gesetzgeber die europäischen Vorgaben mittels des CSRRUG umsetzte, erfolgte dies durch den französischen Gesetzgeber mit der Verordnung N8 2017-1180 und dem Dekret N8 2017-1165. In Deutschland heißt die zu veröffentlichende Nachhaltigkeitsinformation „Nichtfinanzielle Erklärung/Bericht“ und in Frankreich heißt es „La déclaration de performance extra-financière“ (DPEF), übersetzt „Erklärung zur nichtfinanziellen Leistung“. Bei der gesetzlichen Ausgestaltung existieren jedoch auch nationale Unterschiede. Während in Deutschland grundsätzlich⁸ nur kapitalmarktorientierte Unternehmen zur Erstellung einer nichtfinanziellen Erklärung/Berichts verpflichtet sind (§ 289b Abs. 1 S. 1 Nr. 2, § 264d HGB), weitet der französische Gesetzgeber diese Pflicht auch auf nichtkapitalmarktorientierte Unternehmen aus, sofern sie bestimmte Schwellenwerte übersteigen. Diese müssen jedoch nur zu den drei Themen Soziales, Umwelt und Gesellschaftliches berichten. Insgesamt geht der französische Gesetzgeber über die Anforderungen der NFRD weit hinaus und erweitert die Publizitätspflicht. Ein anderer Unterschied liegt in der Veröffentlichungsform. Während der französische Gesetzgeber lediglich die Veröffentlichung im Lagebericht und zusätzlich auf der Internetseite des Unternehmens zulässt, gibt der deutsche Gesetzgeber eine Vielzahl an möglichen Veröffentlichungsformen vor,

⁸ Ausnahmen gelten für Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen, §§ 340a, 341a HGB.

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

bspw. als eigenständiger Bericht oder integriert in den Lagebericht (§ 289b Abs. 1 S. 1, Abs. 3 HGB). Eine Veröffentlichung auf der Internetseite des Unternehmens ist in Deutschland nur dann vorgeschrieben, wenn die nichtfinanzielle Erklärung als eigenständiger Bericht veröffentlicht werden soll (§ 289b Abs. 3 S. 1 Nr. 2 lit. b HGB). Ein weiterer Unterschied liegt in der Art der externen Prüfung der Erklärung. In Deutschland ist die nichtfinanzielle Erklärung von einem externen Prüfer lediglich auf ihre Existenz hin zu prüfen (§ 317 Abs. 2 S. 4 HGB) und nicht auf ihre inhaltliche Konformität. In Frankreich muss die Erklärung durch eine zertifizierte unabhängige dritte Stelle inhaltlich überprüft werden. In diesem Punkt geht der französische Gesetzgeber ebenfalls über die bisherigen Anforderungen der NFRD hinaus. Weitere Unterschiede bestehen bei der Frist zur Veröffentlichung der Erklärung und der Erstanwendung des Gesetzes. Während die Frist zur Veröffentlichung der nichtfinanziellen Erklärung, sei es als eigenständiger Bericht oder als Teil des Lageberichts, in Deutschland vier Monate nach Abschlussstichtag des Geschäftsjahres beträgt (§ 289b Abs. 3 S. 1 Nr. 2 lit. b, § 325 Abs. 4 HGB), beträgt die Frist für die Veröffentlichung der Erklärung in Frankreich acht Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres. In Deutschland waren die Vorschriften zur nichtfinanziellen Berichterstattung erstmals rückwirkend für nach dem 31.12.2016 beginnende Geschäftsjahre anzuwenden (Art. 80 EGHGB; eingeführt durch Art. 3 Nr. 2 CSR-RUG). In Frankreich musste das Dekret für Geschäftsjahre, die nach dem 1.9.2017 begonnen haben, erstmals angewendet werden. Ein letzter Unterschied liegt in der Sanktionierung bei fehlender Veröffentlichung oder unrichtigen Angaben. Während in Frankreich als Höchststrafe lediglich die Verhängung von Zwangsgeldern vorgesehen ist und deren Höhe nicht genauer definiert wurde, sehen die Regelungen in Deutschland sowohl Straftat als auch Bußgeldtatbestände bei bestimmten Verstößen gegen die nichtfinanzielle Berichterstattung vor. So ist für den Fall einer unrichtigen Wiedergabe bzw. Verschleierung der Verhältnisse der Kapitalgesellschaft im Lagebericht einschließlich der nichtfinanziellen Erklärung eine Strafbarkeit für Mitglieder der vertretungsberechtigten Organe (Vorstand bzw. Geschäftsführung) sowie des Aufsichtsrats in § 331 Abs. 1 Nr. 1 HGB vorgesehen. Zudem sind Verstöße gegen §§ 289b ff. HGB bußgeldbewehrt (§ 334 Abs. 1 Nr. 3 HGB), wobei Höchstgrenzen für die zu verhängenden Bußgelder in § 334 Abs. 3 S. 2 HGB definiert sind. Die Vorgaben zu den Sanktionen bei Verstößen gegen die Richtlinie lassen den Mitgliedstaaten viel Spielraum; diese müssen lediglich „wirksam, verhältnismäßig und abschreckend“ sein (Art. 51 S. 2 NFRD).

Insgesamt liegt den nationalen Umsetzungsgesetzen in Deutschland sowie Frankreich dieselbe europäische Richtlinie zugrunde. In Frankreich wurden die gesetzlichen Anforderungen an die Erklärung in einigen Punkten ausgeweitet und gingen über die Vorgaben der NFRD hinaus. Dies lag an den vorher bereits geltenden Regelungen aus Grenelle II. Diese wurden mit der Umsetzung der NFRD eingepflegt

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen
und führten zu einigen Unterschieden im Vergleich zu der deutschen Umsetzung. Deutsche Besonderheiten zeigten sich in den Punkten erstmaliger Anwendung des Gesetzes und möglichen Sanktionen bei Verstößen gegen die nichtfinanziellen Berichtspflichten. Frankreich bleibt bei der Umsetzung der europäischen NFRD in nationales Recht deutlich weniger nah an der Richtlinie als Deutschland und hat darüber hinaus auch eigene nationale Bestimmungen ergänzt. Dies macht die bisherige Vorreiterrolle Frankreichs bei der Regulierung von Nachhaltigkeitsinformationen deutlich.

2.4 Theoretische Grundlagen und Forschungsfragen

Nach Zamil et al. (2021) stellt, basierend auf der ökonomischen Theorie, die Nachhaltigkeitsberichterstattungspraxis einen präventiven Schritt dar, um negativen regulatorischen oder legislativen Druck in der Zukunft abzuschwächen. Ferner, im Falle keiner oder einer weniger scharfen Regulierung, gehen theoretische ökonomische Ansätze zur freiwilligen Berichterstattung davon aus, dass Unternehmen bei der Offenlegung von Nachhaltigkeitsbelangen eine unterschiedlich weitreichende Offenlegungspolitik verfolgen (Brammer/Pavelin 2004, S. 88). Begründet ist dies mit der kostspieligen Offenlegung. Sie kann Kosten für die Messung und Überprüfung der Nachhaltigkeitsangaben sowie den Verwaltungsaufwand für die Zusammenstellung und Veröffentlichung solcher Informationen verursachen (Li et al. 1997, Cormier/Magnan 1999). Daher dürfte das Ausmaß der Offenlegungsaktivitäten von den relativen Kosten und Vorteilen der Offenlegung solcher Informationen abhängen (Li et al. 1997, Cormier/Magnan 1999, 2003).

Überdies beschreiben ökonomische Theorien zur Untersuchung der Auswirkungen einer erhöhten Transparenz und einer damit verbundenen Verringerung der asymmetrischen Informationen, die beispielsweise die Kapitalkosten senken können (z. B. Diamond/Verrecchia, 1991; Leuz/Verrecchia, 2000). Vor dem Hintergrund der ökonomischen Theorie ist nach Christensen et al. (2021, S. 1230) eine erhebliche Heterogenität bei der Offenlegung von Nachhaltigkeitsbelangen erkennbar. Obwohl dies als Hinweis auf einen Bedarf an Harmonisierung und Corporate Social Responsibility (CSR)-Standards gewertet werden kann, spiegelt die beobachtete Heterogenität wahrscheinlich die Wesentlichkeit der CSR-Transparenz für die Unternehmen und ihre Investoren jedoch auch die von den Unternehmen wahrgenommenen Kosten und Vorteile der Bereitstellung von CSR-Informationen wider.

In diesem Sinne ist zu diskutieren, ob eine Offenlegungspraxis wie diejenige in Frankreich, die durch einen stärkeren Regulierungsgrad gekennzeichnet ist, in der Lage sein kann, die kostenbedingten unterschiedlichen Offenlegungspraktiken zu harmonisieren und somit die Transparenz zu fördern, wie es auch die jüngste CSRD anstrebt. Offen bleibt die Frage, inwieweit die französischen CSR-

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Berichtsstandards die Heterogenität der CSR-Offenlegungen eindämmen und sich demnach Harmonisierungseffekte für künftige Berichtspraktiken unter der CSRD ableiten lassen. Mit der Analyse des aktuellen Stands der CSR-Berichterstattungspraxis in beiden Ländern können Schlüsselemente für die gesetzliche Vereinheitlichung identifiziert werden. Damit stellen sich folgende Forschungsfragen:

- (1) *Welche Unterschiede lassen sich, basierend auf dem derzeitigen unterschiedlichen Regulierungsgrad, in der Nachhaltigkeitsberichterstattungspraxis zwischen deutschen und französischen Unternehmen feststellen?*
- (2) *Was sind die Stärken der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung und welcher Änderungsbedarf ergibt sich daraus?*

Mit der neuen CSRD stellt die EU-Kommission eine stark überarbeitete Fassung der NFRD vor. Diese wurde mit dem Ziel der Transparenz für nachhaltige Investmententscheidungen erarbeitet, um Kapitalströme in eine nachhaltige Richtung zu lenken (COM(2021) 189 final). Im Juni 2022 erzielten der Europäische Rat und das Europäische Parlament eine vorläufige politische Einigung über die CSRD, die am 10. November 2022 vom Europäischen Parlament angenommen wurde. Damit werden Unternehmen, die bereits der NFRD unterliegen, die neuen Regelungen mit dem Geschäftsjahr 2024 umzusetzen haben (Art. 5 Abs. 2 lit. a i) CSRD), große Unternehmen, die derzeit nicht der NFRD unterliegen, mit dem Geschäftsjahr 2025 (Art. 5 Abs. 2 lit. b i) CSRD). Unternehmen, wie klein und mittelständische börsennotierte Unternehmen oder kleine Kreditinstitute, werden die Vorgaben der CSRD erstmalig 2026 anzuwenden haben (Art. 5 Abs. 2 lit. c i), ii) CSRD; eine Opt-out-Option bis 2028 ist in Art. 19a Abs. 7 CSRD vorgesehen (hierzu mit krit. Bewertung Allgeier 2023, S. 196)). Folglich soll die Berichterstattung mit einheitlichen Standards, den sog. European Sustainability Reporting Standards (ESRS), harmonisiert werden. Die Mitgliedstaaten der EU haben bis zum 6. Juli 2024 Zeit, die Regelungen der CSRD in nationales Recht zu transformieren (Art. 5 Abs. 1 CSRD). Es ist absehbar, dass in der deutschen Nachhaltigkeitsberichterstattung Gesetzesänderungen bevorstehen, die in der Regel mit den Vorschriften des französischen Rechtsrahmens in Einklang stehen sollen.

2.5 Forschungsstand

2.5.1 Nachhaltigkeitsberichterstattung in Europa

Die Forschung zur Nachhaltigkeitsberichterstattung erfährt in Europa seit den Beschlüssen über die Sustainable Development Goals (SDGs) im Jahr 2015 und der NFRD von 2014 ein enormes Wachstum (Dinh et al. 2022, S. 2f). Eine relevante Abgrenzung ist im Folgenden die Inaugenscheinnahme des

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Forschungsstandes über die Offenlegung bzw. Berichterstattung zu CSR-Aktivitäten der Unternehmen und nicht über die CSR-Aktivitäten selbst. Obgleich bisherige Forschungsstudien vielfältige Schwerpunkte zeigen, sind diese Studien in drei übergeordnete Kategorien zu verorten, nämlich den Bezug zum ökonomischen System, das regulatorische Umfeld und die Rolle der Unternehmen in der Gesellschaft. Laut der jüngsten Untersuchung von Dinh et al. (2022, S. 3) konzentrieren sich akademische Studien über die Nachhaltigkeitsberichterstattung in Europa hauptsächlich auf das Vereinigte Königreich, Deutschland, Frankreich und Italien. In diesen Studien liegt der Fokus weitgehend auf dem Zusammenhang der Nachhaltigkeitsberichterstattung und der finanziellen Performance, wohingegen es an empirischen Befunden zu ökologischen Effekten noch mangelt (Dinh et al. 2022, S. 2). Der Schwerpunkt lag bislang auf der freiwilligen Berichterstattung (70 % der Untersuchungsstudien) in Anbetracht der mangelnden verbindlichen Regulierungen. Frühere internationale Erkenntnisse über die freiwillige Offenlegung von Nachhaltigkeitsdaten und -leistungen mit folglich positiven wirtschaftlichen Vorteilen bestätigen sich hierbei (z. B. Benlemlih et al. 2018; Jo/Na 2012; Planoova et al. 2018; Qui et al. 2016). Im Gegensatz dazu analysieren Studien, die verbindliche Regulierungen untersuchen, hauptsächlich die Umsetzung von gesetzlichen Vorgaben (Dinh et al. 2022, S. 5). Forschungsarbeiten, die sich auf das französische Umfeld beziehen, nutzen die nationalen Verordnungen NRE-Gesetz (2001) und Grenelle II Acts, um die Legitimität und Normativität von Nachhaltigkeitsangaben zu analysieren (z. B. Chauvey et al. 2015; Chelli et al. 2018). In Deutschland wurden speziell zum Erstanwendungsjahr 2017 des CSR-RUG eine ganze Reihe von wissenschaftlichen Studien veröffentlicht, die die Umsetzung des CSR-RUG im DAX 30 untersucht haben (z. B. Behncke/Wulf 2018; Kajüter/Wirth 2018; Graßmann et al. 2018).

2.5.2 Nachhaltigkeitsberichterstattung in Deutschland

Darüber hinaus existieren weitere Studien, die die Umsetzung des CSR-RUG in den Folgejahren untersuchten. In Mion/Loza Adauí (2019) konnte gezeigt werden, dass die Qualität der Nachhaltigkeitsberichterstattung in Deutschland nach der Einführung des CSR-RUG zunahm. Außerdem schien die Wirkung des Gesetzes die Unterschiede in der Qualität der Berichte vor der Einführung der CSR-Pflicht zu verringern. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass die CSR-Pflicht die Qualität zusammen mit anderen relevanten Determinanten beeinflusst, auf die sich frühere Untersuchungen konzentriert haben (z. B. Unternehmensgröße und Branchenzugehörigkeit).

Eine der jüngsten Studien von BDO/Kirchhoff (2021) untersucht die nichtfinanzielle Berichterstattung des Geschäftsjahres 2020 innerhalb des DAX, MDAX und SDAX hinsichtlich verschiedener Aspekte.

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Unter anderem wurde dabei herausgefunden, dass als häufigste Berichtsform innerhalb des DAX die Verortung der nichtfinanziellen Erklärung in den Lagebericht gewählt wurde. Überdies beträgt der Seitenumfang der nichtfinanziellen Erklärungen durchschnittlich 24 Seiten innerhalb in sich geschlossenen nichtfinanziellen Erklärungen. Darüber hinaus wurden die Global Reporting Initiative (GRI)-Standards als meist genutztes Rahmenwerk festgestellt. Bezüglich der Anzahl der berichteten Mindestaspekte konnte herausgefunden werden, dass 75 % der Unternehmen zu allen fünf Mindestaspekten Angaben machen und zusätzlich 32 % der Unternehmen mindestens einen darüberhinausgehenden Aspekt angeben. Bei der Untersuchung der Angaben von Sachverhalten wurde deutlich, dass zu den Aspekten Umwelt und Arbeitnehmerbelange mehr Sachverhalte dargestellt werden als zu den anderen drei Sachverhalten. Bei den Angaben zum Geschäftsmodell verweist die Mehrzahl der Unternehmen (58 %) auf die Ausführungen im Lagebericht. Zum Thema nichtfinanzielle Risiken konnte festgestellt werden, dass 73 % der Unternehmen eine Negativerklärung abgeben. Zusätzlich lassen alle DAX-Unternehmen ihre nichtfinanziellen Erklärungen extern von einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft inhaltlich prüfen. Darüber hinaus wurde die Auseinandersetzung mit der künftig relevanten EU-Taxonomie und die geschlechtergerechte Sprache analysiert. Dabei zeigt sich, dass lediglich 4 % der Unternehmen eine beschreibende Auseinandersetzung mit der Taxonomie innerhalb der nichtfinanziellen Berichterstattung aufweisen (BDO/Kirchhoff 2021, S. 19–33).

Die Studie des DRSC (2021) im Auftrag des Bundesministeriums für Justiz und Verbraucherschutz (BMJV) untersuchte die nichtfinanzielle Berichterstattung von 100 repräsentativ ausgesuchten Unternehmen über den Drei-Jahreszeitraum 2017–2019 anhand von Fragestellungen und Einbindungsveranstaltungen von Stakeholdergruppen. Dabei bestand die Stichprobe aus kapitalmarktorientierten Unternehmen sowie Kreditinstituten und Versicherungen. Es konnte herausgefunden werden, dass alle gesetzlich aufgeführten Berichtsformen in der Praxis Anwendung finden und der gesonderte nichtfinanzielle Bericht dabei am häufigsten gewählt wurde. Der durchschnittliche Seitenumfang wurde auf 41 Seiten beziffert. Die überwiegende Anzahl der Unternehmen nutzte ein Rahmenwerk zur Erstellung der nichtfinanziellen Erklärung, wobei die GRI-Standards am häufigsten gewählt wurden. Bei kapitalmarktorientierten Unternehmen wurde deutlich häufiger eine externe Prüfung durchgeführt als bei Kredit und Versicherungsunternehmen. Zu 87,6 % wird die Prüfung dabei vom Abschlussprüfer und zu 88,4 % von den Big4-Gesellschaften ausgeführt. Bezüglich der Mindestaspekte berichteten nahezu alle Unternehmen der Stichprobe über die fünf Mindestaspekte, jedoch variierten die berichteten Sachverhalte und die Berichtstiefe stark. Bei den nichtfinanziellen Leistungsindikatoren konnten die größten Anzahlen bei den beiden Aspekten Umwelt und Arbeitnehmerbelange festgestellt werden. Aus diesen

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Ergebnissen wurden dann Handlungsempfehlungen für das BMJV ausgesprochen (DRSC 2021, S. III–V).

Die Ergebnisse stellen die Basis dar, mit denen eine sogenannte CSRD-Fitness der DAX Unternehmen analysiert werden kann. Die Untersuchungen der Nachhaltigkeitsberichterstattung dieser Unternehmen und deren CSR-Konformität verstärkt zugleich die Notwendigkeit einer Betrachtung von klein und mittelständischen Unternehmen, die von der kommenden CSRD ebenfalls tangiert werden. In Bergmann/ Posch (2018) wird untersucht, wie deutsche Unternehmen die kommende verpflichtende CSR-Regulierung bewerten und welche Belastung sie durch die verpflichtende Nachhaltigkeitsberichterstattung in Bezug auf ihre organisatorische Verantwortung erwarten. Unternehmen unterschiedlicher Größe, die direkt oder indirekt von dem Gesetz betroffen sind, wurden mittels einer Umfrage untersucht. Die Ergebnisse zeigen unterschiedliche Auswirkungen auf KMUs und Großunternehmen sowie auf direkt und indirekt betroffene Unternehmen. Unmittelbar betroffene kleinere Unternehmen geben an, dass sie durch das neue Gesetz einen größeren organisatorischen Aufwand haben als ihre größeren Konkurrenten. Darüber hinaus sind die relativen Kosten für die Einhaltung der Berichterstattungsstandards für kleinere Unternehmen höher als für ihre größeren Konkurrenten. Es scheint offensichtlich, dass die Unternehmensgröße für die direkt betroffenen Unternehmen in der Diskussion um die Machtdominanz zwischen großen und kleinen Unternehmen auf lange Sicht von Bedeutung ist (Bergmann/Posch 2018, S. 3904).

2.5.3 Nachhaltigkeitsberichterstattung in Frankreich

Eine Studie des AMF (2019) beschäftigt sich mit der DPEF innerhalb des CAC 40 und SBF 120 im Geschäftsjahr 2018. Hinsichtlich des Berichtsformats konnte festgestellt werden, dass eine Vielzahl von Berichtsformen in der Praxis genutzt wurde. Etwa 38 % der Unternehmen stellten ihre DPEF in einem eigenen Kapitel dar, während lediglich eine Minderheit die DPEF als integrierte Variante in das „Universal Document“ veröffentlichte. Darüber hinaus variierten die Bezeichnungen der Kapitel stark. Am häufigsten wurde die Bezeichnung des CSR oder Ähnlichem gewählt. Der durchschnittliche Seitenumfang der DPEF betrug 61 Seiten (AMF 2019, S. 27–31). Dazu gaben 92 % der Unternehmen an, von Nachhaltigkeitsagenturen bewertet worden zu sein. In Bezug auf Rahmenwerke griffen etwa 96 % der Unternehmen auf ein Rahmenwerk zurück. Während mit 79 % die SDGs am häufigsten genutzt wurden, folgen mit 67 % die GRI-Standards. Auch die Rahmenwerke des International Integrated Reporting Council (IIRC) (21 %) und des Sustainability Accounting Standards Board (SASB) (13 %) fanden Berücksichtigung. Das Geschäftsmodell wurde von etwa 90 % der Unternehmen bildlich

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen
dargestellt (AMF 2019, S. 45–51). Bei der Darstellung der nichtfinanziellen Leistungsindikatoren stellten etwa 62 % der Unternehmen diese übersichtlich in einer Tabelle dar. Darüber hinaus ließen alle Unternehmen ihre DPEF extern inhaltlich überprüfen, wovon mit 33 % die meisten Prüfungsaufträge an EY gingen.

2.6 Empirisches Design

2.6.1 Stichprobe

Zur Vorbereitung auf die Beantwortung der aufgeworfenen Fragen, wird in diesem Kapitel eine Analyse der deutschen und französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung vorgenommen. Dazu werden jeweils die nichtfinanziellen Erklärungen und DPEFs von ausgewählten Unternehmen aus den beiden größten nationalen Aktienindizes, DAX 40 und CAC 40, untersucht. Herangezogen werden die Geschäfts-/Nachhaltigkeitsberichte des Geschäftsjahres 2021 von jeweils zehn Unternehmen aus den beiden Aktienindizes. Stichtag für die jeweilige Zusammensetzung war der 24. September 2022. Somit wurde die zum 19. September 2022 durchgeführte Veränderung der Zusammensetzung des DAX 40 bereits berücksichtigt. Seit diesem Datum ersetzte der Energietechnikhersteller Siemens Energy den erst im Zuge der DAX-Erweiterung 2021 neu eingestiegenen Kochboxlieferanten HelloFresh (Deutsche Börse 2022). Ausgewählt wurden jeweils die fünf größten und fünf kleinsten Unternehmen der jeweiligen Indizes gemessen an der Marktkapitalisierung.⁹ Als Stichtag zur Feststellung der Marktkapitalisierung diente erneut der 24. September 2022. Dabei zeigen sich partiell Branchenunterschiede¹⁰ der ausgewählten deutschen und der französischen Stichprobe. Eine Aussage, inwieweit die französischen CSR-Berichtsstandards auch über Branchen hinweg die Heterogenität der CSR-Offenlegungen eindämmen und sich demnach Harmonisierungseffekte für künftige Berichtspraktiken deutscher Unternehmen unter der CSRD erkennen lassen, kann demnach gut abgeleitet werden.

Zudem kann für eine adäquate Vergleichsbasis hinzugefügt werden, dass sich keine klaren Unterschiede der untersuchten deutschen und französischen Unternehmen im Nachhaltigkeitsranking zeigen.

⁹ Bei der Auswahl der Unternehmen für die Stichprobe wurden bewusst die beiden Enden des Spektrums der Marktkapitalisierung ausgewählt. So können Einblicke in die Leistung und die Merkmale von Unternehmen an den Extremen des Index gewonnen und zugleich ein umfassendes Verständnis der Berichtspraxis des Index als Ganzes geliefert werden. Da es in dieser Studie um den Vergleich der Berichtspraxis geht anstatt um das Ermitteln kausaler Zusammenhänge, dürfte die ausgewählte Stichprobe einen guten Einblick in die Berichtspraxis des gesamten Marktes darstellen. Aussagen zur Repräsentativität der Ergebnisse im Hinblick auf Leistungsmerkmale von Unternehmen lassen sich indes nicht ziehen.

¹⁰ Während sich die Branchen „Automobilindustrie“, „Chemie“, „Pharma“ und „Handel“ (bzw. „Konsumgüter“, „Textil“) decken, sind die Branchen „Luftfahrt“ und „Baustoffe“ in der Stichprobe der DAX 40 und die Branchen „Luxusgüter“ und „Fahrzeuge“ in der Stichprobe der CAC 40 vertreten. Weiterhin lässt sich in beiden Stichproben die Spate mit den Branchen „Software“, „Technologien“, „Telekommunikation“ und „Medien“ beobachten.

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Dies wurde anhand der ESG-Rating Anbieter Sustainalytics und S&P Global betrachtet. Damit verstärkt sich die Frage nach der Berichterstattungspraxis der beiden Länder mit unterschiedlich hohen Regulierungsgraden.

Eine Darstellung mitsamt des Auswahlkriteriums der ausgesuchten Unternehmen befindet sich in Tabelle 1 und 2.

Tabelle 1: Ausgewählte Unternehmen aus dem DAX 40¹¹

Nummer	Unternehmensname	Branche	Marktkapitalisierung
1	SAP	Software	96,4 Mrd. €
2	Deutsche Telekom	Telekommunikation	92,4 Mrd. €
3	Volkswagen	Automobilindustrie	85,4 Mrd. €
4	Siemens	Technologie	79,6 Mrd. €
5	Merck	Chemie/Pharma	70,5 Mrd. €
6	MTU Aero Engines	Luftfahrt	8,4 Mrd. €
7	PUMA	Sportartikel/Textil	8,1 Mrd. €
8	HeidelbergCement	Baustoffe	7,9 Mrd. €
9	Covestro	Chemie	5,7 Mrd. €
10	Zalando	Handel	5,2 Mrd. €

Tabelle 2: Ausgewählte Unternehmen aus dem CAC 40

Nummer	Unternehmensname	Branche	Marktkapitalisierung
1	LVMH	Luxusgüter	312,1 Mrd. €
2	L'Oréal	Konsumgüter	176,2 Mrd. €
3	Hermès	Luxusgüter	126,3 Mrd. €
4	TotalEnergies	Chemie	124,9 Mrd. €
5	Sanofi	Pharma	98,9 Mrd. €
6	Renault	Automobilindustrie	8,6 Mrd. €
7	Vivendi	Medien	8,6 Mrd. €
8	Alstom	Fahrzeuge	6,7 Mrd. €
9	Unibail-Rodamco	Immobilien	6,4 Mrd. €
10	Valeo	Automobilindustrie	4,3 Mrd. €

¹¹ Die Unternehmen Linde plc (140 Mrd. € Marktkapitalisierung) mit Firmensitz in Irland sowie Airbus (72,7 Mrd. € Marktkapitalisierung) mit dem Firmensitz in Toulouse (Frankreich) sind von der Erstellung einer nichtfinanziellen Erklärung nach §289b Abs. 2 S. 2 HGB befreit und werden demnach trotz hoher Marktkapitalisierung nicht betrachtet.

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Von den zehn deutschen Unternehmen werden die nichtfinanziellen Erklärungen und von den zehn französischen Unternehmen werden die Erklärungen zur nichtfinanziellen Leistung zur Analyse herangezogen. Nicht berücksichtigt werden freiwillige Veröffentlichungen auf den Internetseiten der Unternehmen, nicht berichtspflichtige weiterführende Informationen in Nachhaltigkeitsberichten und die Angaben zur EU-Taxonomie über nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten. Da durch die Analyse und den Vergleich der deutschen nichtfinanziellen Erklärungen und der französischen Erklärungen zur nichtfinanziellen Leistung Rückschlüsse auf die gesetzlichen Vorgaben des Landes gezogen werden, bringen sowohl darüberhinausgehende freiwillige Nachhaltigkeitsveröffentlichungen als auch die erst seit 2022 in Teilen umzusetzende EU-Taxonomie keinen Mehrwert für diesen Beitrag. Als gemeinsame Basis fungiert dabei das Geschäftsjahr 2021. Die jeweiligen Berichte wurden den Internetseiten der Unternehmen entnommen. Dabei wurden die Berichte der deutschen Unternehmen in deutscher Sprache und die Erklärungen der französischen Unternehmen in englischer Sprache untersucht.

2.6.2 Analysekriterien

Ausgangspunkt für die Analyse ist eine Checkliste (Anhang 2.1), die in Anlehnung an die vorgestellten Studien aus Kapitel 2.5 erstellt wurde. Die in der Checkliste bearbeiteten einzelnen Aspekte wurden für eine übersichtliche und komprimierte Darstellung in übergeordnete Analysekriterien unterteilt. Insgesamt ist die Analyse der Berichte in drei Abschnitte unterteilt: formale Gestaltung, inhaltliche Ausführungen und externe Prüfung.

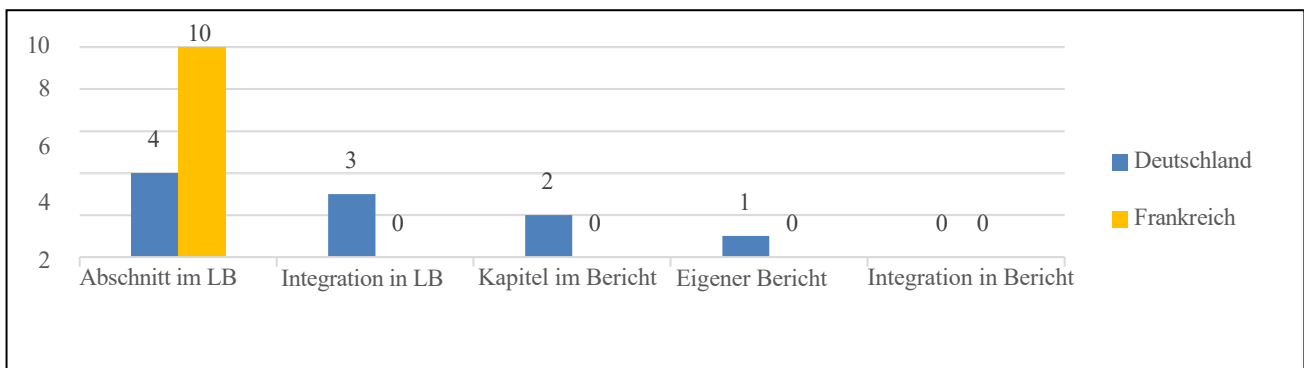
In dem Abschnitt „Formale Gestaltung“ werden die Aspekte Berichtsformat, Seitenumfang und Nutzung von Rahmenwerken untersucht. Unter dem darauffolgenden Unterpunkt „Inhaltliche Ausführungen“ werden die Angaben zum Geschäftsmodell, zur Wesentlichkeitsanalyse, zur Anzahl der berichteten Mindestaspekte, zur Anzahl der berichteten Sachverhalte und zu den nichtfinanziellen Risiken beleuchtet. Im letzten Abschnitt „Externe Prüfung“ werden die Art der Prüfung, das Prüfungsunternehmen und das Prüfungsurteil betrachtet. Demnach wird im folgenden Kapitel auf die erste Forschungsfrage eingegangen, um mögliche Unterschiede basierend auf dem derzeitigen unterschiedlichen Regulierungsgrad, in der Nachhaltigkeitsberichterstattungspraxis zwischen deutschen und französischen Unternehmen festzustellen. In Kapitel 2.8 liegt der Fokus auf der zweiten Forschungsfrage, in dem die Stärken der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung und der Änderungsbedarf erörtert wird.

2.7 Empirische Befunde

Formale Gestaltung

Der erste Vergleichsaspekt innerhalb der formalen Gestaltung ist die Art des Berichtsformates. Die Verteilung der unterschiedlichen Berichtsformate innerhalb der beiden Stichproben ist in Abbildung 2 dargestellt:

Abbildung 2: Vergleich der Berichtsformen

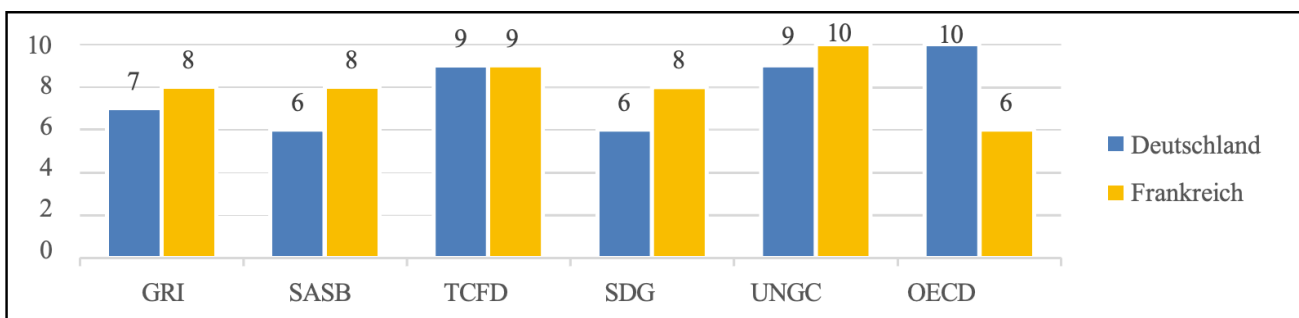


Aus der Abbildung wird ersichtlich, dass ein großer Unterschied zwischen beiden Ländern bezüglich der von den Unternehmen gewählten Berichtsformen existiert. Während in der französischen Stichprobe alle zehn Unternehmen ihre DPEFs in den Lagebericht platzieren, verorten in der deutschen Stichprobe nur sieben Unternehmen ihre nichtfinanziellen Erklärungen in den Lagebericht. Insgesamt ist die Verteilung auf die verschiedenen Berichtsformen in der deutschen Stichprobe sehr heterogen. Diese Verschiedenheit in den auftretenden Berichtsformen geht auf die bisherigen unterschiedlichen gesetzlichen Vorgaben beider Länder zurück. Während im französischen Code de Commerce Artikel L225-102 als Berichtsform lediglich eine Platzierung im Lagebericht zugelassen wird, lässt das deutsche HGB unter den Voraussetzungen des § 289b Abs. 3 S. 1 neben einer Verortung in dem Lagebericht auch eine Veröffentlichung außerhalb des Lageberichtes zu. Dieser alternative Berichtsort wird durch den DRS 20.252 mit verschiedenen Optionen weiter spezifiziert. Die Intention des deutschen Gesetzgebers war es, den Unternehmen eine größere Flexibilität beim Berichtsformat zu geben, damit die Unternehmen das für ihre Branche und Geschäftsmodellpassende Berichtsformat wählen können. Für die Adressaten führt diese Freiheit jedoch zu einem größeren Aufwand, da sie die nichtfinanzielle Erklärung an verschiedenen Orten suchen müssen. Des Weiteren führt die Berichtsvielfalt nicht zu einer besseren Vergleichbarkeit der nichtfinanziellen Berichte. Der deutsche Gesetzgeber ist mit der Flexibilität des Berichtsformates den Unternehmen entgegengekommen, während die Nachteile bei den Adressaten der nichtfinanziellen Berichte liegen.

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Aufgrund der einheitlichen Verortung der DPEF in den Lagebericht bestehen die genannten Nachteile für die Adressaten bei französischen Unternehmen nicht. Insofern ist das nahezu einheitliche Berichtsformat – die Unternehmen können dennoch zwischen einem Kapitel im Lagebericht und der Integration in den Lagebericht wählen – eine wesentliche Stärke der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung. Lohnend zu diskutieren ist darüber hinaus eine tabellarische Übersicht der Inhalte der nichtfinanziellen Erklärungen mit Verweisen an die inhaltlichen Stellen in den Berichten. In Frankreich wird auf die Stellen der Inhalte der DPEF in den Berichten mittels einer Tabelle verwiesen. Dies beruht jedoch nicht auf gesetzlichen Vorgaben für die DPEF, sondern auf Vorschriften für das Berichtsformat, dem sog. User Requirement Document (URD). In diesem muss im Anhang u. a. auf die Inhalte des Lageberichtes und damit auch der DPEF verwiesen werden. Daher befindet sich im Anhang des URD immer eine Tabelle mit Verweisen an die Stellen der Inhalte der DPEF. Dies macht das zielgerichtete Finden der benötigten Inhalte einfach und verhindert langes Suchen. In Deutschland ist eine derartige Tabelle nicht gesetzlich vorgesehen für die nichtfinanzielle Erklärung. Im DRS 20.242 wird bei der Wahl der Integration der nichtfinanziellen Erklärung in den Lagebericht jedoch die Empfehlung bei der Wahl eines integrierten Berichtsformates zu einer derartigen Übersicht ausgesprochen. Der Umgang mit dem französischen URD zeigte indes die Vorteilhaftigkeit dieser Übersichten. Insofern stellen diese tabellarischen Übersichten mit Verweisen zu den Inhalten der DPEF eine weitere Stärke der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung dar. Der nächste Vergleichsaspekt innerhalb der formalen Gestaltung ist die Nutzung von Rahmenwerken. Die Nutzung von verschiedenen Rahmenwerken innerhalb der beiden Stichproben ist in der folgenden Abbildung 3 dargestellt:

Abbildung 3: Vergleich der genutzten Rahmenwerke



Aus der Abbildung geht hervor, dass es bei der Nutzung der verschiedenen Rahmenwerke, Leitlinien und Kodizes innerhalb der beiden Stichproben nur geringe Abweichungen gibt. Generell nutzen aus der französischen Stichprobe alle Unternehmen mindestens ein Rahmenwerk zur Erstellung der DPEF, während in der deutschen Stichprobe nur sieben Unternehmen mindestens eines nutzen. Die drei

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

deutschen Unternehmen, die kein Rahmenwerk zur Erstellung der nichtfinanziellen Erklärung verwenden, begründen dies auch. Sowohl der französische Gesetzgeber mit Artikel R225-105-1 Code de Commerce als auch der deutsche Gesetzgeber mit § 289d HGB kommen überein, dass die Nutzung eines Rahmenwerkes bei der Erstellung einer nichtfinanziellen Erklärung/DPEF auf freiwilliger Basis geschieht. In beiden Ländern sind nationale und internationale Rahmenwerke zugelassen. Lediglich in Deutschland müssen Unternehmen den Verzicht auf ein Rahmenwerk begründen. Sowohl in der Praxis als auch in den gesetzlichen Vorgaben beider Länder finden sich kaum aussagekräftige Unterschiede.

