FOM Hochschule für Oekonomie & Management

Hochschulzentrum Stuttgart

Master-Thesis

im Studiengang Finance & Accounting

zur Erlangung des Grades eines

Master of Science (M.Sc.)

über das Thema

Shareholder Engagement im Kontext von Sustainable Finance – Eine empirische Untersuchung von Nachhaltigkeit im Asset Management in Deutschland

von

Benjamin Ruppert

Erstgutachter	Dr.-Ing. Stephan Molt
Matrikelnummer	468025
Abgabedatum	2021-11-28

Abstract

Nachhaltige Geldanlagen sind bei Investoren zunehmend im Trend und die Nachfrage nach grünen Investments wächst rasant. Hinzu kommt, dass Anleger mittlerweile ein differenzierteres Bild von Nachhaltigkeit in der Geldanlage entwickeln und verstärkt auf die tatsächliche Wirkung ihrer Investitionen achten. Denn Investmentgesellschaften und andere Anbieter nachhaltiger Geldanlagen geraten verstärkt in die Kritik, sie würden Greenwashing betreiben und ihre Produkte aus Marketingzwecken grüner darstellen, als sie sind. In dieser Arbeit wurde daher eine Bestandsaufnahme von Nachhaltigkeit im Asset Management vorgenommen und mithilfe einer Mixed-Methods-Studie Handlungsempfehlungen zur Förderung von Nachhaltigkeit im Asset Management entwickelt. Dafür sind 13 qualitative Einzelinterviews mit Experten aus der Investmentbranche, die wesentliche Stakeholder von Asset Managern darstellen, durchgeführt worden. Aus den daraus gewonnen Erkenntnissen wurden zwei quantitative Fragebogen entwickelt, die anschließend von insgesamt 96 Asset Managern sowie Investor-Relations-Professionals beantwortet worden sind. Sie stellen die beiden Protagonisten in Shareholder-Engagement-Aktivitäten dar und haben gezeigt, welche Maßnahmen ergriffen werden müssen, um zukünftig eine nachhaltigere Wirkung im Engagement zu erzielen: Die Mehrheit der Experten und Asset Manager wünscht sich einen einheitlichen Stewardship-Kodex analog des Deutschen Corporate Governance Kodex. Außerdem wird die Gründung einer Plattform für kollaboratives Engagement begrüßt, wenngleich Sorgen wegen rechtlicher Unsicherheiten hinsichtlich der Acting-in-Concert-Problematik bestehen. Darüber hinaus werden Forderungen nach grundlegenden Verhaltensänderungen sowie einer Steigerung der Expertise in Sustainable-Finance-Themen von Asset Managern gestellt, die jedoch auch die Emittenten selbst betreffen.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis VI

Tabellenverzeichnis VII

Abkürzungsverzeichnis VIII

1 Einleitung 1

1.1 Problemstellung 1

1.2 Zielsetzung und Gang der Thesis 3

2 Grundlagen 4

2.1 Asset Management 4

2.1.1 Definition und Zielsetzung von Asset Management 4

2.1.2 Funktionen von Asset Management 4

2.1.3 Begriffsbestimmung von institutionellen Investoren 5

2.1.4 Investment- bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften 6

2.1.5 Kapitalmarktkommunikation und Bedeutung von Investor Relations 7

2.2 Shareholder Engagement 8

2.2.1 Shareholder Engagement, Active Ownership und Stewardship 8

2.2.2 Engagement-Richtlinien und Stewardship-Kodifizierungen 10

2.2.3 BVI-Analyse-Leitlinien und Wohlverhaltensregeln 11

2.2.4 Gründung und Bedeutung von PRI 12

2.2.5 Kollaboratives Engagement und Unsicherheit bei Acting in Concert 13

2.2.6 Bedeutung von Proxy Advisory 14

2.3 Sustainable Finance und politische Rahmenbedingungen 15

2.3.1 Begriffsbestimmung von Nachhaltigkeit, ESG und SRI 15

2.3.2 Engagement aus wirtschaftsethischer Perspektive 17

2.3.3 Evolution von Sustainable Finance 18

2.3.4 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung und Übereinkommen von Paris . 20
2.3.5 EU-Aktionsplan, Taxonomie- und Offenlegungsverordnung 21
2.3.6 Empfehlungen des Sustainable-Finance-Beirats der Bundesregierung . 23
2.4 Forschungsstand und Ableitung der Forschungsfragen 24
2.4.1 Performanceuntersuchungen von ESG-Investing 24
2.4.2 Präferenzen nachhaltiger Investoren 25
2.4.3 Untersuchungen zur Wirkung von Engagement 26
2.4.4 Empirische Analysen von Engagement von Asset Managern 27
2.4.5 Ableitung der Forschungsfragen 29
3 Empirische Untersuchung von Nachhaltigkeit im Asset Management 30
3.1 Studiendesign 30
3.2 Forschungsprozess 30
3.3 Qualitative Methoden 32
3.3.1 Erhebungsinstrument der Interviews 32
3.3.2 Durchführung der Interviews 34
3.3.3 Auswahl und Beschreibung der Stichprobe 35
3.3.4 Transkription der Interviews 37
3.3.5 Qualitative Inhaltsanalyse 38
3.4 Quantitative Methoden 41
3.4.1 Erhebungsinstrument und Untersuchungsdurchführung 41
3.4.2 Stichprobenbeschreibung 43
3.4.2.1 Fragebogen 1: IR-Professionals 43
3.4.2.2 Fragebogen 2: Asset Manager 44
3.4.3 Datenauswertung 45
3.5 Ergebnisse der empirischen Untersuchung 46
3.5.1 Ergebnisse der qualitativen Teilstudie 46

3.5.1.1 Experteninterview 1 (Sustainable-Finance-Netzwerk)....46
3.5.1.2 Experteninterview 2 (Investor-Relations-Verband)....47
3.5.1.3 Experteninterview 3 (Asset-Manager-Netzwerk)....49
3.5.1.4 Experteninterview 4 (Consulting)....51
3.5.1.5 Experteninterview 5 (Asset-Manager-Netzwerk)....52
3.5.1.6 Experteninterview 6 (Sustainable-Finance-Netzwerk)....54
3.5.1.7 Experteninterview 7 (Proxy Advisory)....56
3.5.1.8 Experteninterview 8 (Sustainable-Finance-Netzwerk)....58
3.5.1.9 Experteninterview 9 (Consulting)....60
3.5.1.10 Experteninterview 10 (Asset-Manager-Netzwerk)....62
3.5.1.11 Experteninterview 11 (Consulting)....63
3.5.1.12 Experteninterview 12 (Sustainable-Finance-Netzwerk)....65
3.5.1.13 Experteninterview 13 (Proxy Advisory)....67
3.5.1.14 Themenmatrix....68
3.5.2 Ergebnisse der quantitativen Teilstudie....69
3.5.2.1 Fragebogen 1: IR-Professionals....69
3.5.2.2 Fragebogen 2: Asset Manager....73
4 Diskussion....78
4.1 Interpretation der Ergebnisse....78
4.1.1 Forschungsfragen-Ebene 1: Status quo....78
4.1.2 Forschungsfragen-Ebene 2: Evaluation....80
4.1.3 Forschungsfragen-Ebene 3: Empfehlungen....83
4.1.4 Weitere Ergebnisse: Proxy Advisory....84
4.2 Kritische Reflexion der Untersuchung....86
4.2.1 Qualitative Methoden....86
4.2.2 Quantitative Methoden....88

5 Fazit 91

5.1 Zusammenfassung 91

5.2 Ausblick 93

Anhangsverzeichnis 94

Literaturverzeichnis 95

Rechtsquellenverzeichnis 104

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Netto-Mittelaufkommen Investmentfonds (in Mrd. €) 1
Abbildung 2: Gestaltungsformen von Shareholder Engagement 8
Abbildung 3: Sustainable Finance-Ordnungsrahmen nach Schoenmaker 19
Abbildung 4: Gliederung der Forschungsfragen 29
Abbildung 5: Wesentliche Stakeholder im Asset Management 31
Abbildung 6: Forschungsprozess 32
Abbildung 7: Gruppierung der Unternehmen und Funktionen der Experten 36
Abbildung 8: Unternehmen der befragten Experten 37
Abbildung 9: Börsensegmente der Emittenten aus der Stichprobe 43
Abbildung 10: Verwaltetes Vermögen der befragten Asset Manager 45

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Engagement-Richtlinien ausgewählter Asset Manager nach AuM 10
Tabelle 2: Interview-Statistik 35
Tabelle 3: Kategoriensystem 39
Tabelle 4: Branchen der Emittenten aus der Stichprobe 44
Tabelle 5: Aktive Investoren aus IR-Sicht 69
Tabelle 6: Kommunikationskanäle von Investoren aus IR-Sicht 69
Tabelle 7: Von Investoren angesprochene Themen aus IR-Sicht 70
Tabelle 8: Häufigkeiten angesprochener ESG-Themen aus IR-Sicht 70
Tabelle 9: Wünschenswerte Veränderungen aus IR-Sicht 71
Tabelle 10: Bewertung der Engagement-Aktivitäten aus IR-Sicht 71
Tabelle 11: Stewardship-Kodex aus IR-Sicht 71
Tabelle 12: Engagement-Plattform aus IR-Sicht 72
Tabelle 13: Aufteilung des Produktportfolios nach SFDR 73
Tabelle 14: Proxy-Voting-Policy 73
Tabelle 15: Engagement-Policy 73
Tabelle 16: Engagement-Gespräche 74
Tabelle 17: Kommunikationskanäle von Investoren aus AM-Sicht 74
Tabelle 18: Von Investoren angesprochene Themen aus AM-Sicht 75
Tabelle 19: Häufigkeiten angesprochener ESG-Themen aus AM-Sicht 75
Tabelle 20: Wünschenswerte Veränderungen aus AM-Sicht 76
Tabelle 21: Bewertung der Engagement-Aktivitäten aus AM-Sicht 76
Tabelle 22: Stewardship-Kodex aus AM-Sicht 77
Tabelle 23: Engagement-Plattform aus AM-Sicht 77

