



cric e.V. (Hrsg.)

sustainable FINANCE

Die Zukunft nachhaltigen Investierens –
ein interdisziplinärer Ausblick

Marion Ehringhaus und Luciano Leone

Abstract

Der Beitrag bietet eine umfassende Analyse der ESG-Anlagestrategie Stewardship, die in nachhaltigen Investitionen immer relevanter wird. Schwerpunkt ist die aktive Mitwirkung von Investoren bei Unternehmensentscheidungen durch Stimmrechtsausübung und den Dialog (Engagement) mit den investierten Unternehmen zur Verbesserung sozialer und ökologischer Unternehmenspraktiken. Herausforderungen wie die optimale Abstimmungsrichtlinie, Greenwashing sowie innovative Ansätze wie Pass-Through Voting werden beleuchtet. Zukünftige Entwicklungen im regulatorischen und thematischen Bereich werden ebenfalls skizziert.

1. Stewardship: Die ESG-Strategie der Wahl für nachhaltige Investments

Dieser Beitrag erklärt, was Stewardship ist und welche Bausteine die Stimmrechtsausübung und das Engagement beinhalten, mit dem Ziel, allen Lesern ein gemeinsames Verständnis von der Thematik zu ermöglichen. Anschließend werden neue Trends und insbesondere die zukünftigen Herausforderungen von Stewardship aufgezeigt und wie man ihnen umgeht. Stewardship bzw. Active Ownership setzt sich aus der Stimmrechtsausübung (englisch: Voting) und dem aktiven Dialog mit den Unternehmen (englisch: Engagement) zusammen. Es handelt sich um eine ESG-Strategie, bei der die Investoren (z. B. Asset-Manager und Fondsmanager von Banken, Versicherungen und Pensionskassen) mit den investierten Unternehmen (z. B. Holcim, Shell) zusammenarbeiten und interagieren, um finanzielle, ökologische und soziale Geschäftspraktiken zu verbessern. Das übergreifende Ziel ist: positive, langfristige und nachhaltige finanzielle Ergebnisse zu erzielen.¹

¹ AMAS und SSF 2023: Swiss Stewardship Code.

Eine regulatorische Verpflichtung zum Stewardship gibt es in den meisten europäischen Ländern bisher noch nicht. Im Rahmen der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) – oder IFRS Sustainability Disclosure Standards (IFRS)/Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)-Reports – ist die Stewardship-Strategie aber eine der konkret möglichen Maßnahmen, die auch von UNPRI-Mitgliedern verlangt wird. Außerdem gibt es zahlreiche nationale Stewardship Codes, die klare Erwartungen betreffend Governance und transparente Stewardship-Policy formulieren. Neben Details zu Voting und Engagement werden auch eine Eskalationsstrategie, größere Transparenz bei Interessenkonflikten und ihrer Handhabung sowie eine regelmäßige Kontrolle und öffentliches Reporting der Stewardship-Tätigkeiten erwartet.

1.1 Mehrwert und Fakten

Stewardship gehört genauso wie z. B. Ausschlusskriterien, ESG-Integration und normbasiertes Anlegen zu den nachhaltigen ESG-Anlagestrategien im Portfoliomanagement. Gemäß den Forschungsergebnissen der Universität Zürich (Heeb und Kölbel 2020) ist Stewardship sogar die Strategie der Wahl, weil Voting und Engagement eindeutig mehr positiven Wandel bei den investierten Unternehmen bewirken als andere ESG-Strategien. Insbesondere das Engagement als ein Teil von Stewardship wird gemäß der SSF-Studie (SSF 2024) von 2024 inzwischen bei 63 Prozent der nachhaltigen Anlagen angewandt und ist damit Top 4 der angewandten ESG-Strategien in der Schweiz. ESG-Voting als der andere Teil von Stewardship ist zwar Top 5, wird aber erst bei 33 Prozent der nachhaltigen Anlagen angewandt. Beide Ansätze sind gegenüber 2023 kontinuierlich um fünf bis sechs Prozent gewachsen. Der Mehrwert für Portfoliomanager:innen ist, dass sie einerseits ein tieferes Verständnis der ESG-Risiken und Chancen erhalten, was das Risiko-Ertrags-Profil verbessern kann, und andererseits größere Freiheit in ihrem Anlageuniversum haben können. Auch ermöglicht es den Portfoliomanager:innen, ihr Stimmverhalten mit den Werten ihrer nachhaltigen Anlagerichtlinien zu vereinbaren sowie interessante Gesprächsthemen für die Kundenkommunikation zu haben.

1.2 Bausteine des Stewardship Frameworks

Das Stewardship Framework fasst alle relevanten Aspekte zum Thema zusammen. Und das sind nicht wenige. Hinter jedem Baustein steht eine Reihe von Schlüsselfragen, die vor oder während der Umsetzung einer Stewardship-Strategie geklärt werden müssen. Das Framework hilft, eine stufenweise Einführung