Als letzter Untersuchungspunkt innerhalb der formalen Gestaltung wird der Seitenumfang der nichtfinanziellen Erklärungen/DPEFs verglichen. Die wichtigsten Indikatoren der Analyse des Seitenumfangs sind in der nachfolgenden Tabelle 3 illustriert:

Tabelle 3: Vergleich des Seitenumfangs

Betrachtungsindikatoren	Deutschland	Frankreich
Anzahl Unternehmen	5	10
Durchschnitt Seitenanzahl	44	106
Prozentualer Anteil am Gesamtbericht	14,7 %	22,4 %

Vorab ist auf die unterschiedliche Anzahl an untersuchten Unternehmen hinzuweisen. Auf Seiten Deutschlands wurden nur die Unternehmen berücksichtigt, die als Berichtsform die nichtfinanzielle Erklärung als eigenes Kapitel innerhalb des Geschäftsberichtes oder Lageberichtes platziert haben. Nur bei diesen Berichtsformen ist eine gesicherte Messung des Seitenumfangs möglich. Dazu kann nur bei diesen Berichtsformen die Seitenanzahl ins Verhältnis zum gesamten Geschäftsbericht gestellt werden. Auf französischer Seite wurden alle zehn Unternehmen berücksichtigt. Für den Seitenumfang der nichtfinanziellen Erklärungen/DPEFs wurden jeweils die Seitenzahlen des gesamten Kapitels gemessen, in dem sich die Erklärungen befinden. Aus der Tabelle wird ersichtlich, dass der Seitenumfang des Kapitels, in dem sich die jeweilige Erklärung befindet, in der französischen Stichprobe bedeutend höher ausfällt als in der deutschen Stichprobe. Während die absolute Seitenanzahl einen großen Unterschied in der Länge der Kapitel offenbart, ist der durch den Anteil am Gesamtbericht ausgedrückte Prozentsatz weniger deutlich auseinanderliegend. Dies liegt an der deutlich größeren Seitenanzahl der französischen URDs im Vergleich zu den deutschen Geschäftsberichten. Daher ist der Unterschied zwischen beiden Stichproben im Verhältnis zum Gesamtbericht weniger deutlich. Zu erwähnen ist jedoch, dass sich in den gemessenen Kapiteln auf französischer Seite weitere Inhalte neben der DPEF befinden. Innerhalb dieser Kapitel werden beispielsweise die Angaben zur EU-Taxonomie und dem in Frankreich

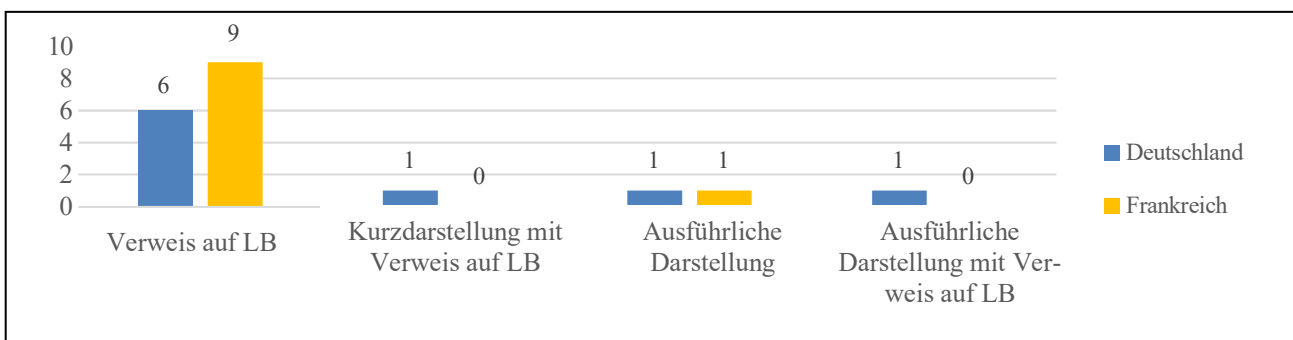
2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

vorgeschriebenen „Vigilance-Plan“ dargestellt. Insofern ist die tatsächliche Seitenanzahl der DPEFs kürzer. Schätzungsweise jedoch nicht um so viel kürzer, als dass diese in den Bereich der deutschen Stichprobe fallen. Grundsätzlich wird aus der Untersuchung des Seitenumfangs ersichtlich, dass die DPEFs in Frankreich deutlich umfangreicher und länger ausfallen als die nichtfinanziellen Erklärungen in Deutschland. Die generelle Länge eines solchen Berichtes ist in keinem der beiden Länder gesetzlich vorgegeben. Die längeren DPEFs in Frankreich resultieren aus gesetzlich vorgeschriebenen umfangreicheren Angaben zu den Aspekten nichtfinanzielle Risiken und zu berichtende Sachverhalte. Zusätzlich berichten die französischen Unternehmen umfangreicher über die durchgeführte Wesentlichkeitsanalyse, ohne dass dies durch die Vorgaben für eine DPEF verpflichtend ist. Durch eine umfangreichere Darstellung vieler Themen und der daraus resultierenden größeren Länge der DPEF erhalten die Adressaten einen besseren Überblick und genauere Informationen über die nichtfinanziellen Auswirkungen der Unternehmen. Zu diskutieren ist allerdings der Aspekt der Informationsüberflutung. Ein solches Risiko ist möglicherweise durch verstärkte quantitative Angaben, statt qualitativer Beschreibungen, einzugrenzen. Daher stellt der Umfang und die Länge der DPEFs eine diskutierfähige Stärke der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung dar.

Inhaltliche Ausführungen

Der erste Vergleichsaspekt im Rahmen der inhaltlichen Ausführungen ist die Darstellung des Geschäftsmodells. Die unterschiedlichen Darstellungsarten innerhalb beider Stichproben sind in Abbildung 4 dargestellt:

Abbildung 4: Vergleich der Darstellungen der Geschäftsmodelle



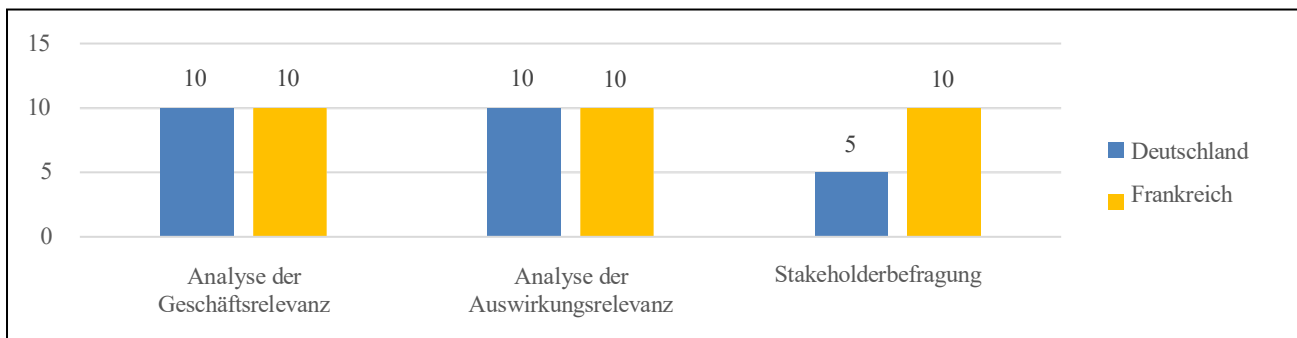
Anhand der Abbildung wird verdeutlicht, dass in beiden Stichproben die Mehrzahl der Unternehmen lediglich einen kurzen Verweis auf die ausführliche Darstellung des Geschäftsmodells im Lagebericht geben. Während in § 289c Abs. 1 HGB lediglich eine Kurzbeschreibung des Geschäftsmodells von den Unternehmen erwartet wird, wird durch den DRS 20.257 die Option eines Verweises auf die

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

ausführliche Darstellung im Lagebericht eingeführt. Auf französischer Seite ist in Artikel R225-105 Code de Commerce festgehalten, dass es eine Darstellung des Geschäftsmodells in der DPEF geben soll. Über die Art und Länge dieser Darstellung macht der französische Gesetzgeber keine weiteren Angaben. Insgesamt bleiben in dieser Hinsicht beide gesetzlichen Regulierungen schwammig und wenig präzise. Da die ausführliche Darstellung des Geschäftsmodells in den meisten Fällen im gleichen Dokument enthalten ist, stellen die Verweise an die jeweiligen Stellen für die Adressaten keinen Nachteil dar. Daher ist über die unpräzisen Regelungen hinwegzuschauen.

Im Rahmen der inhaltlichen Ausführungen folgt als nächster Vergleichsaspekt die Wesentlichkeitsanalyse. In beiden Ländern sehen die Vorgaben eine Analyse zur Identifikation der wesentlichen Themen vor. Sowohl in Artikel L225-102-1 Code de Commerce als auch in § 289c HGB ist eine zweistufige Wesentlichkeitsanalyse vorgegeben. Die beiden zu berücksichtigenden Stufen bestehen demnach aus den Angaben, die zum einen für das Verständnis des Geschäftsverlaufs, des Geschäftsergebnisses und der Lage der Gesellschaft und zum anderen für die Auswirkungen der Geschäftstätigkeit notwendig sind. Darüberhinausgehende Angaben, in welchem Umfang und von welcher Art die Wesentlichkeitsanalyse sein soll, existieren in beiden Ländern nicht. Die in beiden Stichproben ermittelten genutzten Methoden werden in Abbildung 5 vergleichend dargestellt:

Abbildung 5: Vergleich der Methoden der Wesentlichkeitsanalyse



Die Abbildung zeigt, dass in beiden Ländern sämtliche Unternehmen bei der Identifikation von wesentlichen Themen die zwei Stufen der Wesentlichkeitsanalyse berücksichtigen. Somit kommen alle Unternehmen den gesetzlichen Vorschriften nach. Darüber hinaus wird von einigen Unternehmen eine weitere Ebene zur Identifikation herangezogen: die Stakeholderbefragung. Neben der internen Sichtweise, die durch die zwei Stufen der Wesentlichkeitsanalyse abgedeckt wird, fügen die Unternehmen mit dem Einbezug der vielschichtigen Stakeholder eine externe Sichtweise hinzu. Die Berücksichtigung dieses weiteren externen Einflusses ist förderlich für eine allumfassende Analyse der wesentlichen Themen. Da diese Methode vom Gesetzgeber in keinem der beiden Länder vorgeschrieben wird,

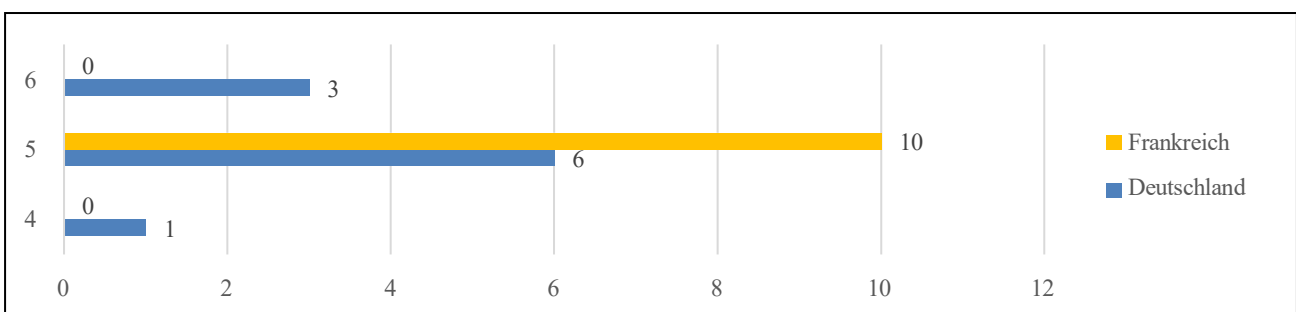
2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

nutzen die Unternehmen sie auf freiwilliger Basis. Während in der französischen Stichprobe sämtliche Unternehmen die Stakeholder einbeziehen, werden in der deutschen Stichprobe lediglich bei der Hälfte der Unternehmen die Stakeholder befragt. Insgesamt ist die Berücksichtigung der Stakeholder für die Adressaten der Erklärungen vorteilhaft, um sicherzustellen, dass die Unternehmen das Vertrauen stärken und Aspekte unabhängig von ihrer Wirkung auf das Unternehmen abbilden.

Zusätzlich ist im Rahmen des Vergleiches der Wesentlichkeitsanalyse die Darstellung der identifizierten wesentlichen Themen von Interesse. Eine explizite gesetzliche Vorgabe, in welcher Darstellungsweise die wesentlichen Themen präsentiert werden sollen, gibt es in keinem der beiden Länder. Somit steht den Unternehmen die Darstellungsform der wesentlichen Themen frei. In der Stichprobe des DAX 40 hat jedes Unternehmen lediglich eine Darstellungsform gewählt. Während acht Unternehmen eine Darstellung über eine Liste oder Tabelle vollzogen, präsentierte nur ein Unternehmen eine Wesentlichkeitsmatrix. In der Stichprobe des CAC 40 wählte eine Vielzahl an Unternehmen zwei Darstellungsweisen. In vielen Fällen wurde sowohl eine Wesentlichkeitsmatrix als auch eine Übersicht per Liste oder Tabelle dargestellt. Gerade die Darstellung einer Wesentlichkeitsmatrix ist in den französischen Berichten von größerer Bedeutung und Verbreitung. Dazu werden die identifizierten Themen unabhängig von der Darstellungsweise direkt in Themenblöcke bzw. in die zu berichtenden Aspekte klassifiziert. Dies schafft eine Verbindung von der Identifikation der wesentlichen Themen hin zu der Darstellung in den einzelnen Kapiteln. Somit lassen sich die identifizierten Themen leichter auffinden. Diese ausführliche und klassifizierte Darstellung der identifizierten wesentlichen Themen ist durchaus eine Stärke der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung.

Der nächste Vergleichsaspekt innerhalb der inhaltlichen Ausführungen ist die Anzahl der berichteten Aspekte. Der Vergleich der Analyseergebnisse beider Stichproben ist in Abbildung 6 illustriert:

Abbildung 6: Vergleich der Anzahl berichteter Aspekte



2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Deutlich zu erkennen ist ein Unterschied zwischen beiden Ländern. Während in Frankreich alle zehn Unternehmen zu den aus der NFRD bekannten fünf Aspekten Angaben machen, gibt es in Deutschland einige Unternehmen, die aus verschiedenen Gründen nicht zu allen fünf Aspekten Angaben machen. Gemäß § 289c Abs. 2 HGB müssen deutsche Unternehmen grundsätzlich Angaben zu den fünf Aspekten Arbeitnehmer-, Umwelt-, Sozialbelange, Wahrung der Menschenrechte und Bekämpfung von Korruption machen. Diese Mindestangaben werden durch Beispiele näher bestimmt. Falls sie zu einem Thema allerdings keine Angaben machen, müssen sie dies klar und begründet erklären (§ 289c Abs. 4 HGB; „Comply or Explain“). Der französische Gesetzgeber weicht bei der Regulierung der zu berichtenden Aspekte ab. In den Artikeln L225-102-1 und R225-105 Code de Commerce werden nicht nur die fünf Aspekte der NFRD als verpflichtend angegeben, zudem werden spezifische Themen aufgelistet, über die zu berichten ist. Diese Themen sind den fünf Aspekten zugeordnet. Somit setzte der französische Gesetzgeber die NFRD um, jedoch ging er inhaltlich detaillierter und spezifischer dabei vor. Die Möglichkeit, unter Angabe von Gründen auf Aspekte in der DPEF verzichten zu können, ist im französischen Recht, anders als im deutschen Recht, nicht vorgesehen. Durch die verpflichtende Vorgabe von spezifischen Themen statt bloßer allgemeiner Aspekte, beruhen die Angaben der Unternehmen in den DPEFs alle auf der gleichen inhaltlichen Basis. Während sich bislang die Unternehmen in Deutschland die Themen je nach Darstellungsauswirkung individuell aussuchen können, sind die Unternehmen in Frankreich an die vorgeschriebenen Themen gebunden. Eine Beschränkung der Auswahl auf vorteilhafte Aspekte ist in Frankreich nicht möglich. Diese gesetzliche Vorgabe von spezifischen Themen statt allgemeiner Aspekte fördert künftig durch die CSRD die Transparenz und vergrößert den Umfang der zur Verfügung stehenden Informationen mit Blick auf die Adressaten. Daher ist dies als bisherige Stärke der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung anzusehen.

Die nächste Vergleichsthematik im Rahmen der inhaltlichen Ausführungen ist die Darstellung von nichtfinanziellen Leistungsindikatoren. Sowohl in Deutschland (§ 289c Abs. 3 Nr. 5 HGB) als auch in Frankreich (Artikel R225-105 I i.V.m. R225-105 Code de Commerce) müssen die Unternehmen nach geltendem Recht nichtfinanzielle Leistungsindikatoren als Performancemaße in ihre Erklärungen inkludieren. Der Vergleich der durchschnittlich dargestellten Anzahl an nichtfinanziellen Leistungsindikatoren pro Unternehmen ist in Tabelle 4 dargestellt:

Tabelle 4: Vergleich der nichtfinanziellen Leistungsindikatoren

Aspekte	Durchschnitt Deutschland	Durchschnitt Frankreich
Umwelt	3,8	9,3
Arbeitnehmer	6,0	20,8
Soziales	1,5	6,9
Menschenrechte	1,9	1,8
Korruption	1,7	1,9

Vorab festzuhalten ist, dass in beiden Ländern im Durchschnitt zu jedem Aspekt mindestens ein nichtfinanzieller Leistungsindikator angegeben wird. Dennoch ist zwischen den einzelnen Aspekten ein großes Gefälle erkennbar. Für die beiden Aspekte Umwelt und Arbeitnehmerbelange werden mit großem Abstand die meisten nichtfinanziellen Leistungsindikatoren angegeben. Ein Erklärungsansatz könnte sein, dass die beiden Aspekte generell umfangreicher und facettenreicher sind als die anderen drei Aspekte. Ein anderer Erklärungsansatz könnte sein, dass diese beiden Aspekte eine größere Relevanz für die Unternehmen besitzen, woraus sich eine ausführlichere Darstellung erklären lässt. Ein dritter Erklärungsansatz vermutet die Gründe bei den anderen drei Aspekten, die im Vergleich womöglich weniger berichtenswert sind oder weniger Aufmerksamkeit von den Unternehmen erhalten. Gänzlich entfallen sie im Durchschnitt jedoch nicht. Im Vergleich der beiden Stichproben fällt ebenfalls ein großer Unterschied auf. Für die drei Aspekte Umwelt-, Arbeitnehmer- und Sozialbelange werden von französischen Unternehmen im Durchschnitt deutlich mehr nichtfinanzielle Leistungsindikatoren angegeben als von den deutschen Unternehmen. Dies ist auf die gesetzliche Angabe der Aspekte zurückzuführen. Durch die in Deutschland zu berichtenden Aspekte ohne Spezifizierung können die Unternehmen ihre Themen selbst wählen und somit auch die Art und Anzahl der nichtfinanziellen Leistungsindikatoren. Da bislang nur der französische Gesetzgeber spezifische Themen vorgegeben hat, müssen die Unternehmen diese Themen mit nichtfinanziellen Leistungsindikatoren belegen. Der Umfang an Themen bedingt auch den Umfang an Leistungsindikatoren. Durch eine größere Anzahl an berichteten nichtfinanziellen Leistungsindikatoren können sich die Adressaten ein besseres Bild über den aktuellen Stand in dem jeweiligen Bereich machen. Dazu ist ein umfangreicher Vergleich mit den Werten aus den Vorjahren möglich. Daher ist die größere Anzahl an berichteten nichtfinanziellen Leistungsindikatoren eine weitere wesentliche Stärke der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung.

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Der letzte Vergleichsaspekt der inhaltlichen Ausführungen ist die Darstellung der nichtfinanziellen Risiken. Alle zehn französischen Unternehmen stellen ihre nichtfinanziellen Risiken dar. Im Durchschnitt berichtet jedes Unternehmen über 14 nichtfinanzielle Risiken. Diese werden von allen Unternehmen in einer Tabelle oder Liste übersichtlich dargestellt. In der deutschen Stichprobe berichtet lediglich ein Unternehmen über seine nichtfinanziellen Risiken. Insgesamt acht deutsche Unternehmen geben eine Negativerklärung ab, in der sie erklären, keine nichtfinanziellen Risiken gemäß des CSR-RUG ermittelt zu haben. Der große Unterschied zwischen beiden Stichproben ergibt sich erneut aus den bisherigen gesetzlichen Vorschriften. In beiden Ländern müssen die Unternehmen über nichtfinanziellen Risiken berichten, die aus der Geschäftstätigkeit und den Geschäftsbeziehungen des Unternehmens, seiner Produkte oder Dienstleistungen resultieren. Die deutschen Unternehmen müssen nach § 289c Abs. 3 Nr. 3, 4 HGB über nichtfinanzielle Risiken nur dann berichten, wenn diese eine sehr hohe Eintrittswahrscheinlichkeit und gleichzeitig schwerwiegende negative Auswirkungen aufweisen. Durch diese zusätzlichen Voraussetzungen wird die Anwendbarkeit der Norm eingeschränkt, sodass nicht alle nichtfinanziellen Risiken der Unternehmen als berichtspflichtig eingestuft werden und somit auch nicht über sie berichtet werden muss. Dass die Unternehmen nach den Kriterien des HGB keine nichtfinanziellen Risiken angeben, bedeutet nicht, dass es dort keine gibt. Für Adressaten ist dies nachteilig, da sie trotz bestehender nichtfinanzieller Risiken keinerlei Informationen über sie erhalten. Somit werden den Adressaten und potenziellen Investoren wichtige Informationen vorenthalten. Da im französischen Code de Commerce die beiden Kriterien nicht implementiert wurden, müssen französische Unternehmen ausführlich über ihre bestehenden nichtfinanziellen Risiken berichten. Die Adressaten erhalten dadurch ein gesamtheitlicheres Bild über die nichtfinanziellen Auswirkungen der Unternehmen. Daher ist die Ausführlichkeit der nichtfinanziellen Risiken eine wichtige Stärke der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung.¹²

Externe Prüfung

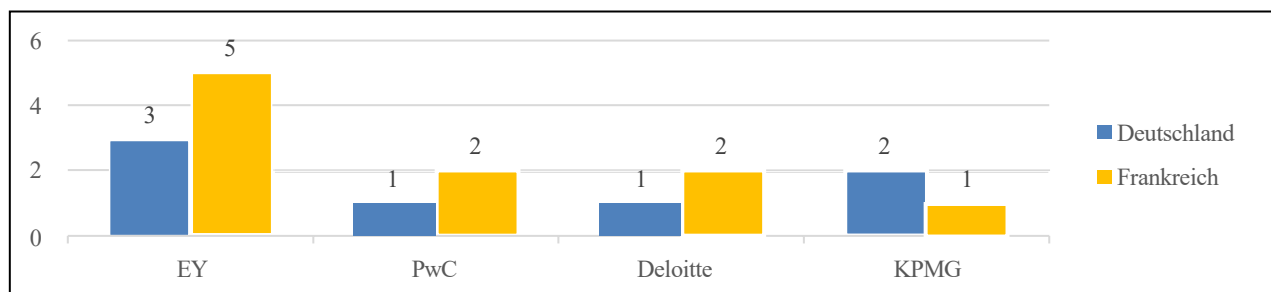
Der erste Vergleichsaspekt im Rahmen der externen Prüfung ist die Art der externen Prüfung. Während innerhalb der deutschen Stichprobe sieben Unternehmen ihre nichtfinanziellen Erklärungen einer inhaltlichen Prüfung durch einen Wirtschaftsprüfer unterziehen ließen, haben alle zehn Unternehmen in

¹² Seitens der deutschen Regulierung wird durch die Reform des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) 2022 mit der Empfehlung A.3 jedoch die Erweiterung der internen Kontroll- und Risikomanagementsysteme um Nachhaltigkeitsaspekte forciert. Dies stellt zwar lediglich eine Empfehlung dar, soll jedoch die Integration von Prozessen und Systemen zur Erfassung und Verarbeitung nachhaltigkeitsbezogener Daten sicherstellen und somit Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen in den genannten Corporate Governance Systemen integrieren.

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

der französischen Stichprobe ihre DPEFs durch einen Wirtschaftsprüfer inhaltlich prüfen lassen. Dies geht auf die gesetzlichen Vorgaben zurück. Es ist nach Artikel L225-102-1 Code de Commerce Pflicht, die DPEF extern inhaltlich prüfen zu lassen. Eine Ausnahmeregelung existiert nicht. Nach der deutschen Rechtslage besteht eine Pflicht zu einer solchen inhaltlichen Prüfung nicht. Es ist nach § 317 Abs. 2 S. 4 HGB zwar eine Prüfung der nichtfinanziellen Erklärung notwendig, bei dieser soll jedoch statt des Inhaltes nur das Vorliegen der Erklärung geprüft werden. Erfreulich ist dennoch, dass sich sieben Unternehmen in Deutschland dazu entschlossen haben, auf freiwilliger Basis ihre nichtfinanzielle Erklärung inhaltlich prüfen zu lassen. Die inhaltliche Prüfung durch Wirtschaftsprüfer stellt sicher, dass die nichtfinanzielle Erklärung/DPEF nach den geltenden Vorschriften erstellt wurde. Den Adressaten gibt eine inhaltliche Prüfung daher die Sicherheit der Gesetzeskonformität. Insofern ist eine verpflichtende externe inhaltliche Prüfung als sinnvoll zu erachten. Dass diese im französischen Recht bereits vorgesehen ist, ist eine wesentliche Stärke der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung. Der nächste Vergleichsaspekt der externen Prüfung ist die Wahl der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Die Verteilung der Unternehmen auf die jeweiligen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ist in Abbildung 7 abgebildet:

Abbildung 7: Vergleich der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften



Aus der Abbildung geht hervor, dass sowohl in Frankreich als auch in Deutschland die Big4 weiterhin eine starke Marktposition besitzen, da sämtliche Prüfungen von Big4 Gesellschaften ausgeführt wurden. Eine gesetzliche Vorgabe zu einer bestimmten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft gibt es nicht. Darüber hinaus lassen sich keine relevanten Erkenntnisse aus der Verteilung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ziehen.

2.8 Änderungspotential und Anpassungspflichten nach der CSRD

Aus dem Vergleich der empirischen Ergebnisse zu der deutschen nichtfinanziellen Erklärung und der französischen DPEF ergibt sich eine Vielzahl an Unterschieden zwischen beiden Ländern. Ebenfalls

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

können aus dem Vergleich die wesentlichen Stärken der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung identifiziert werden.

Mit der Analyse der deutschen Rechtslage zur Nachhaltigkeitsberichterstattung und den identifizierten Stärken der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung lässt sich Änderungspotential identifizieren. Hiermit verbunden wird nachfolgend auch auf die Umsetzungs- bzw. Änderungspflichten des deutschen Gesetzgebers mit Blick auf die CSRD eingegangen:

- **Festlegung auf einen Berichtsort:** Die gewährte Freiheit bei der Wahl des Berichtsformates für deutsche Unternehmen wurde bereits in den vorherigen Kapiteln diskutiert, ebenso die damit verbundenen Nachteile für die Adressaten. Frankreichs Berichtslandschaft zeigt, dass ein einheitlicher Berichtsort nachvollziehbare Stärken aufweist. Daher sollte die gewährte Flexibilität eingeschränkt werden und ein einheitlicher Berichtsort vorgegeben werden. Mit der CSRD wird der Lagebericht als künftiger Berichtsort festgelegt (Art. 19a Abs. 1). Die Festlegung auf einen einheitlichen Berichtsort ist vor dem Ziel der CSRD – die Vergleichbarkeit der Berichterstattung zu erhöhen (Erwägungsgründe 2, 9, 10 zur CSRD) – zu begrüßen. Hier wird der deutsche Gesetzgeber tätig werden und muss die Regelung in § 289b Abs. 3 HGB streichen.
- **Verpflichtende Verweistabelle:** Im Zuge der Analyse kam es bei der Durchsicht der deutschen Berichte oftmals zu Schwierigkeiten, die benötigten Informationen zu finden. Bei den französischen Berichten war dies unproblematisch, da sie aufgrund anderer Berichtspflichten eine Verweistabelle angeben müssen. Es könnte nun zu überlegen sein, eine Verweistabelle im Lagebericht verpflichtend vorzuschreiben, um die Übersichtlichkeit zu erhöhen. Art. 19a Abs. 1 UAbs. 2 CSRD sieht nun allerdings vor, dass die nachhaltigkeitsbezogenen Angaben im Lagebericht mittels eines dafür vorgesehenen Abschnitts klar erkennbar sein müssen. Aufgrund dieser europäischen Vorgabe zur Bündelung der nachhaltigkeitsbezogenen Angaben in einem eigenen Abschnitt und der Pflicht des deutschen Gesetzgebers zur Umsetzung dieser Regelung, wird das Auffinden der Angaben in Zukunft leichter werden und damit wird eine verpflichtende Verweistabelle nicht erforderlich sein. Unabhängig davon würde dem deutschen Gesetzgeber jedoch die Regelungsoption offenstehen, eine solche Ergänzung in das HGB aufzunehmen.
- **Spezifische Themen statt allgemeiner Aspekte:** Frankreichs Gesetzgeber hat statt der fünf Aspekte der Berichterstattung spezifische Berichtsthemen gesetzlich vorgeschrieben. Dies ist eine Spezifizierung der Inhalte, die in Europa ihres Gleichen sucht. Das HGB sieht dagegen lediglich eine Liste von Mindestvorgaben vor, über die berichtet werden muss, allerdings mit der Möglichkeit der Befreiung von der Berichtspflicht unter der Voraussetzung des § 289c Abs. 4 HGB. Mit

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

der Umsetzung der CSRD wird diese „Comply or explain“-Option jedoch entfallen: Die Berichterstattung zu allen von der CSRD genannten Kriterien ist nun zwingend (Wortlaut „müssen“). Die Unternehmen müssen zu Umwelt-, Sozial- und Menschenrechts- sowie Governance-Faktoren berichten (Art. 29b Abs. 2 UAbs. 2 lit. a, b) (Nietsch 2022, S. 455).

Die in der Richtlinie genannten Berichtsthemen werden von der CSRD konkretisiert. Hierbei ähneln die Umweltfaktoren stark den Umweltzielen der Taxonomie-VO (Nietsch (2022), S. 453). Die Sozial- und Menschenrechtsfaktoren sind sehr weitgehend und verweisen auf zahlreiche völkerrechtliche Übereinkommen. Allerdings bedarf es, trotz des offensichtlichen Bemühens des Richtliniengebers um Konkretisierung, hier weiterer Konkretisierungen mittels delegierter Verordnungen (Ermächtigung in Art. 29b Abs. 1 CSRD), damit die Vorgaben in der Praxis umgesetzt werden können und die Vergleichbarkeit und Aussagekraft der Berichte sich spürbar verbessern kann: Auch die Vorgaben der Taxonomie-VO, an die sich die Umweltkriterien der CSRD anlehnen, und die völkerrechtlichen Übereinkommen zur Konkretisierung der Sozialberichterstattung, sind ausfüllungsbedürftig. Die von der CSRD verbindlich konkret vorgegebenen Themen sind durch Anpassung des § 289c Abs. 2 HGB ins deutsche Recht zu übernehmen. Der Katalog des § 289c Abs. 2 HGB ist, soweit keine Regelung der Kriterien durch eine (unmittelbar die Unternehmen verpflichtende) DelVO (auf Grundlage des Art. 29b Abs. 1 CSRD) erfolgt, zu ergänzen.

- **Größere Anzahl an nichtfinanziellen Leistungsindikatoren:** Französische Unternehmen geben im Durchschnitt deutlich mehr nichtfinanzielle Leistungsindikatoren an als die deutschen Unternehmen. Dies ist ein positiver Effekt aus der Vorgabe von spezifischen Themen. Dadurch muss zu jedem spezifischen Thema auch ein nichtfinanzieller Leistungsindikator angegeben werden. Insgesamt führen mehr Themen zu einer größeren Anzahl an nichtfinanziellen Leistungsindikatoren. Dieser Effekt würde sich bei der Umsetzung von Empfehlung drei dieser Untersuchung (spezifische Themen statt allgemeiner Aspekte) in Deutschland ebenfalls einstellen. Die Berichtspflicht zu den nichtfinanziellen Leistungsindikatoren ist in der Neufassung der CSRD gestrichen worden. Nach den neuen Vorgaben haben die Unternehmen allerdings u. a. zu Chancen (Art. 19a Abs. 2 lit. a ii) CSRD) und Risiken (Art. 19a Abs. 2 lit. g CSRD) in Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsaspekten zu berichten. Diese Nachhaltigkeitsaspekte umfassen eine Vielzahl von detailliert aufgezählten Bereichen (siehe Punkt „Spezifische Themen statt allgemeiner Aspekte“). Insofern ist davon auszugehen, dass die umfangreiche Erweiterung der Berichtspflichten auch eine ausführlichere Nennung von „nichtfinanziellen Leistungsindikatoren“, also Nachhaltigkeitsaspekten, zur Folge hat.

- **Streichung der zwei Kriterien bei der Identifizierung von nichtfinanziellen Risiken:** Innerhalb der deutschen Stichprobe hat nur ein Unternehmen über nichtfinanzielle Risiken berichtet. Der Rest gab eine Negativerklärung ab. Obwohl die Unternehmen (sehr wahrscheinlich) nichtfinanziellen Risiken ausgesetzt sind, müssen diese aufgrund der zweifachen Voraussetzungen „sehr hohe Eintrittswahrscheinlichkeit“ und „schwerwiegende negative Auswirkungen“ nicht adressiert werden. Da diese beiden Voraussetzungen in der französischen Gesetzgebung nicht existieren, informieren sämtliche Unternehmen über bestehende nichtfinanzielle Risiken. Mit der Streichung dieser Voraussetzungen müssten die deutschen Unternehmen ausführlicher über ihre bestehenden nichtfinanziellen Risiken informieren. Art. 19a Abs. 2 lit. a i), lit. g CSRD enthält Vorgaben für die betroffenen Unternehmen mit Blick auf nachhaltigkeitsbezogene Risiken. In der kurzen Beschreibung in Bezug auf die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens im Zusammenhang mit dem Geschäftsmodell und der Strategie zu nachhaltigkeitsbezogenen Risiken (lit. a i)) gibt es keine einschränkenden Kriterien wie Wesentlichkeit oder hohe Eintrittswahrscheinlichkeit. Dagegen erfordert lit. g eine Beschreibung der wichtigsten Risiken des Unternehmens im Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsaspekten. Die Vorschrift enthält weiterhin das Wesentlichkeitskriterium, wie auch bereits Art. 19 Abs. 1 lit. d NFRD. Das Wahrscheinlichkeitskriterium dagegen ist gänzlich durch den europäischen Normgeber gestrichen worden, sodass dieses in der zukünftigen deutschen Regelung keinen Niederschlag mehr finden kann. Auch das Kriterium der Wesentlichkeit wird aufgrund der detaillierten Regelungen auf Ebene der delegierten Verordnung zukünftig kaum eine Rolle mehr spielen. Nietsch (2022, S. 459) spricht von einer „Aufgabe“ des Kriteriums. Die Umsetzung der neuen Regelungen in nationales Recht wird dazu führen, dass im Rahmen der künftigen Nachhaltigkeitsberichterstattung vermehrt über Nachhaltigkeitsrisiken berichtet werden muss. Mit Blick auf die Inhalte der Berichtspflichten wird der deutsche Gesetzgeber eine Angleichung des HGB an die europäischen Vorgaben vornehmen müssen, die die Kriterien der „schwerwiegenden negativen Auswirkungen“ und „sehr hohen Eintrittswahrscheinlichkeit“ nicht mehr enthält und daher den Berichtsgegenstand deutlich ausweitet
- **Verpflichtende externe inhaltliche Prüfung:** Obwohl bereits 70% der Unternehmen innerhalb der deutschen Stichprobe ihre nichtfinanzielle Erklärung extern durch Wirtschaftsprüfer einer inhaltlichen Prüfung unterziehen ließen, ist die inhaltliche Prüfung nach wie vor nur freiwillig. Eine verpflichtende inhaltliche Prüfung würde den Adressaten eine zusätzliche Sicherheit über die Richtigkeit der Informationen geben. Nach der Neufassung der CSRD besteht die Pflicht zur externen Prüfung, ob die Nachhaltigkeitsberichterstattung mit den Vorgaben der Richtlinie in Einklang steht – zunächst allerdings nur mit begrenzter Sicherheit (limited assurance) (Art. 34 Abs.

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

1 UAbs. 2 lit. a ii) aa)) (dazu Needham et al. 2023, S. 45-46). Mit einer Ausweitung der Prüfung auf hinreichende Sicherheit (reasonable assurance) ist mittelfristig zu rechnen (Bingel et al. 2023, S. 123). Auch hier muss der deutsche Gesetzgeber das HGB entsprechend an die europäischen Vorgaben anpassen (derzeit § 317 Abs. 2 S. 4 HGB).

2.9 Fazit

Bereits 2015 erklärte der ehemalige CEO der Global Reporting Initiative (GRI), Ernst Ligteringen, dass die Nachhaltigkeitsberichterstattung nun kein Experiment mehr sei. Auch wenn sie kein Experiment mehr ist, sollte eine Weiterentwicklung und Anpassung der Nachhaltigkeitsberichterstattung ein stetiges Ziel sein. Mit dem Inkrafttreten der CSRD, der europäischen Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung als Überarbeitung der vorherigen NFRD, zeigt sich ein Fokus hin zur nachhaltigkeitsbezogenen Berichtspraxis. Daher widmete sich dieser Beitrag der Weiterentwicklung der deutschen Regulierung zur Nachhaltigkeitsberichterstattung. Als Benchmark dazu wurde die Regulierung der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung herangezogen, die aufgrund der dargestellten pionierhaften Gesetzgebung und langen Historie als Vorreiter und wegweisend gilt. Dazu belegt die Nachhaltigkeitsberichterstattung Frankreichs in Studien oft einen der führenden Plätze. Durch einen Vergleich der Nachhaltigkeitsberichtspraxis einer Stichprobe sowohl aus dem DAX 40 als auch aus dem CAC 40 sollten die besonderen Stärken der französischen Nachhaltigkeitsberichterstattung identifiziert und darauf aufbauend Anpassungsbedarf der deutschen Regulierung ausgesprochen werden. Vor dem Hintergrund der im Jahr 2024 zu implementierenden CSRD können Hinweise für den deutschen Gesetzgeber gegeben werden, wie eine gute Berichtspraxis in nationales Recht eingebunden werden kann, da sich zeigt, dass die Berichtspraxis in Frankreich bereits viele der Neuerungen der CSRD inkludiert. Die Analyse der CSRD zeigt, dass mit der Umsetzung der Richtlinie in deutsches Recht viele vorteilhafte Pflichten der französischen Regelung zum Umfang der deutschen Nachhaltigkeitsberichterstattung gehören werden.

Mit der Betrachtung der Offenlegungspraktiken soll basierend auf den ökonomischen Modellen zur heterogenen Berichtspraxis erörtert werden, ob die ökonomisch zu erklärenden unterschiedlichen Offenlegungspraktiken durch einen höheren Regulierungsgrad, wie der in Frankreich, harmonisiert werden kann. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die französische Nachhaltigkeitsberichterstattung in einigen Aspekten wesentliche Stärken im Vergleich mit der deutschen Nachhaltigkeitsberichterstattung besitzt. Als eine dieser Stärken darf das vorgegebene Berichtsformat angesehen werden, das zu einer größeren Einheitlichkeit und Vergleichbarkeit führt. Als eine weitere Stärke konnte die

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Verweistabelle identifiziert werden, die die Übersichtlichkeit und das zielgerichtete Suchen von Informationen vereinfacht. Überdies kann die Vorgabe von spezifischen Themen statt der allgemeinen Aspekte als Stärke betrachtet werden. Dies hat ebenfalls Einfluss auf die nichtfinanziellen Leistungsindikatoren, die dadurch in einer größeren Anzahl angegeben werden. Ebenfalls positiv zu bewerten sind die Vorgaben zu nichtfinanziellen Risiken. Aufgrund einer strengeren Regulierung im Vergleich zu Deutschland kommt es zu einer ausführlicheren Darstellung der nichtfinanziellen Risiken. Als weitere wesentliche Stärke konnte die externe inhaltliche Prüfung identifiziert werden, die den Adressaten zusätzliche Sicherheit gibt. Zusammenfassend erhöhen alle diese berichteten Stärken den Umfang und die Länge einer DPEF, wodurch eine treffendere und weniger verzerrte Darstellung der Nachhaltigkeitsthemen der Unternehmen sichergestellt wird. Mit der Herausarbeitung der dargestellten Stärken der französischen Regelung und unter Einbeziehung der Vorgaben der CSRD konnten dem deutschen Gesetzgeber die Handlungsmöglichkeiten und -pflichten aufgezeigt werden, die zu einer Verbesserung der Nachhaltigkeitsberichterstattung beitragen können bzw. werden. Hier hat sich insgesamt gezeigt, dass mit der Erweiterung der Berichtspflichten der CSRD Handlungsbedarf mit Blick auf das HGB besteht und diese umzusetzenden Vorgaben in Teilen den Regelungen der französischen Berichterstattung ähnlich sind. Es ist im Sinne der Vergleichbarkeit der Berichte und damit zu begrüßen, dass der europäische Normgeber hier nachgeschärft hat.