Abkürzungsverzeichnis

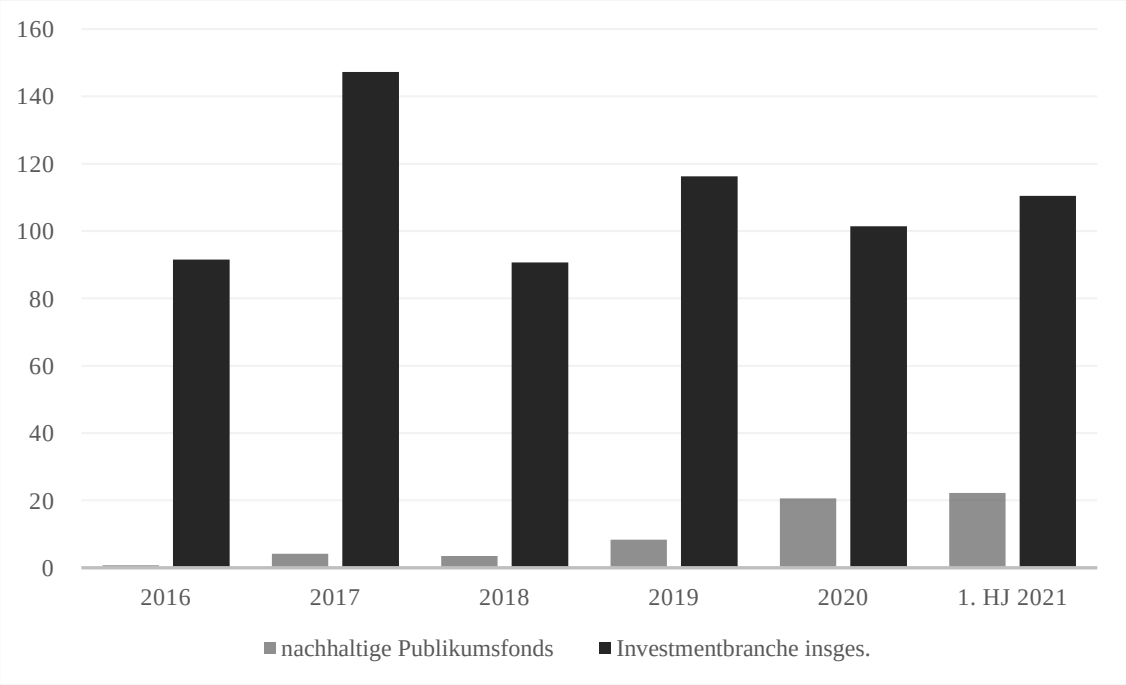
AIF	Alternativer Investmentfonds
AM	Asset Manager
AR	Aufsichtsrat
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
AuM	Assets under Management
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
CRIC	Corporate Responsibility Interface Center
CSR	Corporate Social Responsibility
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
ESG	Environment, Social, Governance
FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen
FRC	Financial Reporting Council
HV	Hauptversammlung
InvG	Investmentgesetz
IR	Investor Relations
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
MCCG	Monitoring Committee Corporate Governance Code
PRI	Principles for Responsible Investment
SDG	Sustainable Development Goals
SF	Sustainable Finance
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation
SRI	Social Responsible Investment
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapierübernahmegesetz

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Nachhaltige Geldanlagen liegen bei Privatanlegern hoch im Kurs, denn die Nachfrage nach den grünen Investments wächst rasant. Im Jahr 2020 wurde bereits ein Nettoneugeschäftsvolumen von 20,6 Milliarden Euro in nachhaltige Publikumsfonds investiert, was etwa 20% des gesamten Netto-Mittelaufkommens der Investmentbranche entsprach, so der Bundesverband Investment und Asset Management (BVI, vgl. Abb. 1). Im laufenden Jahr sei das Vorjahresniveau sogar bereits zur Jahresmitte überschritten worden.

Abbildung 1: Netto-Mittelaufkommen Investmentfonds (in Mrd. €)



Quelle: *BVI*, Jahrbuch, 2021, S. 67 u. 86; *BVI*, Investmentstatistik, 2021, S. 2; *Vinueza-Peter, L.*, Nachhaltigkeit Q2, 2021, S. 2

Gleichzeitig werden mehr und mehr Geldanlagen als nachhaltig deklariert, seit im März dieses Jahres die EU-Offenlegungsverordnung (SFDR) in Kraft getreten ist.[1] Mit der neuen Verordnung sind Finanzdienstleister dazu verpflichtet, öffentlich zu kommunizieren, ob sie eine Nachhaltigkeitsstrategie verfolgen und wie diese konkret auf Unternehmens- sowie Produktebene gestaltet ist. Somit ist ein gesellschaftlicher sowie politischer

[1] *Verordnung (EU) 2019/2088*, Offenlegungsverordnung, 2019, o. S.

Druck auf der Fondsindustrie zu konstatieren, die neuerlich in einen besonderen Fokus der Öffentlichkeit gerückt ist. Die öffentlich geführte Nachhaltigkeitsdebatte hat mittlerweile einen großen Raum in der Branche eingenommen und lässt bisweilen auch kritische Stimmen lauter werden, die den Finanzproduktanbietern Impact- oder Greenwashing bei den grünen Geldanlagen vorwerfen.[2] Wissenschaftler sowie Investoren hinterfragen zunehmend, wie nachhaltig diese Investments tatsächlich sind und welche Wirkung in Bezug auf eine nachhaltigere Entwicklung mit ihnen erzielt werden kann oder ob auf der Anbieterseite Greenwashing betrieben wird. Damit ist der Missbrauch eines grünen Labels für Marketingzwecke gemeint, wenn die Geldanlagen keine messbare nachhaltige Wirkung erzielen. So wurde die Deka, Fondsgesellschaft der Sparkassen-Finanzgruppe, Anfang des Jahres von der Verbraucherzentrale Baden-Württembergs wegen irreführender Werbung auf Unterlassung verklagt. Die Deka bewarb auf ihrer Internetseite einen ihrer Nachhaltigkeitsfonds mit einem „Impact-Rechner", der für eine konkrete Investitionssumme in den Fonds anzeigte, wie viel Abfall und CO_2 eingespart, Wasser aufbereitet und erneuerbare Energie produziert werden würde.[3] Die Verbraucherschützer monierten diese Werbung als irreführend, da bei dem Aktienfonds die tatsächliche nachhaltige Wirkung in diesem exakten Ausmaß auf die genannten Zielgrößen nicht nachgewiesen werden könne. Bis zu einem Gerichtsurteil ist es jedoch nicht gekommen, da die Deka einige Tage vor dem Gerichtstermin beim Frankfurter Landgericht die Unterlassungsansprüche anerkannte, den Impact Rechner hatte sie bereits zu Beginn des Streits von der Internetseite entfernt. Auch die DWS, Fondsgesellschaft der Deutschen Bank, sah sich im August dieses Jahres mit derartigen Anschuldigungen konfrontiert. Als bekannt wurde, dass die US-amerikanische Börsenaufsicht SEC sowie die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin Untersuchungen wegen Greenwashing-Vorwürfen gegenüber der Investmentgesellschaft anstrengten, verlor die Aktie des Fondsanbieters 14% ihres Wertes innerhalb eines Tages.[4] Diese beiden Vorgänge sind von neuer noch unbekannter Qualität gewesen und zeigen, dass die Investoren mittlerweile ein differenziertes Verständnis von Nachhaltigkeit verinnerlicht haben und sich Klarheit für eine nachweislich positive Wirkung ihrer Geldanlagen wünschen.

[2] Vgl. *Krahnen, J. et al.*, Grüne Geldanlage, 2021, S. 29; *Burghof, H.-P.*, Systematisches Greenwashing, 2020, S. 3; *Busch, T. et al.*, Impact Investments, 2021, S. 10.
[3] Vgl. *Rezmer, A.*, Klage hinfällig, 2021, S. 37.
[4] Vgl. *Frühauf, M.*, DWS Mogelverdacht, 2021, S. 25.

1.2 Zielsetzung und Gang der Thesis

Diese Thesis hat das Ziel, einen Beitrag für mehr Nachhaltigkeit im Asset Management in Deutschland zu leisten, indem insbesondere Engagement-Prozesse von Fonds- bzw. Asset Managern empirisch untersucht und schließlich Handlungsempfehlungen abgeleitet werden. Das Asset Management trägt eine besondere Verantwortung, da es Privatanlegern einen Zugang zum Kapitalmarkt mit breit diversifizierten Finanzprodukten anbietet und in treuhänderischer Verwaltung das Kapital der Kunden in Unternehmen investiert, auf die sie durch umfangreiche Mitbestimmungsrechte einen machtvollen Einfluss ausüben können. Der empirische Einblick in das Forschungsfeld erfolgt mittels einer Mixed-Methods-Studie, die sowohl qualitative als auch quantitative Befragungsformen miteinander kombiniert, um jeweils die Vorteile der unterschiedlichen Vorgehensweisen nutzen zu können. Die Ausarbeitung der Untersuchung gliedert sich in die vorliegenden fünf Kapitel. Nach dieser Einleitung, die bereits die Problemstellung sowie die Zielsetzung darstellte, folgt im zweiten Kapitel der theoretische Hintergrund, der notwendig ist, um die Forschungsfragen sowie die empirische Untersuchung exakt nachvollziehen zu können. In den Unterabschnitten von Kapitel 2 werden daher die grundlegenden Sachverhalte von Asset Management und Shareholder Engagement abgegrenzt, der theoretische Bezugsrahmen der Sustainable Finance gesetzt und die damit verknüpften politischen Rahmenbedingungen erläutert. Nachdem am Ausgang des zweiten Kapitels der aktuelle Forschungsstand in erschöpfender Weise dokumentiert und daraus die Forschungsfragen abgeleitet wurden, folgt in Kapitel 3 die ausführliche Darstellung der empirischen Methoden, die in der Untersuchung kombiniert wurden sowie die Auswertung der Ergebnisse. Diese werden anschließend in Kapitel 4 zur Diskussion gestellt. Auf die Interpretation der Ergebnisse im ersten Abschnitt des Kapitels folgt die kritisch-würdigende Auseinandersetzung mit der Untersuchung anhand der verschiedenen relevanten Gütekriterien für die verwendeten Methoden. Nach der kritischen Reflexion folgt im Schlusskapitel das Fazit mit einer Zusammenfassung der Zielerreichung sowie einem Ausblick auf zukünftige Untersuchungen, die die Forschungsdesiderata aus dieser Thesis aufgreifen und eigene Forschungen daran anknüpfen könnten.