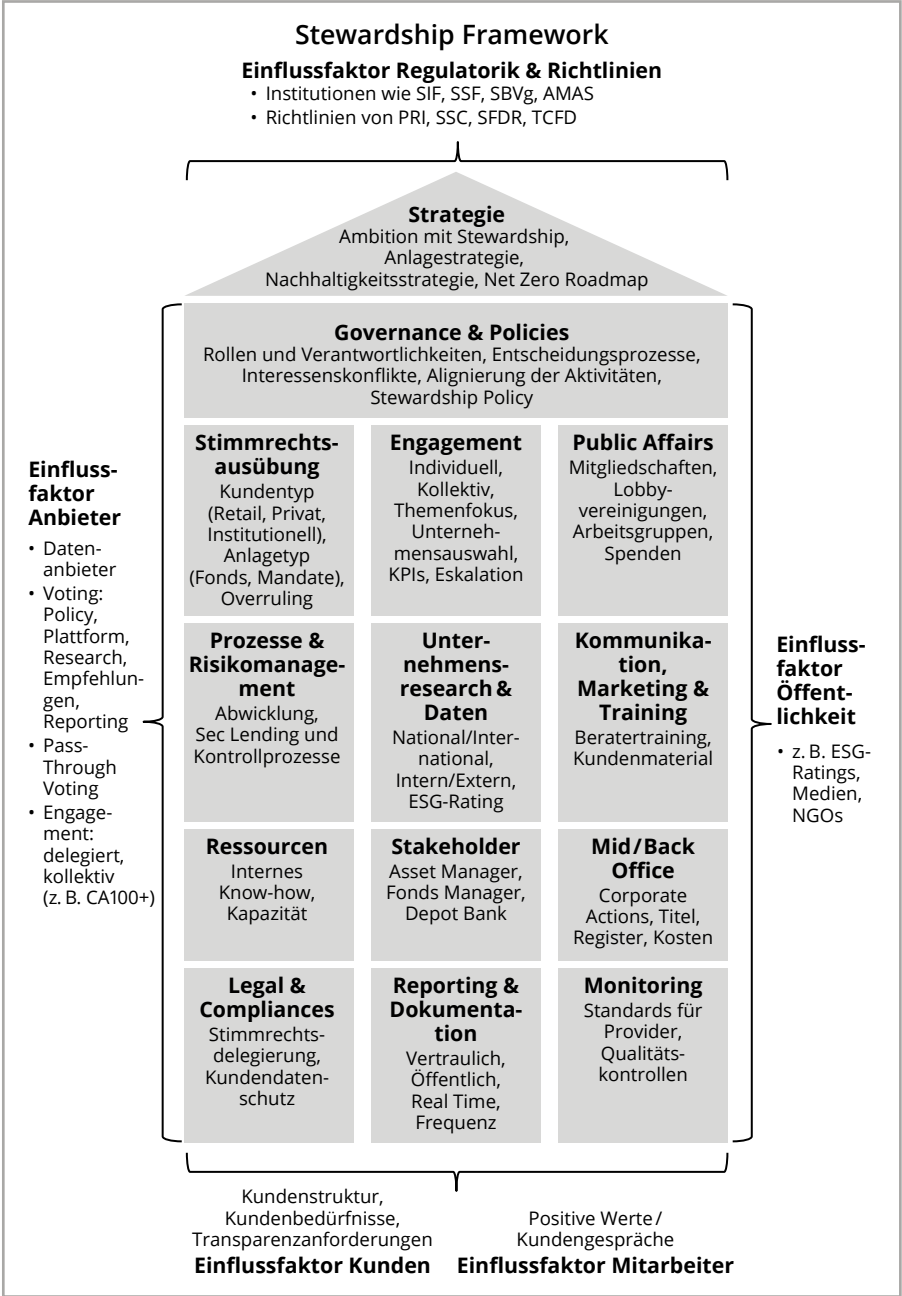


Abbildung 1: Das Stewardship Framework. Quelle: Wavestone Consulting Schweiz AG, 2024

zu planen und nicht nur die Strategie, Governance und Policy zu entwickeln, sondern auch praktische Aspekte wie Overruling- und Eskalationsprozesse, Daten und Ressourcen sowie das Reporting und Monitoring der Aktivitäten zu definieren. Was häufig vergessen wird, ist die Einbeziehung von Aktivitäten im Bereich Public Affairs/Public Policy bzw. dem Engagement mit den politischen und regulatorischen Gremien. Diese müssen mit den Aktivitäten von Engagement mit den Unternehmen und dem Voting im Einklang stehen. Hinzu kommen mehrere externe Einflussfaktoren wie z. B. Regulatorik, Kunden und Anbieter, die die Entscheidung, welche Art Stewardship aufzusetzen, maßgeblich beeinflussen.

Nachfolgend einige beispielhafte Kernfragen, die vor Beginn der Stimmrechtsausübung bzw. des Votings zu klären sind. Sollen nur Retailkunden von Fonds oder auch private Mandatskunden und institutionelle Kunden ein solches Angebot wahrnehmen können? Muss das interne Analystenteam das Unternehmensresearch ausweiten und die Stimmempfehlungen liefern, oder kauft man sich diese Services bei externen Anbietern ein? Welche der vielen Voting-Richtlinien im Markt sollte man anwenden oder besser selbst eine maßgeschneiderte entwickeln? Will man nur an nationalen oder auch an internationalen Abstimmungen teilnehmen?

Auch für die Engagement-Aktivitäten gilt es, mehrere Knackpunkte vorab zu lösen: Soll das Engagement individuell, fokussiert und mit eigenen Ressourcen gemacht werden oder breiter und im Kollektiv mit anderen Investoren und Netzwerken stattfinden (wie z. B. Climate Action 100+)? Welche Engagement-Themen sind für den Investor wirklich relevant (z. B. Klima, Ozeane, Plastik, Menschenrechte)? Welche Prinzipien stellen sicher, dass die Public-Affairs-Aktivitäten mit den Engagement-Aktivitäten im Einklang stehen?

2. Stimmrechtsausübung und Abstimmungsrichtlinien

Die Wahl und Gestaltung der Abstimmungsrichtlinie ist eine grundlegende, aber nicht einfache Entscheidung. Bevor wir auf die Wahl der Abstimmungsrichtlinien eingehen, ist es wichtig zu verstehen, über welche Themen Investoren überhaupt abstimmen können. Diese Themen lassen sich grob in die Kategorien Governance, Umwelt und Soziales einteilen. Zum besseren Verständnis werden im Folgenden einige Beispiele aus jeder Kategorie vorgestellt.

1. Governance (Unternehmensführung)

Investoren können über die Genehmigung oder Ablehnung von Vorstandsvergütungen abstimmen, um eine gesunde Unternehmensleistung sicherzustellen. Investoren können zur Wahl von Direktoren abstimmen und deren Unabhängigkeit bewerten, um eine effektive Unternehmensführung zu gewährleisten.

2. Umwelt

Investoren können über Maßnahmen zur Minderung des Klimawandels abstimmen, einschließlich Zielen zur Reduzierung von Treibhausgasemissionen und transparenter Berichterstattung. Investoren können über Maßnahmen abstimmen, die sicherstellen, dass Unternehmen ein effektives Management und eine Überwachung von Umweltrisiken implementiert haben.

3. Soziales

Investoren können Unternehmen zur Einführung von Diversitäts- und Inklusionsmaßnahmen ermutigen, beispielsweise durch die Erhöhung des Anteils unterrepräsentierter Gruppen in Führungspositionen. Je nach Jurisdiktion können Investoren über die Einführung fairer Arbeitspraktiken abstimmen, wie etwa existenzsichernde Löhne, sichere Arbeitsbedingungen und den Schutz der Arbeitnehmerrechte.

2.1 Die Wahl der optimalen Abstimmungsrichtlinie

Stewardship-Dienstleister wie die globalen Player ISS, Glass Lewis, Federated Hermes sowie die Schweizer Anbieter wie Ethos und Inrate entwickeln und wenden standardisierte und/oder thematische Abstimmungsrichtlinien an, die auf bewährten Governance-Praktiken und globalen Trends basieren, ergänzt durch eigene interne Recherchen. Diese Politiken sind so gestaltet, dass sie in verschiedenen Märkten und Sektoren breit anwendbar sind und somit Konsistenz gewährleisten.

Besonders hervorzuheben ist, dass die führenden Anbieter eine Vielzahl von Richtlinien anbieten, die auf die unterschiedlichen Bedürfnisse und Präferenzen der Kunden eingehen, wie in Abbildung 2 dargestellt.