Für die Analyse wurde lediglich eine Stichprobe von jeweils zehn Unternehmen aus dem DAX 40 und CAC 40 berücksichtigt. Unsere Erkenntnisse beruhen damit auf einem stellvertretenden Teil der beiden größten nationalen Aktienindizes Deutschlands und Frankreichs. Dies wirft die Frage auf, wie die Ergebnisse der vergleichenden Analyse aussehen könnten, wenn statt einer Stichprobe die gesamten Indizes berücksichtigt werden. Bei der Untersuchung eines kausalen Zusammenhangs der Berichterstattungspraxis und der Regulierungen sollten demnach die gesamten Indizes zugrunde gelegt werden. Eine Durchführung der Analyse mit größerer Datenanzahl könnte ein Ansatzpunkt für eine zukünftige weitergehende Forschung sein.

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Anhang 2.1

Checkliste

Art des Berichtes:	
Welches Berichtsformat wurde gewählt:	
	<input type="checkbox"/> Abschnitt im Lagebericht <input type="checkbox"/> Integration in Lagebericht <input type="checkbox"/> Kapitel im Bericht <input type="checkbox"/> Eigener Bericht <input type="checkbox"/> Integration in Bericht
Wie lautet die Seitenanzahl der Erklärung:	
Wie lautet die Seitenanzahl des Gesamtberichtes:	
Wird ein Rahmenwerk genutzt:	Ja, nämlich folgende:
	<input type="checkbox"/> GRI <input type="checkbox"/> DNK <input type="checkbox"/> SASB <input type="checkbox"/> TCFD <input type="checkbox"/> OECD-Leitsätze <input type="checkbox"/> SDG <input type="checkbox"/> UN-Global Compact
	Falls Nein, mit folgender Begründung:
Wir das Geschäftsmodell dargestellt:	<input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/> Ja
Wie wird es dargestellt:	<input type="checkbox"/> Verweis auf Lagebericht <input type="checkbox"/> Kurzdarstellung mit Verweis auf Lagebericht <input type="checkbox"/> Ausführliche Darstellung <input type="checkbox"/> Ausführliche Darstellung mit Verweis auf LB
Gibt es eine Wesentlichkeitsanalyse:	<input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/> Ja
Welche Methode/n wurde/n dabei herangezogen:	<input type="checkbox"/> Analyse der Geschäftsrelevanz <input type="checkbox"/> Analyse der Auswirkungsrelevanz <input type="checkbox"/> Einbezug der Stakeholder
Wie viele Themen wurden dabei identifiziert:	
Wie werden die Ergebnisse der Wesentlichkeitsanalyse dargestellt:	<input type="checkbox"/> Tabelle <input type="checkbox"/> Wesentlichkeitsmatrix <input type="checkbox"/> Liste <input type="checkbox"/> Gar nicht
Über welche Mindestaspekte wird berichtet:	<input type="checkbox"/> Umweltbelange <input type="checkbox"/> Arbeitnehmerbelange <input type="checkbox"/> Wahrung der Menschenrechte <input type="checkbox"/> Bekämpfung von Korruption <input type="checkbox"/> Weiterer Aspekt
Falls über weitere Aspekte berichtet wird, welche sind das:	

2 Empirische Befunde zur Nachhaltigkeitsberichterstattung deutscher und französischer Unternehmen

Begründung für das Verzichten auf Aspekte:	
Werden nichtfinanzielle Leistungsindikatoren angegeben:	Nein Ja
Umweltbelange:	Anzahl der Leistungsindikatoren: Art der Leistungsindikatoren:
Sozialbelange:	Anzahl der Leistungsindikatoren: Art der Leistungsindikatoren:
Arbeitnehmerbelange:	Anzahl der Leistungsindikatoren: Art der Leistungsindikatoren:
Menschenrechte:	Anzahl der Leistungsindikatoren: Art der Leistungsindikatoren:
Korruption	Anzahl der Leistungsindikatoren: Art der Leistungsindikatoren:
Weitere Aspekte	Anzahl der Leistungsindikatoren: Art der Leistungsindikatoren:
Wird über wesentliche Risiken berichtet:	Ja Nein
Falls nein, gibt es eine Negativerklärung:	Ja Nein
Falls ja, über wie viele Risiken wird berichtet:	
Gibt es eine externe Prüfung:	Ja Nein
Art der Prüfung, falls ja:	Existenz Inhalt
Wer führte sie durch:	KPMG PwC Deloitte EY
Welche Prüfungstiefe wurde festgelegt:	Basisprüfung Hauptprüfung Mischform
ESG Risiko Rating Sustainalytics:	Unbedeutend Niedrig Medium Hoch Schwerwiegend
ESG-Score S&P Global:	
Datenverfügbarkeit:	Gering Mittel Hoch Sehr hoch

Anhang 2.2

Stichtag aller Dokumente ist der 24.09.2022.

Deutsche Unternehmen:

Covestro: Geschäftsbericht 2021.

URL: <https://bericht.covestro.com/geschaeftsbericht-2021/serviceseiten/downloads/files/entire-covestro-ar21.pdf>.

Deutsche Telekom: Geschäftsbericht 2021.

URL: https://bericht.telekom.com/geschaeftsbericht-2021/_assets/downloads/entiredtag-gb21.pdf.

HeidelbergCement: Geschäftsbericht 2021.

URL: https://www.heidelbergmateriricht-heidelbergcement-2021_0.pdf.

Merck: Geschäftsbericht 2021.

URL: <https://www.mercals/2021-q4/de/2021-Q4-Report-DE.pdf>.

MTU Aero Engines: Geschäftsbericht 2021.

URL: https://www.mtu.deport/MTU_Geschaeftsbericht_2021_de.pdf.

PUMA: Geschäftsbericht 2021.

URL: https://annual-report.puma.com/2021/downloads/puma-gb-2021_geschaeftsbericht.pdf.

SAP: Integrierter Bericht 2021.

URL: https://www.sap.com/investors/de/reports.html?sort=latest_desc&taports&pdf-asset=0e45e721-1b7e-0010-bca6-c68f7e60039b&page=1.

Siemens: Siemens-Bericht 2021.

URL: https://new.siemens.com/content/dam/internet/siemens-com/global/company/investor-relations/application-pages/report/report4you_de/assets/pdfs/Siemens-Bericht_GJ2021.pdf?ste_sid=275722d45734fbb52bd78f29219e171f.

Volkswagen: Nachhaltigkeitsbericht 2021.

URL: https://www.volkswagenag.clity-report/2021/Nichtfinanzieller_Bericht_2021_d.pdf.

Zalando: Fortschrittsbericht 2021.

URL: https://corporate.zalando.com/sites/default/files/media-download/Zalando_SE_Fortschrittsbericht_zu_Nachhaltigkeit_2021.pdf.

Französische Unternehmen:

Alstom: Universal Registration Document 2021.

URL: https://www.alstostom_URD_EN.pdf.

Hermès: Universal Registration Document 2021.

URL: https://assets-finance.hermes.com/s3fs-public/node/pdf_file/202204/1650894273/HERMES-URD2021-EN_03.pdf.

L'Oréal: Universal Registration Document 2021.

URL: https://www.loreasal_Registration_Document_en_0.pdf.

LVMH: Universal Registration Document 2021.

URL: https://r.lvmh-static.com/uploads/2022/03/lvmh-deu-2021_va.pdf.

Renault: Universal Registration Document 2021. URL: https://www.renaultgroup.com/wp-ads/2022/04/renault_urd_2021..pdf.

Sanofi: Universal Registration Document 2021.

URL: <https://www.sanofi.com/dam/jcr:62c6a334-3b22-4cf1-8764-5e8791455a19/Declaration-of-Extra-Financial-Performance.pdf>.

TotalEnergies: Universal Registration Document 2021.

URL: https://totalenergies.com/system/files/documents/2022-03/DEU_21_VA.pdf.

Unibail-Rodamco: Universal Registration Document 2021.

URL: https://cdn.urw.com/-/media/Corporate~o~Sites/Unibail-Rodamco-Corporate/Files/Homepage/INVESTORS/Regulated-Information/RegistrationDocuments/EN/20220324-2021-Universal-Registration-Document_EN.ashx?revision=3afc39dc-446d-4925-b3a7-a687f16e0928.

Valeo: Universal Registration Document 2021.

URL: https://www.valeo.com/wp-content/uploads/2022/04/valeo_urd_2021.pdf.

Vivendi: Universal Registration Document 2021.

URL: <https://www.vivendi.com/edocument-2021/>.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

3.1 Publication Details

Author: Sandra Chrzan

Abstract: Since the European Green Deal and European Union (EU) Action Plan were introduced in 2018, stakeholders' expectations have shifted, and they seek transparent, accountable, and strategic sustainability information. One of the various measures enshrined in these policies to make the economy more sustainable is to encourage comprehensive corporate social responsibility (CSR) reporting. From an economic perspective, it is essential to consider the motivations that drive companies to meet their climate objectives. In response, our study investigates the impact of CSR disclosure on corporate reputation among non-professional stakeholders. We replicate the empirical study by Axjonow et al. (2018) that found that voluntary separate CSR reports have no impact on corporate reputation among non-professional stakeholders. Using data from 2020–2022 to update Axjonow et al.'s examination of the period 2010–2012, our study accounts for a shift in attitudes towards social responsibility and a changed regulatory context that reduces information asymmetry. We find evidence that CSR disclosure through separate mandatory CSR reports has a significantly positive impact on corporate reputation among non-professionals, but only for companies exhibiting exceptional CSR performance or high engagement. Although a robustness analysis challenges these findings' consistency, we find evidence that CSR information on consumer websites and CSR performance impact reputation positively. Our findings suggest a persistent lack of change in stakeholder behavior despite the increasing emphasis on CSR and heightened regulation. This study highlights the complex relationships between CSR disclosure, corporate reputation, and stakeholder perceptions in evolving economic environments.

Keywords: corporate reputation; corporate social responsibility disclosure; mandatory disclosure; non-professional stakeholders' perceptions; information asymmetry

JEL-Codes: L14, M14, M41

Publication Status: After the acceptance of the extended abstract the paper is submitted for the special issue on replication studies in finance and accounting in the *Journal of Business Economics*.

3.2 Introduction

The European Union (EU) government enacted the European Green Deal and EU Action Plan in 2018, outlining ways to integrate the economy into measures to address the climate crisis. It is imperative that the government's climate objectives are aligned with the goals of corporations and that there are incentives for companies to enhance their corporate social responsibility (CSR) performance and disclose such information to support the EU Commission's climate targets. According to the EU Commission, it is increasingly important for companies to raise awareness of CSR and communicate it to stakeholders to reduce reputational risks and attract investors and other stakeholders.

It is evident that CSR plays a significant role in shaping stakeholders' assessments of a company's social and environmental impact, which is a crucial attribute of its corporate reputation. Fombrun and Van Riel (1997) define the reputation of a company as the collective judgment of various interest groups based on the assessment of its financial, social, and environmental impact over time. Thus, a firm's reputation indicates its relative standing both internally among its employees and externally among its stakeholders, both in its competitive and institutional environment (Fombrun 1996).

Mio et al. (2020) demonstrate how stakeholder expectations have evolved regarding sustainability. In the pursuit of sustainability, a significant aspect involves minimizing a company's influence on climate change. This can be achieved by diminishing its carbon footprint, which aligns with the objectives specified in the EU legislation enacted in 2018. Reporting on these efforts and their implications for stakeholders is of paramount importance in achieving the established climate targets. Stakeholders now demand transparent, accountable, and strategic information that links the past to future risks and opportunities (Amel-Zadeh and Serafeim 2018; Cohen et al. 2015; Khan et al. 2020). In line with the stance of the EU Commission, a CSR report can be used as a medium to communicate this type of information. Hence, mandatory CSR reporting has been implemented for certain large European companies through the Non-Financial Reporting Directive (NFRD) and the number of reporting entities is expanded by the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) in 2023. The CSRD aims to enhance transparency through expanded reporting obligations and includes the EU Taxonomy to classify the sustainable activities of companies. Accordingly, these measures aim to enhance transparency and comparability in reporting in Europe, particularly for financial stakeholders (KPMG 2020).

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Previous studies have examined the impact of CSR information on financial stakeholders and found a positive effect on the company's reputation (Fatmawati and Fauzan 2021). Furthermore, there are many compelling reasons for companies to prioritize corporate reputation. The connection between reputation and competitive advantage is well-established in the literature (Walker 2010). Corporate reputation has been shown to have a moderation effect between CSR behavior and corporate performance (Singh and Misra 2021; Le 2022), and research has shown a correlation between reputation and organizational performance (Brown and Perry 1994; Deephouse 2000; Fombrun and Shanley 1990). Several researchers have focused on the association between a company's reputation and its economic and environmental performance (Chvatalova et al. 2011; Clarkson et al. 2013; Dhaliwal et al. 2011, 2012, 2014; Qiu et al. 2016; Vurro and Perrini 2011). It is commonly believed that an organization's reputation is its most valuable asset (Gibson et al. 2006).

This finding raises our research question of whether mandatory CSR reporting, as required by the EU Commission, is an adequate instrument for reaching various, and not only financial, stakeholders and thus improving the company's reputation by reducing information asymmetry. What we know about the relevance of CSR disclosure to corporate reputation is based mainly on studies of professional (financial) stakeholders (Pérez et al. 2015; Pham and Tra 2020). Usman (2020) explains that asymmetric information exists in regard to CSR disclosure between professional and nonprofessional stakeholders, a gap that can be explained by their respective information requirements and the communication channels they rely on (Du et al. 2010; Usman and Yennita 2018).

Therefore, our research aims to significantly contribute to the existing body of literature on CSR disclosure. Specifically, we aim to expand the discourse on the impact of mandatory CSR reports on corporate reputation, particularly among non-professional stakeholders, as the number of reporting entities will be expanded in Europe by the CSRD. Our study diverges from prior research, which has primarily focused on voluntary disclosure and the financial implications of CSR reporting and the reactions of capital markets. Instead, it examines the effects of mandatory CSR reporting on corporate reputation on diverse stakeholder groups including non-professional entities. Surprisingly, research is still limited regarding the effects of CSR reports on non-professional stakeholders, such as customers and employees, which is also crucial for long-term sustainability, as reputation might be a driver for CSR engagement. Our investigation builds upon the findings of Axjonow et al. (2018) on the impact of CSR disclosure through CSR reports on corporate reputation. The authors find that voluntary separate CSR

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

reports have no impact on corporate reputation among non-professional stakeholders. However, disclosing CSR information on a company's website can significantly impact corporate reputation.

An empirical replication of Axjonow et al.'s (2018) study may be of interest as the social and political environment has evolved and CSR reporting has become more critical in reporting practices as well as in regulation, especially in Europe. Axjonow et al. (2018) focused on voluntary CSR reporting in the period 2010–2012, a very early point in the development of CSR reporting. We extend their work by updating their investigation of the impact of CSR reports on the reputation of corporates to capture the mandatory CSR reporting regulations in force today. Economic theory suggests a positive association between good CSR performance and the likelihood of publishing voluntary separate CSR reports (Clarkson et al. 2008; Eccles et al. 2014), potentially resulting in selection bias (Bucaro et al. 2020).

The aim is to investigate whether mandatory CSR reports as a communication channel effectively enhance corporate reputation among non-professional stakeholders by reducing information asymmetry and subsequently foster the CSR commitment emphasized by regulators. Given the lack of empirical evidence regarding the relevance of CSR reports to non-professional stakeholders, this replication contributes to the existing literature about the impact of such reports on corporate reputation by considering the current regulatory landscape and social context. In the last 10 years, there have been changes in behavior prompted by external (legislative) pressure (Lülfes and Hahn 2014) and competitive or peer pressure (Dupire and M'zali 2018; Malik et al. 2019; Van Horen et al. 2018) to address CSR concerns in companies' reporting practice as well as by stakeholders who are considering sustainability in investment decisions (Alda 2019) and consumption (Calderon-Monge et al. 2020; Trudel 2019). These new pressures as well as the reduction of information asymmetry can probably level the earlier results of Axjonow et al. (2018). Our empirical study aims to fill this research gap.

Our research approach is based on a fixed effect panel regression to examine the impact of CSR disclosure through CSR reports on a monthly reputation proxy. Like Axjonow et al. (2018), we use the YouGov Group's BrandIndex to measure corporate reputation and employ similar model specifications across different time windows in the main analysis. Our final sample comprises 544 brand-month observations from 2020–02–01 to 2022–03–01. Our study comprises a sample of 21 of the 40 largest German firms listed in the DAX index with a corresponding brand covered by YouGov. To address potential selection bias arising from voluntary disclosure, these companies must provide CSR information as part of their reporting requirements. Notably, companies disclose CSR information in a

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

variety of ways: some publish separate reports, while others integrate them into their financial reports. We use a binary variable indicating the disclosure of a separate CSR report as our variable of interest to assess the single impact of CSR reports.

We find evidence that CSR disclosure through separate mandatory CSR reports has a significantly positive impact on corporate reputation among non-professional stakeholders only for companies with outstanding CSR performance or high CSR engagement. A robustness analysis of these findings indicated that these significances were no longer evident. However, we find evidence that CSR information on consumer websites and CSR performance have an impact on reputation. Therefore, we have determined that the findings presented by Axjonow et al. (2018) are valid across time and context. Our research indicates that stakeholder behavior remains consistent despite growing regulation, tightening sustainability concerns, and reduced information asymmetry. The issue of non-professional stakeholders' awareness and the potentially overwhelming nature of companies' CSR reports raises the need for regulatory investigation. While EU instruments have expanded reporting practices, concerns persist about companies' ability to reach their target audiences and demonstrate the benefits of CSR reporting. Reputation serves as the interface between government and corporate economic objectives. Therefore, demonstrating to companies that CSR reporting can enhance corporate reputation may lead to a global commitment by companies to use appropriate instruments in corporate reporting and thus help to meet the EU's climate targets.

On the one hand, our research makes an important contribution to the existing literature on CSR disclosure. In particular, we broaden the discourse on the impact of CSR reports on corporate reputation, especially among non-professional stakeholders. In addition, our study contributes to the literature on corporate reputation by examining its determinants. Prior research has focused on factors that influence corporate reputation, including financial ratios, firm characteristics, market-related measures (Dowling 2006; Fombrun and Shanley 1990; Tischer and Hildebrandt 2014), and specific business activities such as CSR initiatives (Fombrun and Shanley 1990). Despite controlling for these factors, our results suggest that disclosure of CSR information in CSR reports does not significantly impact corporate reputation. Further, our research has implications for standard-setting bodies and corporate reporting practitioners. While companies often cite enhancing corporate reputation as a key reason for engaging in CSR disclosure, our study does not find a statistically significant association between CSR reports and corporate reputation, particularly among non-professional stakeholders. This finding challenges the

common belief that CSR reporting universally improves corporate reputation, prompting a reconsideration of this conventional wisdom.

The rest of our paper is organized as follows. In section 3.3, we discuss the related literature and our research question. Section 3.4 presents a description of our model including the main variables, the sample selection process, and the methodology. Section 3.5 discusses the descriptive statistics and the results of our empirical analysis. Section 3.6 presents additional analyses and robustness checks. Finally, the last two sections provide a discussion of the findings, acknowledge the limitations, and culminate with a comprehensive conclusion.

3.3 Related Literature and Research Question

3.3.1 CSR Reporting Background and EU Regulation

Sustainability reporting is an established practice that provides non-financial information beyond the traditional financial aspects of a company. This information, which may include a company's management of environmental and climate risks and compliance with relevant regulations, is a valuable resource for stakeholders seeking to evaluate a company's long-term viability and performance. According to Eccles and Serafeim (2013), non-financial items are recognized as critical indicators of a company's future financial success.

To provide investors and other stakeholders with sufficient information on non-financial concerns, the EU introduced the CSRD in 2023 as a revision of the NFRD. The NFRD, which has been in effect since January 2017, already mandated that large public-interest entities report on their sustainability performance through annual integrated CSR reports or separate reports. These reports must cover information on environmental, social, and employee matters as well as human rights, anti-corruption, and bribery practices. There is currently no mandatory framework for the publication of sustainability reports, and each EU member state is responsible for verifying and auditing the reports submitted by local companies. The voluntary Global Reporting Initiative (GRI) Sustainability Reporting Guidelines are one of the most relevant frameworks for sustainability reporting, as they are based on a multi-stakeholder approach. However, there has been recent debate regarding whether flexibility or standardization should be prioritized in this unregulated disclosure practice (Mittelbach-Hörmanseder et al. 2021). The findings of a survey conducted by the IFRS Foundation as well as previous research clearly show that

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

investors are seeking standardized environmental disclosure. Furthermore, there is growing demand from multiple stakeholder groups, including investors, the media, and the general public, for companies to transparently report on their sustainability performance (Beerbaum 2021; Cohen et al. 2011, 2012). In response, the CSRD was introduced with the aim of increasing transparency and meeting the needs of stakeholders.

The aims of the CSRD are achieved through the introduction of mandatory reporting standards, uniform inclusion in the management report as an integrated CSR report, and the expansion of companies subject to reporting requirements. The EU Taxonomy, as a uniform classification system for sustainable economic activities, is also intended to ensure the comparability and quantifiability of CSR performance for financial stakeholders and is part of the EU Commission's new reporting requirements. According to the EU Commission, it is increasingly important for companies to raise awareness of CSR and communicate it to stakeholders to reduce reputational risks and attract investors and other stakeholders. In this regard, there is evidence about the moderation effect of corporate reputation between CSR behavior and corporate performance (Le 2022; Singh and Misra 2021).

3.3.2 Corporate Reputation

Theoretical reasoning implies that CSR plays a significant role in shaping stakeholders' assessment of a company's social and environmental impact. Fombrun and Van Riel (1997) state that this impact is a crucial attribute of a firm's corporate reputation. The reputation of a company is defined as the collective judgment of the various interest groups, which is based on the assessment of the financial, social, and environmental impact attributed to the company over time. This evaluation encompasses both the company's internal (e.g., employees) and external stakeholders (e.g., investors, customers), within its competitive and institutional setting (Fombrun 1996).

Previous studies of external stakeholders, including both professional (financial) stakeholders and non-professional stakeholders, have demonstrated that a favorable reputation can provide numerous strategic benefits for businesses (Blajer-Gołąbiewska 2021). Regarding the professional (financial) stakeholder group, it has been shown that a good reputation can result in reduced firm costs (Deephouse 2000; Fombrun 1996), increase corporate value and financial performance (Dowling 2006; Tischer and Hildebrandt 2014), and enhance the attractiveness of the company to investors (Fombrun 1996; Srivastava et al. 1997). From a non-financial perspective, a strong reputation can lead to the generation of

competitive advantage through customer loyalty (Nguyen and Leblanc 2001; Rhee and Haunschild 2006) and through positive customer intentions and outcomes (Kircova and Esen 2018).

3.3.3 Impact of CSR and Disclosure on Corporate Reputation

Since the assessment of a company's social and environmental impact by stakeholders plays a decisive role in a company's reputation, a great deal of research has investigated the effects of CSR activities and performance on corporate reputation over the past decade. There is evidence suggesting that companies are under significant CSR-pressure from various stakeholders, including investors (Liu et al. 2023), consumers (Calderon-Monge et al. 2020), and peers (Malik et al. 2019). Related to evidence, Gomez-Trujillo et al. (2020) conducted a meta-analysis that suggests that sustainability is a key factor in shaping corporate reputation and enhances stakeholders' perceptions of companies' activities. From the perspective of non-professional stakeholders, CSR activities have a positive impact on consumers' attitudes towards the company, thus affecting its reputation (Bianchi et al. 2019).

Although the focus of these findings is on the impact of CSR performance and engagement/behavior, it is important to consider the disclosure surrounding CSR initiatives given current reporting regulations. Pham and Tran (2020) show that there is a positive impact of CSR disclosure on experts' assessment of corporate reputation, which is also significantly enhanced by CEO integrity. As there is a growing trend for corporations to use CSR reporting for symbolic rather than actual CSR, which can, in turn, have a negative effect on corporate reputation (Miras-Rodríguez 2020), an increasing number of studies have addressed reporting quality. Pérez-Cornejo et al. (2020) find that good quality CSR reporting increases the intensity of the impact of environmental and social performance on corporate reputation.

Regarding non-professional stakeholders, Kim (2019) found that CSR communication can have a positive impact on a company's reputation by increasing consumer awareness of CSR. This impact was attributed to factors such as the informativeness, relevance, transparency, and consistency of the communication, raising the question of whether CSR reporting is the right communication tool to reach a company's target group. Little is known about how CSR reporting impacts non-professional investors' perceptions of corporate reputation. According to Usman (2020), the presence of asymmetric information between professional and nonprofessional stakeholders is a critical factor in this context. The fact that non-professional stakeholders may lack adequate information can adversely affect the impact

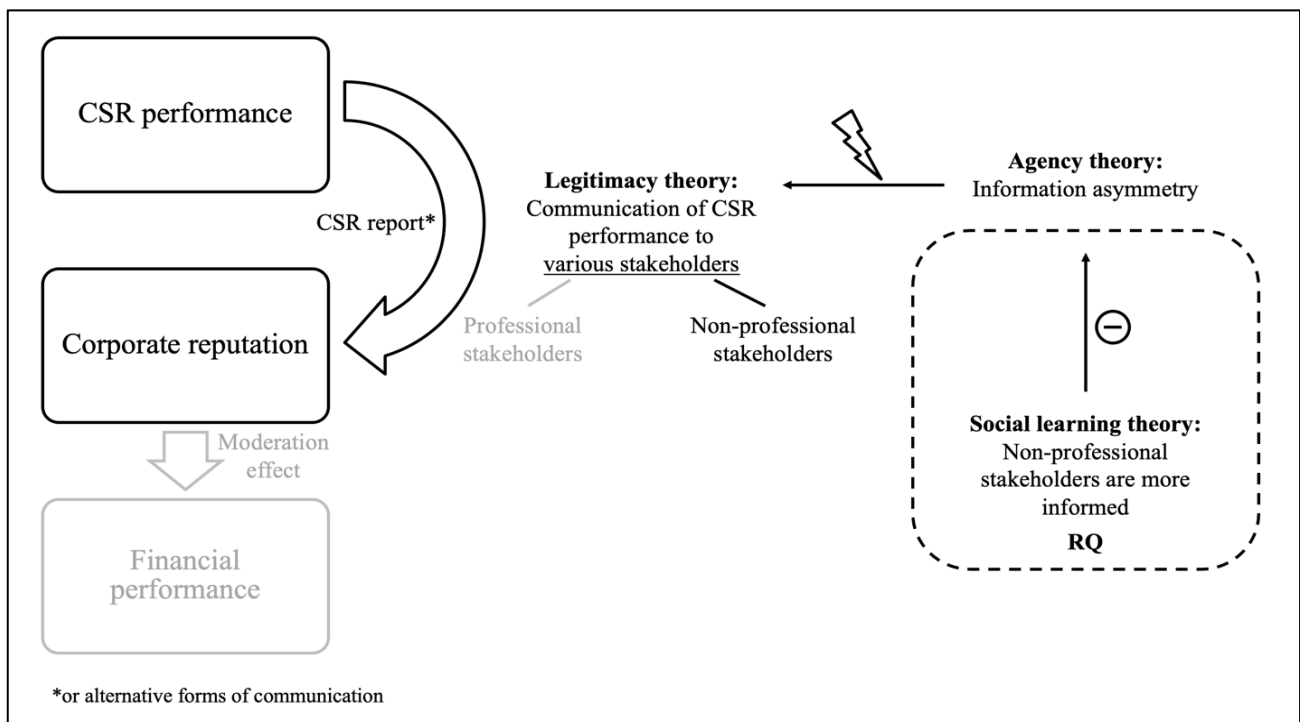
3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

of CSR reporting on corporate reputation. Axjonow et al. (2018) reported that there is no evidence of CSR reports contributing to corporate reputation among non-professional stakeholders, which is in line with that assumption.

3.3.4 Conceptual Framework and Research Hypothesis

Our research builds on the study by Axjonow et al. (2018), which examines the impact of voluntary CSR disclosure on corporate reputation based on the perceptions of non-professional stakeholder groups in contrast to previous studies that primarily focused on the perspectives of financial stakeholders. The EU Commission suggests that transparency-enhancing instruments for CSR reporting, such as obligatory reports, can improve a company’s reputation and attract investors and other stakeholders. However, as corporate reputation is determined by the assessments of various stakeholder groups, it follows that CSR reports must address these groups. Our research expands on how this can be done by investigating a broad concept of reputation among the general public, rather than just specific experts. This research focus responds to recent calls to investigate the impact of CSR disclosure on other audiences that firms interact with beyond financial stakeholders (Fombrun and Shanley 1990; Moser and Martin 2012; Khan et al. 2020).

Figure 8: Conceptual framework



3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Figure 8 illustrates the conceptual framework underpinning our investigation. Legitimacy theory posits that companies disclose information to align with societal expectations (Ashforth and Gibbs 1990). Despite the associated costs of collecting and disseminating information, it has become a sound business practice for companies to provide non-financial details about their organizations. Consequently, creating awareness of CSR is crucial for companies to uphold employee and environmental well-being. Communicating these efforts to stakeholders is essential for fostering corporates' CSR commitment, attracting and retaining customers, and securing investors. Building upon legitimacy theory, Fombrun (2005) suggests that firms can establish a positive reputation through CSR initiatives. When a company exhibits socially responsible behavior, it is perceived as legitimate in the eyes of the public, positively influencing judgments about the firm. Notably, there is evidence supporting the moderating effect of corporate reputation between CSR behavior and corporate performance (Le 2022; Singh and Misra 2021). Such evidence highlights the importance of communicating CSR activities because high costs, particularly in terms of reputational risk, are associated with failing to meet targets. In this context, CSR disclosure serves as a communication tool addressing diverse stakeholder demands and allowing firms to gain legitimacy among key stakeholders (Sweeney and Coughlan 2008).

On the other hand, the CSR performance of companies and their disclosure practices have been identified as contributing to the increase in asymmetric information in recent years, a development that can be explained by agency theory (Hahn and Lülfs 2014). Axjonow et al. (2018) highlight that non-professional stakeholders may not be aware that a firm publishes a CSR report or may become overwhelmed by the volume of information contained in such reports (Parguel et al. 2011). However, regulators argue that the increase in disclosure regulations, such as the mandatory non-financial reporting addressed in our study to eliminate the assumption of selection bias, as well as the establishment of best practices contribute to greater transparency and reduce information asymmetry. From a theoretical point of view, the reduction of information asymmetries can be explained by social learning theory.

Social learning theory, developed by psychologist Albert Bandura in the 1960s, is a formal and behavioral theory that emphasizes the importance of social interactions and observational learning in shaping human behavior. According to this theory, individuals acquire knowledge and skills not only from their own direct experiences, but also by observing the actions, behaviors, and outcomes of others in their social environment. The interplay between individuals and their surroundings is a continuous cycle, wherein the environment influences people and they, in turn, influence the environment. This

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

relationship is also reflected in the realm of CSR reporting. As stakeholders exert pressure on companies (Dupire and M'Zali 2018), CSR performance improves, and reporting becomes more comprehensive. As a result, stakeholders rely upon the information presented in these reports to inform their decisions and actions.

Additionally, social learning theory states that people can acquire new behaviors, attitudes, and information simply by observational learning, which can occur through direct observation, media, or other forms of communication. The media, including digital platforms and social media, play a crucial role in informing stakeholders about CSR reports and related practices. Social media, in particular, have made information more accessible to a broader audience. According to the findings of Moravcikova et al.'s (2015) research into consumer perceptions of CSR, approximately 60% of their survey respondents were familiar with the concept. These people had learned of the concept mainly from television, radio, and print campaigns as well as from company campaigns and CSR reports. Thus, we assume that non-professional stakeholders are more informed during our observation period (i.e., 2020–2022) than they were in the period investigated by Axjonow et al. (2018) (i.e., 2010–2012).

Nevertheless, it is important to take account of a critical perspective expressed in the literature when predicting the impact of CSR reports on corporate reputation among non-professional stakeholders, namely, that CSR reports may not be an effective communication channel for non-professional stakeholders (Axjonow et al. 2018; Du et al. 2010; Usman and Yennita 2018). Therefore, it is conceivable that the use of CSR reports as a CSR communication tool for non-professional stakeholders will remain unchanged despite the current environment and better-informed stakeholders. These perspectives raise the question of whether CSR reports are an appropriate mechanism to enhance a company's reputation among non-professional stakeholders and thus incentivize CSR engagement by companies, as noted in the literature and by regulators. Given the differing predictions, the impact of CSR reporting on corporate reputation among non-professional stakeholders remains an empirical question that requires further investigation. Therefore, the following research question is posited:

RQ: Does the issuance of CSR reports as a communication channel influences corporate reputation among non-professional stakeholders?

3.4 Research Design

3.4.1 Main Variables

Measure for Corporate Reputation

In line with Axjonow et al. (2018), we use the BrandIndex provided by the YouGov Group to measure corporate reputation. Reputation is derived from a company's brand attributes (Nikolaeva and Bicho 2011; Rindova et al. 2005) and can be considered a proxy for the reputation of the firms to which the brands belong (Fombrun 2001). We match the largest listed companies from the DAX index in Germany between 2020 and 2022 with the brands covered by YouGov for which the company name is the same as the brand name (Axjonow et al. 2018). Equating the firm name with the brand name in this manner allows participants to assess the company behind the brand. YouGov surveys randomly selected individuals from over 54 markets with an overall panel size of 24,800,000 persons. This large panel size is beneficial as it can more accurately represent the firm's stakeholders, including potential customers and employees. The survey questions are provided in six dimensions and are listed in Appendix 3.1.

YouGov collects the answers to the questions in the following manner: for each industry sector, respondents are asked to their impressions of brands as "generally positive" or "generally negative" concerning the question at hand. The remaining brands are classified as neutral. They are then asked to select all brands for which they have a negative impression. The remaining brands are classified as neutral. This method controls for brand competition effects within a sector (Luo et al. 2013). To reduce common method bias from the same survey respondent, the brand assessments for each dimension are measured separately across respondents. Thus, each respondent is only asked about their perception of one brand dimension for a specific industry but not all six dimensions for the same sector; hence, the dimension–industry combination is randomly assigned.

For each of the six dimensions, the daily brand rating scores are calculated by computing the differences between the number of respondents who rate the brand "positive" and those who rate it "negative." This result is then divided by the sum of positive and negative respondents, excluding neutral responses. This calculation allows the scores to range between -100 and 100. The exclusion of neutral respondents is motivated by the concern that a high number of neutral assessments may indicate unfamiliarity with the brand rather than a neutral evaluation, potentially introducing bias to the BrandIndex scores.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Aggregating the daily scores across the six dimensions yields the daily BrandIndex. Monthly scores are then generated by calculating and aggregating daily brand rating scores. Consequently, we create a monthly reputation score (REPUTATION) as a proxy for reputation that matches our monthly control variables, distinguishing our approach from measures that rely on a single evaluation at the end of the month. Given that CSR reports often address issues associated with employees or consumers (Öberseder and Schlegelmilch 2013), it becomes crucial to evaluate how these groups respond to the issuance of CSR reports. This assessment is essential for understanding reactions among employees and consumers, as highlighted in studies by Kim (2019), Moser and Martin (2012), and Huang and Watson (2015).

Measure for Corporate Social Responsibility Disclosure

Empirical evidence on the effects of CSR reporting is limited and still developing. While many studies rely on reported CSR information, few focus on the reporting effects per se. Following Dhaliwal et al. (2011, 2012, 2014), Axjonow et al. (2018) use a binary variable that indicates whether firms publish separate CSR reports. Thus, and in line with most studies, the investigation of Axjonow et al. (2018) relies on voluntary CSR disclosures. Nevertheless, in line with economic theory, companies with good CSR performance are assumed to be more likely to publish a separate CSR report (Axjonow et al. 2018; Clarkson et al. 2008; Eccles et al. 2014). Thus, a positive reputation effect can be expected from publishing a separate CSR report, so there might be a bias due to a selection problem.

As described above, we investigate the impact of CSR disclosure in a new setting with mandatory CSR reporting. Companies in our sample are now obligated to provide CSR information, with some companies choosing to do so in reports that are separate from their traditional financial reports and other companies choosing to integrate such information into their financial reports. Global pressures initially motivated the push toward separated CSR reporting and now toward integrated reporting. Integrated reports (IR) bring together financial, economic, governance, and social information in a single report (Rupley et al. 2017). Although research has documented a proximity effect, which might suggest CSR information has a greater influence on financial stakeholders when presented within a traditional financial report (Rupley et al. 2017), it is unclear whether the effect can be generalized to CSR information. For instance, Bucaro et al. (2020) find evidence in an experimental study that the integration of CSR measures with traditional financial reports has the potential to diminish the influence of CSR measures on investors' judgments compared to the issuance of separate CSR reports. This decline in influence

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

occurs due to the prioritization of financial information as a sufficient input for investors' judgments within IR, whereas a separate CSR report prompts investors to adopt a broader perspective that deems both CSR and financial information as equally relevant inputs for making judgments (Bucaro et al. 2020). Thus, the literature shows that the effect cannot be clearly differentiated when it comes to IR. Moreover, findings on the effect on non-professional stakeholders are limited. Due to our chosen research methodology, we are limited in measuring the single effect of CSR disclosure within IR. Thus, we use a binary variable that indicates when a company publishes a separate CSR report to measure the pure effect of CSR reports on non-professional stakeholders. Following Axjonow et al. (2018), we extract information on the type of CSR report over the years from CorporateRegister.com (<http://www.corporateregister.com>) which hosts the world's most comprehensive directory of corporate non-financial reporting.

3.4.2 Sample

Our final sample consists of 546 brand-month observations, specifically focusing on German DAX companies for which the BrandIndex was available. We obtain the data from YouGov for the period 01.02.2020 to 01.03.2022. We exclude observations from brands with names differing from their corresponding company names in our analysis. This precautionary measure is taken to ensure that respondents evaluating the brand are adequately informed about the brand owner (Larkin 2013). After exclusions, 21 individual firms remained. Financial as well as ESG data for the explanatory variables and control variables are obtained from Refinitiv Datastream.

3.4.3 Empirical Model

We examine the impact of CSR disclosure by separate CSR reports on our reputation proxy and control for several effects by control variables using the following fixed effect panel regression:

(I) $Reputation_{i,t}$

$$\begin{aligned} &= \beta_0 + \beta_1 CSR_REPORT_{i,t} + \beta_2 CSR_PERFORMANCE_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} \\ &+ \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 MtB_{i,t-1} + \beta_6 YIELD_{i,t-1} \\ &+ \beta_7 RISK_{i,t-1} + \beta_8 INSTITUTIONAL_{i,t-1} + \beta_9 DIVERS_{i,t-1} \\ &+ \beta_{10} MARKETING_{i,t-1} + \beta_{11} MEDIA_EXPOSURE_{i,t} + \beta_{12} LEV_{i,t-1} + \beta_{13} R\&D_{i,t-1} \\ &+ \text{time fixed effects} + \text{industry fixed effects} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

(II) $Reputation_{i,t}$

$$\begin{aligned} &= \beta_0 + \beta_1 CSR_REPORT_{i,t} + \beta_2 HIPERFORM_{i,t-1} \\ &+ \beta_3 CSR_REPORT_{i,t} * HIPERFORM_{i,t-1} + \sum \beta_k CONTROLS \\ &+ time\ fixed\ effects + industry\ fixed\ effects + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Definitions of all variables are provided in Appendix 3.2. We investigate the effect of separate CSR reports for different time windows following Axjonow et al. (2018). As our dependent variable is the monthly BrandIndex, we focus on the impact of separate CSR reports in the time windows of 3 months, 2 months, and 1 month. Thus, CSR_REPORT as our variable of interest is equal to 1 if a company publishes a separate CSR report on day t and up to 3 months after the publication date (CSR_REPORT_t) and 0 on all other days. Alternatively, we use an indicator variable for 2 months and 1 month after the publication date of a separate CSR report. Based on previous studies and in line with Axjonow et al. (2018), we use several control variables as of the end of the previous quarter.