2 Grundlagen

2.1 Asset Management

2.1.1 Definition und Zielsetzung von Asset Management

Diese Untersuchung bewegt sich innerhalb des Asset Managements mit Fokus auf Shareholder Engagement. Um sich der Definition von Shareholder Engagement nähern zu können, bedarf es zunächst der Klärung grundlegender Begriffe, da in der Praxis oftmals keine trennscharfe Abgrenzung stattfindet oder Begriffe synonym verwendet werden.

In einer weiten Auslegung von Asset Management wird die professionelle Verwaltung von Vermögen durch einen spezialisierten Dienstleister auf Grundlage vertraglicher Vollmachten verstanden.[5] Im Rahmen dieses bestellten Mandats verwalten Asset Manager das Vermögen ihrer Kunden. Das Ziel des Asset Managements ist dabei eine optimale Vermögensstruktur gemäß den Präferenzen der Vermögenseigentümer herzustellen, indem es die Assets einer oder verschiedener Assetklassen am Kapitalmarkt anlegt. Als Oberbegriff wird dabei häufig die Vermögensverwaltung verstanden, worunter neben dem Asset Management auch das Wealth Management, das Private Banking oder die private Vermögensverwaltung subsumiert werden.[6] Diese Arbeit fokussiert sich auf den Bereich der institutionellen Vermögensverwaltung und klammert daher die private Vermögensverwaltung aus.

2.1.2 Funktionen von Asset Management

Institutionell organisiertes Asset Management wird im Wesentlichen von Fondsgesellschaften, Banken, Versicherungen und anderen Investmentgesellschaften betrieben. Sie strukturieren, verwalten und steuern die vorwiegend institutionell organisierten Vermögenswerte, verfolgen dabei professionelle Anlagestrategien, betreiben Risikomanagement und führen umfangreiche Unternehmensanalysen durch.[7] Das Asset Management konzentriert sich dabei häufig auf Portfoliomanagement-Dienstleistungen und bedient sich dazu anerkannter Erkenntnisse aus der Kapitalmarkttheorie und insbesondere der modernen Portfoliotheorie. Besonders sichtbar wird dies im klassischen Fondsgeschäft,

[5] Vgl. *Thießen, F.*, Asset Management, 2021, S. 281.
[6] Vgl. *Frick, R. et al.*, Asset Management, 2012, S. IXX.
[7] Vgl. *Frick, R. et al.*, Asset Management, 2012, S. IXX.

in dem die Asset Manager das Fondsvermögen gemäß der gewählten Anlagestrategie des Fonds verwalten und ein direkter Kontakt zum Endkunden und die Kenntnis über dessen Präferenzen nicht relevant sind. Vor dem Hintergrund der stetig wachsenden Anlagevolumina institutioneller Kunden und der steigenden Professionalität vermögender privater Kunden wächst die Bedeutung eines ausdifferenzierten Asset Managements zunehmend.[8]

2.1.3 Begriffsbestimmung von institutionellen Investoren

Für institutionelle Investoren bzw. institutionellen Anlegern ist keine eindeutige Legaldefinition vorhanden, das Aktiengesetz unterscheidet nicht nach der Identität der Aktionäre oder deren Beteiligungsumfang, allerdings ist eine indirekte Herleitung durch das Wertpapierhandelsgesetz gegeben: § 67 Abs 2 WpHG kennzeichnet professionelle Kunden des Wertpapierhandels mit ausreichend Kenntnissen, Erfahrungen und Sachverstand für Anlageentscheidungen und den damit verbundenen Risiken. Konkret werden Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Finanzinstitute, Versicherungsunternehmen, Organismen für gemeinsame Anlagen und deren Verwaltungsgesellschaften, Pensionsfonds und deren Verwaltungsgesellschaften, Börsenhändler und Warenderivatehändler sowie „sonstige institutionelle Anleger“ aufgeführt. Somit suggeriert das Gesetz implizit, dass die vorgenannten Einrichtungen exemplarisch für institutionelle Anleger stehen, ohne eine nähere Definition zu liefern. Übereinstimmend ist auch in einem BaFin-Merkblatt zu lesen, was im aufsichtsrechtlichen Sinne als institutioneller Anleger gilt:[9]

- Bund, Länder, kommunale Gebietskörperschaften und deren Einrichtungen,
- Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute nach §1 KWG,
- Kapitalanlagegesellschaften (KAG) nach §2 InvG,[10]
- private und öffentliche Versicherungsunternehmen und
- mittelgroße und große Kapitalgesellschaften nach § 267 HGB.

Hilfreich ist darüber hinaus Sperbers Zusammenfassung in Unternehmen, die geschäftsmäßig Gelder entgegennehmen, diese anlegen und verwalten.[11] Daneben werden auch Stiftungen, Universitäten, Kirchen oder Pensionskassen größerer Industrieunternehmen,

[8] Vgl. *Frick, R. et al.*, Asset Management, 2012, S. XX.
[9] Vgl. *BaFin*, Merkblatt Erlaubnispflicht, 2005, o. S.
[10] Außerkraftgetreten am 22.07.2013 gem. Art. 2a AIFM-UmsG und abgelöst durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB).
[11] Vgl. *Sperber, H.*, Finanzmärkte, 2020, S. 73.

die Betriebsrenten der Mitarbeiter verwalten, aufgezählt. Zu den größten institutionellen Investoren zählen dabei Staatsfonds, die Sozialversicherungsbeiträge der Bürger verwalten und am Kapitalmarkt anlegen. Der weltgrößte Staatsfonds, der Staatliche Pensionsfonds des Königreichs Norwegen, investiert neben den Rentenbeiträgen auch die Einnahmen aus der staatlichen Erdölgewinnung, die einen maßgeblichen Anteil ausmachen.[12]

2.1.4 Investment- bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften

Im Gegensatz zu institutionellen Investoren lässt sich für Investmentgesellschaften auf eine Legaldefinition im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), das 2013 das Investmentgesetz (InvG) ablöste, zurückgreifen. § 1 Abs. 1 KAGB definiert zunächst Investmentvermögen als einen Organismus, der Kapital von Anlegern einsammelt und nach einer zuvor festgelegten Anlagestrategie zum gemeinsamen Nutzen investiert. Die Investmentgesellschaft ist darauf aufbauend nach § 1 Abs. 11 KAGB als Investmentvermögen definiert, das die Rechtsform Investmentaktiengesellschaft oder Investmentkommanditgesellschaft einnimmt. Somit wird der direkte Bezug zu einer institutionalisierten Vermögensverwaltung genommen. Des Weiteren ist in § 17 KAGB die Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) spezifiziert, das Pendant der früheren KAG nach § 2 InvG. Die KVG ist demnach ein inländisches Unternehmen, das inländisches Investmentvermögen, EU-Investmentvermögen oder ausländische Alternative Investmentfonds (AIF) verwaltet. Beide Begriffe werden im allgemeinen Sprachgebrauch hierzulande synonym verwendet, im internationalen Kontext sind allerdings inhaltliche Unterschiede zu beachten.[13]

Die skizzierte Schnittmenge der Abgrenzungen durch WpHG, BaFin und KAGB hat gezeigt, dass Investmentgesellschaften selbst institutionelle Anleger sind und auch deren Kunden institutionelle Investoren sein können und daher eine differenzierte Betrachtung notwendig ist. Gegenstand der vorliegenden Untersuchung stellen institutionelle Anleger in Form von Kapitalverwaltungs- bzw. Investmentgesellschaften dar, da sie Finanzintermediäre darstellen, denen eine zunehmend größere Rolle zugeschrieben wird.[14] Sie vergeben Anteilsscheine von ihren Finanzprodukten an die Öffentlichkeit und erwerben mit den Einnahmen Aktien, Anleihen und andere Wertpapiergattungen. Die Portfolios dieser

[12] Vgl. *Sperber, H.*, Finanzmärkte, 2020, S. 73.
[13] Vgl. *Raab, W. et al.*, Grundlagen Investmentfondsgeschäft, 2021, S. 1.
[14] Vgl. *Mankiw, N., Taylor, M.*, Grundzüge Volkswirtschaftslehre, 2018, S. 743.

Investmentfonds werden unter unterschiedlichsten Investmentstrategien für die Halter der Anteilsscheine, den Kunden der Investmentgesellschaften, verwaltet. Dies ermöglicht insbesondere Privatkunden auch mit geringem Kapitaleinsatz über die Fondsanteile eine höhere Diversifikation durch die anteilige Investition in bis zu mehrere hundert oder mehrere tausend unterschiedliche Wertpapiere. Die Fondsanleger haben das Recht auf die entsprechenden Gewinnanteile aus dem Portfolio des Investmentfonds und tragen auch gleichzeitig die Risiken, die mit der Investition verbunden sind. Die Fondsgesellschaft behält je nach Investmentstrategie und je nach Anlageklasse in der Regel zwischen 0,5 und 2 Prozent des verwalteten Volumens pro Jahr als Gebühr für diese Dienstleistung ein.[15] Neben dieser Management-Fee wird häufig zusätzlich noch eine Performance-Fee verrechnet, die anfällt, sofern eine zuvor vereinbarte Wertsteigerung des Vermögens durch die Anlagestrategie erreicht werden konnte.[16]

2.1.5 Kapitalmarktkommunikation und Bedeutung von Investor Relations

Investor Relations (IR) bezeichnet den Teil der Unternehmenskommunikation, der sich auf den Finanz- bzw. Kapitalmarkt bezieht.[17] IR umfasst dabei alle pflichtgemäßen und freiwilligen Kommunikationsmaßnahmen, die auf finanzwirtschaftliche Ziele gerichtet sind und versucht die damit verbundenen Marktwiderstände zu überwinden. IR-Mitarbeiter müssen besonders darauf achten, die strengen Vorgaben des Aktien- und Kapitalmarktrechts, wie Zeitvorgaben und Terminsetzungen für die Informations- bzw. Publizitätspflichten gegenüber den Aktionären, einzuhalten. Klassische IR-Aktivitäten betreffen beispielsweise Ad-hoc-Mitteilungen, Analysten- und Investorenkonferenzen, Pflege der Unternehmenswebseite, Börsenprospekt, Teilnahme an Anlegermessen, Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung, Geschäfts- und Quartalsberichte, Bilanzpressekonferenzen, Pressemeldungen, Newsletter und einige Aufgabenbereiche mehr.[18]

Der Deutsche Investor Relations Verband (DIRK) ist der in Deutschland relevante Fachverband für Investor Relations. Über seine Mitglieder repräsentiert der Verband nach eigenen Angaben etwa 90% des in Deutschland börsengelisteten Kapitals und setzt sich zur Förderung des Dialogs zwischen seinen Mitgliedern bzw. den Emittenten, den

[15] Vgl. *Mankiw, N., Taylor, M.*, Grundzüge Volkswirtschaftslehre, 2018, S. 743.
[16] Vgl. *Fabozzi, F., Modigliani, F.*, Capital Markets, 2009, S. 22.
[17] Vgl. *Piwinger, M.*, Investor Relations, 2005, S. 6.
[18] Vgl. *Piwinger, M.*, Investor Relations, 2005, S. 7.