Banken und Vermögensverwalter verlassen sich häufig auf die Abstimmungsrichtlinien etablierter Abstimmungs- und Beratungsdienste. Viele Finanzinstitute verfolgen jedoch einen stärker kundenorientierten Ansatz, indem sie spezifische Anlagestrategien und Nachhaltigkeitsziele in ihre Abstimmungsrichtlinie integrieren. Daher entscheiden sie sich häufig für maßgeschneiderte Lösun-

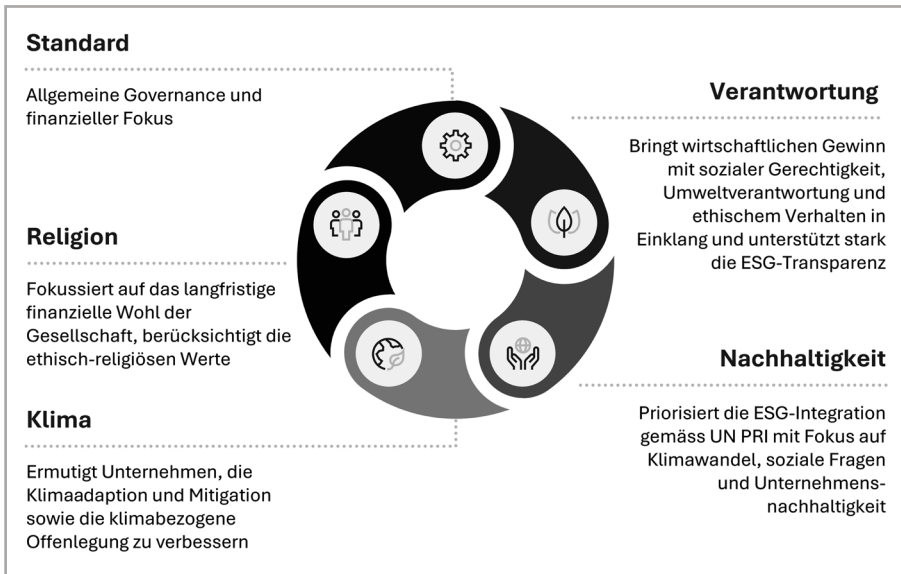


Abbildung 2: Arten von Abstimmungsrichtlinien.

Quelle: Wavestone Consulting Schweiz AG, 2024

gen, entweder mit Unterstützung von Stewardship-Dienstleistern oder durch die Entwicklung von Abstimmungsrichtlinien intern.

Ein Vermögensverwalter könnte sich beispielsweise dafür entscheiden, eine Abstimmungsrichtlinie für sozial verantwortliche Investitionen (SRI) umzusetzen. Wenn die Institution jedoch feststellt, dass die klimabezogenen Komponenten dieser Politik nicht mit ihren festgelegten Klimazielen übereinstimmen, kann sie entweder zu einer klimafokussierten Abstimmungsrichtlinie wechseln oder eine angepasste Abstimmungsrichtlinie wählen. Dies könnte beinhalten, die SRI-Politik maßgeschneidert anzupassen, um strengere Klimakriterien zu integrieren, wie beispielsweise kurz-, mittel- und langfristige Klimaziele und extern zertifizierte Klimaziele zu verlangen.

Daher ist es wichtig, die Nuancen der verschiedenen verfügbaren Abstimmungsrichtlinien zu verstehen und eine klare Meinung zu Abstimmungen und Unternehmen zu haben. Während die Unterschiede auf den ersten Blick gering erscheinen mögen, können sie, basierend auf der Stewardship-Strategie der Institution, erhebliche Auswirkungen haben.

Nachfolgend sind einige wichtige Unterschiede zwischen den verschiedenen Abstimmungsrichtlinien aufgeführt:

Elemente	Richtlinie A	Richtlinie B	Richtlinie C
Unabhängigkeit und Zusammensetzung des Vorstands	Mehr als 50 % Unabhängigkeit des Vorstands, exklusive CEO	Mehr als 50 % Unabhängigkeit mit zusätzlichen Diversitätsanforderungen	Mehr als 50 % Unabhängigkeit mit Rechenschaftspflicht in ESG-Fragen
Ausrichtung der Vergütung der Führungskräfte	Ausrichtung an finanzieller Leistung und Unternehmensstrategie	Beinhaltet ESG-Leistungskennzahlen in der Ausrichtung	Vergütung ist an Leistung gekoppelt, einschließlich spezifischer ESG-Kriterien
Materieller Fokus auf Nachhaltigkeit	Fallweise, allgemein unterstützend für Nachhaltigkeitsvorschläge	Allgemein unterstützend für Vorschläge zu Klima- und sozialen Themen	Unterstützt entschieden Vorschläge zur Verbesserung der ESG-Offenlegung

Abbildung 3: Beispiele für Abstimmungsrichtlinien. *Quelle: BlackRock, Voting Choice, Policy Comparison, 2024*

2.2 Herausforderungen bei der Stimmrechtsabgabe

Die Erstellung einer maßgeschneiderten Abstimmungsrichtlinie intern oder mithilfe eines externen Stewardship-Dienstleisters kann mehrere Herausforderungen mit sich bringen. Erstens sind die Kosten für die Einrichtung und laufende Gebühren in der Regel höher als die für eine Standard-Abstimmungsrichtlinie und können je nach Komplexität der gewünschten Anpassungen erheblich variieren.

Zweitens erfordert die Entwicklung einer maßgeschneiderten Abstimmungsrichtlinie ausreichend Zeit, damit der Stewardship-Anbieter die notwendigen Anpassungen analysieren und umsetzen kann.

Drittens ist es entscheidend, über interne Stewardship-Expertise zu verfügen. Dazu gehören Kenntnisse in ESG-Analyse, rechtlichen und compliance-relevanten Aspekten sowie den Prozessen der Hauptversammlungsabstimmungen.

Trotz dieser Herausforderungen können die Vorteile einer gut umgesetzten, maßgeschneiderten Abstimmungsrichtlinie die Übereinstimmung mit der Stewardship- und Gesamtnachhaltigkeitsstrategie der Finanzinstitution erheblich verbessern. Diese Anpassung stärkt die Beziehungen zu den Kunden, erhöht das Vertrauen und mildert potenzielle Reputationsrisiken.

Während Finanzinstitute aktiver in ihren Stewardship-Aktivitäten werden, müssen sie auch der zunehmenden Prüfung durch NGOs Rechnung tragen.

Aktuelle Berichte (ShareAction 2023; Greenpeace 2024) zeigen immer wieder auf, dass ihre Stewardship-Richtlinien nicht immer mit ihrem Abstimmungsverhalten bei umwelt- und sozialbezogenen Aktionärsresolutionen übereinstimmen.