The existing literature suggests that CSR performance may influence reputation (e.g., Brammer and Pavelin 2006; Brown and Dacin 1997). Accordingly, we incorporate $CSR_PERFORMANCE$ into our model. As outlined by Demers et al. (2021), $CSR_PERFORMANCE$ is gauged using the Refinitiv ESG score (previously known as “Thomson Reuters ASSET4”). It is defined as the mean of environmental, social, governance, and economic scores provided by the Refinitiv ESG Datastream. The variable $HIPERFORM$, featured in Equation II, is an indicator variable set to 1 if the firm’s CSR performance exceeds the median CSR performance of its industry peers, according to Refinitiv; otherwise, it is set to 0.

We draw on the influential work of Fombrun and Shanley (1990) to identify additional control variables. The control variables included encompass measures such as firm size, financial performance, risk, institutional ownership, diversification, advertisement, and media exposure. Firm size ($SIZE$) is quantified as the natural logarithm of total assets, accounting for the visibility advantage of larger firms over smaller ones. This consideration aligns with previous research indicating that the general public may be more likely to recall larger firms than smaller ones (Brammer and Pavelin 2006; Fombrun and Shanley 1990). Financial performance is addressed through three measures. Return on assets (ROA) and the market-to-book value ratio (MtB) capture the positive perceptions associated with high performance, as stakeholders tend to view financially successful firms more favorably. The dividend yield ($YIELD$),

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

representing the ratio of dividends to share price, encompasses diverse perspectives, as it may have both positive and negative effects on reputation (Fombrun and Shanley 1990).¹³ Given stakeholders' general inclination toward risk aversion, firms with lower risk profiles may have better reputations. In line with Fombrun and Shanley (1990), we incorporate a measure of market risk (*RISK*), represented by the firm's beta coefficient. The variable *INSTITUTIONAL* reflects the concentration of the firm's stock in institutional hands. Higher institutional ownership, signaling close monitoring and satisfactory performance by informed investors, may enhance stakeholders' perceptions (Brammer and Pavelin 2006; Fombrun and Shanley 1990).

Fombrun and Shanley (1990) also contend that a firm's diversification strategy can influence public assessments and, consequently, reputation. Unlike focused firms, those with unrelated diversification might create a negative impression due to the ambiguity of informational signals from individual divisions. To account for the diversification position, we include the variable *DIVERS*, measuring the number of business segments in which the firm operates (Luo and Bhattacharya 2006). Additionally, we control for advertising intensity, recognizing that marketing efforts to present firms favorably can impact reputation (Fombrun and Shanley 1990). We use *MARKETING*, measured by the Selling, General, and Administrative Expenses (*SG&A*) ratio, as a proxy (e.g., Balsam et al. 2011; Higgs et al. 2015).

Furthermore, we introduce the variable *MEDIA_EXPOSURE*, derived from monthly data provided by YouGov, indicating whether respondents have encountered positive or negative media coverage about the sampled brands. This inclusion is motivated by the potential impact of media opinions on public assessments (Fombrun and Shanley 1990). Leverage (*LEV*) is another control variable considered, as a higher level of leverage may lead to lower reputational evaluations, representing a strain on future returns that could jeopardize the firm's viability (Brammer and Pavelin 2006). *LEV* is defined as the ratio of total debt to total assets. In addition, we incorporate research and development (R&D) expenditure as a ratio to total assets (*R&D*). This control variable is included because a firm's R&D intensity is linked to enhanced innovation activities, which may influence stakeholders' evaluations of the firm

¹³ On the one hand, substantial dividend payouts may indicate a company's heightened profitability, positively influencing public perceptions of the firm. On the other hand, from a long-term perspective, generous payouts could suggest that the company lacks appealing investment opportunities, potentially jeopardizing future cash flows and resulting in no improvement in reputation (Fombrun and Shanley 1990).

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

(Luo and Bhattacharya 2006). Therefore, an investment in achieving higher product quality through research and development could positively impact reputation (Brammer and Pavelin 2006).¹⁴

In all specifications of the model in Equation (1), we control for industry fixed effects to capture differences between assessments of various industries as well as for time fixed effects to control time-specific effects, especially during the pandemic.¹⁵ Moreover, to address heteroscedasticity and correlation among residuals, we employ firm-based clustering of standard errors, following the approach outlined by Gow et al. (2010). This gap between professional and non-professional stakeholders can be explained by their respective information requirements and the communication channels they rely on (Du et al. 2010; Usman and Yennita 2018).

3.5 Results

3.5.1 Descriptive Statistics

Table 5 Panel A provides descriptive statistics for all variables used in our main model (Equation (1)). To mitigate the influence of outliers, all the continuous variables are winsorized at the 1st and 99th percentile. The table shows a mean value of 13.053 for our reputation proxy (*REPUTATION*);¹⁶ it should be recalled that reputation scores can vary between -100 and 100. Further, 60 percent of the observations in our sample issued separate CSR reports during the observation period. Moreover, the firms in our sample have mean total assets of €50,463.22 million (*SIZE* = 10.829). Using the 12-industry classification developed by Fama and French (2015), we classified the 21 companies in our sample into nine industries (Table 5 Panel B). The highest mean value for *REPUTATION* is achieved by one company in manufacturing (Lufthansa, with 26.251) followed by consumer durables (23.324). The industry with the lowest mean value for *REPUTATION* is energy (4.578), followed by finance (6.094). The highest mean value for *CSR_PERFORMANCE* is also achieved by consumer durables (88.955), while the lowest mean value is achieved by healthcare (42.272).

¹⁴ We exclude the control for litigation risk (*LITIGATION*), represented by an indicator variable set to 1 if the firm operates in a high-litigation industry (SIC codes of 2833-2836, 3570-3577, 3600-3674, 5200-5961, and 7370) and 0 otherwise (Francis et al. 1994; Dhaliwal et al. 2011). This variable is omitted from the analysis due to perfect correlation with other explanatory variables.

¹⁵ The model specification is guided by the outcomes of a joint F-test conducted to ascertain the necessity of incorporating time fixed effects and industry fixed effects. Following a Hausman test, the results indicate that fixed effects, rather than random effects, should be taken into consideration.

¹⁶ The minimum (maximum) score amounts to -9.8 (33.2).

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Table 5: Descriptive statistics

Full sample (n = 546)

Panel A:						
Variable	Mean	Std.	25 %	Median	75 %	N
REPUTATION	13.053	10.315	4.601	12.925	19.467	546
CSR_REPORT	0.593	0.492	0	1	1	546
CSR_PERFORMANCE	80.646	10.975	73.722	84.358	88.850	546
SIZE	10.829	2.141	8.816	11.014	12.508	546
ROA	0.010	0.023	0.001	0.010	0.016	546
MtB	3.222	3.820	0.915	1.659	4.078	546
YIELD	0.023	0.023	0	0.022	0.040	546
RISK	1.033	0.377	0.703	1.100	1.363	546
INSTITUTIONAL	0.611	0.154	0.497	0.594	0.727	546
DIVERS	4.451	1.559	3	4	6	546
MARKETING	0.307	0.284	0.092	0.202	0.464	546
MEDIA_EXPOSURE	409.488	204.847	258.920	397.317	588.970	546
LEV	0.293	0.164	0.160	0.302	0.407	546
R&D	1.623	3.438	0	0.558	0.917	546

Panel B: Descriptive statistics by industry for the main variables

Industry	Companies counted	REPUTATION	CSR_REPORT	CSR_PERFORMANCE
Consumer Non-Durables	5	13.702	0.498	82.236
Consumer Durables	3	23.324	0.755	88.955
Manufacturing	1	26.251	0.000	73.038
Energy	2	4.578	0.878	71.476
Chemicals	2	15.124	1.000	78.489
Telephone and Television	2	11.846	0.500	79.682
Healthcare	1	6.895	0.000	42.196
Finance	4	6.094	0.566	84.272
Other	1	15.010	1.000	85.335

Notes: This table provides descriptive statistics of the full sample for all variables used in our main model (Panel A) and descriptive statistics by industry for the main variables (Panel B). We use industry classification by Fama and French (2015). Variables are defined as described in Appendix 3.2. We winsorized all continuous variables at the 1st and 99th percentile. Panel A and Panel B include 546 firm-month observations.

Table 6 provides insight into the correlation matrix for the variables included in Equation (1), which indicate no substantial multicollinearity issues.¹⁷ Specifically, the table highlights a negative correlation between a separate *CSR_REPORT* and *REPUTATION*, although this negative relationship is not

¹⁷ In order to test for multicollinearity, we performed the variance inflator factor (VIF). A maximum VIF value in excess of 10 is frequently taken as an indication that multicollinearity may be influencing the least square estimate. In our case, the mean VIF is 2.52, and the largest VIF is 4.47, so multicollinearity among the predictor variables is not a problem.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

particularly strong (Pearson correlation of -0.28 with a significance level of 0.05). In practical terms, this correlation coefficient implies that, within our sample, as a company's reputation score increases, the likelihood of having a separate CSR report decreases, but the likelihood of having an integrated CSR report also increases. This observation aligns with recent research indicating that CSR information presented within IR may have a more pronounced impact (as suggested by Rupley et al. [2017]). Additionally, as anticipated, *CSR_PERFORMANCE* and *REPUTATION* exhibit a notably positive correlation (Pearson correlation of 0.5). Furthermore, there is a slightly significant positive correlation between *CSR_PERFORMANCE* and *CSR_REPORT* (Pearson correlation of 0.07), suggesting that firms with strong CSR performance are more inclined to issue separate CSR reports to differentiate themselves from underperforming counterparts. In summary, our analysis does not uncover any evidence of excessively high correlations among the control variables.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Table 6: Pearson correlations

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1) REPUTATION	1.00													
(2) CSR_REPORT	-0.28	1.00												
(3) CSR_PERFORMANCE	0.50	0.07	1.00											
(4) SIZE	0.06	0.29	0.49	1.00										
(5) ROA	-0.10	0.14	0.04	-0.24	1.00									
(6) MIB	-0.13	-0.07	-0.18	-0.69	0.56	1.00								
(7) YIELD	0.27	-0.00	0.26	0.38	0.04	-0.37	1.00							
(8) RISK	0.24	-0.07	0.35	0.38	-0.25	-0.50	0.19	1.00						
(9) INSTITUTIONAL	-0.13	-0.01	-0.12	-0.30	0.28	0.33	-0.06	-0.04	1.00					
(10) DIVERS	0.25	0.31	0.28	0.53	-0.14	-0.33	0.18	0.23	-0.31	1.00				
(11) MARKETING	-0.25	0.07	0.05	-0.25	-0.06	0.23	-0.53	-0.02	-0.15	-0.19	1.00			
(12) MEDIA_EXPOSURE	0.77	-0.27	0.60	0.35	-0.22	-0.30	0.21	0.31	-0.24	0.28	-0.20	1.00		
(13) LEV	0.46	0.05	0.24	0.01	-0.05	-0.19	0.13	0.29	0.03	0.01	-0.05	0.42	1.00	
(14) RD	0.26	0.24	0.29	0.40	-0.04	-0.27	0.27	0.45	0.34	0.29	-0.23	0.21	0.31	1.00

Notes: This table shows pearson correlations below the diagonal. Statistical significances at least at the 0.05 level are denoted in bold print. Significances are evaluated based on the t test (p values for the t-statistic are two-tailed). Mean VIF is 2.52. Variables are defined as described in Appendix 3.2. We winsorized all continuous variables at the 1 and 99 % percentile.

3.5.2 Main Results

Table 7 presents the outcomes of estimating Equations (I) and (II) across the three distinct time windows. The results are provided for CSR_REPORT_0 , denoting the issuance of an integrated CSR report in the respective time frame, as we notably observe significant effects, and $CSR_REPORT = 1$ (CSR_REPORT_1) for the publication of separate CSR reports. The results of the regression show for each time window that the estimated coefficient at CSR_REPORT_1 is not statistically significant. In a specification where we include an interaction term of CSR_REPORT_1 and $HIGHPERFORM$, a binary variable representing firms with CSR performance above the peer's median, the interaction results as statistically significant. Thus, we find no evidence suggesting that a separately published mandatory CSR report significantly affects corporate reputation among non-professional stakeholders except for companies with outstanding CSR performance. Here, we find a significantly positive impact on corporate reputation. Based on our analysis, the coefficient of CSR_REPORT_0 is found to be significant for publication time windows of 3 and 2 months. The study indicates a significantly positive impact of integrated CSR reports on corporate reputation among non-professional stakeholders. However, it should be noted that the effect may also be attributable to the financial information included in the annual report in which the CSR report is integrated. Therefore, it is not possible to directly determine whether the positive effect is based on CSR information or financial information.

We observe in our analysis that $CSR_PERFORMANCE$, measured by the Refinitiv ESG score, has a significantly positive impact on $REPUTATION$. Regarding our control variables, we discover significances for $SIZE$, $RISK$, $MARKETING$, $MEDIA_EXPOSURE$, and $R\&D$. Furthermore, the estimation of Equation (I) reveals statistical significance for $INSTITUTIONAL$, and the estimated coefficient of ROA in Equation (II) is also statistically significant.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Table 7: Multiple regression of corporate reputation on CSR reporting

Dependent variable = REPUTATION	3 Months		2 Months		1 Month	
	(I)	(II)	(I)	(II)	(I)	(II)
CSR_REPORT ₀	0.884 (0.551)	1.254* (0.651)	0.711 (0.676)	1.273* (0.667)	0.596 (0.762)	1.490 (1.432)
CSR_REPORT ₁	-1.779 (2.344)	-6.065 (4.196)	-2.148 (2.325)	-6.345 (4.126)	-2.077 (2.165)	-5.750 (3.893)
CSR_PERFORMANCE	0.556*** (0.155)		0.558*** (0.156)		0.559*** (0.156)	
HIPERFORM		2.597 (2.864)		2.637 (2.850)		2.633 (2.829)
CSR_REPORT ₀ *HIPERFORM		-0.406 (0.869)		-0.752 (1.044)		-1.202 (1.776)
CSR_REPORT ₁ *HIPERFORM		7.423* (3.902)		7.336* (3.826)		6.649* (3.662)
SIZE	-5.793*** (1.177)	-6.319*** (1.639)	-5.805*** (1.179)	-6.340*** (1.642)	-5.805*** (1.174)	-6.339*** (1.642)
ROA	-22.692 (19.382)	-39.147** (16.725)	-22.886 (19.547)	-39.502** (16.871)	-22.779 (19.604)	-39.306** (17.139)
MtB	0.081 (0.419)	0.337 (0.483)	0.081 (0.419)	0.342 (0.483)	0.078 (0.415)	0.345 (0.483)
YIELD	5.108 (30.291)	-3.740 (37.709)	4.716 (30.206)	-4.322 (37.682)	4.613 (30.277)	-5.194 (37.729)
RISK	7.216** (2.649)	6.349** (2.750)	7.206** (2.636)	6.310** (2.744)	7.139** (2.619)	6.220** (2.750)
INSTITUTIONAL	-13.780* (7.852)	-12.146 (9.517)	-13.883* (7.849)	-12.240 (9.500)	-13.870* (7.902)	-12.243 (9.532)
DIVERS	-0.476 (0.546)	-0.947 (0.569)	-0.477 (0.546)	-0.956 (0.572)	-0.483 (0.546)	-0.986 (0.576)
MARKETING	-7.498*** (2.626)	-8.797** (3.270)	-7.510** (2.640)	-8.825** (3.278)	-7.513** (2.644)	-8.857** (3.298)
MEDIA_EXPOSURE	0.031*** (0.008)	0.045*** (0.008)	0.031*** (0.007)	0.045*** (0.008)	0.031*** (0.008)	0.045*** (0.008)
LEV	2.753 (5.883)	6.358 (7.427)	2.790 (5.914)	6.409 (7.430)	2.749 (5.911)	6.468 (7.415)
RD	0.001** (0.000)	0.001* (0.000)	0.001** (0.000)	0.001* (0.000)	0.001** (0.000)	0.001* (0.000)
Constant	22.829 (14.614)	66.156*** (20.086)	23.059 (14.618)	66.628*** (20.127)	23.125 (14.690)	66.816*** (20.246)
Industry fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Time fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	544	544	544	544	544	544
adj.R-squared	0.911	0.898	0.911	0.898	0.911	0.898

Notes: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 (of two-tailed t-tests). Standard errors, shown in parentheses, are clustered by firm. This table presents the regression results examining the effect of CSR reporting (as indicated by the coefficient at CSR_REPORT) on the measure of corporate reputation (REPUTATION) for different event windows (3, 2, 1 month). CSR_REPORT_t is an indicator variable that is equal to 1 if a firm publishes a separated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date. CSR_REPORT₀ indicates if a firm publishes an integrated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date. Regression with control variables as of the end of the last month. See Appendix 3.2 for the description of all variables. All continuous variables are winsorized at the 1 and 99 % levels.

3.6 Robustness Checks and Additional Analyses

3.6.1 Robustness Checks

Alternative Control Variables

We conduct robustness tests using alternative definitions for our original variables. We modified the model in several ways, including different control variables and alternative performance scores. These modifications yielded consistent results, aligning with Axjonow et al. (2018). When sales are used as a proxy for size, return on equity is used instead of return on assets, and the ratio of total debt is replaced with common equity as a proxy for leverage, our major findings remain unchanged (see Appendix 3.3). Hence, the coefficients for CSR_REPORT_1 appear to be insignificant, and only the coefficient for CSR_REPORT_0 in the publication time window of 3 months is statistically significant.

Alternative Variables of Interest

Additionally, we conducted the analysis by replacing the original CSR performance measure (Refinitiv ESG score) with an alternative proxy using Refinitiv's ESG combined score. The Refinitiv ESG scores measure companies' ESG performance based on reported data in the public domain across three pillars and 10 different ESG topics. In contrast, the ESG combined score provides a rounded and comprehensive evaluation of a company's ESG performance based on the reported information in the ESG pillars, with ESG controversies' overlay captured from global media sources. The main objective of this score is to discount the ESG performance score based on negative media stories. It does this by incorporating the impact of significant, material ESG controversies on the overall ESG combined score. Using the new $ESG_PERFORMANCE$ measure does not produce any noteworthy differences (Appendix 3.4). Furthermore, we standardize $REPUTATION$ following Axjonow et al. (2018). With this variation, we obtain the same results as those reported in Table 7: there is no statistically significant association between separate CSR reports and corporate reputation. Only in interaction with $HIPERFORM$, the publication of integrated CSR reports in a time window of 3 and 2 months has significantly positive effects on corporate reputation among non-professional stakeholders (Appendix 3.5). Replacing the CSR_REPORT variable with a general report publication indicator, reflecting whether a CSR report was published in any form (separate or integrated) during the corresponding time window, does not show any significant results for CSR_REPORT (Table 8).

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Table 8: Multiple regression of corporate reputation on sep/int CSR reporting in a publication window of 3/2/1 months

Dependent variable = REPUTATION	3 Months		2 Months		1 Month	
	(I)	(II)	(I)	(II)	(I)	(II)
CSR_REPORT_ALL	0.408 (0.353)	0.600 (0.479)	0.179 (0.381)	0.442 (0.525)	0.238 (0.456)	1.046 (0.806)
CSR_PERFORMANCE	0.587*** (0.169)		0.588*** (0.169)		0.588*** (0.169)	
HIPERFORM		7.384** (2.865)		7.451** (2.774)		7.527** (2.798)
CSR_REPORT_ALL *HIPERFORM		0.025 (0.498)		-0.165 (0.592)		-0.964 (0.935)
SIZE	-5.714*** (1.110)	-4.840*** (1.596)	-5.725*** (1.113)	-4.850*** (1.600)	-5.728*** (1.113)	-4.842*** (1.607)
ROA	-18.155 (19.976)	-27.005 (17.607)	-18.332 (20.077)	-27.309 (17.685)	-18.323 (20.063)	-27.226 (17.850)
MtB	-0.028 (0.428)	0.274 (0.449)	-0.023 (0.428)	0.282 (0.449)	-0.023 (0.428)	0.293 (0.449)
YIELD	-2.348 (29.687)	-19.382 (36.923)	-2.685 (29.707)	-19.880 (36.983)	-2.598 (29.771)	-20.339 (36.975)
RISK	7.245** (2.669)	7.407** (3.200)	7.236** (2.672)	7.390** (3.206)	7.227** (2.670)	7.352** (3.209)
INSTITUTIONAL	-13.454 (8.073)	-16.447* (9.303)	-13.529 (8.087)	-16.536* (9.331)	-13.530 (8.090)	-16.558* (9.362)
DIVERS	-0.822 (0.620)	-1.226* (0.643)	-0.822 (0.622)	-1.230* (0.647)	-0.823 (0.622)	-1.243* (0.650)
MARKETING	-7.771*** (2.620)	-7.132** (3.189)	-7.776*** (2.637)	-7.133** (3.201)	-7.783*** (2.634)	-7.140** (3.209)
MEDIA_EXPOSURE	0.033*** (0.007)	0.042*** (0.008)	0.032*** (0.007)	0.042*** (0.008)	0.032*** (0.007)	0.042*** (0.008)
LEV	2.470 (5.936)	7.223 (8.529)	2.495 (5.941)	7.262 (8.511)	2.490 (5.936)	7.341 (8.502)
RD	0.599** (0.258)	0.689* (0.373)	0.599** (0.258)	0.689* (0.373)	0.600** (0.258)	0.689* (0.374)
Constant	19.740 (15.163)	49.456** (21.880)	19.931 (15.170)	49.736** (21.939)	19.957 (15.183)	49.696** (22.063)
Industry fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Time fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	544	544	544	544	544	544
adj.R-squared	0.918	0.900	0.918	0.899	0.918	0.899

Notes: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 (of two-tailed t-tests). Standard errors, shown in parentheses, are clustered by firm. This Table presents the regression results examining the effect of CSR reporting (as indicated by the coefficient at *CSR_REPORT*) on the measure of corporate reputation (*REPUTATION*) for different event windows (3, 2, 1 months) with control variables as of the end of the last month.. *CSR_REPORT_ALL* is an indicator variable which is equal to 1 if a firm publishes a separated or integrated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date, respectively, and 0 otherwise. See Appendix 3.2 for the description of all other variables. All continuous variables are winsorized at the 1 and 99 % levels.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Alternative Media Variable

Replacing the *MEDIA_EXPOSURE* variable, which is significant in our main model and correlated with *REPUTATION* (see Table 6), with *MEDIA_ATTENTION*, represented by the Google Search Volume Index (SVI) (Da et al. 2011), the coefficients for *CSR_REPORT_t* and *CSR_REPORT₀* remain insignificant across all observation periods and model specifications, while *MEDIA_ATTENTION* is still significant (Table 9).

Table 9: Multiple regression of corporate reputation on separate CSR reporting with SVI

Dependent variable = REPUTATION	3 Months		2 Months		1 Month	
	(I)	(II)	(I)	(II)	(I)	(II)
CSR_REPORT ₀	0.734 (0.775)	2.728 (2.264)	0.635 (1.087)	2.813 (2.059)	0.176 (1.240)	3.808 (2.017)
CSR_REPORT ₁	-0.476 (0.399)	-1.484 (0.900)	-0.583 (0.456)	-1.777 (0.903)	-0.188 (0.727)	-0.444 (0.819)
CSR_PERFORMANCE	0.603** (0.213)		1.518** (0.716)		0.137 (0.517)	
HIPERFORM		1.312 (0.802)		5.154* (2.507)		5.338** (2.534)
CSR_REPORT ₀ *HIPERFORM		-1.844 (2.291)		-2.087 (2.281)		-3.636 (2.175)
CSR_REPORT ₁ *HIPERFORM		1.062 (1.003)		0.906 (0.785)		-0.035 (0.593)
SIZE	-5.315*** (1.698)	-3.289 (1.970)	-5.296*** (1.694)	-3.237 (1.977)	-5.294*** (1.689)	-3.177 (1.985)
ROA	-30.630 (24.889)	-35.228 (21.378)	-30.282 (24.904)	-35.386 (21.467)	-30.295 (24.784)	-35.339 (21.547)
MtB	0.369 (0.667)	0.514 (0.648)	0.360 (0.667)	0.506 (0.646)	0.356 (0.664)	0.507 (0.643)
YIELD	1.434 (35.319)	0.256 (39.408)	1.365 (35.373)	0.897 (39.617)	1.208 (35.416)	-0.149 (39.606)
RISK	6.231* (3.407)	8.114** (3.670)	6.262* (3.416)	8.185** (3.697)	6.174* (3.397)	8.098** (3.706)
INSTITUTIONAL	-28.501*** (9.879)	-37.380*** (12.156)	-28.507*** (9.883)	-37.463*** (12.186)	-28.486** (9.904)	-37.442*** (12.273)
DIVERS	-0.820 (0.674)	-1.053 (0.726)	-0.824 (0.675)	-1.061 (0.732)	-0.835 (0.678)	-1.085 (0.736)
MARKETING	-10.887*** (2.537)	-9.335*** (2.762)	-10.884*** (2.539)	-9.260*** (2.775)	-10.920*** (2.537)	-9.221*** (2.775)
MEDIA_ATTENTION_NEW	0.056** (0.020)	0.058** (0.021)	0.056** (0.020)	0.057** (0.021)	0.057*** (0.020)	0.060** (0.021)
LEV	8.815 (8.369)	15.694 (11.749)	8.806 (8.402)	15.575 (11.770)	8.813 (8.411)	15.608 (11.798)
RD	0.482 (0.313)	0.555 (0.455)	0.480 (0.313)	0.556 (0.456)	0.478 (0.315)	0.547 (0.459)

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Table 9 continued

Constant	36.158 (23.194)	61.022** (26.971)	35.995 (23.212)	60.468** (27.112)	35.968 (23.314)	59.750** (27.423)
Industry fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Time fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	492	492	492	492	492	492
adj.R-squared	0.892	0.864	0.892	0.864	0.891	0.863

Notes: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ (of two-tailed t-tests). Standard errors, shown in parentheses, are clustered by firm. This table presents the regression results examining the effect of CSR reporting (as indicated by the coefficient at *CSR_REPORT*) on the measure of corporate reputation (*REPUTATION*) for different event windows (3, 2, 1 month). *CSR_REPORT_t* is an indicator variable that is equal to 1 if a firm publishes a separated CSR report on day *t* and on up to 3/2/1 months after the publication date. *CSR_REPORT₀* indicates if a firm publishes an integrated CSR report on day *t* and on up to 3/2/1 months after the publication date. We use the google search volume index (*SVI*) as a new proxy for the media exposure (*MEDIA_ATTENTION_NEW*). See Appendix 3.2 for the description of all variables. All continuous variables are winsorized at the 1 and 99 % levels.

3.6.2 Additional Analyses

To account for a firm's level of CSR engagement, as suggested by Tang et al. (2012), we include an indicator variable representing CSR engagement that is equal to 1 if the company's ESG score improved in the last year; otherwise, it is equal to 0. Thus, this variable indicates whether a company has improved (*CSR_ENGAGEMENT* = 1) or worsened (*CSR_ENGAGEMENT* = 0) its ESG score through its CSR engagement.¹⁸ Table 10 presents the results of the modified model specification.¹⁹ The coefficient for *CSR_REPORT₀* is statistically significant only in the time window of 3 months of the publication of an integrated report and indicates a positive impact. Additionally, coefficients for *CSR_REPORT_t* are statistically significant for each time window, indicating a positive significant impact of the publication of separate mandatory CSR reports on corporate reputation among non-professional stakeholders. It is important to note that this impact is only evident when controlling for a firm's CSR engagement. However, the coefficients for *CSR_ENGAGEMENT* and the interaction terms of *CSR_REPORT* and *CSR_ENGAGEMENT* are not statistically significant.

¹⁸ We integrate a lagged variable of *CSR_ENGAGEMENT* as of the end of last month in the new model specification.

¹⁹ The subsequent model serves as the foundation: $Reputation_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_REPORT_{i,t} + \beta_2 CSR_ENGAGEMENT_{i,t-1} + \beta_3 CSR_REPORT_{i,t} * CSR_ENGAGEMENT_{i,t-1} + \sum \beta_k CONTROLS + time\ fixed\ effects + industry\ fixed\ effects + \varepsilon_{i,t}$

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Table 10: Multiple regression of corporate reputation on CSR reporting in a modified model specification with CSR_ENGAGEMENT

Dependent variable = REPUTATION	3 Months (III)	2 Months (III)	1 Month (III)
CSR_REPORT ₀	1.359*	0.844	0.743
	(0.746)	(0.843)	(0.893)
CSR_REPORT ₁	5.458*	5.801*	5.315*
	(3.086)	(3.137)	(3.044)
CSR_ENGAGEMENT	2.480	2.450	2.610
	(1.612)	(1.624)	(1.663)
CSR_REPORT ₀ * CSR_ENGAGEMENT	-0.306	-0.310	-0.532
	(0.264)	(0.261)	(0.314)
CSR_REPORT ₁ * CSR_ENGAGEMENT	-0.070	-0.039	0.054
	(0.226)	(0.225)	(0.210)
SIZE	-1.931	-1.912	-2.028
	(1.447)	(1.433)	(1.397)
ROA	-19.118	-19.421	-20.489
	(18.168)	(18.423)	(18.390)
MtB	-0.076	-0.072	-0.039
	(0.544)	(0.543)	(0.545)
YIELD	42.295	41.422	40.482
	(28.329)	(28.015)	(27.821)
RISK	14.523***	14.410***	14.349***
	(4.619)	(4.596)	(4.549)
INSTITUTIONAL	-12.296	-12.5	-12.866
	(8.535)	(8.478)	(8.372)
DIVERS	0.734	0.729	0.719
	(0.829)	(0.826)	(0.815)
MARKETING	0.555	0.559	0.338
	(3.032)	(3.042)	(2.983)
MEDIA_EXPOSURE	0.038***	0.038***	0.038***
	(0.008)	(0.008)	(0.008)
LEV	8.368	8.457	8.055
	(8.219)	(8.261)	(8.121)
RD	0.001*	0.001*	0.001*
	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Constant	5.665	5.978	7.584
	(16.191)	(15.821)	(15.331)
Industry fixed effects	YES	YES	YES
Time fixed effects	YES	YES	YES
Observations	481	481	481
adj.R-squared	0.895	0.894	0.895

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Table 10 continued

Notes: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ (of two-tailed t-tests). Standard errors, shown in parentheses, are clustered by firm. This table presents the regression results examining the effect of CSR reporting (as indicated by the coefficient at *CSR_REPORT*) on the measure of corporate reputation (*REPUTATION*) for different event windows (3, 2, 1 month). *CSR_REPORT_t* is an indicator variable that is equal to 1 if a firm publishes a separated CSR report on day *t* and on up to 3/2/1 months after the publication date. *CSR_REPORT₀* indicates if a firm publishes an integrated CSR report on day *t* and on up to 3/2/1 months after the publication date. *CSR_ENGAGEMENT* is an indicator variable that is equal 1, if the company's ESG score improved in the last year otherwise 0. See Appendix 3.2 for the description of all variables. All continuous variables are winsorized at the 1 and 99 % levels.

Like Axjonow et al. (2018), we examine the effect of CSR information on companies' websites to determine whether these constitute a more suitable communication channel for conveying CSR information to non-professional stakeholders (Eberle et al. 2013). We collect monthly data from historical websites from the Internet Archive Wayback Machine (<http://archive.org>). This archive provides free public access to collections of digitized materials, including websites, software applications/games, books, movies, music, and more. Hence, it is possible to access the websites in the visual form in which they were available during our observation period. We replace *CSR_REPORT* in Equation (I) with the binary variable *WEBSITE*, which takes a value of 1 when ESG information is readily available on the customer website's front page.²⁰ Moreover, we include some additional variables in Equation (I) to analyze, on the one hand, whether the optical representation of CSR information on a website (*OPTIC*) has an impact on reputation. This variable can take values between 0 and 3: 0 when no information is published, and 3 when the information is presented in an optically highly appealing way, for example, by using a high number of graphical representations. On the other hand, we consider a firm's ESG communication engagement through the website by introducing *SUSTAINABILITY_TOPIC*, which quantifies the number of hits generated when searching for the term "sustainability" on the website during the corresponding month.

Table 11 presents the empirical results. The final sample consists of 466 observations, since some of our sample firms' websites were not available in the Internet Archive. To compensate for the unavailable observations, we fill missing values with values of the following year, since there are very few changes in the construction of websites during the observation period, suggesting that the structure of the websites in our sample remains constant. The coefficients at *WEBSITE* and

²⁰ This binary variable indicates whether a firm publishes CSR information on its website and this information is directly observable for a stakeholder who visits the website. Hence, we do not classify firms as CSR information publishing firms when information is not directly observable for a stakeholder who visits the website, but is somewhere "hidden" on the website. We define this condition, since we assume that consumers or the general public would not spend much time searching for CSR information on a firm's website when this information is not directly accessible.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

SUSTAINABILITY_TOPIC are significantly positive at $p < 0.01$, indicating that CSR information provided on a firm's homepage and ESG communication engagement through the website has a positive impact on corporate reputation and can thus be considered reputation enhancement tools for non-professional stakeholders.²¹ This finding implies that the CSR disclosure source plays a considerable role in influencing stakeholders' perceptions. *OPTICS* has no significant impact on reputation, indicating that information presentation does not play a role in non-professional stakeholders' assessments as long as some general CSR information is accessible on the homepage.

Table 11: Analysis of firm websites as an alternative CSR information source

VARIABLES	REPUTATION
WEBSITE	5.846*** (1.605)
OPTIC	-1.688 (1.230)
TOPIC_SUSTAINABILITY	0.014*** (0.003)
CSR_PERFORMANCE	0.635*** (0.103)
SIZE	-9.502*** (1.035)
ROA	-33.446* (16.691)
MtB	0.567 (0.375)
YIELD	-20.899 (20.817)
RISK	5.025** (2.115)
INSTITUTIONAL	-21.606*** (4.482)
DIVERS	-1.254** (0.487)
MARKETING	-16.020*** (1.594)
MEDIA_EXPOSURE	0.027*** (0.007)
LEV	5.065 (5.286)
RD	0.983*** (0.254)
Constant	66.211*** (14.701)

²¹ In line with this result, Eberle et al. (2013) provide experimental evidence that communication about CSR through interactive online media is beneficial to a company's reputation.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Table 11 continued

Industry fixed effects	YES
Time fixed effects	YES
Observations	466
adj.R-squared	0.940

Notes: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ (of two-tailed t-tests). Standard errors in parentheses are clustered by firm. This Table presents the regression results examining the effect of CSR information on firms' websites on the measure of corporate reputation (*REPUTATION*) represented by the YouGov BrandIndex. *WEBSITE* is an indicator variable on a monthly base which is equal to 1 if a firm publishes sustainability information on the front page of its website or if this topic is directly visible in the homepage menu, respectively, and 0 otherwise. *OPTIC* describes the optical representation of CSR information on the special page that is 0 if no information was provided on a separate page, 1 if the information is only provided in text format, 2 if the information is accompanied by some pictures or graphs, and the value 3 is taken when the information is presented in an optically highly appealing way by the combination of text, graphs, and pictures. *TOPIC_SUSTAINABILITY* is a variable that measures the CSR engagement of the company on its website by the number of results for the topic "sustainability" in the search tool of the website. See Appendix 3.2 for the description of all variables. All continuous variables are winsorized at the 1 and 99% levels.

3.7 Discussion

This replication study examines the impact of mandatory CSR disclosure on corporate reputation as perceived by non-professional stakeholders. This relationship is of paramount importance in a company's CSR engagement, and it has significant implications for meeting the climate goals set by the EU government. We attempted to replicate the empirical evidence of Axjonow et al. (2018), who report that separate voluntary CSR reports have no impact on corporate reputation among non-professional stakeholders, such as customers, employees, retail investors, and the general public. The cited study was carried out at a very early point in the development of CSR reporting (2010–2012). We extend it by examining the impact of CSR reports on corporate reputation more recently (2020–2022) when information asymmetry has been lower due to a different regulatory landscape and, according to social learning theory, because stakeholders have learned appropriate behaviors.

We find evidence that CSR disclosure through separate mandatory CSR reports has a significantly positive impact on corporate reputation among non-professional stakeholders only for companies with outstanding CSR performance or high CSR engagement. One possible explanation for the results is that CSR reports contain a vast amount of information and the target audience lacks expertise. Customers, retail investors, and the general public are not specialists and may become overwhelmed by the volume of information provided in CSR reports, as highlighted by Wu and Pupovac (2019). Conversely, Wang et al. (2018) found a significant positive correlation between CSR performance and report readability, suggesting that companies with higher CSR performance tend to produce more readable CSR reports. Therefore, it can be inferred that the practice of separate CSR reporting is likely to have a positive

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

impact on corporate reputation for companies that already perform well in the area of CSR, as they demonstrate improved readability and increased transparency with regard to their CSR initiatives and their implications.

Furthermore, we provide empirical evidence that corporate reputation is significantly impacted by a firm's CSR performance. This finding is consistent with prior research by Fombrun and Shanley (1990), Maaloul et al. (2023), Sen and Bhattacharya (2001), and Lev et al. (2010).

Following a robustness analysis of our findings, the significances surrounding the CSR reporting variables were no longer evident. Thus, CSR reports may not be an effective communication channel for non-professional stakeholders, as previous research has suggested (Axjonow et al. 2018; Du et al. 2010; Usman and Yennita 2018). Despite the current regulatory environment and potential reduction in information asymmetry due to stakeholders being better informed (Moravcikova et al. 2015), as proposed by social learning theory, the findings of Axjonow et al. (2018) remain unchanged. The assumption can therefore be made that CSR reports are not an appropriate mechanism to strengthen CSR commitment, as it does not enhance a company's reputation among non-professional stakeholders, as indicated in the literature and by regulators. This outcome could be explained by the existing credibility issues surrounding the content of CSR reports (Abernathy et al. 2017; Moser and Martin 2012) or the lack of awareness among non-financial stakeholders that a firm publishes a CSR report (Axjonow et al. 2018).

These conclusions goes in line with the findings of our additional analysis, suggesting that CSR information on consumer websites has a positive impact on corporate reputation. Therefore, when addressing non-professional stakeholders, it is more appropriate to rely on CSR information provided by another medium. This suggestion aligns with the findings of Du et al. (2010), who show that stakeholder groups vary in their information needs and preferences for information channels.

We present compelling evidence that highlights the importance of stakeholder groups and CSR disclosure channels in shaping reputational perceptions.

3.8 Conclusion, Limitations, and Future Research

This study aims to investigate whether mandatory CSR reports as a communication channel effectively enhance corporate reputation among non-professional stakeholders and subsequently foster the CSR commitment emphasized by regulators. We find evidence that CSR disclosure through separate

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

mandatory CSR reports has a significantly positive impact on corporate reputation among non-professional stakeholders only for companies with outstanding CSR performance or high CSR engagement. When these findings were subjected to a robustness analysis, these significances were no longer evident. However, we find evidence that CSR information on consumer websites and CSR performance has an impact on reputation. Therefore, we conclude that the findings presented by Axjonow et al. (2018) are valid across time and space. Our research indicates that stakeholder behavior remains consistent despite the growing regulation, tightening of sustainability concerns, and reduced information asymmetry. Therefore, companies addressing non-professional stakeholders should provide CSR information through another communication channel.

Our research makes a noteworthy contribution to the existing literature on the influence of CSR disclosure on corporate reputation. As defined, corporate reputation is shaped by the perceptions of various stakeholder groups. Given the focus of our study on non-professional stakeholder groups and the presentation of findings to reporting addressees who are not experts, we assessed the validity of the findings presented by Axjonow et al. (2018) across time and space. Despite increased regulation, increased concerns about sustainability, and decreased information asymmetry, we found that the findings remain valid. The issues of non-professional stakeholders' awareness and the potentially overwhelming nature of companies' CSR reports raise the need for regulatory investigation. While EU instruments have expanded reporting practices, concerns persist as to companies' ability to reach their target audience and demonstrate the benefits of CSR reporting. Reputation is an interface between government and corporate objectives and has the potential to lead to a global CSR commitment based on CSR communication, but it needs to use instruments that are tailored to the needs and characteristics of different target groups.