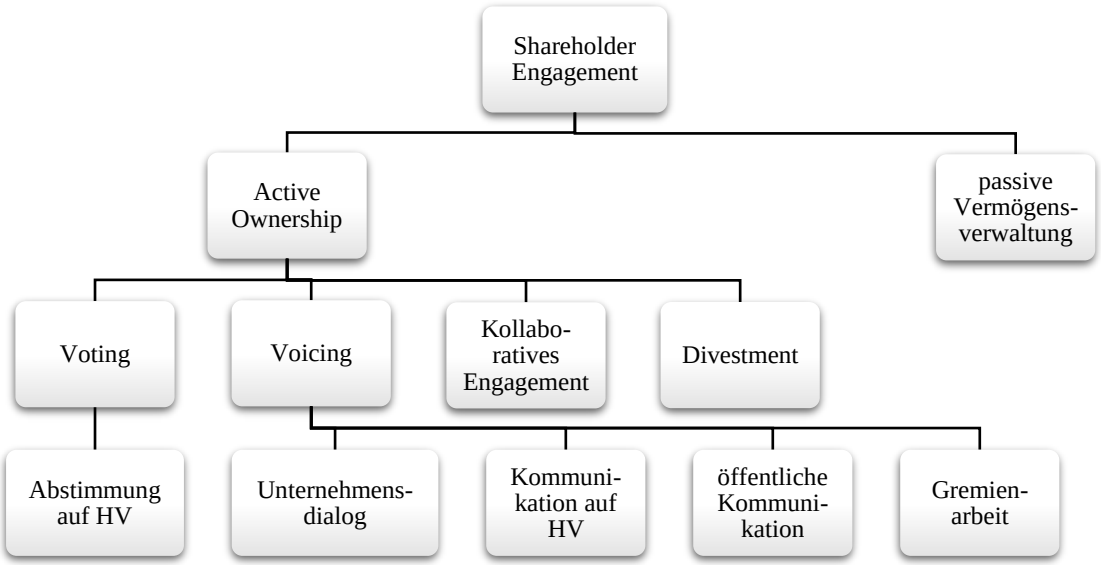
Kapitalgebern (Investoren) sowie den maßgeblichen Intermediären auf dem Kapitalmarkt ein.[19] Der Verband definiert Investor Relations als eine strategische Managementaufgabe, die der Etablierung und Pflege von Beziehungen zu bestehenden und potenziellen Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern sowie den Kapitalmarktintermediären dient.[20]

2.2 Shareholder Engagement

2.2.1 Shareholder Engagement, Active Ownership und Stewardship

Auch Shareholder Engagement oder kurz Engagement wird in der Praxis regelmäßig mit den artverwandten Begriffen Stewardship, Active Ownership oder Investorenaktivismus gleichgesetzt, die sich in ihrer Bedeutung zwar stark überschneiden, aber dennoch differenziert zu betrachten sind. Abbildung 2 zeigt einen Überblick der wesentlichen Gestaltungsformen von Shareholder Engagement, auf die im Weiteren näher eingegangen wird.

Abbildung 2: Gestaltungsformen von Shareholder Engagement



Quelle: *Ruppert, B.*, Shareholder Engagement, 2021, S. 28

In deutschsprachigen Lehrbüchern wird für (Shareholder) Engagement eher auf das deutsche Gegenstück des Investorenaktivismus zurückgegriffen. Investorenaktivismus stellt darin die Maßnahmen dar, die der aktivistische Investor ergreift, um Einfluss auf das

[19] Vgl. *DIRK*, Investor Relations, 2016, Einband.
[20] Vgl. *DIRK*, Investor Relations, 2016, S. 2.

Management eines Unternehmens derart auszuüben, dass das Unternehmen eine gewünschte Richtung einschlägt.[21] Die Investoren sind somit auch wesentlicher Bestandteil der Corporate Governance von börsennotierten Unternehmen. Ist Investorenaktivismus in der Vergangenheit vorwiegend ein Merkmal von Hedgefonds oder Private-Equity-Gesellschaften gewesen, so ist dies mittlerweile im Kontext der öffentlichen Nachhaltigkeitsdebatte zu einem allgegenwärtigen Phänomen weiterer Investorenkreise geworden. Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) beispielsweise ist mit über 30.000 Mitgliedern die maßgebliche Interessensvertretung für Aktionäre in Deutschland.[22] Neben den üblichen Lobby-Tätigkeiten als Aktionärsverband übt sie aktiven Einfluss mittels Stimmrechtsvollmachten für ihre Mitglieder auf die Unternehmensführungen aus, indem sie die Management-Aktivitäten im Blick behält, in den Dialog geht und die Aktionärsstimmrechte der Mitglieder auf den Hauptversammlungen vertritt.

Abseits der reinen Interessensvertretung von Einzelaktionären bilden die bereits genannten Kapitalverwaltungsgesellschaften mit deren Investmentfondsvermögen Kapitalsammelstellen, die damit treuhänderisch ausgeübten Einfluss als Active Ownership oder Stewardship bezeichnen. Der direkten Übersetzung folgend bezieht sich Active Ownership zwar auf Investorenaktivismus seitens der Aktieninhaber selbst, der Begriff wird üblicherweise aber auch in Bezug auf Asset Manager, die selbst keine Eigentümer im originären Sinn darstellen, verwendet. Der Asset Manager der Deutschen Bank DWS beispielsweise überschreibt den jährlichen Engagement- und Proxy-Voting-Bericht mit „Active Ownership“.[23] Gemäß der Engagement Policy der Gesellschaft wird Active Ownership als verantwortungsvolles Investieren mittels zielgerichteter Einflussnahme auf die Unternehmen verstanden, das sich positiv auf die langfristige Unternehmensentwicklung auswirken soll.[24] Das Äquivalent des Wettbewerbers Allianz Global Investors (AGI) trägt dagegen den Titel „Stewardship Report“ und ist unterteilt in Engagement-Aktivitäten und Abstimmungsverhalten.[25] Diese beiden wesentlichen Elemente von Active Ownership bzw. Stewardship werden als Voting und Voicing bezeichnet.[26] Zu verstehen ist damit die Beeinflussung der Emittenten per Stimmrechtsausübung sowie über den Dialog mit

[21] Vgl. *Thießen, F.*, Asset Management, 2021, S. 288.
[22] Vgl. *DSW*, Jahresbericht, 2020, S. 2.
[23] Vgl. *DWS*, Active Ownership, 2021, S. 1.
[24] Vgl. *DWS*, Engagement Policy, 2020, S. 3.
[25] Vgl. *AGI*, Stewardship Report, 2021, S. 4.
[26] Vgl. *Thießen, F.*, Asset Management, 2021, S. 289.

der Unternehmensführung durch die verschiedenen Kommunikationskanäle und der Mitwirkung in den unterschiedlichen Gremien der Corporate Governance der Gesellschaften.

2.2.2 Engagement-Richtlinien und Stewardship-Kodifizierungen

Neben den bereits genannten Richtlinien von DWS und AGI befolgen auch die übrigen großen Asset Manager in Deutschland ihre eigenen Engagement- bzw. Stewardship-Richtlinien. In den letzten Jahren hat sich somit ein Branchen-Standard unter den größten Asset Managern in Bezug auf die Formulierung eigener Richtlinien etabliert (vgl. Tab. 1).

Tabelle 1: Engagement-Richtlinien ausgewählter Asset Manager nach AuM

Rang	Asset Manager	Heimat-markt	AuM (Mio. US$)	Engagement-Richtlinien
1.	BlackRock	USA	8.676.680	Stewardship - Global Principles
2.	Vanguard Gruppe	USA	7.148.804	Investment Stewardship Principles
3.	Fidelity Invest-ments	USA	3.609.098	Stewardship Principles
4.	State Street Global	USA	2.934.265	Proxy Voting and Engagement Principles
5.	Allianz Gruppe	Deutschland	2.934.265	Stewardship Statement (AGI)
29.	Deutsche Bank	Deutschland	969.423	Engagement Policy (DWS)
56.	Landesbank Baden-Württemberg	Deutschland	550.479	Leitlinie zur Mitwirkungs- und Abstim-mungspolitik
61.	Union Investment	Deutschland	474.101	Engagement Policy
65.	MEAG	Deutschland	413.520	Mitwirkungspolitik
82.	Dekabank Gruppe	Deutschland	301.920	Stewardship Guidelines

Quelle: Rangliste und AuM von *Hodgson, T. et al.*, Asset Managers, 2021, S. 45 f.; Engagement-Richtlinien von Unternehmenswebseiten

In der Regel fassen die Gesellschaften ihre Leitlinien für das Abstimmungsverhalten und das Engagement in Stewardship-Richtlinien zusammen. Darüber hinaus sind die deutschen Vermögensverwalter seit Inkrafttreten des Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) 2020 gemäß § 134b AktG verpflichtet, ihre Mitwirkungspolitik zu kommunizieren sowie das Abstimmungsverhalten jährlich zu berichten. Zum Schutz von Anlegern und Endbegünstigten wurden Kontrollmechanismen eingeführt, die es fortan ermöglichten, nachzuvollziehen, ob die Vermögensverwalter die Anlagestrategien wunschgemäß nach einem langfristigen Anlagehorizont ausführen und ihre

Einflussmöglichkeiten in den Portfoliogesellschaften entsprechend geltend machen.[27] Vorausgegangen war die Reform der Aktionärsrechterichtlinie der EU 2017/828 ARRL II zur Schaffung von Transparenz bei institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern, da ein struktureller Interessenskonflikt vermutet wurde, der Shareholder Engagement möglicherweise aus Kostengründen verhinderte.