Der Weg zu effektiven Stewardship-Aktivitäten erfordert ein starkes Engagement der Vermögensverwalter für Transparenz und Rechenschaftspflicht. Sie sollten regelmäßig umfassende Abstimmungsunterlagen veröffentlichen und detaillierte Erklärungen zu ihren Entscheidungen sowie zu Abweichungen von der gewählten Abstimmungsrichtlinie bereitstellen. Auch die Ergänzung durch Engagement-Dialoge mit den Unternehmen sollte klar dargestellt werden, um aufzuzeigen, dass aufgrund der positiven Fortschritte im Engagement das Voting z. T. nicht ganz so strikt gehandhabt wird, wie man als Außenstehender erwarten würde. Durch die Wahl einer maßgeschneiderten Abstimmungsrichtlinie können Vermögensverwalter ihren Nachhaltigkeitsverpflichtungen besser nachkommen, bedeutende Veränderungen vorantreiben und Reputationsrisiken minimieren.

2.3 Pass-Through Voting:

Ein Schritt zur Ermächtigung von Investoren

In der heutigen sich wandelnden Finanzlandschaft gewinnt das Pass-Through Voting an Bedeutung als innovative Möglichkeit für Investoren in gepoolten Fonds, aktiv an Abstimmungen teilzunehmen. Typischerweise bestimmen die Fondsmanager und Vermögensverwalter im Namen der Investoren in ihren Fonds, wie in Generalversammlungen abgestimmt wird, und dies bisher meistens im Sinne der Unternehmensführung. Die Anwendung von eigenständigen und kritischeren Abstimmungsrichtlinien hat sich zwar in den letzten zehn Jahren sukzessive verbessert, aber durch Pass-Through Voting wurde die Stimmrechtsabgabe um eine weitere innovative und eventuell sogar transformative Option erweitert.

Es ermöglicht jedem einzelnen privaten oder institutionellen Investor eines gepoolten Investmentfonds, unabhängig von der Meinung ihres Fondsmanagers gemäß ihren individuellen Normen abzustimmen. Über eine Mobile-Applikation oder Webseite kann der Investor entweder einmalig die gewünschte Abstimmungsrichtlinie selbst auswählen, die dann für seine Stimmanteile bei Generalversammlungen angewandt wird. Einige Fondsmanager ermöglichen es dem einzelnen Anleger bereits, innerhalb eines Zeitfensters die Abstimmungsempfehlung auf Traktandenebene zu überstimmen. Danach werden anteils-

mäßig Pro-, Kontra- und Enthaltungsstimmen ausgewertet und mittels des sogenannten Split Voting die Stimmen für den Investmentfonds gesamthaft eingereicht.

Der Anstieg des Pass-Through Voting erfolgt vor dem Hintergrund wachsender Anti-ESG-Stimmungen insbesondere in den Vereinigten Staaten. Mit dem zunehmenden Einfluss des passiven Investierens hat die Einflussnahme großer Vermögensverwalter wie BlackRock, Vanguard und State Street auf die Unternehmensführung schon fast eine Monopolfunktion. Um diesen Trend Einhalt zu gebieten, unterstützt die amerikanische Finanzmarktaufsicht die Ausbreitung von Pass-Through Voting.

Kürzlich berichtete BlackRock von einem erheblichen Rückgang seiner Unterstützung für Umwelt- und soziale Aktionärsvorschläge, die in der letzten Hauptversammlungssaison auf nur 4,1 Prozent gesunken ist, im Vergleich zu 47 Prozent im Jahr 2020/21 (Reuters 2024). Dies spiegelt einen Wandel hin zu einem vorsichtigeren Ansatz bei ESG-Themen wider, um keine weiteren Investoren zu verlieren.

Die Demokratisierung der Stimmrechte ist vor diesem Hintergrund insofern eine wünschenswerte Entwicklung, als sie allen politischen und moralischen Lagern erlaubt, nach ihren Wertvorstellungen die Unternehmensentwicklung voranzutreiben. Es handelt sich allerdings um einen sehr liberalen Ansatz, da ESG-Regulierungen nicht mehr nur über die Asset- und Fondsmanager im Finanzmarkt greifen können, sondern direkt an die Unternehmen durch erhöhte Konzernverantwortungsanforderungen gerichtet werden müssten.

3. Engagement und seine Ausprägungen

Engagement ist eine Aktivität im Rahmen von Stewardship und Teil eines verantwortungsbewussten Investitionsansatzes. Dabei treten die Aktionäre bzw. Investoren (z. B. Asset-Manager und Fondsmanager von Banken, Versicherungen und Pensionskassen) neben dem Abstimmen an Generalversammlungen mit der Geschäftsleitung von Unternehmen (z. B. Holcim, Shell) in den aktiven Dialog. Das übergreifende Ziel ist, positive langfristige und nachhaltige finanzielle Ergebnisse für das Anlageportfolio zu erzielen, indem sie die Geschäftsleitung davon überzeugen, Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien innerhalb ihres Einflussbereiches stärker zu berücksichtigen.

Engagement lässt sich in drei Bereiche unterteilen, die alle ihre Berechtigung haben und idealerweise in ihren Schwerpunkten und Werten aufeinander

abgestimmt sein sollten. In diesem Kapitel wird vor allem das Engagement mit den Unternehmen beleuchtet.

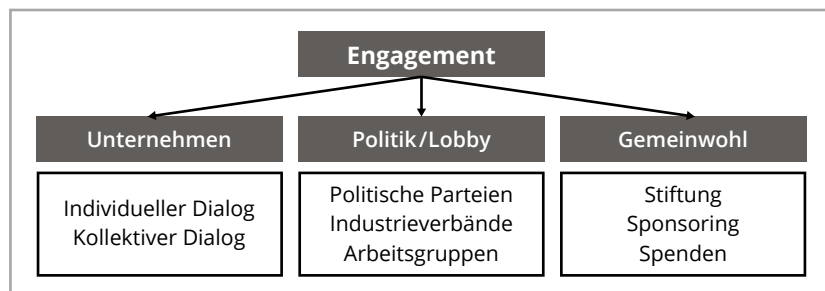


Abbildung 4: Engagement-Arten. *Quelle: Wavestone Consulting Schweiz AG, 2024*

Meist wird im Zusammenhang mit Engagement vom Dialog mit den Unternehmen gesprochen. Es handelt sich um Unternehmen, in die man aktuell investiert ist und bei denen konkretes Verbesserungspotenzial besteht, das man durch den Dialog mit der Unternehmensführung erfüllt haben möchte. Es können aber auch Unternehmen sein, in die man momentan nicht investiert ist. Man hätte sie aber gerne im Anlageuniversum, sobald sie bestimmte Anforderungen erfüllen. Auch bei diesen Unternehmen kann man durch den Dialog häufig das Bewusstsein für die Wichtigkeit von nachhaltigen Geschäftspraktiken verbessern und so maßgeblich positive Veränderungen in der Realwirtschaft bewirken.