We emphasize that our study is not without limitations. First, as it only focuses on the publication of CSR reports, we do not consider the potential impact of report quality and readability on a company's reputation. The quality and readability of CSR reports can have a significant impact on stakeholder perceptions. Additionally, a limitation related to our use of YouGov data is that the respondents are provided with only three options for evaluating brands: positive, negative, and neutral. The lack of a more nuanced rating system on an interval scale could limit the depth of insights we can draw from the data, as highlighted by Luo et al. (2013). Furthermore, our study is constrained by a relatively small sample size and a focus on stakeholder perceptions exclusively within the German market over a

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

relatively short period. While this approach provides valuable insights into the German context, it may raise concerns about the generalizability of our results to other regions and timeframes.

Our study has demonstrated the importance of examining how non-professional stakeholder groups perceive CSR disclosure in relation to corporate reputation and offers a significant contribution to the existing CSR literature. This research serves as a foundation for future investigations into the reactions of various stakeholder groups, beyond just investors, in response to CSR disclosures. In addition, future research can explore the impact of additional sources of CSR information, beyond traditional CSR reports and company websites, on corporate reputation. Lastly, there is a promising avenue for research to investigate how the information content and quality of CSR reports influence the perceptions of non-professional stakeholders and, consequently, corporate reputation.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Appendix 3.1

Dimension	Question
Perceived brand quality	“Which of the brands in the sector do you associate with good or poor quality?”
Perceived brand value	“Which of the brands do you associate with good or poor value-for-money?”
Perceived brand satisfaction	“Would you identify yourself as a recent satisfied or an unsatisfied customer of any of these brands?”
Perceived brand recommendation	“Which brands would you recommend to a friend? Or suggest avoiding?”
Perceived brand affect	“Of which brands do you have a 'generally positive' or 'generally negative' impression?”
Perceived brand-workplace reputation	“Which of the brands would you be proud/ embarrassed to work for?”

Appendix 3.2

Variable Definitions

Variables	Description
Dependent variable/ Proxy for corporate reputation	
<i>REPUTATION</i>	Corporate reputation score in terms of the daily aggregate BrandIndex values. Daily values are constructed by taking the difference between positive and negative respondents divided by the sum of positive and negative respondents.
CSR variables	
<i>CSR_REPORT</i> and tabulated as <i>CSR_REPORT_t</i>	An indicator variable that is equal to 1 if a firm publishes a separated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date.
<i>CSR_REPORT₀</i>	Indicates if a firm publishes an integrated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date.
<i>CSR_REPORT_ALL</i>	An indicator variable that is equal to 1 if a firm publishes a separated or integrated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date.
<i>CSR_PERFORMANCE</i>	An average score of the four (environmental, social, governmental, economic) pillars provided by the Thomson Reuters ASSET 4 dataset.
<i>CSR_ENGAGEMENT</i>	An indicator variable that is equal 1, if the company’s ESG score improved in the last year otherwise 0.
<i>HIPERFORM</i>	An indicator variable which is equal to 1 if the firm’s CSR performance is greater than the median CSR performance of the firm’s industry peers; 0 otherwise.
<i>POST</i>	An indicator variable which is equal to 1 if an observation relates to a post-publication day in the regarded event window of 90 days (3 months), 60 days (two months), 30 days (one month), 10 days, and 5 days before/after the publication date of a CSR report, respectively; 0 otherwise.
<i>CSR_REPORT</i> × <i>POST</i>	The interaction of <i>CSR_REPORT</i> and <i>POST</i> .
<i>WEBSITE</i>	An indicator variable on a monthly base which is equal to 1 if a firm publishes sustainability information on the front page of its website or if this topic is directly visible in the homepage menu, respectively, and 0 otherwise.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Variable definitions continued

<i>OPTIC</i>	OPTIC describes the optical representation of CSR information on the special page that is 0 if no information was provided on a separate page, 1 if the information is only provided in text format, 2 if the information is accompanied by some pictures or graphs, and the value 3 is taken when the information is presented in an optically highly appealing way by the combination of text, graphs, and pictures.
<i>TOPIC_SUSTAINABILITY</i>	TOPIC_SUSTAINABILITY is a variable that measures the CSR engagement of the company on its website by the number of results for the topic “sustainability” in the search tool of the website.

Control variables

<i>SIZE</i>	The natural logarithm of the firm’s total assets at the end of the previous month, in thousand \$.
<i>ROA</i>	Return on assets as the net income before interest and taxation divided by the total assets at the end of the previous month.
<i>MtB</i>	The ratio of the market value of equity to book value of equity at the end of the previous month.
<i>YIELD</i>	Dividend yield as the ratio of dividend to share price at the end of the previous year.
<i>RISK</i>	The firm’s market risk measured by the firm’s beta coefficient as a measure of the systematic risk at the end of the previous month.
<i>INSTITUTIONAL</i>	The firm’s stock concentration in institutional hands at the end of the previous month, in percent.
<i>DIVERS</i>	The firm’s number of segments in which it operates at the end of the previous month.
<i>MARKETING</i>	Measured by the Selling, General, and Administrative Expenses (SG&A) ratio.
<i>MEDIA_EXPOSURE</i>	Media exposure provided by YouGov in terms of daily assessments regarding negative or positive associations about the brand in the media. Daily values are constructed by taking the difference between positive and negative respondents divided by the sum of positive, negative, and neutral respondents.
<i>MEDIA_ATTENTION</i>	Using google search volume index as a proxy for the media attention of the firm.
<i>LEV</i>	Leverage as the ratio of total debt to total assets at the end of the previous month.
<i>R&D</i>	Research and development intensity measured by the ratio of R&D expenditure to total assets at the end of the previous month.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Appendix 3.3

Multiple regression of corporate reputation on CSR reporting with new control variables

Dependent variable = REPUTATION	3 Months		2 Months		1 Month	
	(I)	(II)	(I)	(II)	(I)	(II)
CSR_REPORT ₀	-0.144 (0.677)	1.433* (0.766)	-0.502 (0.770)	1.215 (0.718)	-0.725 (0.929)	0.969 (1.701)
CSR_REPORT ₁	0.858 (2.425)	-4.382 (4.341)	0.347 (2.443)	-4.930 (4.331)	0.264 (2.337)	-4.695 (4.179)
CSR_PERFORMANCE	0.112 (0.164)		0.113 (0.165)		0.113 (0.165)	
HIPERFORM		1.644 (2.329)		1.631 (2.321)		1.592 (2.321)
CSR_REPORT ₀ *HIPERFORM		-0.526 (0.936)		-0.618 (1.112)		-0.508 (2.051)
CSR_REPORT ₁ *HIPERFORM		4.875 (4.374)		5.000 (4.333)		4.554 (4.244)
SIZE_NEW	-0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)
ROE	-0.059 (0.038)	-0.017 (0.025)	-0.059 (0.038)	-0.017 (0.025)	-0.059 (0.038)	-0.017 (0.025)
MtB	0.428 (0.281)	0.088 (0.354)	0.431 (0.283)	0.092 (0.356)	0.435 (0.283)	0.090 (0.359)
YIELD	80.308*** (26.319)	9.432 (48.475)	80.411*** (26.673)	8.673 (48.439)	80.309*** (26.924)	7.671 (48.444)
RISK	-2.782 (3.274)	9.272** (3.468)	-2.753 (3.279)	9.257** (3.456)	-2.713 (3.280)	9.210** (3.462)
INSTITUTIONAL	-0.946 (12.770)	-10.439 (9.317)	-1.051 (12.826)	-10.537 (9.313)	-1.133 (12.837)	-10.555 (9.328)
DIVERS	0.321 (0.693)	-1.461** (0.621)	0.333 (0.696)	-1.467** (0.625)	0.335 (0.697)	-1.490** (0.630)
MARKETING	-6.441 (6.259)	-1.272 (2.055)	-6.443 (6.308)	-1.283 (2.062)	-6.469 (6.329)	-1.313 (2.057)
MEDIA_EXPOSURE	0.039*** (0.010)	0.044*** (0.008)	0.039*** (0.010)	0.043*** (0.008)	0.039*** (0.010)	0.043*** (0.008)
LEV_NEW	-0.518* (0.294)	-0.118 (0.139)	-0.517* (0.297)	-0.115 (0.139)	-0.516* (0.298)	-0.113 (0.141)
RD	0.001 (0.001)	0.001 (0.000)	0.001 (0.001)	0.001 (0.000)	0.001 (0.001)	0.001 (0.000)
Constant	-7.547 (8.328)	-1.473 (10.789)	-7.571 (8.372)	-1.154 (10.669)	-7.603 (8.364)	-0.927 (10.615)
Industry fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Time fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	544	544	544	544	544	544
adj.R-squared	0.726	0.882	0.724	0.882	0.724	0.882

Notes: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 (of two-tailed t-tests). Standard errors, shown in parentheses, are clustered by firm. This table presents the regression results examining the effect of CSR reporting (as indicated by the coefficient at CSR_REPORT) on the measure of corporate reputation (REPUTATION) for different event windows (3, 2, 1 month). CSR_REPORT_t is an indicator variable that is equal to 1 if a firm publishes a separated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date. CSR_REPORT₀ indicates if a firm publishes an integrated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date. We use sales as a new proxy for size (SIZE_NEW), return on equity instead of return on assets, and the ratio of total debt to common equity as a new proxy for leverage (LEV_NEW). See Appendix 3.2 for the description of all other variables. All continuous variables are winsorized at the 1 and 99 % levels.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Appendix 3.4

Multiple regression of corporate reputation on CSR reporting with ESG Score Combined as CSR PERFORMANCE						
Dependent variable = REPUTATION	3 Months		2 Months		1 Month	
	(I)	(II)	(I)	(II)	(I)	(II)
CSR_REPORT ₀	0.915 (0.543)	1.454** (0.656)	0.602 (0.661)	0.989 (0.746)	0.384 (0.780)	0.793 (0.867)
CSR_REPORT ₁	-4.036 (2.585)	-1.898 (3.078)	-4.542 (2.662)	-2.464 (3.081)	-4.645 (2.695)	-2.859 (2.912)
CSR_PERFORMANCE_NEW	0.122*** (0.043)		0.123*** (0.043)		0.124*** (0.043)	
HIPERFORM		2.514* (1.347)		2.429* (1.362)		2.455* (1.383)
CSR_REPORT ₀ *HIPERFORM		-0.639 (0.942)		-0.348 (1.166)		-0.556 (1.519)
CSR_REPORT ₁ *HIPERFORM		3.473* (1.852)		3.271* (1.834)		-2.652 (1.738)
SIZE	-1.925 (1.366)	-2.840** (1.334)	-1.925 (1.366)	-2.830** (1.340)	-1.918 (1.366)	-2.850** (1.330)
ROA	-14.534 (19.308)	-7.299 (20.352)	-14.763 (19.395)	-7.234 (20.257)	-14.658 (19.444)	-6.940 (19.995)
MtB	-0.064 (0.347)	0.284 (0.349)	-0.063 (0.346)	0.285 (0.347)	-0.067 (0.347)	0.280 (0.345)
YIELD	47.461 (39.767)	36.053 (44.619)	47.062 (39.640)	35.231 (44.600)	46.875 (39.727)	34.496 (44.770)
RISK	9.732** (4.183)	9.761** (4.224)	9.741** (4.181)	9.758** (4.224)	9.703** (4.181)	9.713** (4.198)
INSTITUTIONAL	-14.753 (8.961)	-13.436 (9.609)	-14.904 (8.984)	-13.597 (9.659)	-14.913 (9.008)	-13.599 (9.623)
DIVERS	0.857 (0.678)	0.713 (0.765)	0.863 (0.679)	0.713 (0.768)	0.860 (0.678)	0.710 (0.765)
MARKETING	-2.047 (3.492)	-1.905 (3.483)	-2.044 (3.505)	-1.878 (3.503)	-2.044 (3.511)	-1.943 (3.500)
MEDIA_EXPOSURE	0.033*** (0.009)	0.038*** (0.008)	0.033*** (0.009)	0.038*** (0.008)	0.033*** (0.009)	0.038*** (0.009)
LEV	4.989 (6.796)	7.752 (8.271)	5.038 (6.822)	7.809 (8.323)	4.999 (6.820)	7.786 (8.340)
RD	0.001* (0.000)	0.001* (0.000)	0.001* (0.000)	0.001 (0.000)	0.001* (0.000)	0.001* (0.000)
Constant	7.714 (20.710)	19.685 (19.679)	7.918 (20.658)	19.942 (19.720)	7.921 (20.702)	20.256 (19.715)
Industry fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Time fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	544	544	544	544	544	544
adj.R-squared	0.882	0.875	0.882	0.874	0.882	0.874

Notes: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 (of two-tailed t-tests). Standard errors, shown in parentheses, are clustered by firm. This table presents the regression results examining the effect of CSR reporting (as indicated by the coefficient at CSR_REPORT) on the measure of corporate reputation (REPUTATION) for different event windows (3, 2, 1 month). CSR_REPORT₁ is an indicator variable that is equal to 1 if a firm publishes a separated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date. CSR_REPORT₀ indicates if a firm publishes an integrated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date. We use refinitives' ESG Score Combined as a new proxy for CSR performance (CSR_PERFORMANCE_NEW). See Appendix 3.2 for the description of all other variables. All continuous variables are winsorized at the 1 and 99 % levels.

3 Navigating perceptions: The role of CSR disclosure in shaping corporate reputation among non-professional stakeholders in a changing landscape

Appendix 3.5

Multiple regression of standardized corporate reputation on CSR reporting with control variables as of the end of the last month

Dependent variable = Stand REPUTATION	3 Months		2 Months		1 Month	
	(I)	(II)	(I)	(II)	(I)	(II)
CSR_REPORT ₀	0.086 (0.053)	0.122* (0.063)	0.069 (0.066)	0.123* (0.065)	0.058 (0.074)	0.144 (0.139)
CSR_REPORT ₁	-0.172 (0.227)	-0.588 (0.407)	-0.208 (0.225)	-0.615 (0.400)	-0.201 (0.210)	-0.557 (0.377)
CSR_PERFORMANCE	0.054*** (0.015)		0.054*** (0.015)		0.054*** (0.015)	
HIPERFORM		0.252 (0.278)		0.256 (0.276)		0.255 (0.274)
CSR_REPORT ₀ *HIPERFORM		-0.039 (0.084)		-0.073 (0.101)		-0.117 (0.172)
CSR_REPORT ₁ *HIPERFORM		0.720* (0.378)		0.711* (0.371)		0.645* (0.355)
SIZE	-0.562*** (0.114)	-0.613*** (0.159)	-0.563*** (0.114)	-0.615*** (0.159)	-0.563*** (0.114)	-0.615*** (0.159)
ROA	-2.200 (1.879)	-3.795** (1.621)	-2.219 (1.895)	-3.830** (1.636)	-2.208 (1.901)	-3.811** (1.662)
MtB	0.008 (0.041)	0.033 (0.047)	0.008 (0.041)	0.033 (0.047)	0.008 (0.040)	0.033 (0.047)
YIELD	0.495 (2.937)	-0.363 (3.656)	0.457 (2.928)	-0.419 (3.653)	0.447 (2.935)	-0.504 (3.658)
RISK	0.700** (0.257)	0.616** (0.267)	0.699** (0.256)	0.612** (0.266)	0.692** (0.254)	0.603** (0.267)
INSTITUTIONAL	-1.336* (0.761)	-1.178 (0.923)	-1.346* (0.761)	-1.187 (0.921)	-1.345* (0.766)	-1.187 (0.924)
DIVERS	-0.046 (0.053)	-0.092 (0.055)	-0.046 (0.053)	-0.093 (0.055)	-0.047 (0.053)	-0.096 (0.056)
MARKETING	-0.727*** (0.255)	-0.853** (0.317)	-0.728** (0.256)	-0.856** (0.318)	-0.728** (0.256)	-0.859** (0.320)
MEDIA_EXPOSURE	0.003*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.004*** (0.001)
LEV	0.267 (0.570)	0.616 (0.720)	0.271 (0.573)	0.621 (0.720)	0.266 (0.573)	0.627 (0.719)
RD	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Constant	0.948 (1.417)	5.148** (1.947)	0.970 (1.417)	5.194** (1.951)	0.976 (1.424)	5.212** (1.963)
Industry fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Time fixed effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	544	544	544	544	544	544
adj.R-squared	0.911	0.898	0.911	0.898	0.911	0.898

Notes: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 (of two-tailed t-tests). Standard errors, shown in parentheses, are clustered by firm. This table presents the regression results examining the effect of CSR reporting (as indicated by the coefficient at CSR_REPORT) on the measure of standardized corporate reputation (*stand_REPUTATION*) for different event windows (3, 2, 1 month). *CSR_REPORT₁* is an indicator variable that is equal to 1 if a firm publishes a separated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date. *CSR_REPORT₀* indicates if a firm publishes an integrated CSR report on day t and on up to 3/2/1 months after the publication date. See Appendix 3.2 for the description of all variables. All continuous variables are winsorized at the 1 and 99 % levels.

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

4.1 Publication Details

Authors: Sandra Chrzan and Christiane Pott

Abstract: This experimental research investigates the effect of different types of environmental information on investor judgment. Through the examination of three experimental cases varying the level of environmental disclosure, we evaluate the investment judgments of two distinct groups: professional German investors (Study 1) and private German investors (Study 2). Primarily, we investigate whether additional commonly disclosed environmental information according to the Non-Financial Reporting Directive (NFRD) affects investor judgments. Furthermore, we explore the effects of linking non-financial reporting elements to quantitative financial measures through the EU taxonomy by adding taxonomy indicators. Specifically, we operationalized the case where companies fall into a category of poor environmental performance by taxonomy classification. Our findings reveal that additional standardized taxonomy-aligned information reflecting poor taxonomy performance affects the investment-related judgment of professional as well as private German investors but differs between investor types. We measured a positive impact on investment-related judgments among private investors, while the investment judgment of professional investors was negatively affected by additional poor taxonomy-performance measures. Our results indicate only an impact if non-financial reporting elements are linked to quantitative standardized financial measures. Private investors reward additional taxonomy-aligned environmental information, independent of the content. This leads to the assumption that environmental information generally sends positive signals to private investors, but uncertainty in investment judgment can be assumed.

Keywords: EU taxonomy, Investment judgment, Non-financial disclosure, CSR reporting, ESG investment, Experimental study

JEL-Codes: G11, M14, M41, M48, Q56

Publication Status: Revised resubmit in the *Review of Quantitative Finance and Accounting*. The paper was presented at the 2022 IAAER World Congress in Paris, France; the 2022 International Accounting Section Midyear Meeting in Taormina, Italy; and the 44th Annual Congress of the European Accounting Association 2022 in Bergen, Norway.

4.2 Introduction

In the last decade, investors have increasingly called for companies to incorporate environmental, social, and governance (ESG) factors into their investment process (Yu et al. 2020). To provide professional and other investors with the necessary information for ‘green’ investing, the European Non-Financial Reporting Directive (NFRD)²² states that selected companies must submit a non-financial statement (on environmental, employee, and human rights issues) as part of their corporate reporting. In the past, this information, as well as transparency regulations about its quality and content, were inconsistent and not considered sufficient to identify greenwashing or to create a common understanding of green investments (Büyüközkan and Karabulut 2018; Prakash and Potoski 2012; Siew 2015; Yu et al. 2020). In response, the Commission of the European Union (EU) adopted a delegated act²³ in July 2021. This is part of the EU Commission’s action plan, framed in 2018, to finance sustainable growth. This action plan also contains a revision of the NFRD, the so-called Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). As part of this regulation, the adoption of the EU taxonomy as a standardized classification system for environmentally friendly economic activities draws attention to the issue of ensuring a common understanding of green investments.

Furthermore, this political instrument first requires certain companies to disclose their taxonomy-aligned information for the 2022 financial year. According to the EU Commission, this classification now represents an important turning point for market uncertainty. Based on the uniform information and standardized taxonomy measures, investors should be able to classify the green performance of companies clearly and define a taxonomy-aligned portfolio share. This transparency obligation is intended to attract investor attention and, in turn, encourage companies to improve their taxonomy-aligned performance.

As the EU taxonomy is limited to the classification and transparency of environmental information to date, the paper focuses on the impact of the environmental component of Corporate Social Responsibility (CSR) Reporting on investors. Our investigation of environmental information and the innovations introduced by the Taxonomy Directive builds on the findings of Rikhardsson and Holm (2008) on the effectiveness of integrating environmental information into investment decisions. Their results

²² The NFRD (Directive 2014/95/EU) was implemented in Germany with §§289b, c, HGB.

²³ Article 8 (4) of EU Regulation 2020/852 of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment and amending Regulation (EU) 2019/2088.

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

suggest that environmental disclosure positively affects investment allocation decisions. However, recent studies show that if non-financial information disclosed by companies is unreliable, this can be a barrier to integrating ESG factors into investment decisions (Hahn and Lülfs 2014; Yu et al. 2020).

The investigation is based on the idea that flexible non-financial reporting elements, which in our case reveal average environmental performance²⁴, leave room for interpretation regarding corporate environmental performance. These flexible non-financial qualitative reporting elements will now be linked to quantitative financial measures in the form of taxonomy performance indicators. This can highlight the performance more clearly and allow investors to define a taxonomy-aligned portfolio share. The EU Commission assumes that the standardized ratios in the form of taxonomy-aligned turnover shares and investment shares increasingly reveal companies in a poor environmental performance category that have previously taken advantage of the flexibility in non-financial reporting.²⁵ In a first step, we implemented this case in an experimental study with professional investors. We investigate whether investor judgment will be affected if average environmental performance in the non-standardized form is now linked with standardized taxonomy criteria and reveals poor taxonomy-aligned environmental performance. After investigating professional investors, we also experimentally examine private investor judgment in the same case to examine whether they also react to the additional poor taxonomy indicators, even if they are not affected by the determination of a taxonomy-aligned portfolio share.

In this context, we investigate the reaction of investors who receive a standardized classification of a company's environmental performance through taxonomy indicators, in addition to flexible but commonly disclosed environmental information. We operationalized the hypothesis put forth by the EU Commission, which posits that the adoption of the new classification system will reveal companies that are classified in a poor environmental performance category (taxonomy indicators below the industry average) but have previously benefitted from flexibility in non-financial disclosure (environmental performance on average). Thus, we measure investor perceptions of an investment case in which we manipulate the level of non-financial information. Accordingly, the research question not only focuses on whether additional commonly disclosed environmental information affects investor judgments, but also

²⁴ The indicators were adjusted as follows: In the ESG ranking (aggregation of MSCI ESG Rating, S&P Global ESG Score, Sustainalytics ESG Risk Rating) of the Dax 40 companies in Germany (see Haller (2021) 'DAX40 Nachhaltigkeitscheck 10-2021'), the fifteen best-ranked and the 15 worst-ranked companies were excluded. The environmental indicators in the experimental treatment were then determined, based on the information from these real listed companies with an average performance in the ESG ranking.

²⁵ See Communication from the Commission. Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information), C 215/2 C.F.R. (2017).

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

on whether linking non-financial reporting elements to quantitative financial measures through the EU taxonomy affects investors in a case where companies fall into a poor environmental performance category.

Using a between-subject experimental design in which we manipulate environmental disclosure, this research provides insight into the investment-related judgment of professional German investors based on three different cases (financial, financial & environmental, and financial & environmental & negative taxonomy-aligned information) in a long-term investment case. By conducting a second online experiment, we examine how the provided non-financial information is perceived by private investors. The manipulation of negative taxonomy-aligned information allows us to investigate whether linking non-financial reporting elements to quantitative financial measures in the new form of environmental reporting affects professional (Study 1) and private investors (Study 2) in a case where companies thus fall into a poor environmental performance category. To answer our research question about the impact of linked qualitative and quantitative measures through taxonomy-aligned information in environmental reporting, we constructed three experimental groups. The first group, the control group, was provided with only financial information (FIN) in a financially profitable investment case. The second experimental group (ECO \emptyset) was provided with financial and additional commonly disclosed environmental information (FIN + Δ ECO \emptyset) in the unstandardized format but with room for interpretation of environmental performance. Here, we provided information indicating average performance. In the last experimental group (EUT_{neg}), we added unfavorable taxonomy information (EUT_{neg} = FIN + Δ ECO \emptyset + Δ EUT_{neg}) and compared investor judgments with the control group (FIN). Thus, our experimental approach is framed, on the one hand, on the assumption of the EU Commission, that standardized ratios through the taxonomy increasingly reveal companies with poor environmental performance but previously used flexibility in non-financial reporting. Prospect theory and the findings of Lorraine et al. (2004) indicate a higher impact of negative news in the context of environmental information. Thus, if negative taxonomy-aligned information does not affect investors, this puts into perspective the effectiveness of additional taxonomy-aligned information in investment-related judgments.

To the best of our knowledge, this is the first study to examine the extent to which environmental and EU taxonomy information is reflected in investment judgments based on the manipulation of corporate information. Our contribution lies not only in analyzing environmental information for investment-related judgments even before EU regulations are fully implemented in companies, but also in

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

investigating information perceptions in the investment process. We observed only transparency-enhancing effects through the linkage between non-financial reporting elements to quantitative standardized financial measures in the study of professional investors. In contrast, private investors reward additional taxonomy-aligned environmental information, regardless of its content.

The investigation has important implications for environmental disclosure practices based on information assessment by different investor types. By experimentally accounting for cognitive and behavioral aspects in the analysis of transparency-enhancing policies, we make an important theoretical contribution to the relationship between political regulations and investment-related judgments. Consequently, based on a better understanding of investor judgments, we provide practical and investor-oriented insights for standard setting, especially in the case of limited information processing by private investors. This contributes fundamentally to the EU Commission's goals of steering capital investments in a sustainable direction.

Our paper is structured as follows. In Section 4.3, we review the theoretical background of the EU taxonomy and the related literature and develop hypotheses about investor judgment, based on the underlying theories. Section 4.4 describes our research methodology for measuring investor perceptions of the investment case with different information cases, and Section 4.5 presents our results with an additional robustness analysis. In Section 4.6, we discuss our findings and conclude.

4.3 Background Literature and Hypotheses Development

4.3.1 CSR Reporting and EU Transparency Requirements

With the EU taxonomy, the EU Commission presented a regulation for strengthening transparency regarding environmentally friendly activities in capital markets and to create a common understanding of green activities. This classification system is accompanied by a complete revision of the NFRD, which has been mandatory for large public-interest entities²⁶ since January 2017 (Directive 2014/95/EU Article 1, 19a (1)). According to the NFRD, companies are required to disclose a non-financial report on activities relating to 'environmental, social and employee matters, respect for human rights, anti-corruption and bribery matters' as part of the annual report.²⁷ To date, no standardized framework is required to publish this information, and each member state of the EU is responsible for verifying and

²⁶ Companies listed in the EU are considered public-interest entities according to their activities and have more than 500 employees.

²⁷ This may be a separate report or part of the management report (Directive 2014/95/EU Article 1, 19a (1)).

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

auditing the reports provided by companies. Standard frameworks such as the Global Reporting Initiative (GRI) Standards and best practice guidelines have been established internationally, which has led to a heated debate between flexibility and standardization in recent years (Mittelbach-Hörmanseder et al. 2021). Therefore, much of the research to date is concerned with developing standards for defining and reporting on sustainability (Christensen et al. 2021). Research on the impact of CSR reporting focuses on the corporate perspective, for example, the impact of CSR reporting on corporate performance (see Friede et al. 2015 for an overview) and determines positive effects on firm valuation (Cahan et al. 2016; Nekhili et al. 2017). According to Eccles and Serafeim (2011), CSR reporting is based on providing the public with non-financial information, e.g., on strategies for dealing with environmental or climate risks, or compliance with laws that are valuable to investors. These non-financial items are considered as leading indicators of a company's future performance. Many empirical studies suggest positive market reactions for companies through CSR reporting, but in the field of environmental disclosure, researchers also highlight that organizations often engage in symbolic compliance rather than actual compliance (Bromley and Powell 2012; Kirk and Vincent 2014; Marquis et al. 2016; Yu et al. 2020). In this context, Du (2014) notes that while flexibility in environmental reporting does not necessarily imply greenwashing, it can promote greenwashing. The new EU Taxonomy requirements for companies, as part of the CSRD, address this risk of greenwashing. According to the new classification system, firms that provide non-financial reports must additionally disclose taxonomy-aligned information by the end of 2022. These disclosures initially refer to the environmental perspective and are to be understood as taxonomy-aligned environmentally friendly activities of companies.²⁸ The report of the Technical Expert Group (TEG)²⁹ describes the EU taxonomy as a standardized classification system that creates a common understanding of environmentally friendly activities and increases the transparency of CSR information. The report contains information on how companies must implement the taxonomy requirements by considering the flexibility of the NFRD. Companies are required to provide information on their activities that have been classified as environmentally taxonomy-aligned, in accordance with predetermined taxonomy performance thresholds and screening criteria. Activities labeled 'EU taxonomy-aligned' firstly contribute significantly to one of six predefined environmental

²⁸ See Communication from the Commission. Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information), C 215/2 C.F.R. (2017).

²⁹ The EU Commission has established this Technical Expert Group on Sustainable Finance to support development in line with the legislative proposals of May 2018.

objectives.³⁰ Secondly, they do not violate the ‘do not significant harm’ principle, while achieving another environmental objective. Thirdly, they meet minimum social requirements. The TEG report contains an industry-specific³¹ catalog of criteria that can be used to classify environmentally friendly activities. Based on that catalog, companies can specify a percentage of turnover, capital expenditure, or operational expenditure considered taxonomy aligned. The TEG explains that these criteria aim to establish a standardized and shared understanding of environmentally friendly activities, enabling financial intermediaries to define a taxonomy-aligned share of their portfolio. Drawing from the decision usefulness approach (Staubus 1999), decision-makers respond to the provided information, once it is perceived to be useful for decision-making. Against this background, the EU Commission assumes that taxonomy-aligned information represents usefulness in investors’ decisions, which, according to their perspective, should encourage companies to improve their environmental performance by attracting investors.

4.3.2 The Impact of CSR Disclosure on Investor Judgment

The existing literature on non-financial disclosure encompasses two main approaches: archival studies utilizing capital market data and experimental studies. With regard to CSR information, capital market studies explore determinants of profitability and utility maximization, which are crucial objectives in investment decisions (Browning et al. 1999; East 1993). In terms of risk perceptions associated with Socially Responsible Investments (SRI), Jansson et al. (2011) reveal that investors believe that SRI reduces financial risks. At the same time, the authors note that in terms of anticipated financial benefits, SRI yields lower short-term returns than conventional investments. However, market studies show that in addition to financial performance in the long term, other factors such as competitive advantages, external expectations, and related reputational effects contribute to utility maximization (Dangelico and Pujari 2010; Esch et al. 2019; Schwarz et al. 2002). This highlights new risks and drivers affecting investment decisions based on non-financial information (Beal and Goyen 1998; Bollen 2007; Chatterji et al. 2009; Nilsson 2009; Paetzold and Busch 2014; Rosen et al. 1991; Statman 2004).

On the other hand, experimental approaches consider the cognitive processes of investors and focus on how investors perceive CSR disclosure. Khemir et al. (2019) provide a literature review of experimental research on the consideration of non-financial information in investor decision-making. Overall, the

³⁰ The draft Taxonomy Directive first refers to the first two environmental objectives. Others are currently in development.

³¹ The classification is based on the NACE industry classification.

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

findings from market data studies and experimental studies highlight the significant relevance of non-financial disclosure in terms of decision usefulness. Rikhardsson and Holm (2008) confirm the effectiveness of environmental information in guiding decision-makers toward investment decisions. Moreover, the relevance of non-financial accounting information in investment decisions is acknowledged in accounting practice with the decision usefulness approach (Staubus 1999) and is reflected in conceptual accounting frameworks established by regulators such as the International Accounting Standards Board (IASB) and the Financial Accounting Standards Board (FASB).

Recent research indicates that non-financial disclosures are associated with positive financial and capital market performance. Al-Tuwaijri et al. (2004) find that good CSR performance is significantly associated with good economic performance. Dhaliwal et al. (2011) find evidence for a lower cost of equity capital associated with the adoption of CSR disclosure, which in turn leads to initiating disclosure of CSR activities by companies. In this context, Iatridis (2013) investigates the relationship between the quality of environmental reporting and corporate governance. The studies focus on the extent to which effective environmental reporting is value-relevant and how that affects investor perceptions. The results of the studies indicate that environmental information disclosure is positively associated with environmental performance. High-quality environmental information is found to be value-relevant and to improve investor perceptions of an investment. At the same time, unstandardized CSR reporting under the NFRD has given rise to a substantial debate in research and disclosure practice on the tradeoff between flexibility and standardization. Hahn and Lülfs (2014) show that environmental performance can drive increasing asymmetric information. Obtaining credible information on sustainability aspects can be a barrier for external addressees and make the asset selection process more difficult for investors (Yu et al. 2020). Based on signaling theory, the literature refers to the lack of investor trust due to the flexibility of corporate disclosure practices (Holder-Webb et al. 2009; Kothari 2019; Lougee and Wallace 2008; Masini and Menichetti 2012). According to this theory, listed companies send signals to investors in order to create investment incentives. These signals are increasingly perceived as misleading in non-financial reporting (Spence 2002). This reflects the existing uncertainty of information recipients due to a lack of transparency and of a common understanding of green investments. As explained by Bowen and Aragon-Correa (2014) and Du (2014), companies use flexibility in disclosing or withholding information, which can be beneficial to the companies themselves but comes at the expense of addressees.

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

In this context, some studies refer to the distinction between investor types in investment decisions. According to prior research, the decision is influenced by experience (Kirsche 2018), psychological factors (Bakar and Yi 2016), culture, cognitive thinking (Li et al. 2021), or financial attitude (Talwar et al. 2021). Therefore, the latest field of neurofinance deals with the brain process in investment behavior (Sahi 2012). Köhler (2020) was able to show that non-professionals have difficulties in processing corporate information. According to Fiesenbicher (2015), the complexity of sustainable financial products and related information exceeds the level of knowledge of most private and, in some cases, even of institutional investors.

However, from the perspective of an information recipient, the new transparency regulation of the EU Commission, as part of the CSRD, should be an instrument for obtaining a better understanding of companies' non-financial performance. With the addition of taxonomy indicators as a linkage between qualitative non-financial reporting elements with quantitative measures, investors should be able to clearly classify the green performance. Based on the discussion about flexibility and standardization of non-financial reporting for investment decisions, we examine the investment-related judgment of professional and private investors through an experimental design.

4.3.3 Hypothesis Development

Consistent with the literature (Amel-Zadeh and Serafeim 2018; Holm and Rikhardsson 2008, Khemir et al. 2019) and reporting practices of conceptual accounting frameworks, we apply the decision usefulness approach to develop testable hypotheses. According to this approach, decision-makers respond to the provided information once it is perceived as useful (Staubus 1999). If other factors, such as competitive advantages, external expectations, and related reputational effects, contribute to investors' utility maximization (Dangelico and Pujari 2010; Esch et al. 2019; Schwarz et al. 2002) and therefore is perceived as to be useful, environmental information, whether in the flexible or standardized disclosure, should significantly affect investor judgment. To examine the impact of environmental disclosure before the taxonomy is implemented but also to investigate the impact of linked qualitative non-financial and quantitative financial measures by taxonomy-aligned information in environmental reporting, we propose the following:

***H1:** Investor judgment is affected by additional environmental information (whether in the flexible or standardized disclosure).*

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

According to Staubus (1999) and Hassel et al. (2005), investors who are guided by the decision criterion of usefulness are likely to react in the direction of the provided information. In other words, it is necessary to consider the potential implications of the direction of reported information. If the investment case appears to be financially profitable and high future risks can be mitigated due to moderate (average) environmental performance, we assume positive effects on investor judgment, suggesting a promising outlook for future performance. According to Al-Tuwaijri et al. (2004), this information appears useful and improves judgment.

Thus, we assume the following:

***H1a:** Investor judgment is positively affected by additional commonly disclosed environmental information with an average environmental performance.*

In this instance, we are referring to the concept of flexible disclosure, wherein there is room for interpretation regarding the non-financial performance. Accordingly, the direction of investor reaction to the provided flexible environmental information can be seen as an indicator of the perceived environmental performance. The clear classification and standardized taxonomy-aligned environmental information as an ESG performance measure is intended to create a common understanding of green investments. According to the EU Commission, standardized ratios through the taxonomy should increasingly reveal companies that are in a poor environmental performance category but have previously used flexibility in non-financial reporting. Therefore, we assume a transparency-enhancing effect in such a scenario and the enhanced usefulness of taxonomy-aligned information in investor judgment. Thus, even if the investment case seems to be financially profitable, the investment-related judgment should be affected in the direction of the provided taxonomy-aligned information, which leads to the following assumption:

***H1b:** Investor judgment is negatively affected by additional taxonomy-aligned information with a poor environmental performance.*

Additionally, prospect theory indicates that investors are more sensitive to negative news (Kahneman and Tversky 1979; Peeters and Czapinski 1990). Accordingly, if the negative taxonomy information has no significant effect on investment-related judgment, then an argument could not be made for the potential value of this political instrument in supporting green investments.

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

Based on the information overload theory, the literature describes how the scope and presentation of company information can affect investor behavior (Chapman et al. 2019). Investors rationally exclude information when it is too costly to process all relevant information. However, for large investors, the average effort to process the information is lower (Blankespoor et al. 2020). Moreover, research shows that investment decisions depend on the investor type (Copeland et al. 1973), in terms of cognitive attitudes, behavioral patterns, ideological orientation, expertise, and public pressure (Kahneman 2003; Masini and Menichetti 2012; Söderbaum 1999). However, the financial and non-financial information provided does not distinguish between different investor types. Moreover, financial and non-financial information as being complex by nature most likely is meant to meet professional investors' needs since those have the greatest impact on the provision of financial capital (Ferreira and Matos 2008). Meanwhile, it is crucial to recognize that non-professional investors also rely on the provided information to make investment decisions, making their decision-making process equally of interest.

Therefore, we also inquired into the effects on private investor judgment and conducted a second experimental study to investigate private investor perceptions of the different environmental disclosure types. Since prior literature in the context of information overload theory finds that information overload reduces decision quality even among cognitively sophisticated individuals and financial experts (Casey 1980; Iselin 1988; Malhotra 1982), the newly provided non-financial information should inhibit this negative effect at a minimum. Overall, we believe that a differentiation between professional and non-professional investors is required to shed light on the quality of the information provided by the new non-financial reporting requirements. In other words, it is not clear whether the treatment information should be more useful for professional investors due to lower information processing costs or whether information overload reduces decision quality for both types of investors. This leads to the assumption that the direction of the investor judgment, based on different treatment information, is the same. To identify potential indicators for different information perceptions of the information provided, we implemented two studies, one with professional investors and one with private investors, using the same hypothesis and experimental approach, which are explained below.

4.4 Research Design

4.4.1 Experimental Design

The purpose of our studies is to experimentally examine not only whether additional commonly disclosed environmental information affects investor judgments, but also whether linking non-financial reporting elements to quantitative financial measures through the EU taxonomy affects investors in a case where companies thus fall into a poor environmental performance category. The manipulation results in three different experimental cases of the provided information (financial, financial & environmental, and financial & environmental & negative taxonomy-aligned information) before asking about the long-term investment-related judgment.³² Since we do not create a decision case through the online experiments, we do not measure investor decisions, but rather their perceptions of the investment case with the different treatment information. Thus, we test the hypothesis of the impact of commonly disclosed environmental information and the impact of additional standardized taxonomy-aligned information on investor judgment (H1). We also test for the effect of flexible commonly disclosed environmental information where there is room for interpretation but with environmental performance information on average (H1a). Additionally, we test for the usefulness of the linkage between non-financial reporting elements to standardized quantitative financial measures through the EU taxonomy, in a case where companies thus fall into a poor environmental performance category (H1b). By conducting two investigations, one with professional and one with private investors, we aim to observe the effects for two types of investors.

The average differences between the experimental groups are used to measure the effects of the manipulation. The comparison of the average difference between the measurement of the control group, which is provided with only financial information (FIN), and the first treatment group with additional flexible environmental information (ECO_∅) as well as between the measurement of FIN and EUT_{neg}³³ (with financial & environmental & negative taxonomy-aligned information) reflects the impact of the additional information in the two treatment cases on the investment-related judgment.³⁴ The different

³² We also asked participants for short-term investment-related judgment. The results can be seen in the part of additional analysis.

³³ In the last experimental group EUT_{neg}, we added negative taxonomy information to the same financial and environmental information (EUT_{neg} = FIN + ΔECO_∅ + Δ EUT_{neg}) and compared investor judgments with the control group (FIN).