Mit der neuen Transparenzpflicht durch ARUG II wurde eine Richtung eingeschlagen, die bei internationalen Gesetzgebern bereits zuvor in gesetzliche Stewardship-Kodifizierungen mündete. Das Vereinigte Königreich ist hierbei als Vorreiter zu nennen, das den weltweit ersten Stewardship-Kodex seiner Art im Jahr 2010 etablierte und heute als Maßstab gilt. 2020 erfolgte schließlich eine Erweiterung des UK Stewardship Codes von den ursprünglich sieben Grundsätzen auf 12 Grundsätze für Vermögensverwalter sowie sechs Grundsätze für Stimmrechtsberater.[28] Auch die Niederlande integrierte schon ab 2008 erste, einzelne Stewardship-Richtlinien in dem bereits vorhandenen Corporate-Governance-Kodex und in Japan wurde 2013 nach britischem Vorbild ein japanischer Stewardship-Kodex ratifiziert.[29] Derzeit mangelt es hierzulande neben dem Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) noch an einer gesetzlichen Norm für spezifische Stewardship-Grundsätze, allerdings ist im vergangenen Jahr von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) in dieser Hinsicht ein Vorstoß eingebracht worden.[30] Die vorgestellten DVFA Stewardship-Leitlinien beinhalten Vorgaben für Asset Manager zur Erfüllung ihrer treuhänderischen Pflicht und tragen zumindest zur Fortführung der Diskussion um derartige gesetzliche Richtlinien in Deutschland bei.[31]

2.2.3 BVI-Analyse-Leitlinien und Wohlverhaltensregeln

Der Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) repräsentiert nach eigenen Angaben durch seine Mitglieder etwa 95% des deutschen Fondsmarktes und stellt damit die in Deutschland relevante Interessensvertretung für Asset Manager dar.[32] Der Fondsverband gibt seinen Mitgliedern u. a. Analyse-Leitlinien für Hauptversammlungen sowie Wohlverhaltensregeln an die Hand, die ebenfalls Ansätze bekannter Stewardship-

[27] Vgl. *Zetzsche, D.*, ARUG II, 2020, AG, S. 637.
[28] Vgl. *FRC*, UK Stewardship, 2020, S. 2.
[29] Vgl. *MCCG*, Dutch Code, 2008, S. 33 f.; *FSA*, Japan Stewardship, 2020, S. 1.
[30] Vgl. *Regierungskommission DCGK*, DCGK, 2019, o. S.
[31] Vgl. *DVFA*, Stewardship-Leitlinien, 2020, S. 1; *Mack, K. et al.*, Weiterentwicklung DCGK, 2020, S. 201.
[32] Vgl. *BVI*, Mitglieder, 2021, o. S.

Regelungen beinhalten. Die BVI Analyse-Leitlinien für Hauptversammlungen sind für die Mitglieder unverbindlich und dienen der Orientierung für eine selbstständige Analyse von Tagesordnungspunkten und Beschlussvorschlägen der Portfoliogesellschaften.[33] Sie beinhalten z. B. Vorgaben zur Wahl, Besetzung und Vergütung von Vorstand und Gremien, Kapitalmaßnahmen und Rückkauf von Aktien, Gewinnverwendung, Abschlussprüfer, Akquisitionen und Fusionen, Interessen von Aktionären oder Corporate-Governance-Standards. Die Wohlverhaltensregeln des BVI stellen dagegen einen Verhaltenskodex dar, dem die Mitglieder freiwillig nach dem Grundsatz „Comply or Explain" folgen können und bei Abweichungen eine Begründung dafür in den jährlichen Berichterstattungen an die Anleger kommunizieren müssen.[34] Darin enthalten sind z. B. Richtlinien bezogen auf Kosten und Gebühren der Fonds, Ausführungsgrundsätze und eine marktgerechte Abwicklung, Transparenz und Kommunikation gegenüber den Kunden, eigene verantwortungsvolle Corporate Governance und den Einsatz für gesellschaftliche Verantwortung in ökologischen und sozialen Belangen sowie der guten Unternehmensführung.

2.2.4 Gründung und Bedeutung von PRI

Die Principles for Responsible Investment (PRI) wurden 2006 durch den damaligen UN-Generalsekretär Kofi Annan ins Leben gerufen und stellen eine Initiative für institutionelle Investoren unter Schirmherrschaft der Vereinten Nationen dar.[35] Die Investoreninitiative soll langfristige und verantwortungsvolle Investitionen fördern und dazu beitragen, ein nachhaltiges Finanzsystem zu schaffen. Nach dem aktuellen PRI-Geschäftsbericht werden mittlerweile 3.826 Gesellschaften gezählt, die sich zur Investorengemeinschaft bekennen und die sechs Prinzipien für verantwortliches Investieren unterzeichneten.[36] Mit ihrer Unterschrift verpflichten sich die Investoren u. a. ökologische und soziale Themen sowie Aspekte guter Unternehmensführung (ESG) in ihre Investmentanalyse- und Entscheidungsfindungsprozesse einzubeziehen, ihre Investorentätigkeit aktiv und verantwortungsvoll auszuüben, miteinander zusammenzuarbeiten und die PRI-Grundsätze in der Investmentbranche zu fördern. Die ausdrückliche Ermunterung zur kooperativen Zusammenarbeit hat zu zahlreichen weiteren Gründungen von Netzwerken geführt und

[33] Vgl. *BVI*, Analyse-Leitlinien, 2021, S. 2.
[34] Vgl. *BVI*, Wohlverhaltensregeln, 2019, S. 2.
[35] Vgl. *Klein, C. et al.*, Nachhaltige Finanzwirtschaft, 2021, S. 21.
[36] Vgl. *PRI*, Annual Report, 2021, S. 66.

somit einen relevanten Grundstein für Sustainable Finance und nachhaltiges Investieren gelegt.[37] Als direkter Ableger aus dem PRI-Umfeld ist beispielsweise die Initiative Climate Action 100+ zu nennen, die sich als Investorengemeinschaft dem Ziel verschrieben hat, auf die 160 Unternehmen mit den weltweit höchsten Treibhausgas-Emissionen aktiv einzuwirken und damit gegen den Klimawandel tätig zu werden.[38] Mittlerweile werden mehr als 50 Investoreninitiativen gezählt, die sich spezifisch auf den Klimawandel fokussieren und gemeinsam ihren Einfluss auf die investierten Unternehmen ausüben wollen.[39]

2.2.5 Kollaboratives Engagement und Unsicherheit bei Acting in Concert

Das Investorennetzwerk PRI fordert in seinen Grundsätzen explizit die Zusammenarbeit von Investoren, die gemeinsam für ein nachhaltigeres Finanzsystem einstehen sollen. Darüber hinaus wurde die PRI Collaboration Platform implementiert, auf der sich Investoren austauschen, Ressourcen zusammenlegen und Informationen teilen können.[40] Es geht um konzertiertes Engagement unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten und reicht vom Verfassen gemeinsamer Briefe an die Unternehmen über gemeinsame Engagement-Gespräche bis hin zur Absprache in Bezug auf Beschlussanträge von Aktionärsversammlungen. Letztgenannter Punkt befindet sich allerdings v. a. für deutsche Investoren in einer rechtlichen Grauzone, da das deutsche Aktienrecht im europäischen Vergleich besonders streng informelles Acting in Concert begleitet. Nach § 34 Abs. 2 WpHG zählen die kumulierten Stimmrechtsanteile der Kollaborateure als Einheit und werden zugerechnet, so dass auch in diesem Fall bei der Überschreitung der anteilsmäßigen Meldeschwellen nach § 33 Abs. 1 und 2 WpHG eine Mitteilungspflicht besteht. Gleiches verhält sich auch mit § 35 Abs. 1 i. V. m. § 30 Abs. 2 WpÜG wonach bei Überschreitung der Kontrollschwelle von 30% eine Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots besteht.[41] Wird diese Angebotspflicht verletzt, sind nach § 38 WpÜG Zinszahlungen gegenüber den übrigen Aktionären zu leisten und wäre daher mit erheblichen Kosten für die kooperierenden Asset Manager verbunden. Auch wenn die Gesetzeslage darauf abzielt, die Gesellschaften vor einer dauerhaften und wesentlichen Änderung in der

[37] Vgl. *Klein, C. et al.*, Nachhaltige Finanzwirtschaft, 2021, S. 21.
[38] Vgl. *Climate Action 100+*, Progress Report, 2020, S. 5.
[39] Vgl. *Mercer*, Climate Change, 2019, S. 69.
[40] Vgl. *PRI*, Annual Report, 2021, S. 24.
[41] Vgl. *Wackerbarth, U.*, Acting Concert, 2021, WpÜG § 30 Rn. 31; *Ekkenga, J.*, Investmentfonds Kontrollagenten, 2020, S. 1670.

unternehmerischen Ausrichtung zu schützen, so gibt es Hinweise darauf, dass in der Praxis rechtliche Unsicherheit vorherrscht und deutsche Asset Manager aufgrund dessen vor kollaborativem Engagement Abstand nehmen könnten.[42]

Das Beispiel der niederländischen Engagement-Plattform Living Wage Financials, die 1995 vom niederländischen Verband von Investoren für eine nachhaltige Entwicklung (VBDO) gegründet wurde, zeigt, wie konzertierte Engagement-Aktivitäten Wirkung erzielen können.[43] Die Plattform setzt sich spezifisch für existenzsichernde Arbeitslöhne entlang der Lieferketten der Unternehmen ein und wurde für ihre Anstrengungen 2019 bereits mit dem PRI Active Ownership Project of the Year Award ausgezeichnet.