Der zweite Bereich ist das politische Engagement (englisch: Public Policy, Policy Affairs). Dazu gehören die Mitgliedschaft in politischen Parteien und Industrieverbänden sowie die Teilnahme an Lobbyvereinigungen und die Mitarbeit an Arbeitsgruppen zu neuen Gesetzgebungen.

Der dritte Bereich ist das Engagement für das Gemeinwohl. Hier geht es um Spenden und Sponsoring für Aktivitäten in Verbindung mit Kunst, Kultur, Musik, Sport, Gesundheit, Bildung, Wissenschaft, Soziales, Natur- und Artenschutz etc. Oft wird es über eine firmeninterne Stiftung für Philanthropie abgewickelt.

Der größte Kritikpunkt an jeder Art des Engagements ist die fehlende Messbarkeit des kausalen Zusammenhangs zwischen Ursache (Engagement) und Wirkung (positive Veränderung). Zudem besteht die Gefahr von Greenwashing, wenn Investoren sich damit brüsten, aktive positive Veränderung zu bewirken, aber faktisch lediglich einen kritischen Brief an Hunderte von Unternehmen gesandt haben.

3.1 Engagement-Themen

Die Themenvielfalt im Dialog mit Unternehmen ist groß und wandelt sich mit der Zeit. Je mehr Investoren sich dem aktiven Unternehmensdialog widmen, desto diverser werden die Themen, die sie für den Austausch auswählen. Ursprünglich ging es erst mal nur um eine bessere Governance und Aufsichtspflicht und später dann um Vergütungsentscheide und (Wieder-)Wahlen von Verwaltungsratsmitgliedern. Inzwischen sind unter anderem folgende Themen beliebt geworden:

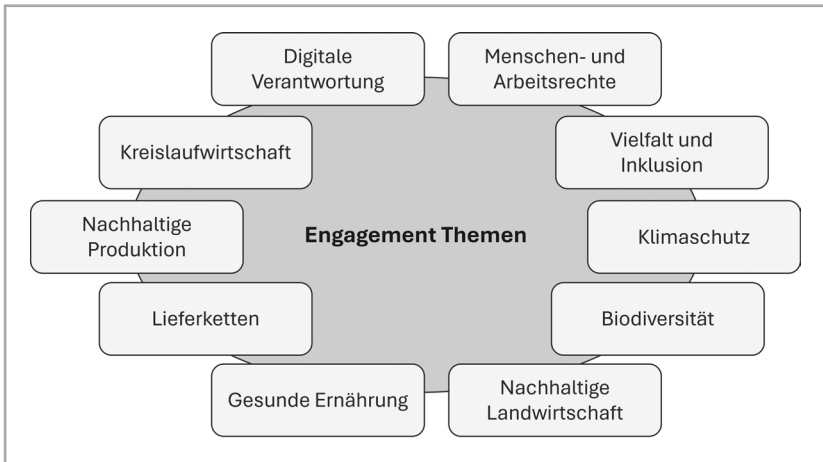


Abbildung 5: Beispiele von Engagement-Themen.

Quelle: Wavestone Consulting Schweiz AG, 2024

Beim normenbasierten Engagement nach den Prinzipien des UN Global Compact² und den OECD-Richtlinien³ geht es z. B. um Menschen- und Arbeitsrechte wie die Zahlung von existenzsichernden Löhnen, den Verzicht auf Kinderarbeit oder auch die Sicherheit am Arbeitsplatz. Themenbasiertes Engagement fokussiert sich z. B. auf das Thema Klimaschutz und verlangt von Unternehmen die Veröffentlichung der Netto-Null-Klimaziele und der Übergangspläne

² United Nations Global Compact, The Ten Principles of the UN Global Compact, <https://unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>, abgerufen am 24. 10. 2024.

³ OECD, OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct https://www.oecd.org/en/publications/oecd-guidelines-for-multinational-enterprises-on-responsible-business-conduct_81f92357-en.html, abgerufen am 24. 10. 2024.

dazu oder auf das Thema nachhaltige Landwirtschaft und die Reduktion von Pestiziden.

Einerseits ist es sinnvoll, dass alle Investoren gleichzeitig die gleichen Themen zeitgleich ansprechen, um den Druck zu erhöhen und die Unternehmen zu Verbesserungen zu motivieren. Andererseits ermöglicht die Vielfalt an Themen auch den Investoren, sie an ihre eigenen Wertevorstellungen auszurichten und sich auf ein paar wenige Themen zu konzentrieren, aber diese dann wirklich tiefgründig zu verstehen und mit realistischen Vorschlägen und Erwartungen auf die Unternehmen zuzugehen.

3.2 Individuelles versus kollektives Engagement

Für ein effektives Engagement braucht es als Fundament eine klare Engagement-Richtlinie und eine gute Governance für die Entscheidungsfindung in Bezug auf Themen- und Unternehmensauswahl sowie die Arbeitsaufteilung innerhalb des Unternehmens zwischen z. B. dem Researchteam im Investment-Center und dem Nachhaltigkeitsteam auf der Konzernebene. Je nach internem Know-how und Ressourcenverfügbarkeit kann darauf dann die passende Lösung aufgebaut werden.

Beim individuellen Engagement steht die Qualität vor der Quantität. Ein Investor kann realistischerweise mit einem Team von ein bis drei Mitarbeitern maximal zehn bis 20 Unternehmen möglichst aus einer limitierten Anzahl Industrien/Sektoren professionell abdecken. Dafür gilt es, die relevanten Themen sorgfältig zu definieren und dann die meistbetroffenen Unternehmen dazu auszuwählen, die ein Verbesserungspotenzial aufweisen. Die Gespräche sollten fachlich relevant geführt und die vereinbarten Ziele kontinuierlich gemessen werden.