³⁴ By comparing the treatment groups ECO_∅ and EUT_{neg} we can only make a limited statement about the extent to which the additional taxonomy indicators have a separate effect compared to flexible commonly disclosed environmental reporting because of different information direction. But if even negative taxonomy information fails to have an impact, this finding provides insights into the value added by the taxonomy.

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

information directions are framed on the idea that the standardized taxonomy ratios reveal companies in a poor environmental performance category, but previously have taken advantage of the flexibility in non-financial reporting. Thus, we conduct two 2 x 1 (FIN vs. ECO_∅ & FIN vs. EUT_{neg}) between-subjects experimental designs, varying the level of environmental disclosures in the study with professional investors, and two 2 x 1 (FIN vs. ECO_∅ & FIN vs. EUT_{neg}) between-subjects experimental designs in the study of private investors, in order to test our hypotheses.

4.4.2 Experimental Case and Dependent Variables

Two online experiments are conducted to determine investor perceptions of three cases: a control group and two treatment groups. In Study 1, the participants in these three groups are professional investors, while Study 2 examines private investor judgment. The characteristics are shown in Table 12 and can be considered homogeneous within the different groups, according to Libby et al. (2002). Aside from the varying environmental information, all other information provided to the study participants is held constant.

Table 12: Demographic data of participants *

	Category	Professionals (n = 103)	Privates (n = 86)
Age	18–29	23	29
	30–44	38	35
	45–59	28	20
	60 +	14	2
Sex	male	74	63
	female	27	22
	-	2	1
Investment experience	< 1 year	7	16
	1–2 years	10	24
	2–5 years	17	19
	5–10 years	26	9
	> 10 years	43	18

*After adjustment and excluding participants who failed the manipulation checks.

The following procedure is identical in both studies. To test our hypotheses, we manipulate environmental disclosure at three levels: FIN, ECO_∅, and EUT_{neg}. The direction of the provided information is framed in the case where companies use the flexibility of environmental disclosure before the taxonomy and fall into a poor environmental performance category through the linkage between non-financial reporting elements to quantitative financial measures by taxonomy indicators. Below, we declare the addition of information with delta (Δ). The control group received only positive financial company

information (FIN). The second experimental group (ECO_{\emptyset}) was provided with financial and additional commonly disclosed environmental information ($FIN + \Delta ECO_{\emptyset}$) that portrays an environmental performance on average. As in previous studies (e.g., De Villers and Van Staden 2012; Holm and Rikhardsson 2008), this experimental treatment presents a shortened version of qualitative and quantitative commonly disclosed environmental information in addition to the same financial information provided to the control group. Thus, the group ECO_{\emptyset} received environmental information that, in the literature, is not considered sufficient to create a common understanding of green performance (Büyüközkan and Karabulut 2018; Prakash and Potoski, 2012; Siew 2015; Yu et al. 2020). The third experimental group (EUT_{neg}) additionally received negative taxonomy information ($FIN + \Delta ECO_{\emptyset} + \Delta EUT_{neg}$). This treatment includes a share of taxonomy-aligned sales and investments in addition to the same financial and commonly disclosed environmental information as treatment group ECO_{\emptyset} .

In the main analysis, we then compare investor judgments of the two treatment groups with the control group (FIN). With different items, according to the literature (Anderson et al. 2021; Cianci and Kaplan 2008; Ghosh and Wu 2012; Hogan et al. 2017; Reimsbach et al. 2018), we implement a multi-measure approach and ask for an investment-related judgment. In both studies, we ask for *investment recommendations*; the perceived *investment attractiveness*; a score on a *buying scale*; the *probability of investing*, and the *investment amount*. In both investigations, these items are used to measure investment-related judgments on a clear and simple Likert scale (Bertram 2007; Stier 2013) to capture the assessment of an investment.³⁵ Using an exploratory factor analysis according to Fabrigar et al. (1999), we identify a reliable measure of investment-related judgment in both studies.³⁶ Based on the Kaiser-Meyer-Olkin-Criterion, we exclude the item *investment recommendation* in Study 2 with private investors and *investment amount* in both studies.³⁷ In both studies, we identify one factor (judgment) according to the Minimum Average Partial test (MAP test) according to Velicer (1976) that is measured in

³⁵ The measurement of the different items is based on different response scales to ensure respondents' attention during the experimental task and to mitigate random answering. We measured investment attractiveness on an 11-point scale ranging from 0 (absolutely not attractive) to 10 (absolutely attractive); investment recommendation on a five-point scale (strong sell/sell/hold/buy/strong buy); a score from 0 to 10 on a buying scale; a score from 0 to 100 for the probability of investing; and an amount between 0€ and 500.000€.

³⁶ Bartlett's test of sphericity demonstrated that correlations between items were large enough for Factor Analysis (Study1: $\chi^2(10) = 447.84$, $p < 0.001$; Study2: $\chi^2(10) = 240.48$, $p < 0.001$). Thus, we can verify that data can be compressed meaningfully.

³⁷ Kaiser-Meyer-Olkin measures show that sampling adequacy was acceptable with an overall MSA = 0.79 in Study 1 and MSA = 0.76 in Study 2 (> 0.6). Thus, data suits for a factorial analysis. Study 1: MSA for each item (sampling adequacy for each variable in the model): attractiveness = 0.81; recommendation 0.84; probability = 0.77; buy-scale = 0.74; amount = 0.43 (< 0.6). Study 2: MSA for each item (sampling adequacy for each variable in the model): attractiveness = 0.82; recommendation 0.51 (< 0.6); probability = 0.83; buy-scale = 0.79; amount = 0.41 (< 0.6).

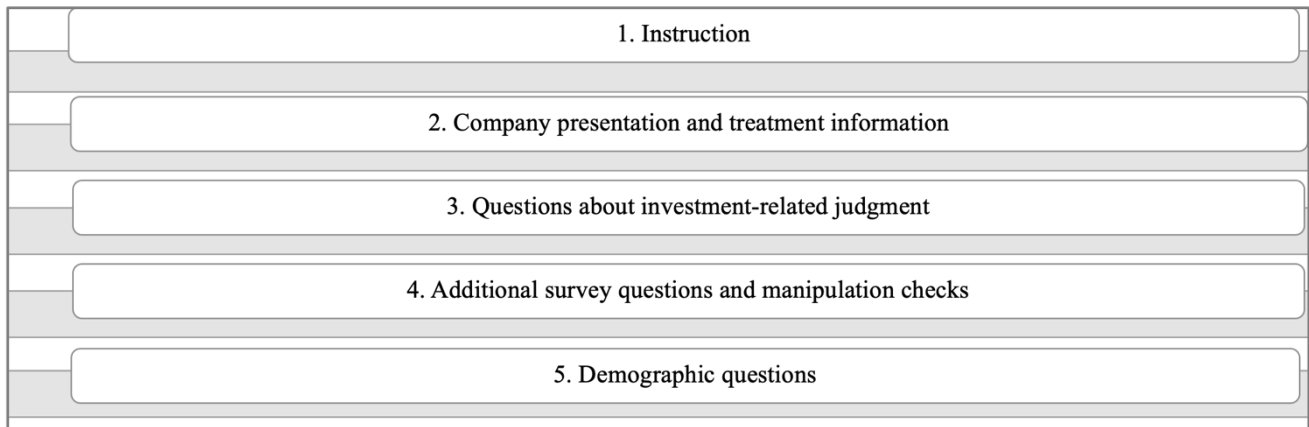
4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

Study 1 with four items and in Study 2 with three items.³⁸ Based on the identified items for measuring, on the one hand, professional investor judgment and, on the other hand, private investor judgment, we aggregate in each study the identified items to form a judgment score ranging from 1 to 5. Since two different constructions of measurement variables are established for the respective types of investors, our results are presented separately in two studies.

4.4.3 Experimental Procedure

In both experimental studies, the documents sent to the participant groups (FIN, ECO_∅, EUT_{neg}) are divided into five parts (see Figure 9). We keep the presentation format and content of the information constant to prevent investors from evaluating a potential investment more favorably, simply because of a different format or content.

Figure 9: Experimental documents



The studies contain an introduction in the first section of the experimental documents. The second section presents information about a fictitious company in a short case description with relevant data such as its size, sector, and strategy. All the information provided is based on reports of a real listed company from the consumer goods industry.³⁹ We changed the name of the company to avoid potential risks of affecting judgment through prior knowledge.

In addition, all three cases (FIN, ECO_∅, EUT_{neg}) contain the same financial information in the second part of the documents, including balance sheet ratios and financial performance indicators adjusted to

³⁸ In both studies MAP suggested that one factor should be retained. In Study 1 the factor was loaded by 4 items that explained 81% of the variance with factor loadings from 0.683 to 0.871. In Study 2 the factor was loaded by 3 items that explained 87% of the variance with factor loadings from 0.571 to 0.823.

³⁹ The domestic sector was chosen so that the results would be as unaffected as possible by the prevailing market conditions during the period under study (in particular the COVID-19 pandemic and the Wirecard scandal).

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

reflect the financial profitability of the company.⁴⁰ This is done to ensure a consistent basis of comparison and avoid potential bias due to different perceptions of the company. The experimental documents are framed according to corporate and financial information. We created two more cases for the experimental treatments in which the information is manipulated as described before. By adding commonly disclosed environmental information to the constant financial information, we created the treatment ECO_{\emptyset} .⁴¹ Additional taxonomy-aligned information to the same financial information and to commonly disclosed environmental information formed the manipulation for the treatment EUT_{neg} .⁴²

As the first treatment represents the case of commonly disclosed environmental information, discussed in the literature as a information base with flexibility, a shortened version of qualitative and quantitative non-financial information was provided and linked to the financial information.⁴³ The qualitative environmental information is from a summary of the listed company's annual report to keep information realistic. Due to the necessarily limited scope of the experimental material (Lachmann et al. 2015), certain quantitative environmental indicators are selected. Following Arnold et al. (2012) and Reimsbach et al. (2018), we consider as common environmental information the most valuable indicators of the Global Reporting Initiative (GRI) for investment decisions.⁴⁴ Thus, we choose indicators that investors are most likely to look at when considering environmental criteria. To avoid forcing a clear direction of the effects of environmental information, we present environmental performance as the average.⁴⁵ As Khemir et al. (2019) also explain in their study, the idea is to determine whether the presence of average environmental information on average affects investor judgment. In the third group, participants were provided with information that, in addition to the presentation of the company, the financial information, and common environmental information, also contained the innovations of the EU Taxonomy. Thus, the experimental documents are extended by the information on the turnover shares and investment shares according to the taxonomy report of the Technical Expert Group (TEG).

⁴⁰ As part of the post-experimental questions, we asked participants to rate the company's profitability. Results indicate no significant difference between the treatment cases.

⁴¹ We provide insights into parts of the experimental documents of group FIN in Appendix 4.1, into ECO_{\emptyset} in Appendix 4.2 and insights into parts of EUT_{neg} in Appendix 4.3.

⁴² We verified the knowledge of the treatment information by manipulation checks in the later part of the experimental documents.

⁴³ In the context of the form of non-financial reporting, Arnold et al. (2012) and Reimsbach et al. (2018) found that the integration of non-financial information was more useful for investors than in external reports.

⁴⁴ The GRI guidelines are now considered the standard for reporting sustainability information (Jackson et al. 2020; Katsouras and McGraw 2010; Willis 2003).

⁴⁵ The indicators were adjusted as follows: In the ESG ranking (aggregation of MSCI ESG Rating, S&P Global ESG Score, Sustainalytics ESG Risk Rating) of the Dax 40 companies in Germany (see Haller (2021) 'DAX40 Nachhaltigkeitscheck 10-2021'), the fifteen best-ranked and the 15 worst-ranked companies were excluded. The environmental indicators in the experimental treatment were then determined from the information on these real listed companies that have an average performance in the ESG ranking.

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

This quantitative information is supplemented with a brief explanation of the information, which represents the linkage between qualitative non-financial reporting elements with quantitative measures, and thus investors can clearly classify the green performance. We present the company's taxonomy indicators as being below the industry average to portray a worse taxonomy-aligned environmental performance in the new form of disclosure (EUT_{neg})⁴⁶ compared to commonly disclosed environmental information (ECO_{\emptyset}). According to the EU Commission, standardized ratios through the taxonomy increasingly should reveal companies in a poor environmental performance category that previously used flexibility in non-financial reporting. In such a scenario, we assume a transparency-enhancing effect, so that a company's environmental disclosure interpretation is clearer. We examine this transparency in the case where a company used flexibility in non-financial reporting before the implementation of the taxonomy and is then categorized below the industry average based on standardized taxonomy criteria and thresholds. By looking at the direction of investment-related judgment, we examine whether the new type of disclosure was helpful (transparency-enhancing) for investors wishing to interpret the environmental information. The prospect theory indicates that investors are more sensitive to negative news; accordingly, if the negative taxonomy information has no significant effect on investment-related judgment, then no argument could be made for the potential value of this political instrument in supporting green investments.

Based on the treatment information, participants are asked in the third part of the experiments to make an investment-related judgment for a long-term investment based on the described items.⁴⁷ The fourth part of the documents is a survey on the classification of the presented information (e.g., the weighting of the information presented) including manipulation checks and questions on process measurement in terms of the comprehensibility and usefulness⁴⁸ of the presented information. To assess the effectiveness of the treatment information, we integrated a manipulation check question in the experimental documents of the different treatment cases. We asked participants to rate whether the provided information included environmental information (first treatment group) or taxonomy-aligned information (second treatment group). They assessed whether they recognized the treatment information, on a five-point Likert scale from 1 = definitely not agree to 5 = definitely agree.

⁴⁶ To make the direction of the given information understandable, we added the industry average of these ratios.

⁴⁷ As in Levhari and Levy (1977), the maturity of the long-term investment was defined from a minimum of one year.

⁴⁸ For verification of the underlying decision usefulness approach, questions were asked about the usefulness of the non-financial information provided in the ECO_{\emptyset} and EUT_{neg} groups. 89.95% of participants ranked the non-financial information as useful.

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

In the last part, demographic information (e.g., gender, age, experience, profession, and income) is requested. In the first study, professional investors are also asked to provide information on how they have accounted for sustainability aspects in their daily business. Following Wason et al. (2002), we pre-tested the material for internal consistency and plausibility. Three professional investors, three Ph.D. students with topic-related knowledge, and three private investors without a deep understanding of sustainability and investments formed the pre-test group.⁴⁹

4.4.4 Sample

Our samples for the two investigations are composed of two types of participants: professional and private German investors. The experiment was conducted using the online tool SurveyMonkey.⁵⁰ Participants in the online panel ‘SurveyMonkey Audience’ can be recruited via the survey software.⁵¹ This online panel has been used in many previous studies, especially in the fields of health-related theories and psychological research (Barlett and Gentile 2012; Gollust et al. 2012; Gore and Widiger 2013; May et al. 2011; Waller et al. 2012). Gill et al. (2013) emphasize the efficiency and user-friendly procedure of this online panel and conclude that an improvement in data quality and a reliable sample of participants and valid data was obtained. In addition, Kimball (2019) points out that the careful design of the questionnaire and its distribution by a professional intermediary create a representative environment for the respondents. This is often seen as crucial to obtaining unbiased responses (Levitt and List 2007; List et al. 2006).

Table 13: Overview of participants in both studies

Experimental group	Treatment	Investor type	Recipients	All Recipients but without dropouts	After adjustment* & exclusion due to manipulation-checks
Control group	FIN	Professional	123	84	25
		Private	121	62	28
First treatment group	ECO _∅	Professional	124	94	41
		Private	108	59	31
Second treatment group	EUT _{neg}	Professional	134	79	37
		Private	115	61	27
		Professional	381	257	103
		Private	344	182	86

*After adjustment by processing time, capital investment, investment experience, professional investor occupation.

⁴⁹ Suggested changes for plausibility and comprehensibility led to minor revisions and ensured appropriateness.

⁵⁰ We did not compensate participants directly. They were compensated through the survey tool.

⁵¹ Kittur et al. (2008) point out that such a tool expands the potential user pool to include anyone connected to the internet.

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

The online panel includes participants from various countries and covers the respective participant groups of German professional and private investors for our experimental concept. Our target groups are German participants, while for the classification of professional investors, we select participants currently employed in positions requiring the assessment of investment information. We define the criterion for private investors according to the panel item *stock trading*. Each of the three cases of the experimental documents (FIN, ECO \emptyset , EUT_{neg}) was sent to a minimum of 100 professional (Study 1) and 100 private German investors (Study 2). The resulting usable responses vary between the cases (see Table 13). The average exclusion rate is approximately 75%. The high exclusion rate of responses results on the one hand from dropouts and failed manipulation checks. In the first study, 38,1% of the participants and 37,5% of participants in the second study failed the treatment-manipulation checks.⁵² Additionally, we made further adjustments in the main analysis, considering factors such as reparticipation, current investments of private investors, professional investors' investment experience, processing time,⁵³ manipulation checks, and professional investors' job descriptions. In total, we received 103 usable documents in the first study of professional investors, and 89 usable documents in the second study of private investors.

4.5 Analysis and Presentation of Results

4.5.1 Hypotheses Testing

As our models for both studies include between-subject factors (treatment information), the analysis is based on simple single factorial models. To test the hypotheses about the impact of commonly disclosed environmental and taxonomy-aligned information on investment-related judgment (H1), we use a single factor-design analysis of variance (ANOVA) in both studies.⁵⁴ The variances of the mean values are compared within the different experimental groups. Post hoc tests are used to identify the direction of effects (H1a & H1b) so that we run pairwise comparison tests. To ensure the reliability of the significance tests, we verify whether the requirements for an ANOVA model are met.⁵⁵

⁵² Participants who failed the manipulation checks did not agree or definitely did not agree that the provided information contained the treatment information.

⁵³ A lower limit of processing time of four minutes refers to case FIN (with the smallest scope). For each case, the mean value of the processing time was subtracted by the standard deviation and thus represented the lower limit of processing time.

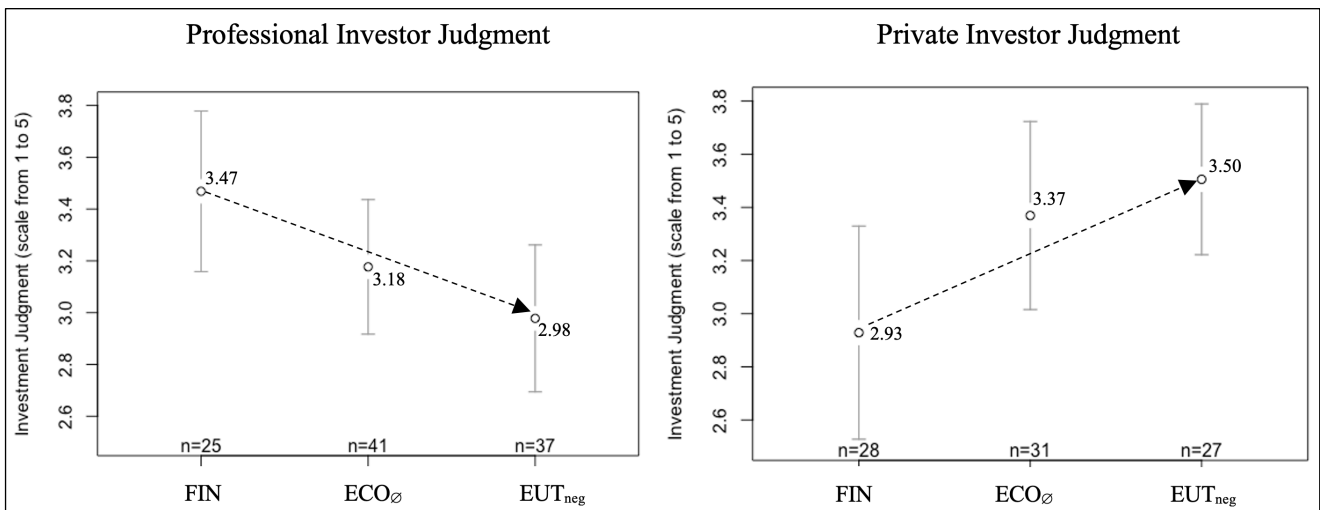
⁵⁴ We checked whether covariates such as age or income needed to be included in the model. Due to the low and nonsignificant correlation with the dependent variables ($p > 0.05$), we rejected this.

⁵⁵ To test the assumption of a normal distribution, we ran a Shapiro-Wilk test, which revealed nonnormally distributed data in most subsamples. Therefore, we carried out a logarithmic transformation of the data to normalize the distribution skewness. We also tested for

4.5.2 Results

To illustrate the direction of participants’ investment perceptions between the treatment groups, measured by the described judgment variable, we plotted the mean values by treatment information in Figure 10 for both investigations and marked the significant differences detected by the post hoc tests (Table 15) for better visualization. A comparison between the effects in both studies reveals that the reaction within the treatment groups differs between professional and private investors. Compared to the control group (FIN), professional investor judgment seems to be negatively affected in both treatment groups (ECO \emptyset & EUT $_{neg}$) (left plot). In contrast, private investors’ perception of the investment seems to be positively affected (right plot).

Figure 10: Means plot in the main analysis



Notes: Means Plot with a 95% Confidence Interval for Professional Investor Judgment (left plot) and Private Investor Judgment (right plot) with Different Treatment Information.

Table 14 shows the results of the ANOVAs for both studies. The results of the first study reveal significant effects of the different environmental disclosures at three levels on professional investor judgments ($p = 0.0727$). The second study proves that the additional average environmental information (ECO \emptyset) and negative taxonomy-aligned information (EUT $_{neg}$) have a significant impact on the investment-related judgment of private investors ($p = 0.030$). H1 (*Investor judgment is affected by any case*

variance homogeneity with a Levene test, as the measurement variation should be equally distributed across all possible values of the independent variables. The test showed variance homogeneity ($p > 0.05$).

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

of additional environmental information (whether in the flexible or standardized disclosure.) can be confirmed.

Table 14: Results of two separate ANOVAs for professional and private investors

Hypothesis 1				
Main Effects: Dependent Variable	Sample	Effect	F-Value	p. adj.
Professional Investor Judgment	Professional investors	Treatments (FIN/ECO _∅ /EUT _{neg})	2.691	0.0727*
Private Investor Judgment	Private investors	Treatments (FIN/ECO _∅ /EUT _{neg})	3.647	0.030**

Notes: Statistical significance: *p < 0.1; **p < 0.05; ***p < 0.01 with two-tailed p-values (Mauchly Test for Sphericity as well as Greenhouse Geisser and Huynh-Feldt corrected p-values were computed for the respective effects.)

To examine the direction of these significant effects, we look at the results of the post hoc tests in Table 15. These results enable the investigation of transparency-enhancing effects, i.e., the direction of effects in a case where companies use flexibility in commonly disclosed environmental information and fall into a poor environmental performance category through the linkage between non-financial reporting elements and quantitative financial measures by taxonomy indicators (H1a & H1b). By looking at the results of the first study, we see that professional investor judgment was significantly lower (-0.49) in the second treatment group (EUT_{neg}) than in the control group (p = 0.067). Compared to the control group, the first treatment group (ECO_∅) of professional investors was not significantly affected by the additional environmental information (p = 0.325).⁵⁶ The results of the second investigation also reveal significant differences between the control group (FIN) and the second treatment group (EUT_{neg}). However, in contrast to professional investors, private investor judgment improves significantly (+0.57), although the information shows a poor taxonomy performance (p = 0.034). The treatment group with average commonly disclosed environmental information (ECO_∅) was not significantly affected by the additional environmental information (p = 0.104).⁵⁷ Nevertheless, we can confirm H1b (*Investor judgment is affected negatively by additional taxonomy-aligned information with a poor environmental performance.*) in the study of professional investor judgment. However, the results of study 2 with private investors show that investor judgment is affected positively by (less good) additional taxonomy-

⁵⁶ As part of our post-experimental questions, we asked participants two related questions (whether the company acts sustainably and to rate the company's sustainable performance). We do not find conflicting results (untabulated).

⁵⁷ As part of our post-experimental questions we asked participants two related questions (whether the company acts sustainably and to rate the company's sustainable performance). We do not find conflicting results (untabulated).

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

aligned information so that H1b can be rejected in this case.⁵⁸ Additionally, H1a (*Investor judgment is positively affected by additional commonly disclosed environmental information with an average environmental performance.*) is not supported by significant effects observed in both studies, leading to its rejection.

Table 15: Results of post hoc tests (H1a & H1b)

Study 1: Professional Investors			
Pairwise t test:			
Dependent Variable	Comparison groups	Diff.	p. adj.
Professional Investor Judgment	FIN vs. ECO \emptyset	-0.29	0.325
Professional Investor Judgment	FIN vs. EUT _{neg}	-0.49	0.067*
Professional Investor Judgment	ECO \emptyset vs. EUT _{neg}	-0.20	0.325
Study 2: Private Investors			
Pairwise t test:			
Dependent Variable	Comparison groups	Diff.	p. adj.
Private Investor Judgment	FIN vs. ECO \emptyset	0.44	0.104
Private Investor Judgment	FIN vs. EUT _{neg}	0.57	0.034**
Private Investor Judgment	ECO \emptyset vs. EUT _{neg}	0.14	0.485

Notes: Statistical significance: *p < 0.1; **p < 0.05; ***p < 0.01 with two-tailed p-values (Mauchly Test for Sphericity as well as Greenhouse Geisser and Huynh-Feldt corrected p-values were computed for the respective effects.)

As a main result, we can identify that investment-related judgments depend on the given information and differ between investor types. A key finding is that flexible commonly disclosed environmental information with average performance seems to be interpreted differently by different investor types. While professional investor judgment worsens, the investment-related judgment of private investors improves, but not significantly. Furthermore, this reaction is also identified in the treatment with standardized taxonomy-aligned information. The linkage between non-financial reporting elements and quantitative financial measures by taxonomy indicators affects the judgment of private and professional investors, but in different directions and only in combination with common environmental reporting. A comparison between the treatment groups and the control group reveals that the manipulation of information has a positive impact on investment-related judgments among private investors (despite negative taxonomy-aligned information). In contrast, the investment-related judgment for a long-term investment by professional investors is negatively affected by the manipulation of additional taxonomy-aligned information, so we can only identify transparency-enhancing effects for professional investors

⁵⁸ The non-significant difference between ECO and EUT leads to the assumption, that taxonomy information seems to affect investor judgment only in combination with commonly disclosed environmental information as in future reporting practice.

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

when a company falls into a poor environmental performance category through standardized taxonomy information.

4.5.3 Additional Analysis

We performed data analysis using the complete sample of participants who did not drop out of the experimental studies. Similar to Kotzian et al. (2020), who investigated the sensitivity of excluding participants due to manipulation checks, we examine in the additional analysis the reaction of professional investors (Study 1) and the reaction of private investors (Study 2), without excluding participants through the adjustment and manipulation checks as was done in our main analysis. By considering the entire sample, including those investors who may not pay close attention to additional environmental information, we aim to provide a more realistic depiction of the capital market scenario.

Table 16: Results of two ANOVAs for professional and private investors including all participants

Additional Analysis				
Main Effects:	Sample	Effect	F-Value	p. adj.
Dependent Variable				
Professional Investor Judgment	Professional investors	Treatments (FIN/ECO _∅ /EUT _{neg})	2.788	0.063*
Private Investor Judgment	Private investors	Treatments (FIN/ECO _∅ /EUT _{neg})	1.922	0.149

Notes: Statistical significance: *p < 0.1; **p < 0.05; ***p < 0.01 with two-tailed p-values (Mauchly Test for Sphericity as well as Greenhouse Geisser and Huynh-Feldt corrected p-values were computed for the respective effects.)

Table 16 presents the results of the two separate ANOVAs for both studies and Table 17 provides the results of the pairwise comparison post hoc tests. Our analysis confirms the results of Study 1, in which professional investor judgment is significantly negatively affected by negative taxonomy-align information ($p = 0.095$). In this sample, where we included those participants who did not recognize any additional information detected by manipulation check questions, the EUT_{neg} treatment no longer appears to significantly affect private investor judgment ($p = 0.24$), although this information was negatively tainted. Thus, we cannot observe any significant results in Study 2, but Figure 11 shows that the direction of investor reactions is similar to the main analysis. Private investors reward additional environmental information, whether in the ECO_∅ case or the EUT_{neg} case, while professional investors are slightly negatively affected. It seems that if investor attention is not drawn to the additional treatment information, professional investors appear more likely to consider taxonomy information than private investors.

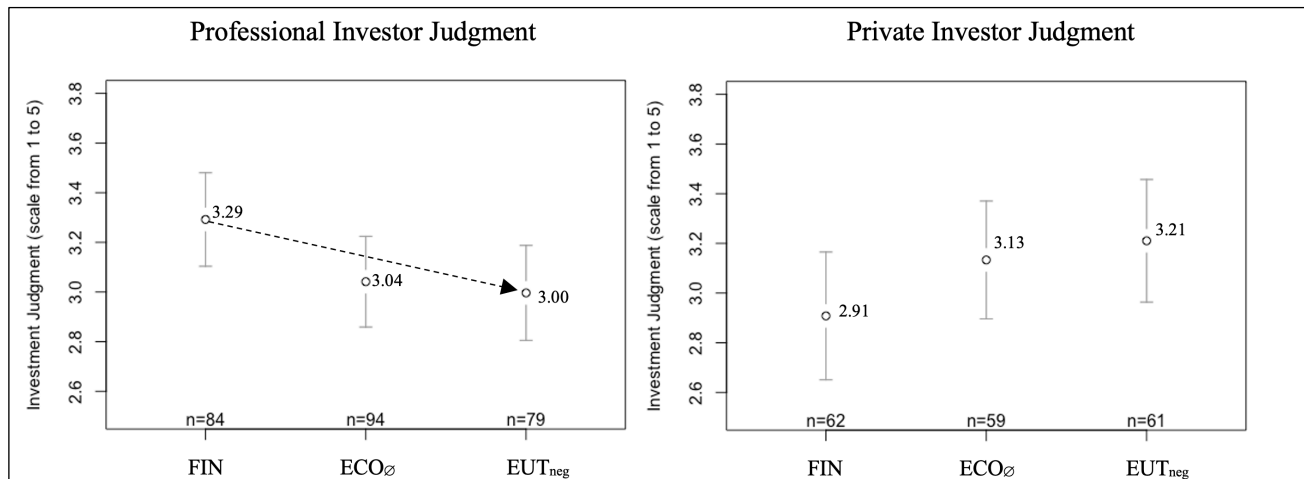
4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

Table 17: Results of post hoc tests including all participants

Study 1: Professional Investors				
Pairwise t test:				
Dependent Variable	Comparison groups	Diff.	p. adj.	
Professional Investor Judgment	FIN vs. ECO \emptyset	-0.25	0.114	
Professional Investor Judgment	FIN vs. EUT _{neg}	-0.29	0.095*	
Professional Investor Judgment	ECO \emptyset vs. EUT _{neg}	-0.04	0.735	
Study 2: Private Investors				
Pairwise t test:				
Dependent Variable	Comparison groups	Diff.	p. adj.	
Private Investor Judgment	FIN vs. ECO \emptyset	0.22	0.24	
Private Investor Judgment	FIN vs. EUT _{neg}	0.30	0.24	
Private Investor Judgment	ECO \emptyset vs. EUT _{neg}	0.08	0.91	

Notes: Statistical significance: * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$ with two-tailed p-values (Mauchly Test for Sphericity as well as Greenhouse Geisser and Huynh-Feldt corrected p-values were computed for the respective effects).

Figure 11: Means plot including all participants



Notes: Means Plot with 95% confidence interval for Professional Investor Judgment (left plot) and Private Investor Judgment (right plot) with the full sample of participants who did not drop out of the experiment.

4.6 Discussion and Conclusion

The main finding of these experimental studies is that the linkage between non-financial reporting elements and quantitative financial measures by taxonomy indicators affects the judgment of professional and private investors, but in different directions. When a company falls into a poor environmental performance category through standardized taxonomy information (EUT_{neg}), we observed a positive impact on investment-related judgments among private investors (despite negative taxonomy-aligned information). In contrast, the investment-related judgment for a long-term investment of professional investors is negatively affected by additional taxonomy-aligned information. Thus, we can only identify

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

transparency-enhancing effects by linking non-financial reporting elements to quantitative standardized financial measures for professional investors. Our results indicate that private investors reward additional taxonomy-aligned environmental information, independent of the content. Furthermore, our robustness analysis with all participants without excluding participants who failed the manipulation checks reveals that if attention is not drawn to treatment information, taxonomy information has limited effects on private investors, even if taxonomy performance is poor.

In the two studies, we investigate the impact of flexible environmental disclosure on investor information judgment and the extent to which the EU taxonomy, as the linkage between non-financial reporting elements and quantitative financial measures, is helpful (transparency-enhancing) for the interpretation of information by professional and by private investors. The investigation is based on the assumption that non-financial reporting elements with flexibility, displaying in our case average performance, allow for interpretation regarding corporate environmental performance. If these flexible non-financial qualitative reporting elements are now linked to quantitative financial measures in the form of taxonomy performance indicators, this can highlight the performance more clearly and allow investors to define a taxonomy-aligned portfolio share. The EU Commission assumes that the standardized ratios in the form of taxonomy-aligned turnover shares and investment shares increasingly reveal companies in a poor environmental performance category that have previously taken advantage of the flexibility in non-financial reporting. We investigate this scenario by analyzing the effect of standardized taxonomy information on a company that falls into a poor environmental performance category, despite having flexibility in environmental disclosure with room for interpretation. The research methodology provides insight into the investment-related judgment of professional and private investors based on three cases. By manipulating the provided company information, the potential effects of different environmental disclosure on individual investment-related judgments are observed. Additionally, the effects of the planned EU taxonomy as a standardization are examined even before it has been fully implemented in companies.

The procedure in both studies, with professional (Study 1) and private investors (Study 2) was the same. Using an ANOVA, we compared the investment-related judgment based on only financial information to the judgment with additional commonly disclosed environmental information in a first step. The additional information, in this case presents an average performance to avoid explicitly forcing a specific direction of consideration. Descriptive results indicate that the direction of investor reaction to the

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

provided flexible environmental information (ECO_∅) leaves room for interpretation and a different perceived environmental performance between professional and private investors. Average environmental information is negatively interpreted by professional investors. More experienced investors who are professionally associated with capital investments do not see average environmental information as adding much value. This differs for private investors, whose investment-related judgment is positively affected by this information. However, our results indicate no significant impact on investor judgment for this type of environmental information (according to the NFRD with an average performance). By manipulating company information with additional negative taxonomy-aligned information in a second treatment case, we further investigate whether the new type of disclosure as part of the upcoming CSRD is helpful for investors wishing to interpret the environmental information and whether investors recognize the (less good) taxonomy indicators. In terms of credible and transparent disclosures on environmental activities, the standardized taxonomy should create a common understanding of the company's environmental performance through a linkage between non-financial reporting elements and quantitative financial measures. We examine this when a company falls into a poor environmental performance category through standardized taxonomy measures. The direction of professional and private investor judgment in the case of additional negative taxonomy-aligned information is the same as in the first case, but here the results are significant. If we assume that the EU taxonomy shows a standardized environmental performance, our results indicate that taxonomy-aligned information is helpful for professional investors, as they recognize and penalize negative information. In contrast, private investors reward environmental information, even if taxonomy-aligned information is negative.

In contrast to previous studies (Abhayawansa and Guthrie 2010; Ghosh and Wu 2012; Rikhardsson and Holm 2008), we found no evidence that additional commonly disclosed environmental information with an average performance can be considered to affect investors. In both studies, treatment information according to the NDRD does not affect the judgment of professional and private investors significantly. Arguing from the theory of decision usefulness, it appears that in both studies investors consider additional negative taxonomy-aligned information as to be useful for investment-related judgment (Khemir et al. 2019). However, according to Staubus (1999) and Hassel et al. (2005), investors guided by the decision criterion of usefulness are likely to react in the direction of the information provided. While we see this effect in the study examining professional investor's judgment, private investors do not display the reaction in the predicted direction. This is in line with the findings of Köhler (2020) and Fiesenbicher (2015), who describe difficulties in processing corporate information of

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

private investors and an overload of sustainable information for private investors. The results suggest that environmental information generally sends positive signals to private investors, but uncertainty in information processing can be assumed.

We included participants who had failed the manipulation checks, to check for robustness and provide further insight into the impact of the EU taxonomy. For the capital market, it is likely that there are also professional and private investors who are not specifically directed to pay attention to such taxonomy-aligned information. In this scenario where the manipulation checks failed, we see robust results, at least in the investigation with professional investors. However, additional negative taxonomy-aligned information no longer significantly affects the investment-related judgment of private investors, although the information was negatively tainted and should have had a higher impact, according to prospective theory. These findings put into perspective the impact of additional taxonomy-aligned information in investment-related judgments of private investors. Thus, if investors are not attentive to the information, then professional investors seem more likely to consider taxonomy-aligned information than private investors.

Our findings have some important implications for legislation and environmental disclosure practices. Decision usefulness theory suggests that investors take taxonomy disclosures into account when assessing investments, and even companies that are not required to submit non-financial reports should publish such information. In addition, in the experimental analysis of transparency-enhancing policies and based on a better understanding of investor judgments, we provide practical and investor-oriented insights for standard setting, especially in the case of limited information processing by investors. If there are no legal regulations (e.g., in investment advisory) to ensure that private investors have taken note of the taxonomy indicators and the direction of information is labeled, the effectiveness of the EU Taxonomy Directive can be assumed to be limited.

The limitations of this studies are related to the experimental method. One of the most important points is that the scope of the experimental material was necessarily limited (Lachmann et al. 2015). We chose financial and non-financial information that surveys and studies have shown to be the most useful for investors and are considered common and best practice. In addition, we used negative taxonomy-aligned information in the studies to investigate whether the taxonomy is helpful for the interpretation of information in the case of a company falling into a poor environmental performance category through standardized taxonomy measures. Future studies could investigate the impact of different visualization

4 Limiting Environmental Reporting Flexibility: Investor Judgment based on the EU Taxonomy

formats, as previous research has shown that the format of presentation of key indicators also influences how decision-makers weigh financial and non-financial information (Cardinaels and van Veen-Dirks 2010). Comparative studies among several EU countries should analyze the impact of culture on the consideration of (taxonomy-aligned) environmental information in investment decisions.

Appendix 4.1

Financial Information of the experimental documents: KPIs and balance sheet ratios (Part of FIN)
Key performance indicators and balance sheet ratios 2019

In million €	2017	2018	2019	Change 18/19
Sales revenue	20,029	19,899	20,114	+ 1.1%
EBIT (operating profit)	3,055	2,899	3,116	+ 7.5%
Return on sales (EBIT-margin)	15.3%	14.6%	15.5%	+ 0.9 PP
EBITDA	4,133	3,977	4,074	+ 2.4%
operational cash flow	2,468	2,698	3,241	+ 20.1%
Research and development expenses	469	484	499	+ 3.1%
Investment expenses (CapEx)*	700	837	842	+ 0.6%
Financial liabilities	2,356	2,082	2,045	- 1.8%
Earnings after taxes	2,541	2,103	2,330	+ 10.8%
Balance sheet figures:				
Total assets in million €	28,339	29,562	31,403	+ 6.2%
Equity ratio in %* (equity / total assets)	55.2%	57.5%	59.3%	+ 1.8 PP
Debt-equity ratio in %* (liabilities/ equity)	44.8%	42.5%	40.7%	- 1.8 PP
Asset coverage I in %* (equity / long term assets)	78.8%	81.4%	83.6%	+ 2.2 PP
Financing structure in %* (short term liabilities/liabilities in total)	61.1%	71.9%	66.6%	- 5.3 PP
Return on equity in %* (ROE) (net income/equity)	16.2%	12.4%	12.5%	+ 0.1 PP
Key figures for the share:				
Price-earnings-ratio (at the year-end price in €)	17.24	16.11	17.50	+ 8.6%
Earnings per share (EPS) in €	5.80	4.80	5.32	+ 10.8%
EV/EBITDA (EBITDA-Multiple)	11.5x	10.1x	10.2x	
Dividend return at the end of the year	1.62%	1.94%	1.98%	+ 0.04 PP

*not defined by International Financial Reporting Standards (IFRS).