2.2.6 Bedeutung von Proxy Advisory

Eine andere Art der Zusammenarbeit von Asset Managern findet sich in den angebotenen Dienstleistungen von Proxy Advisory bzw. Stimmrechtsberatungen, die neben der essentiell notwendigen Infrastruktur für Abstimmungen auf Aktionärsversammlungen weitere Beratungsleistungen im Governance- und IR-Bereich anbieten.[44] Sie können in etwa mit der DSW verglichen werden, die vornehmlich Kleinaktionäre vertritt, und stellen das Pendant für institutionelle Investoren mit weiteren zusätzlichen Dienstleistungen dar. Zum einen übernehmen sie für ihre Kunden die technische Seite der Stimmrechtsausübung, so dass diese nicht gezwungen sind die Vielzahl der Aktionärsversammlungen ihrer Portfoliounternehmen weltweit selbst zu besuchen. Und zum anderen geben sie Abstimmungsempfehlungen nach eigener Analyse der Hauptversammlungsinformationen für die Asset Manager ab, die diesen Service zusätzlich einkaufen können. Nach der aktuellen empirischen Untersuchung von IHS Markit und dem DIRK über die Eigentümerstruktur von DAX30-Unternehmen spielen Proxy-Beratungsfirmen eine relevante Rolle im Abstimmungsverhalten der 100 größten Investoren.[45] Demnach sei zwar der Anteil der Investoren, die sich ausschließlich auf die Abstimmungsempfehlungen der Stimmrechtsberater stützen, zuletzt auf 3,7% gefallen, allerdings greife die überwiegende Mehrheit von ca. 70% der Investoren neben der eigenen Meinung wesentlich auch auf die externen Empfehlungen zurück. Der Anteil der Investoren, die sich einzig auf interne

[42] Vgl. *Buck-Heeb, P.*, Normen Auslegung, 2020, S. 159.
[43] Vgl. *Duiker, J., Urbach, X.*, Engagement Hauptversammlungen, 2020, S. 216.
[44] Vgl. *Fleischer, H.*, Zukunftsfragen Governance, 2011, S. 169.
[45] Vgl. *IHS Markit, DIRK*, Ownership Structure, 2021, S. 14.

Analysen verlassen, sei dagegen moderat angestiegen und erreiche mittlerweile einen Wert von 24,7%. In der Vergangenheit wurde bereits regelmäßig Kritik hinsichtlich möglicher Interessenskonflikte oder der Machtkonzentration bei Proxy-Beratern geäußert: Institutionelle Investoren würden ihre Verantwortung über die Stimmrechte aus Kostengründen aus der Hand geben.[46] Mit ARUG II ist neben der eingeführten Legaldefinition der Stimmrechtsberater nach § 134a Abs. 1 Nr. 3 AktG allerdings auch eine umfassende Transparenzpflicht in Bezug auf die Nutzung von Proxy-Dienstleistungen bestimmt worden. Somit müssen auf der einen Seite die Vermögensverwalter gemäß § 134b Abs. 2 AktG offenlegen, ob sie Stimmrechtsberatung in Anspruch nehmen und auf der anderen Seite müssen auch die Beratungsfirmen selbst nach § 134d AktG Offenlegungspflichten einhalten. Außerdem gilt für sie nach § 134d Abs. 1 AktG gemäß des "Comply-or-Explain"-Prinzips eine Entsprechenserklärung abzugeben, sofern sie einen bestimmten Verhaltenskodex bei ihren Analysen folgen.

2.3 Sustainable Finance und politische Rahmenbedingungen

2.3.1 Begriffsbestimmung von Nachhaltigkeit, ESG und SRI

Nachhaltigkeit ist mittlerweile zu einem allgegenwärtigen Schlagwort geworden und betrifft Gesellschaft, Politik, Wirtschaft und Wissenschaft gleichermaßen. Auch wenn es an einer einheitlichen Definition mangelt und im Detail verschiedene Begriffsauffassungen zu Grunde liegen, so herrscht zumindest Einigkeit darüber, dass nicht nur Umwelt-Aspekte eine Rolle spielen, sondern Nachhaltigkeit die drei Dimensionen Ökologie, Ökonomie und Soziales gleichrangig umschließt.[47] Seinen Ursprung hat der Begriff zu Beginn des 18. Jahrhunderts.[48] Hans Carl von Carlowitz entlehnte den Ausdruck aus der Wald- und Forstwirtschaft und forderte, ökonomisches Handeln mit den Erfordernissen der Natur in Einklang zu bringen. So entwickelte sich ein ressourcenökonomisches Prinzip mit dem Ziel, Ressourcen dauerhaft und ertragsbringend zu nutzen. Das heutige Verständnis von Nachhaltigkeit und von nachhaltiger Entwicklung wurde schließlich maßgeblich von der 1983 gegründeten Weltkommission für Umwelt und Entwicklung der Vereinten Nationen geprägt. In ihrem Bericht „Our Common Future“ von 1987, der bezogen auf den

[46] Vgl. *Fleischer, H.*, Zukunftsfragen Governance, 2011, S. 170 ff.; *Stüber, K.*, Einfluss Proxies, 2020, S. 217.
[47] Vgl. *Hauff, M. et al.*, Deutschlands Nachhaltigkeitsstrategie, 2018, S. 17.
[48] Vgl. *Hauff, M. et al.*, Deutschlands Nachhaltigkeitsstrategie, 2018, S. 19.

damaligen Kommissionsvorsitzenden als „Brundtland-Bericht“ bekannt wurde, beschrieben die Kommissionsmitglieder das Konzept einer nachhaltigen Entwicklung.[49] Diese definierten sie als eine Entwicklung, die Bedürfnisse der Gegenwart befriedigt ohne dabei die Fähigkeit zur Bedürfnisbefriedigung zukünftiger Generationen einzuschränken. In das Zentrum des Nachhaltigkeitsgedankens werden zwei Schlüsselkomponenten gestellt:[50]

1. Die Frage nach den Bedürfnissen unter besonderem Schutz der lebenswichtigen Bedürfnisse der armen Bevölkerung in der Welt, die bevorzugt berücksichtigt werden sollen sowie
2. das Wissen über die Ressourcenknappheit, die sich in Abhängigkeit des technologischen Fortschritts und der gesellschaftlichen Organisation auf die Fähigkeit der Umwelt heutige und zukünftige Bedürfnisse zu befriedigen auswirkt.

Somit geht es um eine soziale und ethische Verantwortung der Gesellschaft, die natürliche Umwelt zu schützen und das soziale Miteinander generationenübergreifend zu gewährleisten. Übertragen auf die heutige Finanzwirtschaft werden darunter beispielsweise Nachhaltigkeitsaspekte in Produktions- und Vertriebsprozessen, die Einhaltung ethischer und sozialer Standards oder bestimmte politische Zielvorgaben auf Unternehmensebene sowie auf dem Kapitalmarkt insgesamt verstanden.[51] Hierbei hat sich die Abkürzung ESG (Environmental-Social-Governance) mittlerweile als Synonym für Nachhaltigkeit etabliert und umfasst im Einzelnen z. B. die folgenden Kriterien:

- Environmental (Umwelt): Effiziente Energienutzung, Abfallmanagement, Tierschutz, CO_2-Emissionen
- Social (Soziales): Achtung von Menschenrechten, Einhaltung von Arbeitsschutzbestimmungen, Gesundheitsmanagement, Diversität
- Governance (Unternehmensführung): Einhaltung von Rechenschaftspflichten, Schutz von Aktionärsrechten, Ausgestaltung von Vergütungssystemen, Anti-Korruptionsmaßnahmen

Neben den genannten ESG-Kriterien kommt häufig auch eine Herangehensweise des verantwortungsvollen Investierens, das mit dem englischen Begriff Socially Responsible

[49] Vgl. *Weltkommission für Umwelt und Entwicklung*, Brundtland-Bericht, 1987, S. 41 ff.
[50] Vgl. *Weltkommission für Umwelt und Entwicklung*, Brundtland-Bericht, 1987, S. 41.
[51] Vgl. *Franzen, D., Schäfer, K.*, Assetmanagement, 2018, S. 21.

Investment (SRI) verbunden wird, zur Anwendung.[52] Auch wenn die beiden Abkürzungen ESG und SRI innerhalb der Nachhaltigkeitsdebatte in der Regel synonym verwendet werden, so sind SRI-Ausschlusskriterien gewöhnlich strenger ausgelegt als ESG-Kriterien und schließen beispielsweise kontroverse Geschäftsfelder wie Rüstungsgüter, Tabak, Glückspiel, Atomenergie, Kohleproduktion oder Gentechnik für Investitionen kategorisch aus.[53] Bezogen auf die Vielfältigkeit von grünen Finanzangeboten lässt sich feststellen, dass zwar eine uneinheitliche Gemengelage unterschiedlicher Auffassungen von Nachhaltigkeit und einer nachhaltigen Geldanlage vorzufinden ist, dies jedoch auch die vielfältige individuelle Definitionsauslegung auf der Nachfrageseite widerspiegelt.[54]

2.3.2 Engagement aus wirtschaftsethischer Perspektive

Der Sozial- und Wirtschaftsethiker Klaus Gabriel diskutiert im Sammelband über nachhaltige Finanzen des Vereins zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage (CRIC), wie Shareholder Engagement aus der wirtschaftsethischen Perspektive zu verstehen ist. Gabriel sieht Parallelen zwischen Engagement und der angewandten Wirtschaftsethik, die Konfliktsituationen zwischen Wirtschaft und Moral behandelt.[55] Er schlägt insbesondere die wirtschaftsethischen Methoden des ethischen Dreischritts und der Güterabwägung vor, um Engagement-Prozesse zu optimieren. Beim ethischen Dreischritt verläuft eine Auseinandersetzung mit einer Problemstellung in den drei Phasen Sehen, Urteilen und Handeln.[56] Dabei folgt auf die Situationsanalyse der ersten Phase die maßgebliche moralische Analyse mit einem ethischen Reflexionsprozess in der zweiten Phase. Am Ende der dritten Phase steht schließlich die Entscheidung für die moralisch anspruchsvolle Situation, die oft in einem Kompromiss endet. Nach Gabriel ist dies allerdings eine empfehlenswerte Vorgehensweise für Engagement, da es so zu einer Verbesserung der vorherigen Situation führen könne und dazu beitrage, dass Entscheidungssituationen umfassender reflektiert und Handlungsmöglichkeiten weiter präzisiert würden.[57] Daneben dürfe auch der Aspekt der Güterabwägung in der Entscheidungsfindung nicht vernachlässigt werden, da dies aus wirtschaftsethischer Sicht moralisch geboten sei, wenn

[52] Vgl. *Elsell, D.*, Nachhaltigkeit 2.0, 2021, S. 528.
[53] Vgl. *Elsell, D.*, Nachhaltigkeit 2.0, 2021, S. 529.
[54] Vgl. *Bruns, C., Meyer-Bullerdiek, F.*, Professionelles Portfoliomanagement, S. 325 f.
[55] Vgl. *Gabriel, K.*, Wirtschaftsethische Perspektive, 2020, S. 62.
[56] Vgl. *Gabriel, K.*, Wirtschaftsethische Perspektive, 2020, S. 51.
[57] Vgl. *Gabriel, K.*, Wirtschaftsethische Perspektive, 2020, S. 52.