Das kollektive Engagement setzt dagegen auf den Druck der Masse (z. B. ISS, Glass Lewis, EOS Federated Hermes). Sie setzen an erster Stelle auf den schriftlichen Verkehr und können aufgrund der großen Anzahl von Investoren, die sie vertreten, beim Unternehmen Druck aufbauen. Sie geben deutlich zu verstehen, dass die gewünschten Verbesserungen keine Option sind, sondern dass sie ggf. die Missstände publik machen und ihre Stimmausübung zur Eskalation nutzen werden. Besonders interessant sind zusätzlich die kollektiven Gruppierungen und Initiativen, an die man sich als Investor anschließen kann. So gibt es z. B. Shareholders for Change (SfC), ShareAction, KnowtheChain (KTC), Climate Action 100+, Nature Action 100, FAIRR und viele mehr, die sich thematisch fokussieren. Sie versuchen, konkrete Vorschläge für Maßnahmen zur Pro-

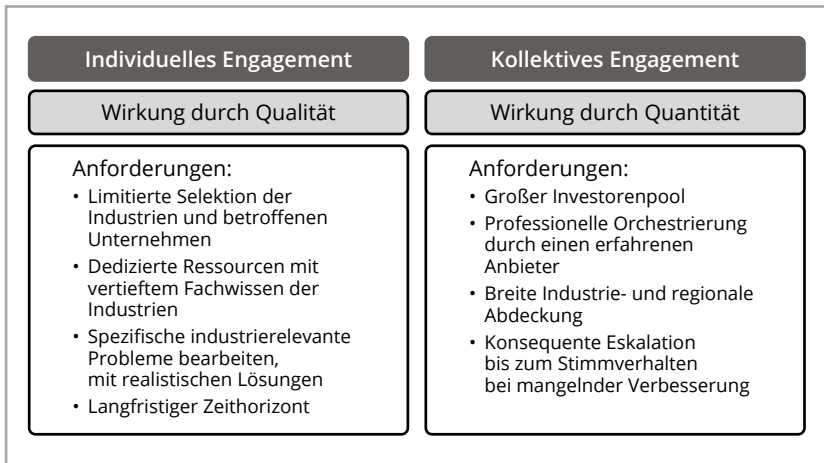


Abbildung 6: Arten von Engagement. *Quelle: Wavestone Consulting Schweiz AG, 2024*

blemlösung zu bringen wie z. B. alternative Vorschläge für nachhaltigere Rohstoffe oder Technologien für effizienteren Energieverbrauch. Die Vielfalt an Initiativen und Themen birgt jedoch immer auch die Gefahr, die Ressourcen der betroffenen Unternehmen zu überfordern.

Ob man nun Engagement auf allen drei Bereichen wie Unternehmen, Lobbyarbeit und Gemeinwohl tätigt oder nur in einem und ob man es individuell oder kollektiv macht, jede Art des Engagements hat seine Daseinsberechtigung und trägt zu einer nachhaltigen Transformation bei. Gerade die Summe an verschiedenen Ansätzen macht es den Unternehmen immer bewusster, wie wichtig die nachhaltige Transformation für eine zukunftsfähige Wirtschaft ist. Sie alle gemeinsam erhöhen den Druck auf die Unternehmen, auch effektiv etwas zu ändern und zu verbessern und transparent darüber zu berichten.

3.3 Was tun, wenn sich nichts tut?

Der Fachbegriff heißt Eskalation. Nur durch konsequente Eskalation kann die Glaubwürdigkeit von Engagement aufrechterhalten werden. Dazu gehört z. B. nach mehreren unbeantworteten Briefen die Bitte um ein Gespräch mit dem Vorstandsvorsitzenden. Möglich ist auch, die Stimmabsichten gegen das Management öffentlich zu machen oder einen eigenen Antrag für die Generalversammlung einzureichen. Welche Maßnahmen infrage kommen und in welcher Reihenfolge sie angewandt werden, ist individuell und muss situativ ent-

schieden und angepasst werden. Es bedarf vor allem eines großen Maßes an gesundem Menschenverstand und nicht zu viel prozessualer Sturheit, damit die Eskalationsmaßnahmen nicht den bisherigen Erfolg vom Engagement ersticken. Anbei ein illustrativer Ablauf eines Engagement-Prozesses:

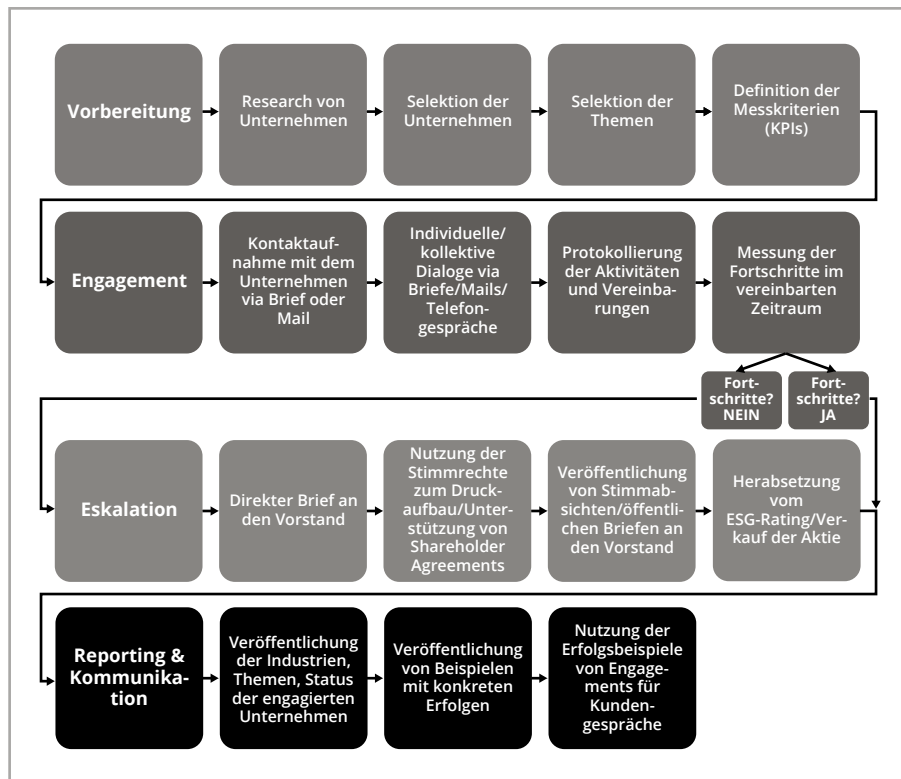


Abbildung 7: Illustrativer Eskalationsprozess. Quelle: Wavestone Consulting Schweiz AG, 2024

3.4 Herausforderungen im Engagement

Neben Fachwissen über die Industrie und die relevanten Probleme braucht es eine lösungsorientierte Gesprächskultur, gegenseitiges Verständnis und viel Geduld. Solche grundlegenden Veränderungen passieren nicht von heute auf morgen und brauchen auch mal drei bis fünf Jahre. In hartnäckigen Fällen muss konsequenter eskaliert werden, damit die Durchschlagskraft und Glaubwürdig-

keit von Engagement erhalten bleiben, und als Ultima Ratio erfolgt der Verkauf der Aktie (Divestment).