Appendix 4.2

Quantitative environmental information of the experimental documents (Part of ECO_∅)

Quantitative environmental indicators

	2017	2018	2019	Change 18/19
Environmental impact				
CO₂-emissions – direct & indirect in kt	679	666	665	- 0.15%
Further relevant indirect CO₂-emissions in kt	353	380	373	- 1.84%
Waste in kt	255	245	244	- 0.41%
Of which dangerous waste (exported) in kt	4.9	4.5	4.4	- 2.22%
Recycling-rate	70%	60%	66%	+ 6%
Sewage volume in Mio. m³	13.1	13.5	13.2	- 2.22%
Water extraction in Mio. m³	14.00	14.65	13.95	- 4.78%
Energy efficiency				
Energy consumption (GWh)	2,194	2,227	2,240	+ 0.58%
Energy intensity in KWh per € revenue	0.1511	0.1501	0.1387	- 7.59%

Appendix 4.3

Taxonomy information of the experimental documents (Part of EUT_{neg})

Taxonomy information

The taxonomy regulation of EU Commission defines sustainable economic activities in relation to climate change based on fixed criteria. With the help of this taxonomy classification system, corporate activities that contribute to climate protection and adaptation to climate change are classified as ecologically sustainable ("taxonomy-compliant"). This makes it possible to indicate the proportion of our generated sales that are achieved with environmentally sustainable activities according to the EU criteria. The share of investments in taxonomically sustainable activities can also be defined:

Taxonomy-aligned share of sales = 8.9% (10% sector average)

Taxonomy-aligned investment share = 12.1% (14% sector average)

5 Offenlegungspflichten gegenüber Versicherungsnehmern als Instrument der Förderung grüner Investitionen

5.1 Publikationsdetails

Autoren: Lena Rudkowski, Sandra Chrzan, Christiane Pott*

Einführung: Die seit dem 10. März 2021 anzuwendende EU-Transparenz-VO verpflichtet Versicherer und Vermittler, nachhaltigkeitsbezogene Informationen zum eigenen Unternehmen und den dargebotenen Produkten offenzulegen. Die Verordnung soll so Kapitalströme in „grüne“ Verträge und „grüne“ Unternehmen lenken. Die Wirtschaftswissenschaft bringt erste Einblicke in die Funktionsweise und auch Schwächen dieses Regulierungsansatzes.

Schlagworte: EU-Transparenz-VO; Entscheidungsfindung; ESG-Label; Beratungspflichten

Publikationsstatus: Veröffentlicht in: *VersR* Heft 10 (2022): 601-606.

* Die Autorin Rudkowski ist Professorin für Bürgerliches Recht und Arbeitsrecht an der JLU Gießen, die Autorin Pott ist Professorin für Internationale Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung an der TU Dortmund, die Autorin Chrzan ist wiss. Mitarbeiterin an der Professur für Internationale Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung an der TU Dortmund.

5.2 Einleitung

Eine wichtige Säule des „Green Deals“⁵⁹ der EU-Kommission, mit dem sie den Umbau der Wirtschaft in Richtung „Nachhaltigkeit“ fördern will,⁶⁰ ist die Lenkung von Kapitalströmen in „grüne“, dh. ökologisch vorbildlich agierende und auch ethisch sonst einwandfreie Unternehmen.⁶¹ Instrument der Lenkung sind v.a. Transparenz- oder (synonym) Offenlegungspflichten.

Versicherer sind von ihnen einerseits im Rahmen der Unternehmensberichterstattung betroffen, andererseits durch die vorwiegend produktbezogenen Offenlegungspflichten bei Vertragsschluss, durch vorvertragliche Informationspflichten.

So müssen sich nach den bereits 2017 in Umsetzung der CSR-Richtlinie⁶² geschaffenen §§ 289b, c HGB kapitalmarktorientierte Unternehmen und große Versicherungsunternehmen (iSd. § 341a Abs. 1a HGB) im Rahmen der Unternehmensberichterstattung zu nichtfinanziellen Aspekten ihrer geschäftlichen Tätigkeit erklären. Außerhalb der Unternehmensberichterstattung haben Versicherer und teilweise auch Vermittler⁶³ nach Maßgabe der Transparenz-VO⁶⁴ Nachhaltigkeitsinformationen zu den von ihnen angebotenen Versicherungsanlageprodukten⁶⁵ und zu ihrem Unternehmen⁶⁶ zu veröffentlichen.⁶⁷

Die Transparenzpflichten sollen mithin in zwei unterschiedlichen Situationen der (anstehenden) Anlageentscheidung ihre Lenkungswirkung entfalten – einmal gegenüber der unbestimmten Gruppe der Kapitalmarktteilnehmer, einmal gegenüber einem (potentiellen) Versicherungsnehmer in einer individuellen Vertragsschlusssituation.

⁵⁹ Dazu Mitteilung der Europäischen Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat der Europäischen Union, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen vom 11.12.2019, COM (2019) 640 final.

⁶⁰ Historischer Abriss zur Entwicklung dieses Ziels bei Bürkle, VersR 2020, 1155, 1155 f.; allgemein zur politischen Entwicklung von Sustainable Finance Lange, BKR 2020, 216, 216 ff.

⁶¹ S. z.B. Erwägungsgrund (ErwGr) 11 der Taxonomie-VO, Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18.6.2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, ABIEU v. 22.6.2020, L 198/13; zu weiteren Ansätzen zur Förderung der Transformation außerhalb der Beziehung Investor/Marktteilnehmer Lange, BKR 2020, 261, 266 f.

⁶² Richtlinie 2014/95/EU des europäischen Parlamentes und des Rates vom 22.10.2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen, ABIEU v. 15.11.2014, L 330/1.

⁶³ In den Worten der Verordnung geht es um „Finanzberater“. Vermittler fallen unter die Verordnung, soweit sie Beratungen zu Versicherungsanlageprodukten (insurance-based investment products (IBIPs)) erbringen und nicht weniger als drei Personen beschäftigen (Art. 2 Nr. 11, Art. 17 Transparenz-VO).

⁶⁴ Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27.11.2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, ABIEU v. 19.12.2019, L 317/1.

⁶⁵ Insurance-based investment products (IBIPs) iSd. Art. 2 Nr. 12 lit. iii iVm. Nr. 2 Nr. 3 Transparenz-VO.

⁶⁶ Etwa dazu, wie sie Nachhaltigkeitsrisiken bei ihren Beratungstätigkeiten berücksichtigen (Art. 3 Abs. 2 Transparenz-VO).

⁶⁷ Näher Glander/Lühmann/Jesch, BKR 2020, 485, 488 ff.; Glander/Lühmann/Jesch, BKR 2020, 545, 545 ff.; Lange, BKR 2020, 261, 262 ff.

5 Offenlegungspflichten gegenüber Versicherungsnehmern als Instrument der Förderung grüner Investitionen

Hinter diesen beiden unterschiedlichen Fallgruppen steht einheitlich die Annahme, dass Anleger – darin eingeschlossen Versicherungsanlageprodukte nachfragende Versicherungsnehmer – bei Auswahlentscheidungen von sich aus solche Produkte vorziehen werden, die „nachhaltig“ sind und von „nachhaltig“ agierenden Unternehmen stammen.⁶⁸ Die Anleger müssen damit lediglich über die Nachhaltigkeit informiert sein, um sie bewerten zu können. Die notwendigen Informationen erhalten sie durch die gesetzlichen Offenlegungspflichten.⁶⁹

Aus verfassungsrechtlicher Sicht weist dieses Konzept den Vorteil einer vergleichsweise geringen Eingriffsintensität auf. Die Versicherungsnehmer werden in ihrem Verhalten nicht reguliert, für die Versicherer ist eine Offenlegungspflicht ein weniger starker Eingriff in die unternehmerische Freiheit (Art. 12 Abs. 1 GG) als etwa Vorgaben zur Produktgestaltung.⁷⁰

Wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse lassen jedoch Zweifel aufkommen, ob der regulatorische Ansatz, Versicherungsnehmer durch Transparenzpflichten zu nachhaltigen Versicherungsanlageprodukten zu lenken, tatsächlich funktionsfähig ist.

5.3 Probleme des Regulierungskonzepts aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht

Wesentliche Annahmen des der Normgebung zugrundeliegenden Konzepts lassen sich empirisch nicht sicher nachweisen oder müssen als fraglich angesehen werden.

5.3.1 Der homo oeconomicus als Idealbild

Dies betrifft zunächst das Anlegerleitbild, von dem der Normgeber ausgeht. Es beruht ursprünglich auf der wirtschaftswissenschaftlichen Idee des homo oeconomicus. Nach dieser trifft, vereinfacht gesprochen, der Mensch eine rationale Vertragsentscheidung im Grundgedanken der Nutzenmaximierung.⁷¹ Durch Offenlegungspflichten trägt der Gesetzgeber zum Entscheidungsnutzen bei.⁷²

Für die Annahme des Gesetzgebers, dass Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Investoren und damit Marktunsicherheiten bestehen, finden sich Belege in empirischen Studien.⁷³ Das

⁶⁸ Zum Kontext dieses Ansatzes in der sustainable finance-Regulierung Lange, BKR 2020, 216 223.

⁶⁹ S. ErwGr 9, 10 Transparenz-VO; ErwGr 12 der CSR-Richtlinie; zur Unternehmensberichterstattung allgemein Sauter, Anhang und Lagebericht im Spannungsfeld zwischen Unternehmens- und Bilanzrecht, 2016, S. 31; zu den Zwecken von Transparenzpflichten allgemein (Individualschutz und Funktionenschutz) Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, S. 296, 332 ff.

⁷⁰ Für Informationspflichten nach dem VVG MüKo-VVG/Armbrüster, Bd. 1, 2. Aufl. 2016, §§ 6, 7 VVG Rn. 9a.

⁷¹ von Hayek, Die Verfassung der Freiheit, 1971, S. 76.

⁷² Staubus, The Decision-Usefulness Theory of Accounting: A Limited History, 1999.

⁷³ Hahn/Lülfes, Journal of Business Ethics, 123(3), 2014, 401, 403.

5 Offenlegungspflichten gegenüber Versicherungsnehmern als Instrument der Förderung grüner Investitionen

Konzept des homo oeconomicus jedoch, der eine rationale wirtschaftliche Entscheidung anhand der vorhandenen Informationen trifft, entstammt dem klassischen Wirtschaftsliberalismus des 19. Jahrhunderts und ist mittlerweile als ideales Verhaltensmodell entkräftigt.⁷⁴

Menschliche Entscheidungsfindung unterliegt vielfältigen Grenzen, die sich zB. aus situativen Aspekten, aber auch aus unveränderlichen persönlichen Eigenschaften des Entscheidenden ergeben. Zu ihrer Erforschung hat sich die behavioral finance als eigene Teildisziplin der Wirtschaftswissenschaften entwickelt. Aber auch die Rechnungslegung erforscht die Wirkungen von Unternehmensinformationen auf Anleger.

Die Wirtschaftswissenschaft konnte etwa zeigen, dass die Auswertung von Informationen stark von der Person des Investors abhängt,⁷⁵ etwa von seinem Erfahrungslevel,⁷⁶ Fachwissen⁷⁷ oder „ideologischer Orientierung“.⁷⁸ Auch beeinflussen strukturelle und verhaltensbezogene Faktoren die Entscheidung, etwa die a priori bestehende Überzeugung des Anlegers von der Art des Investments.⁷⁹

Neben Wissen, Erfahrung oder persönlichen Präferenzen wird als Einflussfaktor für die Anlageentscheidung aber auch die Begrenztheit der kognitiven menschlichen Fähigkeiten thematisiert. Einige Bekanntheit über die Wirtschaftswissenschaft hinaus hat etwa der Umstand erlangt, dass ein Mehr an Informationen die Entscheidungsleistung nicht stets zwingend verbessert – ab einem bestimmten Punkt (dem sog. „information overload“) wird die menschliche Entscheidungsleistung nicht mehr nur nicht besser, sondern sie fällt sogar ab.⁸⁰ Dieser Effekt hat gerade bei Finanzdienstleistungen besondere Bedeutung: Finanzprodukte werden von institutionellen wie privaten Anlegern oft als (zu) komplex eingeordnet,⁸¹ und bereits vor Einführung der Transparenz-VO wurde die Fülle der am Markt zur Verfügung stehenden Nachhaltigkeitsinformationen als den Anleger überwältigend („overwhelming“) bezeichnet.⁸²

⁷⁴ Falk, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 4(1), 2003, 141.

⁷⁵ Copeland/Francia/Strawser, *The Accounting Review*, 48(2), 1973, 365.

⁷⁶ Dong, *Accounting and Business Research*, 47(4), 2017, 431; Belkaoui, *Accounting, Organizations and Society*, 5(3), 1980, S. 263 ff. für Accountinginformationen.

⁷⁷ Masini/Menichetti, *Energy Policy*, 40, 2012, 28, 36 f.

⁷⁸ Söderbaum, *Ecological Economics*, 28(2), 1999, 161.

⁷⁹ Masini/Menichetti, *Energy Policy*, 40, 2012, 28, 36 f.

⁸⁰ Jacoby, *Journal of consumer research*, 10(4), 1984, 432.

⁸¹ Friesenbichler, in: Schneider/Schmidtpeter (Hrsg.), *Corporate Social Responsibility*, 2015, S. 1023, 1037.

⁸² Paetzold/Busch, *Organization & Environment*, 27(4), 2014, 347, 353 f.

Untersuchungen speziell der individuellen Vertragsschlusssituation weisen ebenfalls darauf hin, dass mehr Information nicht unbedingt zu rationaleren oder bedürfnisgerechteren Entscheidungen führt, sondern dass Entscheidungen etwa durch die Informationspräsentation beeinflusst werden.⁸³ So können nicht hinreichend übersichtliche Produktinformationen zu Überforderung und suboptimaler Entscheidung führen.⁸⁴

5.3.2 Bedeutung von Nachhaltigkeitsaspekten bei der Entscheidungsfindung

Das Konzept der Lenkung auf Transparenz basiert außerdem auf der Annahme, dass Anleger geneigt sind, Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Investitionsentscheidung einzubeziehen und ihnen unter Umständen auch maßgebliche Bedeutung – bis hin zum Vorrang vor anderen Kriterien – zuzubilligen. Ein klares Verständnis von Nachhaltigkeit und die Bereitschaft, nachhaltig zu investieren, sind wesentliche Funktionsbedingungen für die gesetzliche Regelung.

a) Unbestimmtheit des Nachhaltigkeitsbegriffs

Daran ist zunächst problematisch, dass „Nachhaltigkeit“ keineswegs ein allgemeingültig feststehender Begriff ist. Er stammt ursprünglich aus der Forstwirtschaft⁸⁵ und hat keinen allgemeinsprachlichen Gehalt. In der Praxis wird häufig synonym auch von „ESG“ gesprochen, engl. Abkürzung für Umwelt-, Sozial- und Governancebelange.

Schon die Normsetzung aber weist kein einheitliches Verständnis von Nachhaltigkeit iSd. der drei Aspekte „Environment – Social – Governance“ auf. So verlangt § 289c HGB den Unternehmen Information zu allen Teilbereichen von „ESG“ ab. Die Transparenz-VO aber gibt Umwelt- und sozialen Belangen den Vorrang vor Governance (Art. 2 Nr. 17 Transparenz-VO). Die – gerade dem Bemühen um eine Konkretisierung des Nachhaltigkeitsbegriffs geschuldete⁸⁶ – Taxonomie-VO setzt dagegen vorrangig auf Umweltaspekte.⁸⁷

⁸³ Agnew/Szykman, Information overload and information presentation in financial decision making, in: Bruce (Hrsg.), Handbook of Behavioral Finance, 2010, S. 25 ff.

⁸⁴ Chater/Huck/Inderst, Consumer decision-making in retail investment services: A behavioural economics perspective, Report to the European Commission/SANCO, 2010.

⁸⁵ Wohl erstmalige Erwähnung bei v. Carlowitz, Sylvicultura oeconomica, 1713; dazu Schubert, Soziale Verantwortlichkeit und Nachhaltigkeit im Bankensektor, 2017, S. 9.

⁸⁶ ErwGr 11 Taxonomie-VO.

⁸⁷ S. Art. 3 lit. c iVm. Art. 18 Taxonomie-VO, Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, ABIEU v. 22.6.2020, L 198/13.

5 Offenlegungspflichten gegenüber Versicherungsnehmern als Instrument der Förderung grüner Investitionen

Diese Unschärfen im Begriffsverständnis wirken sich auf die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten in der Anlageentscheidung aus, etwa beginnend damit, dass die nichtfinanziellen Berichte nach §§ 289b, c HGB in Umfang und Inhalt und insbesondere in ihrer Aussagekraft und Detailliertheit sehr unterschiedlich ausfallen⁸⁸ und damit interessierten Anlegern den Vergleich der Unternehmen untereinander erschweren.

b) Nachhaltigkeit als Kriterium der Anlageentscheidung

Zu dem inhaltlich nicht sicher konturierten Nachhaltigkeitsbegriff tritt, dass die Bereitschaft von Anlegern, ihrer Anlageentscheidung Nachhaltigkeitsaspekte zugrunde legen, von der Wirtschaftswissenschaft noch nicht abschließend erforscht ist.

Zwar wird Nachhaltigkeit von der herrschenden Lehre mittlerweile als viertes Kriterium der sich ursprünglich im „Dreieck“ von Risiko, Liquidität und Rendite abspielenden Anlageentscheidung eingeordnet.⁸⁹ Dies steht mit Studienergebnissen in Einklang, nach denen Anleger bei ihren Entscheidungen auch moralische Informationen berücksichtigen, sofern sie ihnen als nützlich erscheinen.⁹⁰ Zudem lässt sich ein gewisser Einfluss von sozial herrschenden Auffassungen – zB. ein gewisser Druck, „grün“ zu investieren – auf die Investitionsentscheidung feststellen.⁹¹

Inwieweit Anleger aber bereit sind, bei einem Konflikt von Nachhaltigkeit und anderen Entscheidungsparametern, etwa der Rendite, der Nachhaltigkeit den Vorrang einzuräumen, ist bislang nicht sicher feststellbar. Studien legen nahe, dass Umweltinformationen gegenüber anderen Informationen bei der Anlageentscheidung immer noch nachrangig sind.⁹² In einer Untersuchung des Deutschen Instituts für Altersvorsorge aus dem Jahr 2020 äußerten lediglich 19% der Befragten, bereits überhaupt jemals von Nachhaltigkeitsinformationen für ihre Anlageentscheidung Gebrauch gemacht zu haben.⁹³ Dass wenigstens die Befragten, die bereits von Nachhaltigkeitsinformationen Gebrauch gemacht hatten, dann auch iSd. Nachhaltigkeit entschieden haben, ergibt sich daraus indes nicht.

Eine Studie von Gutsche/Ziegler et al. (2017) legt zwar nahe, dass Anleger, die in nachhaltige Produkte investieren, einen hohen nicht-finanziellen Nutzen dieser Produkte sehen und diesen Nutzen ihrer

⁸⁸ Parker, *Social and Environmental Accountability Journal*, 34(2), 2014, 87.

⁸⁹ Von Wallis/Klein, *Business Research*, 8(1), 2015, 61, 63 f.

⁹⁰ Staubus, *The Decision-Usefulness Theory of Accounting: A Limited History*, 1999.

⁹¹ Paetzold/Busch, *Organization & Environment*, 27(4), 2014, 347, 353 f.

⁹² Hafenstein, *Nachhaltigkeitsinformationen in der Anlageentscheidung*, 2016, S. 38 ff.

⁹³ Deutsches Institut für Altersvorsorge GmbH (Hrsg.). *Wie halten es die Anleger mit der Nachhaltigkeit? Befragung zu Kenntnissen, Erfahrungen und Erwartungen privater Investoren*, 2020, S. 38. (https://www.dia-vorsorge.de/wp-content/uploads/2020/08/DIA-atu-die_Wie_halten_es_die_Anleger_mit_der_Nachhaltigkeit.pdf), zuletzt abgerufen am 15.2.2022.

5 Offenlegungspflichten gegenüber Versicherungsnehmern als Instrument der Förderung grüner Investitionen

Entscheidung zugrunde legen;⁹⁴ befragt wurden hier aber nur Personen, die ohnehin bereits „nachhaltig“ investiert hatten. Hinweise darauf, dass wenigstens bestimmte Anlegergruppen bereit sein könnten, zugunsten sozialer oder ethischer Ziele eine suboptimale finanzielle Performance zu akzeptieren, finden sich zwar in der Literatur,⁹⁵ allerdings deutet sich an, dass auch bei der Entscheidung für oder gegen eine nachhaltige Kapitalanlage Aspekte der Rendite und Rentabilität im Vordergrund stehen.⁹⁶

Dass Anleger, die mit Nachhaltigkeitsinformationen versorgt werden, diese auch in ihre Entscheidung einbeziehen oder gar geneigt wären, in Zielkonflikten von Rendite und Nachhaltigkeit Letzterer den Vorzug einzuräumen, kann damit nicht als erwiesen angesehen werden.

c) Insbesondere: Negative Nachhaltigkeitsinformationen führen zu positiver Bewertung der Anlage

Und schließlich bestehen Hinweise, dass selbst bei stärkerer Konturierung des Nachhaltigkeitsbegriffs durch Mitteilung von Informationen, die der Taxonomie-VO entsprechen, sich die Grenzen menschlicher Entscheidungsfähigkeit auf die Anlageentscheidung auswirken.

In einer jüngst von den Autorinnen Chrzan/Pott⁹⁷ durchgeführten experimentellen Studie wurden private und professionelle Anleger mit drei Varianten von unternehmensbezogenen Informationen über dasselbe (fiktive) Unternehmen konfrontiert – einmal waren Nachhaltigkeitsinformationen nicht enthalten, einmal fielen sie für das Unternehmen mäßig aus, einmal lagen ungünstige taxonomische Umweltinformationen vor. In der von den Testpersonen sodann zu treffenden fiktiven Anlageentscheidung wurden Informationen, die den Vorgaben der Taxonomie-VO entsprachen, keineswegs stärker berücksichtigt als gewöhnliche Umweltinformationen nach §§ 289b, c HGB. Überdies nahm in der Studie ein signifikanter Teil von privaten Anlegern die Umwelt- und taxonomischen Informationen überhaupt gar nicht wahr.

Zugleich ließ sich beobachten, dass diejenigen Privatanleger, die die Nachhaltigkeitsinformationen wahrnahmen, durch sie in ihrer Entscheidung positiv zugunsten des offenlegenden Unternehmens

⁹⁴ Gutsche/Ziegler/Zwergel/Klein, *Corporate Finance*, 8(3-4), 2017, 77.

⁹⁵ Renneboog/Ter Horst/Zhang, *Journal of banking & finance*, 32(9), 2008, 1723.

⁹⁶ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.). *Wie sicher ist nachhaltig?*, <https://www.bafin.de/dok/12603018> (zuletzt abgerufen am 15.2.2022).

⁹⁷ Chrzan/Pott, *Does the EU Taxonomy for Green Investments affect Investor Judgment? An Experimental Study of Private and Professional German Investors*, 2021 (Working Paper), SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4029860 (zuletzt abgerufen am 14.2.2022).

5 Offenlegungspflichten gegenüber Versicherungsnehmern als Instrument der Förderung grüner Investitionen

beeinflusst wurden – und zwar unabhängig davon, ob die Umweltinformationen ein positives oder negatives Bild von der Nachhaltigkeit des Unternehmens zeichnen.

Dass das Vorhandensein von Nachhaltigkeitsinformationen Anleger positiv iSd. offenlegenden Unternehmens beeinflusst, haben bereits frühere Studien⁹⁸ gezeigt. Hier nun aber tritt hinzu, dass private Anleger bereits mit einer Investitionsentscheidung honorieren, dass überhaupt Umweltinformationen vorliegen. Ob es sich um der Taxonomie-VO konforme Informationen handelt, oder ob die Informationen überhaupt ein umweltfreundliches Bild des Unternehmens zeichnen, war nicht von Relevanz.

Die Ursachen hierfür wären noch zu erforschen – Grund mögen mangelndes Interesse der Anleger für die Nachhaltigkeit, mangelnde Aufmerksamkeit bei der Kenntnisnahme der Informationen oder eine mangelnde Bewertung der Informationen durch die Anleger sein. In jedem Fall ziehen diese Erkenntnisse die Effektivität des vom Gesetzgeber verfolgten Regulierungsansatzes in Zweifel. Sie werfen die Frage auf, ob die Verpflichtung zur Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen der Erreichung des vom Normgeber angestrebten Ziels, „grüne“ Investments zu fördern, nicht sogar abträglich sein kann.

Die Studienergebnisse betreffen zwar die Unternehmensberichterstattung, sie lassen Zweifel aber auch an der Effektivität des Konzepts der Lenkung durch nachhaltigkeitsbezogene Transparenzpflichten in der Vertragsschlusssituation aufkommen. Es liegt nahe, dass die Studienergebnisse auf die von der Transparenz-VO in den Blick genommene Situation vor Vertragsschluss übertragen werden können: Soweit Vermittler oder Versicherer außerhalb einer Situation persönlichen Kontakts produkt- oder unternehmensbezogene Nachhaltigkeitsinformationen offenlegen, etwa, wie von Art. 3 TransparenzVO vorgesehen, auf ihrer Webseite, ist die Situation des Versicherungsnehmers der eines Adressaten der Unternehmensberichterstattung vergleichbar: Er wird unabhängig von individueller Ansprache mit einer abstrakten Information konfrontiert. Es handelt sich in beiden Fällen um eine (jedenfalls zunächst noch) nicht-beratene Entscheidungssituation, in welcher einem privaten Anleger nachhaltigkeitsbezogene Informationen mitgeteilt werden.

Wird aber bereits der Umstand, dass Nachhaltigkeitsinformationen offengelegt sind, vom Kunden positiv honoriert, verfehlt die Transparenz ihre Lenkungswirkung.

⁹⁸ ZB Hafenstein, Nachhaltigkeitsinformationen in der Anlageentscheidung, 2016, S. 38 ff.

5.4 Folgerungen für die Normgebung

Will der Normgeber sein Ziel, Kapitalströme in „grüne“ Investitionen zu lenken, durch Regulierung weiterverfolgen, sind in Anbetracht der wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnisse alternative Regulierungskonzepte zu prüfen. De lege ferenda könnten vor allem eine Zertifizierung von Produkten und die Ausweitung von Beratungspflichten in Erwägung gezogen werden:

5.4.1 Zertifizierung (Labeling)

Zertifizierungen (engl. label) sollen den Kunden auf bestimmte Aspekte eines Produkts aufmerksam machen und ihn auf diese Weise lenken. Dem Wortsinn nach bescheinigt die Zertifizierung, dass die im Rahmen des Zertifizierungsprozesses geprüften Voraussetzungen erfüllt sind. Das geltende Recht kennt bereits jetzt Label sowohl im Bereich der Kapitalanlagen als auch im Bereich Umwelt: Nach dem AltZertG werden solche Altersvorsorgeprodukte zertifiziert, die staatlicher Förderung zugänglich sind; das EU-Umweltzeichen („Ecolabel“) auf Basis der Verordnung (EG) Nr. 66/2010 bescheinigt die Einhaltung von Umweltvorgaben durch Erzeugnisse und Dienstleistungen (nicht aber: Finanzdienstleistungen).⁹⁹

Zertifikate fügen sich in das gegenwärtige regulatorische Konzept insoweit ein, als sie die Informationsversorgung verbessern, die Informationsbeschaffung vereinfachen und die Aufmerksamkeit gezielt lenken können. Sie sind damit geeignet, über etwaige Aufmerksamkeits- oder Verständnisdefizite des Anlegers hinwegzuhelfen. Wirtschaftswissenschaftlich gesprochen, können Zertifikate die Informationskosten senken und, weil sie ein besonderes Vertrauen für sich in Anspruch nehmen, eine erhöhte Lenkungswirkung entfalten.¹⁰⁰

Einem nationalen Zertifizierungsgesetz aber steht das Unionsrecht entgegen. Denn damit es die Aufmerksamkeit der Kunden auf nachhaltige Produkte lenkt, müsste das Label die Nachhaltigkeit im materiellen Sinne zertifizieren, dh. es wäre durch die Zertifizierungsstelle zu prüfen, ob das zertifizierte Produkt bestimmte inhaltliche Anforderungen erfüllt. Ein Label, das lediglich das Vorliegen bestimmter formaler Voraussetzungen zertifiziert, etwa das bloße Vorhandensein von Nachhaltigkeitsinformationen, könnte der Erreichung des Normzwecks abträglich sein: Honorieren Anleger, wie die hier vorgestellte Untersuchung von Chrzan/Pott nahelegt, bereits das Vorhandensein von

⁹⁹ Zu Reformbestrebungen Lange, BKR 2020, 261, 270.

¹⁰⁰ Gutsche/Ziegler/Zwergel/Klein, Corporate Finance, 8(3-4), 2017, 77.

5 Offenlegungspflichten gegenüber Versicherungsnehmern als Instrument der Förderung grüner Investitionen

Nachhaltigkeitsinformationen, unabhängig davon, wie diese ausfallen, kann ein Zertifikat, das lediglich das Vorhandensein dieser Informationen belegt, zu einer positiven Anlageentscheidung zugunsten nicht nachhaltiger Produkte führen.

Gegen die damit notwendige Festlegung eines bestimmten Nachhaltigkeitsbegriffs als Prüfungsmaßstab durch den nationalen Gesetzgeber bestehen aber unionsrechtliche Bedenken: Wann eine Wirtschaftstätigkeit „nachhaltig“ ist, will die Taxonomie-VO unionsweit einheitlich regeln. Darüber hinaus reguliert sie auch, wie vorvertragliche Nachhaltigkeitsinformationen insbesondere bei Versicherungsanlageprodukten auszufallen haben (Art. 6, 7 Taxonomie-VO): Die vorvertraglichen Informationen haben eine (normativ abschließend vorformulierte) Aussage darüber zu treffen, ob die dem Produkt zugrunde liegenden Investitionen die EU-Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftskriterien berücksichtigen. Durch diesen textlichen Hinweis werden die Produkte zwar nicht im eigentlichen Sinn zertifiziert, denn Labels lenken weniger durch Text als durch optische Kennzeichnung. Nach dem Sinn und Zweck der Art. 6, 7 Taxonomie-VO soll hier aber durch die klare Textaussage die Lenkungswirkung vorvertraglicher Informationen in Annäherung an ein Zertifikat verstärkt werden. Für diese Auslegung spricht auch, dass die Taxonomie-VO sich selbst als eine Vorbereitung für ein mögliches EU-weit einheitliches Kennzeichnungssystem versteht (s. ErwGr 11, 16 Taxonomie-VO). Zu diesem träte ein nationales System mit eigener Interpretation des Nachhaltigkeitsbegriffs in Widerspruch.

Eine Zertifizierung nachhaltiger Produkte durch unionsrechtliche Regelung wäre dagegen eine Form der Fortsetzung der Taxonomie-VO. Im Vergleich zu anderen normativen Instrumenten zur Förderung der Nachhaltigkeit, etwa zu Vorgaben zur Beratung oder Produktgestaltung, läge im Label ein geringerer Eingriff in die Grundrechte der an der Anlageentscheidung Beteiligten: Der Versicherungsnehmer und ein etwaiger Vermittler würden in ihrem Verhalten nicht reguliert. Für den Versicherer läge in einem Verbot, nicht-zertifizierte Produkte als „nachhaltig“ zu bewerben, ein Eingriff in seine grundrechtlich geschützte unternehmerische Freiheit (Art. 16 GRC). Dem gegenüber steht jedoch das legitime Regelungsziel, die natürlichen Lebensgrundlagen durch Lenkung von Kapitalströmen in nachhaltige Produkte zu schützen und zugleich Irreführung von Versicherungsnehmern durch Greenwashing nicht nachhaltiger Produkte zu verhindern. Soll jedoch das Zertifikat auch geeignet sein, das Regelungsziel zu erreichen und Kapitalströme in nachhaltige Produkte zu lenken, muss die Zertifizierung abhängig sein von der (materiellen) Nachhaltigkeit des Produkts. Dies wiederum setzt voraus, dass der Zertifizierung ein rechtlich überprüfbarer, weitgehend anerkannter und konturierter Nachhaltigkeitsbegriff zugrundeliegt. Wie die gegenwärtige Diskussion um die Klassifizierung verschiedener

5 Offenlegungspflichten gegenüber Versicherungsnehmern als Instrument der Förderung grüner Investitionen

Wirtschaftstätigkeiten zeigt,¹⁰¹ hat die Taxonomie-VO dies bislang noch nicht leisten können. Vor Einführung eines Labels wäre mithin noch rechtliche, naturwissenschaftliche und politische Konkretisierungsarbeit zu leisten.

5.4.2 Beratungspflicht

Als Instrument der Lenkung kommen daneben Beratungspflichten in Betracht, wie sie das Versicherungsvertragsrecht im vorvertraglichen Bereich bereits kennt (§§ 6 Abs. 1, 7c, 61 VVG).

Schon de lege lata können die Beratungspflichten von Versicherer und Vermittler auch die Beratung zu Nachhaltigkeitsaspekten umfassen: Das geltende Recht spricht zwar Nachhaltigkeit als Aspekt der Beratung nicht an. Allerdings sind nach § 6 Abs. 1 VVG – wie nach dem europäischen Vermittlerrecht (Art. 20 Abs. 1 Versicherungsvertriebsrichtlinie)¹⁰² – die Wünsche und Bedürfnisse des Versicherungsnehmers Grundlage der Beratung. Ergibt sich mithin im Beratungsgespräch, dass der Versicherungsnehmer den Wunsch hat, mit dem gewählten Produkt einen Beitrag zum Umweltschutz zu leisten, ist das Beratungsgespräch auch unter diesem Aspekt zu führen.

Gegen eine durch den nationalen Gesetzgeber eingeführte Pflicht, auch gegen oder ohne den Wunsch des Versicherungsnehmers diesen unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit zu beraten, bestehen indes unionsrechtliche Bedenken. So benennt Art. 20 der Versicherungsvertriebsrichtlinie als für die Beratung maßgebliche Kriterien (nur) die Wünsche und Bedürfnisse des Kunden, nicht die Nachhaltigkeit. Die Versicherungsvertriebsrichtlinie zielt zwar lediglich auf eine Mindestharmonisierung ab und soll die Mitgliedstaaten nicht hindern, strengere Bestimmungen zum Zweck des Verbraucherschutzes einzuführen.¹⁰³ Eine Pflicht zur Beratung auch zur Nachhaltigkeit diene aber primär dem öffentlichen Interesse am Umweltschutz und der staatlichen Aufgabenerfüllung nach Art. 20a GG,¹⁰⁴ und damit nicht

¹⁰¹ S. etwa die ablehnende Haltung der Bundesregierung bei der Atomkraft <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/S-T/stellungnahme-bundesregierung-taxonomie.pdf?blob=publicationFile&v=8> gegenüber der Einordnung der Atomkraft als nachhaltig durch die Europäische Kommission durch delegierten Rechtsakt C(2022)631/3, https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/taxonomy-regulation-delegated-act-2022-631_en.pdf (jeweils zuletzt abgerufen am 15.2.2022).

¹⁰² Richtlinie (EU) 2016/97 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Januar 2016 über Versicherungsvertrieb (Neufassung), ABl. EU 2.2.2016, L 26/19; Für Versicherungsanlageprodukte schon vor Umsetzung der Versicherungsvertriebsrichtlinie in Anwendung der zur Anlageberatung entwickelten Grundsätze, s. BGH v. 11.7.2012 – IV ZR 286/10, VersR 2012, 1237; zur „anlage- und objektgerechten“ Beratung bei Kapitalanlage BGH v. 6.7.1993 – XI ZR 12/93, VersR 1993, 1236; zur Anwendung auf Versicherungsprodukte Knops, in: Bruck/ Möller, VVG, Bd.1, 10. Aufl. 2021, § 7c Rn. 4.

¹⁰³ ErwGr 3 Versicherungsvertriebsrichtlinie.

¹⁰⁴ Zu den Verpflichtungen des Staates, insbesondere seiner aus Art. 20a GG folgenden „Treibhausgasminderungslast“ BVerfG 24.3.2021 – 1 BvR 2656/18 ua., NJW 2021, 1723.

5 Offenlegungspflichten gegenüber Versicherungsnehmern als Instrument der Förderung grüner Investitionen

vorrangig dem Schutz des Versicherungsnehmers und seinem Interesse an einem möglichst passgenauen Produkt. Vor allem aber sehen Taxonomie- und Transparenz-VO, die auch für den Versicherungssektor den Umgang mit Nachhaltigkeitsinformationen grundsätzlich abschließend festlegen, zur Lenkung der Anlageentscheidung nur Information, nicht aber Beratung vor. Sie stehen damit einer nationalen Regelung, die dem Versicherer oder Vermittler vom Willen des Versicherungsnehmers losgelöst Beratung zur Nachhaltigkeit abverlangt, entgegen.

Eine unionsrechtliche Regelung – in Ergänzung zB. der Transparenz-VO – müsste indes bedenken, dass Beratungspflichten nach unionsrechtlichem Verständnis (nicht anders als im nationalen Recht¹⁰⁵) primär der Verwirklichung der Privatautonomie dienen. Sie bezwecken den Schutz der Entscheidungsfreiheit des Kunden, der eine „wohininformierte“ Entscheidung auf Grundlage seiner Wünsche und Bedürfnisse treffen können soll (s. auch Art. 20 Abs. 1 S. 1, Abs. 4 Versicherungsvertriebsrichtlinie). Trotz der von der beratenden Person durchzuführenden Prüfung, ob das Produkt für den Versicherungsnehmer „angemessen“ ist, die sich bis hin zu einer Pflicht zur Warnung vor der Unangemessenheit verdichten kann (§ 7c Abs. 2 S. 4 VVG in Umsetzung von Art. 30 Abs. 2 UAbs. 2 Versicherungsvertriebsrichtlinie), bleibt die Entscheidung stets beim Versicherungsnehmer.

Eine Regelung, welche die Nachhaltigkeit als zusätzliches Kriterium in die Beratung einzuführt, sie gleichsam (wirtschaftswissenschaftlich gesprochen) als „vierte Ecke“ im Entscheidungsdreieck aus Rendite, Liquidität und Sicherheit anerkennt, mag damit im Grundsatz zulässig sein. Sie darf jedoch nicht dahingehen, dass der Versicherungsnehmer gezielt in Richtung Nachhaltigkeit zu beraten ist, er gleichsam durch die Beratung zu einer nachhaltigen Anlageentscheidung gedrängt wird. Eine Beratungspflicht, die Einfluss auf den Willen des Versicherungsnehmers nimmt, wäre mit dem Wesen der Beratungspflichten als Instrument zur Unterstützung des Versicherungsnehmers bei der Verwirklichung seines (frei gebildeten) Willens nicht zu vereinbaren. Gleiches gilt für eine Regelung, die es zulässt, ein Produkt allein deshalb als für den Versicherungsnehmer unangemessen iSd. Art. 30 Abs. 2 Versicherungsvertriebsrichtlinie einzustufen, weil dieses nicht nachhaltig ist. Und auch wie der Versicherungsnehmer einen etwaigen Zielkonflikt – etwa zwischen Nachhaltigkeit des Produkts und Sicherheits- oder Renditeerwartungen – auflöst, muss ihm überlassen bleiben. Allgemein-zivilrechtlich gesprochen, darf der Private sich bis an die Grenze der Sittenwidrigkeit (§ 138 Abs. 1 BGB) unmoralisch

¹⁰⁵ Entwurf eines Gesetzes zur Reform des Versicherungsvertragsgesetzes, BT-Drs. 16/3945, S. 58 (zu § 6 VVG).

verhalten. Die der Verwirklichung der Privatautonomie dienende Beratung darf nicht vollständig von einem öffentlichen Interesse überlagert werden.

5.5 Fazit

Wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse lassen Zweifel aufkommen, ob das vom Normgeber verfolgte Konzept der Lenkung von Kapitalströmen in „grüne“ Investitionen durch Information seine Regelungsziele erreichen kann.

Die Untersuchung von Chrzan/Pott (2021) „Does the EU Taxonomy for Green Investments affect Investor Judgment? An Experimental Study of Private and Professional German Investors“ (Working Paper) legt im Gegenteil nahe, dass Nachhaltigkeitsinformationen von einem entscheidenden Anteil der Adressaten überhaupt nicht wahrgenommen und dass auch negative oder mäßige Nachhaltigkeitsinformationen positiv bewertet werden.