das nach Profit strebende Unternehmen ausreichend Rücklagen zur langfristigen Existenzsicherung schaffe.[58] Dabei sei die Güterabwägung unter Berücksichtigung sozialer und ökologischer Interessen von Stakeholdern entscheidend, wenn es darum gehe, bei systematischen Verstößen gegen Arbeits- und Menschenrechte oder langfristiger Schädigung natürlicher Ressourcen die Geschäftsmodelle von Unternehmen zu hinterfragen. Engagement könne mit den genannten Methoden aus wirtschaftsethischer Perspektive schließlich dazu beitragen, dass der Austausch mit den Unternehmen auf der zwischenmenschlichen Ebene in respektvollem Umgang erfolgreich sein könne.[59]

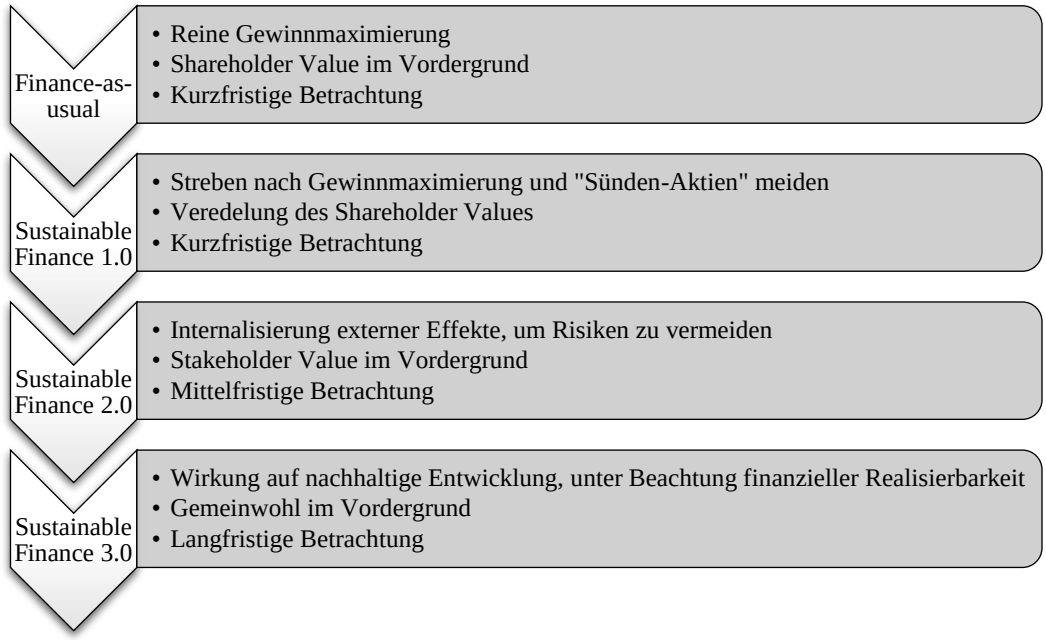
2.3.3 Evolution von Sustainable Finance

Sustainable Finance befindet sich mittlerweile in einem Stadium, in dem die Finanzmarktakteure ein differenziertes Verständnis von Nachhaltigkeit im Finanzwesen entwickelt haben und insbesondere Kunden von Asset-Management-Dienstleistungen Transparenz über die Wirkung ihrer Investitionen wünschen. Dieser Entwicklung hat der niederländische Ökonom Dirk Schoenmaker in einem Ordnungsrahmen für Sustainable Finance mit drei Entwicklungsstadien Rechnung getragen (vgl. Abb. 3):[60] Der ursprüngliche Finance-Ansatz beschränkte sich demnach noch auf die Nutzenmaximierung bzw. Optimierung des Rendite-Risiko-Verhältnisses sowie auf eine kurzfristig gelagerte Shareholder-Value-Orientierung. Nun folgte ein erster Schritt zur Sustainable Finance 1.0 und schmutzige Unternehmen bzw. „Sünden-Aktien“ wurden aus den Investmentprozessen ausgeschlossen. Ganze Branchen wie die Tabakindustrie, Rüstungsindustrie, aber auch schon Kohleproduzenten und andere Unternehmen mit hohen CO_2-Emissionen wurde das Kapital entzogen. Allerdings stand noch immer der kurzfristige Shareholder-Value-Ansatz im Vordergrund. Auf der Ebene von Sustainable Finance 2.0 wurde dann festgestellt, dass Nachhaltigkeitsrisiken auch ökonomische Risiken sind und negative soziale sowie ökologische Effekte auf die Unternehmen haben. Daher wurden die negativen externen Effekte aus diesen Risiken monetarisiert und in die unternehmerische Entscheidungsfindung eingebunden. Wesentlich auf dieser Stufe ist der Wandel vom reinen Shareholder-Value-Ansatz zu einem weiter gefassten Stakeholder-Value-Ansatz, der neben den Aktionären, Kunden, Mitarbeitern und Lieferanten nun auch die Gesellschaft, die

[58] Vgl. *Gabriel, K.*, Wirtschaftsethische Perspektive, 2020, S. 60.
[59] Vgl. *Gabriel, K.*, Wirtschaftsethische Perspektive, 2020, S. 62.
[60] Vgl. *Schoenmaker, D.*, Sustainable Finance, 2017, S. 20 ff.

Umwelt und weitere indirekte Stakeholder einbezieht.[61] In der aktuellen dritten Evolutionsstufe von Sustainable Finance werden die Finanzmarktakteure schließlich nicht mehr nur von den reinen Risikovermeidungsstrategien gelenkt, sondern suchen konkret nach nachhaltigen Unternehmen und Projekten für eine nachhaltigere Entwicklung im Finanzsystem. Anstatt wie bisher eine Negativauslese aufgrund von Nachhaltigkeitskriterien durchzuführen, wird in der Sustainable Finance 3.0 vermehrt eine Positivauswahl getroffen, um einen messbaren Beitrag für eine nachhaltige Entwicklung leisten zu können, ohne dabei relevante Fragen der Finanzierbarkeit außer Acht zu lassen.[62]

Abbildung 3: Sustainable Finance-Ordnungsrahmen nach Schoenmaker



Quelle: *Schoenmaker, D.*, Sustainable Finance, 2017, S. 20 ff; Darstellung von *Ruppert, B.*, Shareholder Engagement, 2021, S. 26

Auch in Deutschland greifen Busch und Kollegen in ihrem aktuellen Diskussionspapier den Duktus der Sustainable-Finance-Evolution auf und sehen im jetzigen dritten Stadium verstärkt den Aspekt des Impact Investings im Fokus der Investoren.[63] Den deutschen Forschern zufolge verlangten die Investoren Klarheit darüber, ob ihre nachhaltigen Investments tatsächlich einen Beitrag für eine bessere Welt leisteten. Investoren könnten einen solchen Impact über den simplen Weg der Kapitalallokation generieren, bei dem

[61] Vgl. *Schoenmaker, D.*, Sustainable Finance, 2017, S. 26.
[62] Vgl. *Schoenmaker, D.*, Sustainable Finance, 2017, S. 27.
[63] Vgl. *Busch, T. et al.*, Impact Investments, 2021, S. 5.

Gelder in die gewünschten nachhaltigen Unternehmen gelenkt würden, die Kapital zur Finanzierung der grünen Projekte benötigten. Daneben könnten sie aber auch ihre Rolle als Aktionär im Sinne des Active Ownerships aktiv gestalten und ihre Stimmrechte ausüben sowie mit den Unternehmen in Dialog treten.[64] Darüber hinaus wird das regulatorische Aufgreifen der Thematik auf europäischer Ebene begrüßt, das zu einer präzisen und praktikablen Definition von Impact Investments beitragen könnte.[65]

2.3.4 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung und Übereinkommen von Paris

Etwa zehn Jahre nachdem sich die Vereinten Nationen auf die sechs Prinzipien für verantwortliches Investieren verständigten und das PRI-Netzwerk aufbauten, wurde im Jahr 2015 eine wesentliche Steigerung der Aufmerksamkeit auf das Thema erzielt, als sich die Weltgemeinschaft auf die 17 nachhaltigen Entwicklungsziele einigte (SDGs), die fortan Maßstab für alle Mitgliedsstaaten sein sollten.[66] Die SDGs beinhalten politische Zielsetzungen sozialer, ökologischer und ökonomischer Art zur Förderung einer nachhaltigen Entwicklung der Welt wie z. B.:

- Armut und Hunger beenden, Verfügbarkeit von Wasser gewährleisten, Landwirtschaft fördern, ein gesundes Leben für alle Menschen gewährleisten
- Gleichberechtigung und Chancengleichheit in der Bildung sowie Geschlechtergleichstellung erreichen
- nachhaltige Energieversorgung sicherstellen
- nachhaltiges Wirtschaftswachstum mit produktiver Vollbeschäftigung und menschenwürdiger Arbeit sicherstellen
- Widerstandsfähige Infrastruktur herstellen, Ungleichheit in Länder beseitigen, sichere, inklusive, nachhaltige Städte und Siedlungen bauen
- nachhaltige Konsum- und Produktionsmuster sicherstellen
- Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels und seiner Auswirkungen ergreifen
- Ozeane, Meere und Meeresressourcen, Landökosysteme schützen, Wälder nachhaltig bewirtschaften, Wüstenbildung bekämpfen, Bodendegradation beenden und umkehren, Biodiversität verteidigen

[64] Vgl. *Busch, T. et al.*, Impact Investments, 2021, S. 9.
[65] Vgl. *Busch, T. et al.*, Impact Investments, 2021, S. 10.
[66] Vgl. *Vereinte Nationen*, Agenda 2030, 2015, S. 15.