In den kommenden Jahren erwarten wir eine verbesserte Transparenz der Engagement-Aktivitäten, die helfen wird, Greenwashing in diesem Bereich zu reduzieren. Eine stärkere Selbstregulierung der Bankbranche (z. B. verpflichtender Stewardship Code) oder neue regulatorische Anforderungen können diesen Prozess beschleunigen. Speziell zu Stewardship-Ansätzen wird größere Transparenz zum Auswahlverfahren für Investments, zum kollektiven Engagement, zum Prozess der Einflussnahme, zum Eskalationsprozess und zur Wirksamkeitsbeurteilung des Engagements verlangt.

Es besteht allerdings auch die Gefahr, dass ein so qualitatives Thema wie Engagement durch Überregulierung und den Wunsch nach Messbarkeit zur Farce wird und seine Wirksamkeit völlig verliert. Dagegen schützt bis zu einem gewissen Grad die steigende Professionalisierung des Engagements dank der weltweit wachsenden Anzahl von Stewardship Codes und neuen Stellenangeboten. Die Themen werden weiterhin vielfältig und komplex bleiben. Um der Dokumentation der verschiedenen Engagement-Aktivitäten Herr zu bleiben, wird es immer mehr Anbieter für Engagement-Reporting geben, und man muss die Spreu vom Weizen trennen können.

Im Unterschied zu vielen anderen ESG-Strategien erwarten wir, dass Engagement weiterhin sein Potenzial, tatsächlich eine positive Wirkung zu erzeugen, ausbauen kann und eine noch wichtigere Stellung einnehmen wird.

4. Greenwashing-Gefahren im Stewardship und ihre Behebung

4.1 Quantität versus Qualität

Greenwashing, auf Deutsch auch oft Grünfärberei genannt, ist eine der dominanten Gefahren, die es einzudämmen gilt. Eine Herausforderung ist, die richtige Balance zu finden zwischen dem Dialog mittels Standardmassenmails an viele Unternehmen und dem persönlichen Dialog mit den investierten Unternehmen und bei Bedarf ernsthaften Eskalationsmaßnahmen. Eine zweite Herausforderung besteht darin, die Kohärenz zwischen strikten, öffentlich publizierten Abstimmungsrichtlinien für die gute Reputation und dem effektiven Abstimmungsverhalten sicherzustellen. Dieser Gefahr kann man nur mit einer strategischen Diskussion zu der Motivation und Ambition der Geschäftsleitung für Stewardship-Aktivitäten entgegenwirken. Diese sollte in einem klaren Ste-

wardship Framework abgebildet werden, das Governance, Set-up, Alignierung der Aktivitäten, dedizierte Ressourcen, Eskalationsmaßnahmen sowie Interessenkonflikte umfasst.

4.2 Harmonisierung der Stewardship-Aktivitäten

Auch die Harmonisierung zwischen Engagement-Bemühungen, dem Voting und der Public-Policy-Lobbyarbeit von Banken und Asset-/Fondsmanagern muss weiter verbessert werden. Es kann nicht sein, dass im Engagement strengere Klimaziele vom investierten Unternehmen gefordert werden, im Voting aber ein schwacher Klimabericht des gleichen Unternehmens durchgewunken und im Public-Policy-Bereich in einer Arbeitsgruppe aktiv Lobbying gegen strengere Klimarichtlinien für die Industrie betrieben wird. Um ein kohärentes Vorgehen sicherzustellen, muss die Nachhaltigkeits- und Klimastrategie des Unternehmens in die Unternehmensstrategie integriert werden. Voting und Engagement sollten aus einer Hand bzw. vom selben Team innerhalb des Unternehmens begleitet und die Public-Policy-Aktivitäten jährlich einer kritischen Prüfung unterzogen werden sowie neue Mitgliedschaften vom Stewardship-Team bewilligt werden müssen.

4.3 Due Diligence und Qualitätsprüfung

Je mehr Asset-/Fondsmanager ihre Voting- und Engagement-Aktivitäten mangels interner Ressourcen und Know-how zu einem professionellen Anbieter outsourcen, desto strikter müssen die Auswahlverfahren und jährlichen Qualitätsprüfungen werden. Die wenigsten heutigen Anbieter unterstehen einer jährlichen Qualitätsprüfung, sondern profitieren von großen Freiheiten nach der Auswahl und Implementierung ihrer Lösung. Die Stewardship-Anbieter sollten einer strengeren Due Diligence unterzogen werden mit klaren Evaluationskriterien, die je nach Anforderungen der Asset-Manager angepasst werden müssen (z. B. Abdeckungsgrad, Automatisierungsgrad, Richtlinien).

4.4 Übervermarktung

Zunehmend unter die Lupe genommen wird auch das sogenannte Pseudoengagement. Dabei werden mit gerade mal ein bis zwei Unternehmen aus einem Portfolio von 40–100 Titeln Engagement-Dialoge geführt sowie das sogenannte Pseudo-Voting, wobei nur an ein bis zwei Generalversammlungen teilgenommen wird, aber diese dann aktiv vermarktet werden. Im Jahres- bzw. Nachhaltigkeitsbericht wird aber seitenweise über die wenigen Stewardship-Aktivitäten

ten berichtet, obwohl nur ein Bruchteil der Portfolios abgedeckt ist. Was aber der minimale Abdeckungsgrad von Voting und Engagement in einem Portfolio sein sollte, wurde bisher nicht festgelegt, wird aber in den nächsten Jahren erwartet.

4.5 Transparente Publikation

Die Regulatoren, die Selbstregulierung oder auch die länderspezifischen Stewardship Codes werden von Stewardship-Aktivitäten qualitativ und quantitativ erhöhte Transparenz von Unternehmen, Themen, Zielen und Ergebnissen einfordern. Die transparentere Offenlegung wird helfen, übertriebene Vermarktung von wenigen Aktivitäten einzudämmen und klarer aufzuzeigen, wo die Erfolge und Misserfolge liegen. Bisher publizieren die meisten Banken nur konsolidierte Berichte, aber die Erwartungen steigen, dass auch die Liste der engagierten Unternehmen und der angesprochenen Themen aufgezeigt wird. Auch Erfolge und Misserfolge werden in Zukunft detaillierter erfolgen müssen. Kunden wollen auch verstehen, welche Eskalationsmaßnahmen angewandt wurden und inwiefern diese zur Anpassung von Geschäftspraktiken bei dem investierten Unternehmen beigetragen haben. Die Berichterstattung wird daher anspruchsvoller und wird spezialisierten Reporting-Tools Aufwind geben. Die Auswahl der besten Tools aus einer Vielzahl von etablierten und neuen Anbietern erfordert wiederum eine professionelle Due Diligence.