Die Normgebung muss, will sie ihre Ziele erreichen, wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnissen zur menschlichen Entscheidungsfindung Rechnung tragen.

In Betracht kommen de lege ferenda die Einführung eines ESG-Labels oder eine Ausweitung der Beratungspflichten hin zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsaspekten. Beide Instrumente sind allerdings der Regelung durch das Unionsrecht vorbehalten.



References

- Abernathy, J., Stefaniak, C., Wilkins, A., & Olson, J. (2017). Literature review and research opportunities on credibility of corporate social responsibility reporting. *American Journal of Business*, 32(1), 24-41.
- Abhayawansa, S., & Guthrie, J. (2010). Intellectual capital and the capital market: a review and synthesis. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 14(3), 196-226.
- Agnew, J., & Szykman, L. (2010). Information overload and information presentation in financial decision making. *Edward Elgar Publishing*.
- Al-Tuwaijri, S. A., Christensen, T. E., & Hughes Li, K. E. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach. *Accounting, organizations and society*, 29(5-6), 447-471.
- Alda, M. (2019). Corporate sustainability and institutional shareholders: The pressure of social responsible pension funds on environmental firm practices. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1060-1071.
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.
- AMF (2019). Report on the social, societal and environmental responsibility of listed companies. URL: <https://societal-and-environmental-responsability-of-listed-companies.pdf>, Abruf am 17.10.2022.
- Amir, E., & Lev, B. (1996). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 3-30.
- Anderson, S. B., Hobson, J. L., & Sommerfeldt, R. D. (2022). Auditing Non-GAAP Measures: Signaling More Than Intended. *Contemporary Accounting Research*, 39(1), 577-606.
- Arnold, M. C., Bassen, A., & Frank, R. (2012). Integrating sustainability reports into financial statements: An experimental study. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2030891>.
- Ashforth, B. E., & Gibbs, B. W. (1990). The double-edge of organizational legitimation. *Organization science*, 1(2), 177-194.

References

- Axjonow, A., Ernstberger, J., & Pott, C. (2018). The impact of corporate social responsibility disclosure on corporate reputation: A non-professional stakeholder perspective. *Journal of Business Ethics*, 151, 429-450.
- Bakar, S., & Yi, A. N. C. (2016). The impact of psychological factors on investors' decision making in Malaysian stock market: a case of Klang Valley and Pahang. *Procedia Economics and Finance*, 35, 319-328.
- Barlett, C. P., & Gentile, D. A. (2012). Attacking others online: The formation of cyberbullying in late adolescence. *Psychology of Popular Media Culture*, 1(2), 123-135.
- Bartosch, J., Jackson, G. (2016). Corporate Social Responsibility in Different Varieties of Capitalism: Exploring the Role of National Institutions. *Bertelsmann Stiftung* (Hrsg.).
- Balsam, S., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2011). The impact of firm strategy on performance measures used in executive compensation. *Journal of business research*, 64(2), 187-193.
- BDO & Kirchhoff (2022). Nachhaltigkeit im Fokus. URL: <https://haltigkeit-im-fokus>, Abruf am 17.10.2022.
- Beal, D. (1998). Putting your money where your mouth is? A profile of ethical investors. *Financial Services Review*, 7(2), 129-143.
- Beerbaum, D. (2021). Green quadriga?-EU-Taxonomy, non-financial reporting directive, EBA Pillar III ESG risks and IFRS foundation. *SSRN Electronic Journal* <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3934765>.
- Behnke, N. & Wulf, I. (2018). Erste Bericht und Prüfungssaison der nichtfinanziellen Berichterstattung – Empirische Analyse der DAX30-Unternehmen. In: *Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, 12: 570-580.
- Belkaoui, A. (1980). The impact of socio-economic accounting statements on the investment decision: An empirical study. *Accounting, Organizations and Society*, 5(3), 263–283.
- Benlemlih, M., Shaukat, A., & Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2018). Environmental and social disclosures and firm risk. *Journal of business ethics*, 152: 613-626.
- Bergmann, A. & Posch, P. (2018). Mandatory sustainability reporting in Germany: does size matter?. *Sustainability*, 10(11), 3904.
- Bertram, D. (2007). Likert scales... are the meaning of life. *Topic Report*, 2(10).

References

- Bianchi, E., Bruno, J. M., & Sarabia-Sanchez, F. J. (2019). The impact of perceived CSR on corporate reputation and purchase intention. *European journal of management and business economics*, 28(3), 206-221.
- Bingel, A., Rothenburg, V., & Schumann, J. (2023). Nachhaltigkeitsberichterstattung nach CSRD – Auswirkungen auf die Organpflichten. In: *Der Betrieb*, 3: 118-125.
- Blajer-Gołębiewska, A. (2021). Individual corporate reputation and perception of collective corporate reputation regarding stock market investments. *Plos one*, 16(9), e0257323.
- Bollen, N. P. B. (2007). Mutual fund attributes and investor behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 683-708.
- Bowen, F. E., Aragon-Correa, J.A. (2014). Greenwashing in corporate environmentalism research and practice: the importance of what we say and do. *Organ Environ* 27(2), 107-112.
- Brammer, S. J. & Pavelin, S. (2006). Corporate reputation and social performance: The importance of fit. *Journal of Management Studies* 43 (3), 435-455.
- Brammer, S.J. & Pavelin, S. (2004). Voluntary social disclosures by large UK companies. *Business Ethics: A European Review*, 13(2-3), 86-99.
- Bromley, P. & Powell, W.W. (2012). From smoke and mirrors to walking the talk: Decoupling in the contemporary world. *Academy of Management Annals*, 6(1), 483-530.
- Brown, B., & Perry, S. (1994). Removing the financial performance halo from Fortune's "Most Admired" Companies. *Academy of Management Journal* 37 (5), 1347-359.
- Brown, T. J., & Dacin, P. A. (1997). The company and the product: Corporate associations and consumer product responses. *Journal of Marketing* 61 (1), 68-84.
- Browning, G., Halcli, A., & Webster, F. (1999). Understanding contemporary society: Theories of the present. Sage.
- Bucaro, A. C., Jackson, K. E., & Lill, J. B. (2020). The influence of corporate social responsibility measures on investors' judgments when integrated in a financial report versus presented in a separate report. *Contemporary Accounting Research*, 37(2), 665-695.
- Büyüközkan, G., Karabulut, Y. (2018). Sustainability performance evaluation: Literature review and future directions. *J. Environ. Manage.* 217, 253-267.

References

- Cahan, S. F., De Villiers, C., Jeter, D. C., Naiker, V., & Van Staden, C. J. (2016). Are CSR disclosures value relevant? Cross-country evidence. *European accounting review*, 25(3), 579-611.
- Calderon-Monge, E., Pastor-Sanz, I., & Garcia, F. J. S. (2020). Analysis of sustainable consumer behavior as a business opportunity. *Journal of Business Research*, 120, 74-81.
- Cardinaels, E., & van Veen-Dirks, P. M. (2010). Financial versus non-financial information: The impact of information organization and presentation in a Balanced Scorecard. *Accounting, organizations and society*, 35(6), 565-578.
- Carroll, A. B. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. *Business & society*, 38(3), 268-295.
- Chapman, K. L., Reiter, N., White, H. D., & Williams, C. D. (2019). Information overload and disclosure smoothing. *Review of Accounting Studies*, 24, 1486-1522.
- Chater, N., Huck, S., & Inderst, R. (2010). Consumer decision-making in retail investment services: A behavioural economics perspective. *Report to the European Commission/SANCO*.
- Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 125-169.
- Chauvey, J., Giordano-Spring, S., Cho, C. H., & Patten, D. M. (2015). The normativity and legitimacy of CSR disclosure: Evidence from France. *Journal of Business Ethics*, 130: 789-803.
- Chelli, M., Durocher, S., & Fortin, A. (2018): Normativity in environmental reporting: A comparison of three regimes. *Journal of Business Ethics* 149: 285-311.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal* 35 (1), 1-23.
- Cho, C. H., Guidry, R. P., Hageman, A. M., & Patten, D. M. (2012). Do actions speak louder than words? An empirical investigation of corporate environmental reputation. *Accounting Organizations and Society*, 37(1), 14-25.
- Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer Jr, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83.
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176-1248.

References

- Chvatalová, Z., Kocmanová, A., & Dočekalová, M. (2011). Corporate sustainability reporting and measuring corporate performance. In *Environmental Software Systems. Frameworks of eEnvironment: 9th IFIP WG 5.11 International Symposium, ISESS 2011, Brno, Czech Republic, June 27-29, 2011. Proceedings 9* (245-254). Springer Berlin Heidelberg.
- Cianci, A. M., & Kaplan, S. (2008). The effects of management's preannouncement strategies on investors' judgments of the trustworthiness of management. *Journal of Business Ethics*, 79(4), 423–444.
- Clarkson, P. M., Fang, X., Li, Y., & Richardson, G. D. (2013). The relevance of environmental disclosures: Are such disclosures incrementally informative? *Journal of Accounting and Public Policy* 32 (5), 410-431.
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society* 33 (4/5), 303-327.
- Clerc, C. (2021): The French „Duty of Vigilance“ Law: Lessons for an EU directive on due diligence in multinational supply chains. In: ETUI Policy Brief, 1
- Cohen, S., & Karatzimas, S. (2015). Tracing the future of reporting in the public sector: introducing integrated popular reporting. *International Journal of Public Sector Management*, 28(6), 449-460.
- Cohen, J., Holder-Webb, L., & Zamora, V. (2012). Sophisticated Investors' Views on Nonfinancial Information. *Working paper, Boston College, Western New England University, and Seattle University*.
- Cohen, J., Holder-Webb, L., Nath, L., & Wood, D. (2011). Retail investors' perceptions of the decision-usefulness of economic performance, governance, and corporate social responsibility disclosures. *Behavioral Research in Accounting*, 23(1), 109-129.
- Copeland, R. M., Francia, A. J., & Strawser, R. H. (1973). Students as subjects in behavioral business research. *The Accounting Review*, 48(2), 365-372.
- Cormier, D. & Magnan, M. (1999). Corporate environmental disclosure strategies: Determinants, costs and benefits. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 14 (4): 429-451.
- Cormier, D. & Magnan, M. (2003). Environmental reporting management: A continental European perspective. *Journal of Accounting and Public Policy* 22 (1): 43-62.

References

- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In search of attention. *The journal of finance*, 66(5), 1461-1499.
- Dangelico, R. M., & Pujari, D. (2010). Mainstreaming green product innovation: Why and how companies integrate environmental sustainability. *Journal of Business Ethics*, 95(3), 471-486.
- Dartey-Baah, K., & Amoako, G. K. (2021). Global CSR, drivers and consequences: a systematic review. *Journal of Global Responsibility*, 12(4), 416-434.
- De Bakker, F. G., Groenewegen, P., & Den Hond, F. (2005). A bibliometric analysis of 30 years of research and theory on corporate social responsibility and corporate social performance. *Business & society*, 44(3), 283-317.
- De Villiers, C. & Van Staden, C. (2012). New Zealand shareholder attitudes towards corporate environmental disclosure, *Pacific Accounting Review*, Vol. 24 No. 2, pp. 186-210.
- Deegan, C., & Rankin, M. (1997). The materiality of environmental information to users of annual reports. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282-311.
- Deephouse, D. L. (2000). Media reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories, *Journal of Management*, 26(6), 1091-1112.
- Demers, E., Hendrikse, J., Joos, P., & Lev, B. (2021). ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(3-4), 433-462.
- Deutsche Börse (2022). Siemens Energy neu in DAX aufgenommen. URL: <https://deutsche-boerse.com/dbg-de/media/pressemitteilungen/Siemens-Energyneu-in-DAX-aufgenommen-2906208>, Abruf am 17.10.2022.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review* 86 (1), 59-100.
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Non-financial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review* 87 (3), 723-759.

References

- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy* 33 (4), 328-355.
- Diamond, D. W. & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Dinh, T., Husmann, A., & Melloni, G. (2022). Corporate Sustainability Reporting in Europe: A Scoping Review. *Accounting in Europe*: 1-29.
- Dong, L. (2017). Understanding investors' reliance on disclosures of nonfinancial information and mitigating mechanisms for underreliance. *Accounting and Business Research*, 47(4), 431-454.
- Dowling, G. (2006). How good corporate reputations create corporate value. *Corporate Reputation Review*, 9, 134-143.
- DRSC (2021). CSR-Studie. URL: https://www.drsc.de/app/uploads/2021/06/210128_CSR-Studie_final.pdf, Abruf am 17.10.2022.
- Du, S., Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2010). Maximizing business returns to corporate social responsibility (CSR): The role of CSR communication. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 8-19.
- Du, X. (2014). How the Market Values Greenwashing? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 128(3), 547-574.
- Dupire, M., M'Zali, B. (2018). CSR Strategies in Response to Competitive Pressures. *Journal of Business Ethics* 148, 603-623.
- East, R. (1993). Investment decisions and the theory of planned behaviour. *Journal of Economic Psychology*, 14(2), 337-375.
- Elias, N. (1972). The effects of human asset statements on the investment decision: An experiment. *Journal of Accounting Research*, 10(1), 215-233.
- Eberle, D., Berens, G., & Li, T. (2013). The Impact of Interactive Corporate Social Responsibility Communication on Corporate Reputation. *Journal of Business Ethics* 118 (4), 731-746.
- Eccles, R. G., & Serafeim, G. (2013). The performance frontier. *Harvard business review*, 91(5), 50-60.

References

- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science* 60 (11), 2835-2857.
- Esch, M., Schnellbacher, B., & Wald, A. (2019). Does integrated reporting information influence internal decision making? An experimental study of investment behavior. *Business Strategy and the Environment*, 28(4), 599-610.
- Fabrigar, L. R., Wegener, D. T., MacCallum, R. C., & Strahan, E. J. (1999). Evaluating the use of exploratory factor analysis in psychological research. *Psychological Methods*, 4(3), 272–299. , 14(2), 337-375.
- Falk, A. (2003). Homo Oeconomicus versus Homo Reciprocans: Ansätze für ein neues Wirtschaftspolitiches Leitbild?. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 4(1), 141-172.
- Fama, E., & French, K. (2015). Industry classification. Available at: http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data_Library/det_12_ind_port.html, retrieved December 09, 2015.
- Fatmawati, I., & Fauzan, N. (2021). Building customer trust through corporate social responsibility: The Effects of corporate reputation and word of mouth. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 793-805.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.
- Fiesenbicher (2015). Socially Responsible Investment in: Schneider, A., & Schmidpeter, R. (2012). *Corporate social responsibility*, 188, Springer Berlin Heidelberg.
- Fifka, M. (2014). Einführung – Nachhaltigkeitsberichterstattung: Eingrenzung eines heterogenen Phänomens, In: Fifka, Matthias (hrsg.): CSR und Reporting. Heidelberg: Springer-Gabler. S. 1-20.
- Fombrun, C. J. (2001). Corporate reputation - its measurement and management. *Thesis* 4, 23-26.
- Fombrun, C. J. (1996) Reputation: Realizing Value from the Corporate Image, *Harvard Business School Press*, Boston.
- Fombrun, C. J. (2005). A world of reputation research, analysis and thinking—building corporate reputation through CSR initiatives: evolving standards. *Corporate reputation review*, 8, 7-12.
- Fombrun, C. J., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal* 33 (2), 233-258.

References

- Fombrun, C. J., & van Riel, C. (1997). The reputational landscape. *Corporate Reputation Review* (1/2), 5-13.
- Francis, J., Philbrick, D., & Schipper, K. (1994). Shareholder litigation and corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 32 (2), 137-164.
- 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.
- Ghosh, D., & Wu, A. (2012). The effect of positive and negative financial and nonfinancial performance measures on analysts' recommendations. *Behavioral Research in Accounting*, 24(2), 47-64.
- Gibson, D., Gonzales, J.L. & Castanon, J. (2006). The importance of reputation and the role of public relations, *Public Relations Quarterly*, 51 (3), 15-18.
- Gill, F. J., Leslie, G. D., Grech, C., & Latour, J. M. (2013). Using a web-based survey tool to undertake a delphi study: Application for nurse education research. *Nurse Education Today*, 33(11), 1322-1328.
- Gollust, S. E., Gordon, E. S., Zayac, C., Griffin, G., Christman, M. F., Pyeritz, R. E., Wawak, L., & Bernhardt, B. A. (2012). Motivations and perceptions of early adopters of personalized genomics: perspectives from research participants. *Public Health Genomics*, 15(1), 22-30.
- Gomez-Trujillo, A.M., Velez-Ocampo, J. and Gonzalez-Perez, M.A. (2020), "A literature review on the causality between sustainability and corporate reputation: What goes first?", *Management of Environmental Quality*, Vol. 31 No. 2, pp. 406-430.
- Gore, W. L., & Widiger, T. A. (2013). The DSM-5 dimensional trait model and five-factor models of general personality. *Journal of Abnormal Psychology*, 122(3), 816-821.
- Gow, I. D., Ormazabal, G., & Taylor, D. J. (2010). Correcting for cross-sectional and time-series dependence in accounting research. *The Accounting Review* 85 (2), 483-512.
- Graßmann, M., Günther, T., Günther, E., & Krannich, T. (2018). Die nichtfinanziellen Erklärungen der DAX30-Unternehmen – Eine empirische Analyse der Berichterstattung über die Umweltbelange nach §289c Abs.2 Nr.1 HGB. In: *Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, 10: 431-441.

References

- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 47-77.
- Gruber, S. & Haller A. (2018). Aufnahme nichtfinanzieller Informationen in die Lageberichtserstattung – Auswirkungen auf die Überwachungsfunktion des Aufsichtsrates. In: *Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, 10: 474-485.
- Gutsche, G., Klein, C., Ziegler, A., & Zwergel, B. (2017). Characterizing German (sustainable) investors. *Corporate Finance*, 8(3-4), 77-81.
- Hafenstein, A. (2016). *Nachhaltigkeitsinformationen in der Anlageentscheidung*. Springer Fachmedien Wiesbaden.
- Hahn, R., & Lülfs, R. (2014). Legitimizing negative aspects in GRI-oriented sustainability reporting: A qualitative analysis of corporate disclosure strategies. *Journal of Business Ethics*, 123(3), 401-420.
- Hassel, L., Nilsson, H., & Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*, 14(1), 41-61.
- Higgins, D., Omer, T. C., & Phillips, J. D. (2015). The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 674-702.
- Hiß, S. & Nagel, S. (2019). *Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung*, 2. Aufl. Baden-Baden: Nomos.
- Hogan, B. R., Krishnamoorthy, G., & Maroney, J. J. (2017). Pro forma earnings presentation effects and investment decisions. *Behavioral Research in Accounting*, 29(2), 11-24.
- Holder-Webb, L., Cohen, J. R., Nath, L., & Wood, D. (2009). The supply of corporate social responsibility disclosures among U.S. firms. *Journal of Business Ethics*, 84(4), 497-527.
- Holm, C., & Rikhardsson, P. (2008). Experienced and novice investors: Does environmental information influence investment allocation decisions? *European Accounting Review*, 17(3), 537-557.
- Huang, X., & Watson, L. (2015). Corporate Social Responsibility Research in Accounting. *Journal of Accounting Literature* 34 (1), 1-16.
- Iatridis, G. E. (2013). Environmental disclosure quality: Evidence on environmental performance, corporate governance and value relevance. *Emerging Markets Review*, 14, 55-75.

References

- Iselin, E. R. (1988). The effects of information load and information diversity on decision quality in a structured decision task. *Accounting, Organizations and Society*, 13(2), 147-164.
- Jacoby, J. (1984). Perspectives on information overload. *Journal of consumer research*, 10(4), 432-435.
- Jansson, M., & Biel, A. (2011). Motives to engage in sustainable investment: A comparison between institutional and private investors. *Sustainable Development*, 19(2), 135-142.
- Jo, H. & Na H. (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of business ethics* 110: 441-456.
- Kahneman, D. (2003). Maps of bounded rationality: Psychology for behavioral economics. *American Economic Review*, 93(5), 1449-1475.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). On the interpretation of intuitive probability: A reply to Jonathan Cohen. *Cognition*, 7(4), 409-411.
- Kajüter, P. & Wirth, M. (2018) Praxis der nichtfinanziellen Berichterstattung nach dem CSR-RUG – Empirische Befunde für die DAX-Unternehmen. In: *Der Betrieb*, 27-28: 1605-1612.
- Khan, M., Hassan, A., Harrison, C., & Tarbert, H. (2020). CSR reporting: A review of research and agenda for future research. *Management Research Review*, 43(11), 1395-1419.
- Khemir, S., Baccouche, C., & Ayadi, S. D. (2019). The influence of ESG information on investment allocation decisions. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 458-480.
- Khan, M. T., Khan, N. A., Ahmed, S., & Ali, M. (2012). Corporate social responsibility (CSR)–definition, concepts and scope. *Universal Journal of Management and Social Sciences*, 2(7), 41-52.
- Kim, S. (2019). The process model of corporate social responsibility (CSR) communication: CSR communication and its relationship with consumers' CSR knowledge, trust, and corporate reputation perception. *Journal of Business Ethics*, 154(4), 1143-1159.
- Kimball, S. H. (2019). Survey data collection; Online panel efficacy. A comparative study of Amazon MTurk and research now SSI/ survey monkey/ opinion access. *Journal of Business Diversity*, 19(2), 16–45.
- Kindermann, D. (2018). Die politischen Auseinandersetzungen um die CSR-Richtlinie der EU: Unterstützer, Gegner und die Ursachen des deutschen Widerstandes. In: *Newsletter für Engagement und Partizipation in Europa*, 8: 1-10.

References

- Kircova, I., & Esen, E. (2018). The effect of corporate reputation on consumer behaviour and purchase intentions. *Management Research and Practice*, 10(4), 21-32.
- Kirk, M., Vincent, J. (2014). Professional investor relations within the firm. *The Accounting Review*, 89(4), 1421-1452.
- Kittur, A., Chi, E. H., & Suh, B. (2008). Crowdsourcing user studies with mechanical turk. In Proceedings of the SIGCHI conference on human factors in computing systems, Association for Computing Machinery, 453-456.
- Köhler, A., Ratzinger-Sakel, N., & Theis, J. (2020). The effects of key audit matters on the auditor's report's communicative value: Experimental evidence from investment professionals and non-professional investors. *Accounting in Europe*, 17(2), 105-128.
- Kothari, U. (2019). A radical history of development studies: Individuals, institutions and ideologies. Zed Books Ltd.
- Kotzian, P., Stoeber, T., Hoos, F., & Weissenberger, B. E. (2020). To be or not to be in the sample? On using manipulation checks in experimental accounting research. *Accounting Research Journal*, 33(3), 469-482.
- KPMG. (2020). The time has come: The KPMG survey of sustainability reporting 2020. KPMG. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/11/the-time-has-come.pdf>
- Krische, S. D. (2019). Investment experience, financial literacy, and investment-related judgments. *Contemporary Accounting Research*, 36(3), 1634-1668.
- Lachmann, M., Stefani, U., & Wöhrmann, A. (2015). Fair value accounting for liabilities: Presentation format of credit risk changes and individual information processing. *Accounting, Organizations and Society*, 41, 21-38.
- Larkin, Y. (2013). Brand perception, cash flow stability, and financial policy. *Journal of Financial Economics* 110 (1), 232-253.
- Lasarov, W., Mai, R., Krause, J. S., Schmidt, U., & Hoffmann, S. (2021). Too cold to be skeptical: How ambient temperature moderates the effects of CSR communication. *Ecological Economics*, 183, 106943.

References

- Latapí Agudelo, M. A., Jóhannsdóttir, L., & Davídsdóttir, B. (2019). A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1), 1-23.
- Le, T. T. (2022). Corporate social responsibility and SMEs' performance: mediating role of corporate image, corporate reputation and customer loyalty. *International Journal of Emerging Markets*.
- Leuz, C. & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of accounting research*, 91-124.
- Lev, B., Petrovits, C., & Radhakrishnan, S. (2010). Is doing good good for you? Yes, charitable contributions enhance revenue growth. *Strategic Management Journal* 31 (2), 182-200.
- Levhari, D., & Levy, H. (1977). The capital asset pricing model and the investment horizon. *The Review of Economics and Statistics*, 59(1), 92-104.
- Levitt, S. D., & List, J. A. (2007). What do laboratory experiments measuring social preferences reveal about the real world? *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 153-174.
- Li, H., Wang, T., Cao, Y., Song, L., Hou, Y., & Wang, Y. (2022). Culture, thinking styles and investment decision. *Psychological Reports*, 125(3), 1528-1555.
- Li, Y., Richardson, G. D., & Thornton, D. B. (1997). Corporate disclosure of environmental liability information: Theory and evidence. *Contemporary accounting research*, 14(3), 435-474.
- Libby, R., Bloomfield, R., & Nelson, M. W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 27(8), 775-810.
- List, J. A., Sinha, P., & Taylor, M. H. (2006). Using choice experiments to value non-market goods and services: Evidence from field experiments. *Advances in Economic Analysis & Policy*, 6(2), 1132. <https://doi.org/10.2202/1538-0637.1132>
- Liu, J., Xiong, X., Gao, Y., & Zhang, J. (2023). The impact of institutional investors on ESG: Evidence from China. *Accounting & Finance*, 63, 2801-2826.
- Lorraine, N. H. J., Collison, D. J., & Power, D. M. (2004). An analysis of the stock market impact of environmental performance information. *Accounting Forum*, 28(1), 7-26.
- Lougee, B., & Wallace, J. (2008). The corporate social responsibility (CSR) trend. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(1), 96-108.

References

- Low, J., & Siesfeld, T. (1998). Measures that matter: Non-financial performance. *Strategy & Leadership*, 26(2), 24-38.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing* 70 (4), 1-18.
- Luo, X., Raithel, S., & Wiles, M. A. (2013). The impact of brand rating dispersion on firm value. *Journal of Marketing Research* 50 (3), 339-415.
- Lülfes, R., & Hahn, R. (2014). Sustainable behavior in the business sphere: A comprehensive overview of the explanatory power of psychological models. *Organization & Environment*, 27(1), 43-64.
- Lys, T., Naughton, J. P., & Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics* 60 (1), 56-72.
- Maaloul, A., Zéghal, D., Ben Amar, W., & Mansour, S. (2023). The effect of environmental, social, and governance (ESG) performance and disclosure on cost of debt: The mediating effect of corporate reputation. *Corporate Reputation Review*, 26(1), 1-18.
- Malhotra, N. K. (1982). Information load and consumer decision making. *Journal of Consumer Research*, 8(4), 419-430.
- Malik, M., Al Mamun, M., & Amin, A. (2019). Peer pressure, CSR spending, and long-term financial performance. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(3), 241-260.
- Marquis, C., Toffel, M. W., & Zhou, Y. (2016). Scrutiny, norms, and selective disclosure: A global study of greenwashing. *Organization Science*, 27(2), 483-504.
- Masini, A., & Menichetti, E. (2012). The impact of behavioural factors in the renewable energy investment decision making process: Conceptual framework and empirical findings. *Energy Policy*, 40, 28-38.
- May, C. R., Finch, T., Ballini, L., MacFarlane, A., Mair, F., Murray, E., Treweek, S., & Rapley, T. (2011). Evaluating complex interventions and health technologies using normalization process theory: Development of a simplified approach and web-enabled toolkit. *BMC Health Services Research*, 11, 245.
- Merkt, H. (2001). Unternehmenspublizität: Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme.

References

- Miras-Rodríguez, M. D. M., Bravo-Urquiza, F., & Escobar-Pérez, B. (2020). Does corporate social responsibility reporting actually destroy firm reputation?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(4), 1947-1957.
- Milne, M. J., & Chan, C. C. C. (1999). Narrative corporate social disclosures: How much of a difference do they make to investment decision-making? *The British Accounting Review*, 31(4), 439–457.
- Mio, C., Panfilo, S., & Blundo, B. (2020). Sustainable development goals and the strategic role of business: A systematic literature review. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3220-3245.
- Mion, G. & Loza A. C. R. (2019). Mandatory nonfinancial disclosure and its consequences on the sustainability reporting quality of Italian and German companies. *Sustainability*, 11(17): 4612.
- Mittelbach-Hoermanseder, S., Hummel, K., Barrantes, E., & Guggenberger, V. (2021). Digitalization of financial reporting: The preparers' perspective. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3786100>.
- Moravcikova, K., Stefanikova, L., & Rypakova, M. (2015). CSR reporting as an important tool of CSR communication. *Procedia Economics and finance*, 26, 332-338.
- Moser, D. V., & Martin, P. R. (2012). A broader perspective on corporate social responsibility research in accounting. *The Accounting Review* 87 (3), 797-806.
- Needham, S., Warnke, L., & Müller, S. (2023). Grünes Licht für die Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD): Ein Überblick über die finalisierten Regelungen zur Nachhaltigkeitsberichterstattung. In: *Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung*, 1: 41-46.
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77, 41-52.
- Nguyen, N., & Leblanc, G. (2001). Corporate image and corporate reputation in customers' retention decisions in services. *Journal of retailing and Consumer Services*, 8(4), 227-236.
- Nietsch, M. (2022). Von der nichtfinanziellen Berichterstattung zur Nachhaltigkeitsberichterstattung – Eine Momentaufnahme zum Vorschlag der Corporate Sustainability Reporting Directive. In: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 10: 449-461.

References

- Nikolaeva, R., & Bicho, M. (2011). The role of institutional and reputational factors in the voluntary adoption of corporate social responsibility reporting standards. *Journal of the Academy of Marketing Science* 39 (1), 136-157.
- Nilsson, J. (2009). Segmenting socially responsible mutual fund investors. *International Journal of Bank Marketing*, 27(1), 5-31.
- Öberseder, M., Schlegelmilch, B. B., & Murphy, P. E. (2013). CSR practices and consumer perceptions. *Journal of Business Research*, 66(10), 1839-1851.
- Paetzold, F., & Busch, T. (2014). Unleashing the powerful few. *Organization & Environment*, 27(4), 347-367.
- Parguel, B., Benoît-Moreau, F., & Larceneux, F. (2011). How sustainability ratings might deter 'greenwashing': A closer look at ethical corporate communication. *Journal of Business Ethics* 102 (1), 15-28.
- Parker, L. (2014). Constructing a research field: a reflection on the history of social and environmental accounting. *Social and Environmental Accountability Journal*, 34(2), 87-92.
- Peeters, G., & Czapinski, J. (1990). Positive-negative asymmetry in evaluations: The distinction between affective and informational negativity effects. *European Review of Social Psychology*, 1(1), 33-60.
- Pérez-Cornejo, C., Quevedo-Puente, E. D., & Delgado-García, J. B. (2020). Reporting as a booster of the corporate social performance effect on corporate reputation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(3), 1252-1263.
- Pérez, A. (2015). Corporate reputation and CSR reporting to stakeholders: Gaps in the literature and future lines of research. *Corporate communications: An international journal*, 20(1), 11-29.
- Pérez, A., del Mar Garcia de los Salmones, M., & López, C. (2015). Corporate Reputation in The Spanish Context: An Interaction Between Reporting to Stakeholders and Industry. *Journal of Business Ethics* 129 (3), 733-746.
- Pham, H. S. T., & Tran, H. T. (2020). CSR disclosure and firm performance: The mediating role of corporate reputation and moderating role of CEO integrity. *Journal of Business Research*, 120, 127-136.

References

- Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R., & Mohammad, S. (2018): The impact of corporate social responsibility disclosure on financial performance: Evidence from the GCC Islamic banking sector. *Journal of Business Ethics* 151: 451-471.
- Prakash, A., and Potoski, M. (2012). Voluntary environmental programs: A comparative perspective. *Journal of Policy Analysis and Management*, 31(1), 123-138.
- Qiu, Y., Shaukat, A. and Tharyan, R. (2016), "Environmental and social disclosures: link with corporate financial performance", *The British Accounting Review*, 48(1), 102-116.
- Reimsbach, D., & Hahn, R. (2015). The effects of negative incidents in sustainability reporting on investors' Judgments—an experimental study of Third-party versus Self-disclosure in the realm of sustainable development. *Business Strategy and the Environment*, 24(4), 217-235.
- Reimsbach, D., Hahn, R., & Gürtürk, A. (2018). Integrated reporting and assurance of sustainability information: An experimental study on professional investors' information processing. *European Accounting Review*, 27(3), 559-581.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of banking & finance*, 32(9), 1723-1742.
- Rhee, M. and Haunschild, P.R. (2006). The liability of good reputation: A study of product recalls in the U.S. automobile industry, *Organization Science*, 17 (1), 101-117.
- Rikhardsson, P., & Holm, C. (2008). The effect of environmental information on investment allocation decisions - an experimental study. *Business Strategy and the Environment*, 17(6), 382-397.
- Rindova, V. P., Williamson, I. O., Petkova, A. P., & Sever, J. M. (2005). Being good or being known: An empirical examination of the dimensions, antecedents, and consequences of organizational reputation. *Academy of Management Journal* 48 (6), 1033-1049.
- Rosen, B. N., Sandler, D. M., & Shani, D. (1991). Social issues and socially responsible investment behavior: A preliminary empirical investigation. *Journal of Consumer Affairs*, 25(2), 221-234.
- Roth-Mingram, B. (2015). Corporate Social Responsibility (CSR) durch eine Ausweitung der nichtfinanziellen Informationen von Unternehmen. In: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 34: 1341-1346.

References

- Rupley, K. H., Brown, D., & Marshall, S. (2017). Evolution of corporate reporting: From stand-alone corporate social responsibility reporting to integrated reporting. *Research in accounting regulation*, 29(2), 172-176.
- S&P Global (2022a). S&P Global ESG Scores – Methodology. URL: <https://2022.pdf>, Abruf am 17.10.2022.
- S&P Global (2022b). ESG Scores. URL: <https://www.spglobal.com/esg/solutions/data-intelligence-esg-scores>, Abruf am 17.10.2022.
- Sah, V., Gallimore, P., & Clements, J. S. (2010). Experience and real estate investment decision-making: A process-tracing investigation. *Journal of Property Research*, 27(3), 207-219.
- Sahi, S. K. (2012). Neurofinance and investment behaviour. *Studies in Economics and Finance*.
- Schäfer, H. (2011). Transparenz von Unternehmensverantwortung mittels Ratings und Regulierungen sowie die Rolle des globalen Finanzsystems. In: Feuchte, Beate/Ulshöfer, Gotlind (Hrsg.): Finanzmarktakteure und Corporate Social Responsibility – Ordnung, Transparenz und Anlagestrategien. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften: 177-192.
- Schwarz, J., Beloff, B., & Beaver, E. (2002). Use sustainability metrics to guide decision making. *Chemical Engineering Progress*, 98(7), 58-63.
- Sen, S., & Bhattacharya, C. B. (2001). Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility. *Journal of Marketing Research*, 38(2), 225-243.
- Siew, R.Y.J (2015). A review of corporate sustainability reporting tools (SRTs). *Journal of environmental management*, 164, 180-195.
- Singh, K., & Misra, M. (2021). Linking corporate social responsibility (CSR) and organizational performance: The moderating effect of corporate reputation. *European Research on Management and Business Economics*, 27(1), 100-139.
- Skarmeas, D., & Leonidou, C. N. (2013). When consumers doubt, watch out! The role of CSR skepticism. *Journal of business research*, 66(10), 1831-1838.
- Söderbaum, P. (1999). Values, ideology and politics in ecological economics. *Ecological Economics*, 28(2), 161-170.
- Spence, M. (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *American Economic Review*, 92(3), 434-459.

References

- Srivastava, R. K., McInish, T. H., Wood, R. A., & Capraro, A. J. (1997). Part IV: How do reputations affect corporate performance?: The value of corporate reputation: Evidence from the equity markets. *Corporate Reputation Review*, 1, 61-68.
- Statman, M. (2004). What do investors want? *The Journal of Portfolio Management*, 30(5), 153-161.
- Staubus, G. J. (1999). *The decision-usefulness theory of accounting: A limited history*. Routledge.
- Stier, W. (2013). *Empirische forschungsmethoden*. Springer-Verlag.
- Sullivan, G. B. (2014). Collective pride, happiness, and celebratory emotions: aggregative, network, and cultural models. *Collective emotions: Perspectives from psychology, philosophy, and sociology*, 266-280.
- Sustainalytics (2021). ESG Risk Ratings – Methodology Abstract. URL: https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf, Abruf am 17.10.2022.
- Sweeney, L., & Coughlan, J. (2008). Do different industries report Corporate Social Responsibility differently? An investigation through the lens of stakeholder theory. *Journal of Marketing Communications* 14 (2), 113-124.
- Talwar, M., Talwar, S., Kaur, P., Tripathy, N., & Dhir, A. (2021). Has financial attitude impacted the trading activity of retail investors during the COVID-19 pandemic?. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 58, 102341.
- Tang, Z., Hull, C. E., & Rothenberg, S. (2012). How corporate social responsibility engagement strategy moderates the CSR–financial performance relationship. *Journal of management Studies*, 49(7), 1274-1303.
- Theis, J. C. (2018). *Nachhaltigkeitsberichterstattung in der Praxis: Anwendung im DAX30*, 1. Aufl. Düsseldorf: IDW Verlag GmbH.
- Tischer, S., & Hildebrandt, L. (2014). Linking corporate reputation and shareholder value using the publication of reputation rankings. *Journal of Business Research*, 67(5), 1007-1017.
- Trudel, R. (2019). Sustainable consumer behavior. *Consumer psychology review*, 2(1), 85-96.
- Usman, B. (2020). CSR reports, CSR disclosure quality, and corporate reputations: A systematic literature review. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, 4(1), 28â-55.

References

- Usman, B., & Yennita, Y. (2018). CSR Practice and asymmetry information of Indonesian public listed companies. *International Research Journal of Business Studies*, 11(1), 45-66.
- Van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented. *Journal of Business Ethics*, 138(3), 525-533.
- Van Horen, F., van der Wal, A., & Grinstein, A. (2018). Green, greener, greenest: Can competition increase sustainable behavior?. *Journal of Environmental Psychology*, 59, 16-25.
- Velicer, W. F., & Fava, J. L. (1998). Affects of variable and subject sampling on factor pattern recovery. *Psychological Methods*, 3(2), 231-251.
- Velte, Patrick (2017). Zukunft der nichtfinanziellen Berichterstattung – Das CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz als Zwischenlösung?! *Der Betrieb*, 48, 2813-2820.
- Von Hayek, F. A. (2005). *Die verfassung der freiheit* (Vol. 3). Mohr Siebeck.
- Von Wallis, M., & Klein, C. (2015). Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing. *Business Research*, 8, 61-98.
- Vurro, C. & Perrini, F. (2011). Making the most of corporate social responsibility reporting: disclosure structure and its impact on performance, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 11(4), 459-474.
- Walker, K. (2010). A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory. *Corporate reputation review*, 12, 357-387.
- Waller, G., Stringer, H., & Meyer, C. (2012). What cognitive behavioral techniques do therapists report using when delivering cognitive behavioral therapy for the eating disorders? *Journal of Consulting and Clinical Psychology*, 80(1), 171-175.
- Wang, Z., Hsieh, T. S., & Sarkis, J. (2018). CSR performance and the readability of CSR reports: too good to be true?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(1), 66-79.
- Wason, K. D., Polonsky, M. J., & Hyman, M. R. (2002). Designing vignette studies in marketing. *Australasian Marketing Journal*, 10(3), 41-58.

References

- Wu, D., & Pupovac, S. (2019). Information overload in CSR reports in China: An exploratory study. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13(3), 3-28.
- Allgeier, Sina (2023): CSR-D-Nachhaltigkeitsberichterstattung und KMU-Schutz. In: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 5: 195-200.
- Yu, E. P. Y., Van Luu, B., & Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social, and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, 52, 101192.
- Young In, S., Rook, D., & Monk A. (2019). Integrating Alternative Data (Also Known as ESG Data) in Investment Decision Making. *Global Economic Review*, 48:3, 237-260.
- Zamil I.A., Ramakrishnan S., Jamal N. M., Hatif M. A., & Khatib S. F. (2021). Drivers of corporate voluntary disclosure: a systematic review. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, (ahead-of-print).