4.6 Training der Kundenberater

Um zu vermeiden, dass Kundenberater von interessierten Fragen ihrer Kunden zu Stewardship-Aktivitäten überrascht werden und übertriebene oder gar falsche Versprechungen zu Stewardship-Aktivitäten an ihre Kunden machen, müssen sie verstärkt zu diesem Thema geschult werden. Zum Glück ist Stewardship ein dankbares Thema, das viele Möglichkeiten für interessante Gespräche mit konkreten Beispielen aus dem eigenen Portfolio bietet und wenig technisches Verständnis erfordert. Das Stewardship-Team muss sicherstellen, dass neben dem Grundwissen, was Stewardship bedeutet, immer wieder aktuelle Erfolge von Voting- und Engagement-Aktivitäten für die Kundengespräche aufbereitet und zur Verfügung gestellt werden.

5. Die Zukunft von Stewardship

Auch wenn aktuell das Engagement zu Klimathemen am populärsten ist, erwarten wir aufgrund steigender Regulationen zu Klimaschutzanforderungen von Unternehmen eine Abwendung von diesem Thema im Engagement, da die Regulationen historisch den schnellsten Einfluss auf die Unternehmen haben. Daher erwarten wir, dass Engagement sich vermehrt um neuere Themen wie Biodiversität, Menschenrechte und soziale Diversität und Inklusion oder auch Datenrechte fokussieren wird. Bisher scheiden sich die Geister, ob es sinnvoller ist, massenhaft z. B. Dekarbonisierungserwartungen durch viele verschiedene Investoren bei den Unternehmen durch Voting- und Engagement-Aktivitäten anzusprechen und damit Druck aufzubauen, oder ob Engagement sich eher darauf konzentrieren sollte, einen qualitativen Dialog mit Unternehmen zu neuen unbekannten Themen zu führen. Es wird wohl beides brauchen. Je nach Ressourcen und Know-how können sich die Investoren ja ihre optimalen Themen suchen, um den größtmöglichen Einfluss auszuüben. Neben einer Professionalisierung der Engagement-Aktivitäten werden auch die Eskalationsprozesse sicher bald nicht nur ein Lippenbekenntnis bleiben, sondern applizierter und geprüfter Standard.

Der Trend zu maßgeschneiderten Abstimmungsrichtlinien wird bei europäischen professionellen Asset- und Fondsmanagern weiter zunehmen. Mit größerer Erfahrung wächst oft der Wunsch nach einer eigenen Richtlinie. Auf der Seite von den institutionellen Investoren, also Asset-Ownern wie Pensionskassen und Family Offices, wird bald verlangt, dass die eigene Abstimmungsrichtlinie einheitlich von allen Fondsmanagern angewandt wird. Dies wird dem Pass-Through Voting in Europa weiteren Auftrieb geben.

Wir erwarten auch, dass die Stewardship Codes vom Status der Best Practice zu obligatorischen Anforderungen wechseln und sich im Idealfall europaweit oder sogar weltweit vereinheitlichen, um ihre volle Wirkung zu entfalten.

Ob bei Stewardship-Aktivitäten eher die professionellen Fondsmanager oder auch Stewardship-Anbieter die für die Portfolios oder die Gesellschaft besseren Entscheidungen bei den Generalversammlungen fällen und die effektiveren Engagements betreiben oder dies eher von der breiten und diversen Menge von individuellen Investoren (Retail, Private und Institutionelle) mit ihren verschiedenen Wertesystemen bestimmt werden sollte, wird sich noch herausstellen. Für die kommenden Jahre wird es beide Ansätze parallel geben, diese werden sich weiterentwickeln – und beide haben ihren Mehrwert.

Letztlich geht es beim Stewardship neben der langfristigen Erhaltung einer lebenswerten Welt vor allem darum, langfristig positive und nachhaltige finanzielle Ergebnisse für Investmentfonds zu erzielen und damit mehr Kapital in erfolgreiche nachhaltige Unternehmen und Anlagen zu lenken.

Literaturverzeichnis

- Greenpeace, Profit Over Planet (2024). https://www.greenpeace.ch/static/planet4-switzerland-stateless/2024/06/b3be4a34-environmental-stewardship_profit-over-planet-asset-manager-rating-2024-greenpeace-switzerland.pdf (abgerufen am 24. 10. 2024).
- Heeb, F., Kölbel, J. (2020). The Investor's Guide to Impact, Universität Zürich und Center for Sustainable Finance & Private Wealth. <https://drive.google.com/file/d/1AyZFXiW3hITbm8q1crFULA32PyZn89UC/view> (abgerufen am 24. 10. 2024).
- Reuters (2024). BlackRock support for ESG shareholder resolutions hits fresh low. <https://www.reuters.com/sustainability/blackrock-trims-support-some-esg-resolutions-agm-season-2024-08-21/> (abgerufen am 24. 10. 2024).
- Share Action, Voting Matter (2023). https://cdn2.assets-servd.host/shareaction-api/production/resources/reports/ShareAction_Voting-Matters_2023_2024-06-25-145106_jwpq.pdf?dm=1719327066 (abgerufen am 24. 10. 2024)
- Swiss Sustainable Finance Market Study (2024). <https://www.sustainablefinance.ch/api/rm/5225M8B6UG35DNG/ssf-2024-ms-summary-d-final.pdf> (abgerufen am 24. 10. 2024).

cric – Corporate Responsibility Interface Center – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage

Der vorliegende Sammelband wird von cric zu seinem 25-jährigen Jubiläum herausgegeben. Der cric e. V. ist einer der ältesten Vereine zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage in Deutschland. Wir geben ökologischen, sozialen und kulturellen Aspekten in der Wirtschaft mehr Gewicht. Für eine gerechte und zukunftsfähige Wirtschaft. Seit 25 Jahren.

Ziel ist es, Ethik und Nachhaltigkeit im Bereich Sustainable Finance zu fördern und weiterzuentwickeln. Dabei legen unsere Mitglieder – überwiegend Investor:innen – Wert auf die Reflexion werte- und wirkungsorientierter Ansätze sowie den kritischen Diskurs, um den Markt zu inspirieren. cric fördert Bildung und Forschung rund um ethisch-nachhaltige Investments. Dafür engagiert sich der Verein zusammen mit seinen werteorientierten Mitgliedern an den Schnittstellen zu Finanzwirtschaft, Kirche, Investor:innen, Wirtschaft, Gesellschaft und Wissenschaft.

Seit dem Jahr 2011 bündelt cric seine wissenschaftlichen Aktivitäten im eigenen Thinktank, dem cricTANK. Bei diesem lagen die Initiative, Konzeption und Umsetzung des vorliegenden Sammelbandes. Herausgebende Autor:innen sind Kevin Schaefers, Claudia Döpfner, Klaus Gabriel und Catherine Marchewitz.

cric ist ein gemeinnütziger Verein mit Mitgliedern aus Deutschland, Österreich und der Schweiz und finanziert sich überwiegend aus Mitgliedsbeiträgen und Spenden. Mehr zu uns finden Sie unter: www.cric-ethik.finance