- friedliche und inklusive Gesellschaften für eine nachhaltige Entwicklung fördern und allen Menschen Zugang zur Justiz ermöglichen

Die drei Dimensionen Wirtschaft, Soziales und Ökologie sollten in den SDGs ausgewogen sowie gleichberechtigt einer nachhaltigen Entwicklung Rechnung tragen.[67] Die Mitgliedsstaaten einigten sich darauf, bis zum Jahr 2030 entscheidende Maßnahmen zu treffen, um die Ziele und Zielvorgaben zu erfüllen (Agenda 2030). Noch am Ende desselben Jahres fand der UN-Weltklimagipfel in Paris statt, der mit einem völkerrechtlichen Vertrag zum Klimaschutz endete, der weltweit Beachtung fand (Paris Alignment oder Übereinkommen von Paris).[68] Art. 2 Abs. 1a) des Pariser Übereinkommens beziffert das konkrete Ziel, den durchschnittlichen Temperaturanstieg auf der Erde „deutlich unter 2 Grad Celsius“ über dem vorindustriellen Niveau zu halten und mindestens auf 1,5 Grad Celsius zu begrenzen. Aufgrund der engen Vernetzung von Real- und Finanzwirtschaft und vor dem Hintergrund steigender Wahrnehmung von Nachhaltigkeitsrisiken wirkt die klimapolitische Regulierung mittlerweile auch zusehends stärker auf den Finanzsektor.[69]

2.3.5 EU-Aktionsplan, Taxonomie- und Offenlegungsverordnung

Spätestens nachdem auch die Europäische Union sich als Gemeinschaft zu den 17 SDGs bekannte und das Pariser Übereinkommen unterzeichnete, ist auch hier ein konzentrierter Prozess zu einer nachhaltigen Entwicklung in Gang gesetzt worden, auf den einige regulatorische Maßnahmen folgten. Zunächst ist hierbei der EU-Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums zu nennen, der 2018 vorgelegt wurde. Die Kommission nimmt darin direkten Bezug zu den beiden vorgenannten UN-Abkommen aus 2015 und verpflichtet sich zu einer nachhaltigen Entwicklung im Sinne der Generationengerechtigkeit heutiger und zukünftiger Generationen.[70] Vor dem Hintergrund unvorhersehbarer Folgen des Klimawandels schreibt sie dem Finanzsystem eine Schlüsselrolle zu, das Teil der Lösung für eine umweltverträglichere und nachhaltigere Wirtschaft sei. Daher umfasst der Aktionsplan zehn Maßnahmen, die zu einem Finanzwesen für eine nachhaltigere Welt führen sollen. Die aufgeführten Maßnahmen unterteilen sich in die Umlenkung der Kapitalströme zu einer nachhaltigeren Wirtschaft, die Einbettung von Nachhaltigkeit in das

[67] Vgl. *Vereinte Nationen*, Agenda 2030, 2015, S. 2.
[68] Vgl. *Vereinte Nationen*, Übereinkommen Paris, 2015, o. S.
[69] Vgl. *Klein, C. et al.*, Nachhaltige Finanzwirtschaft, S. 23.
[70] Vgl. *Europäische Kommission*, Aktionsplan, 2018, S. 1.

Risikomanagement der Finanzdienstleistungsinstitute sowie die Förderung von Transparenz und Langfristigkeit auf dem Kapitalmarkt. Darin ist z. B. die Umsetzung einer Nachhaltigkeitstaxonomie aufgeführt, die ein Klassifikationssystem für klimawandelbezogene umwelt- und sozialpolitisch nachhaltige Tätigkeiten umfassen soll.[71] Eine solche Taxonomie-Verordnung ist bereits im Juni 2020 verabschiedet worden und legt ab 2022 fest, welche Wirtschaftstätigkeiten als nachhaltig einzustufen sind, so dass sich Finanzmarktprodukte wie Investmentfonds und andere nachhaltige Investitionen danach ausrichten können.[72] Kritisch diskutiert wird dabei, ob fossiles Gas und Atomenergie in die Taxonomie-Verordnung aufgenommen und damit als nachhaltig eingestuft werden sollten, da die Energiequellen kaum CO_2-Emissionen ausstießen und als Übergangstechnologien genutzt werden könnten. Dies unterstützte zuletzt EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen in einer Mitteilung der Europäischen Kommission im Oktober 2021.[73]

Neben der EU-Taxonomie-Verordnung ist auch die Offenlegungsverordnung (SFDR) aus dem EU-Aktionsplan abgeleitet worden.[74] Sie ist bereits am 10. März dieses Jahres in Kraft getreten und hat umfassende Offenlegungspflichten für Finanzdienstleister in Bezug auf Nachhaltigkeit zur Folge.[75] Die Finanzmarktteilnehmer müssen beispielsweise auf ihren Internetseiten öffentlich darüber informieren, ob und wie sie auf Unternehmens- sowie Produktebene Strategien zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken bei Investitionsentscheidungsprozessen umsetzen. So wird z. B. ein Investmentfonds nach Art. 6 SFDR als nicht nachhaltiges Finanzprodukt eingestuft, wenn es keine Nachhaltigkeitsstrategie umsetzt. Verfolgen die Finanzprodukte allerdings eine Investmentstrategie nach ESG-Kriterien, so werden sie als nachhaltige Geldanlagen nach Art. 8 SFDR eingestuft. Die höchste Nachhaltigkeitsebene erreicht ein Fonds dann, wenn er gemäß der Kategorie Art. 9 SFDR klassifiziert werden kann, da er beispielsweise durch seine Investitionen eine Reduzierung von CO_2-Emissionen bewirkt und somit direkten Einfluss auf das 2-Grad-Ziel des Pariser Übereinkommens nimmt. Ein Art. 9 SFDR-Investmentfonds stellt somit ein Impact-Investing-Produkt der Evolutionsstufe Sustainable Finance 3.0 dar.

[71] Vgl. *Europäische Kommission*, Aktionsplan, 2018, S. 5.
[72] Vgl. *Verordnung (EU) 2020/852*, Taxonomie-Verordnung, 2019, S. 16.
[73] Vgl. *Europäische Kommission*, Opening Remarks, 2021, S. 1.
[74] Vgl. *Europäische Kommission*, Aktionsplan, 2018, S. 12 f.
[75] Vgl. *Verordnung (EU) 2019/2088*, Offenlegungsverordnung, 2019, S.

2.3.6 Empfehlungen des Sustainable-Finance-Beirats der Bundesregierung

Im Juni 2019 wurde von der damaligen Bundesregierung der Sustainable-Finance-Beirat gegründet, um eine deutsche Sustainable-Finance-Strategie zu entwickeln, die Deutschland zu einem führenden Sustainable-Finance-Standort ausbauen sollte.[76] Der Beirat wurde zusammengesetzt aus Experten der Finanz- und Realwirtschaft, Zivilgesellschaft sowie Wissenschaft und sollte bis spätestens Ende der laufenden Legislaturperiode seine Ergebnisse präsentieren. Im Februar dieses Jahres wurde schließlich der Abschlussbericht mit dem Titel „Shifting the Trillions – Ein nachhaltiges Finanzsystem für die große Transformation" der Öffentlichkeit vorgestellt. Der Bericht enthält insgesamt 31 Handlungsempfehlungen an die Politik und gliedert sich in fünf Teilbereiche:[77]

1. Ein auf Nachhaltigkeit ausgerichteter Politikrahmen in Deutschland und der EU
2. Transparente Unternehmensberichterstattung für nachhaltige Investitionsentscheidungen und ein ganzheitliches Risikomanagement
3. Forschung und systematischer Wissensaufbau
4. Nachhaltigkeitswirksame Finanzprodukte
5. Institutionelle Verstetigung zur Unterstützung des Transformationsprozesses

Dem Beirat gehörten u. a. auch einige Asset Manager an und einige Empfehlungen betreffen daher auch das Asset Management direkt. Die wesentlichen Empfehlungen diesbezüglich sind:

- Entwicklung eines ESG-Klassifizierungssystem für Anlageprodukte auf Basis der EU-Offenlegungsverordnung
- Gründung eines europäischen „Sustainable Project Hubs"
- Entwicklung (öffentlicher) Transformations- und Impactfonds
- Schaffung einer Infrastruktur für ESG-Engagement

Der letzte Punkt setzt an der Verbesserung von Shareholder-Engagement-Infrastruktur an und umfasst drei Elemente:[78] Zur Förderung von kollaborativem Engagement soll eine verlässliche rechtliche Abgrenzung zum Acting in Concert vollzogen werden. Es soll eine Engagement-Plattform aufgebaut werden, die das kollaborative Engagement fördert und

[76] Vgl. *Sustainable-Finance-Beirat*, Satzung, 2019, S. 1.
[77] Vgl. *Sustainable-Finance-Beirat*, Abschlussbericht, 2021, S. 5.
[78] Vgl. *Sustainable-Finance-Beirat*, Abschlussbericht, 2021, S. 128.

sich auch auf europäischer Ebene ausweiten soll sowie die Entwicklung eines deutschen Stewardship Codes als Rahmenwerk für die Engagement-Plattform. Diese drei letztgenannten Empfehlungen des deutschen Sustainable-Finance-Beirates mit direktem Bezug zu Shareholder-Engagement-Aktivitäten werden im späteren Teil dieser Arbeit im Rahmen der empirischen Untersuchung wieder erneut aufgegriffen.

Bereits drei Monate nach der Veröffentlichung des Abschlussberichts des Sustainable-Finance-Beirats wurde die darauf aufbauende „Deutsche Sustainable Finance-Strategie" der Bundesregierung verabschiedet. Sie enthält fünf Ziele und 26 Maßnahmen, die Deutschland zu einem führenden Sustainable Finance-Standort ausbauen sollen.[79] In einer Pressemitteilung begrüßte der Sustainable-Finance-Beirat, dass die Bundesregierung die Mehrzahl seiner Empfehlungen in die Maßnahmen integrierte und wesentlich dazu beitragen könne, Klimaschutz und Transformation erfolgreich zu verbinden.[80] Allerdings kritisiert der Beirat auch, dass die Bundesregierung bei einigen Maßnahmen zu vage bleibe und der institutionelle Rahmen fehle. Im Bereich Engagement finden sich unter den 26 Maßnahmen beispielsweise weder die Stichworte Stewardship oder Engagement-Plattform wieder noch wird die Acting-in-Concert-Problematik aufgegriffen.

2.4 Forschungsstand und Ableitung der Forschungsfragen

2.4.1 Performanceuntersuchungen von ESG-Investing

In international relevanten Meta-Studien, die mehrere Tausend Studien der letzten Jahre untersuchten, ist festgestellt worden, dass die Rendite nachhaltiger Portfolios mindestens gleich der Rendite konventioneller Portfolios ist, teilweise aber auch durch das ESG-Investing eine Outperformance erzielt wird.[81] So untersuchten die deutschen Wissenschaftler Friede und Kollegen etwa 3.700 Studien und Metastudien, die weltweit zwischen 1978 und 2015 veröffentlicht wurden, und kommen zu dem Ergebnis, dass v. a. ab Mitte der 1990er Jahre eine stabile positive Korrelation zwischen ESG-Investing und Performance bestünde.[82] Sie empfehlen daher, dass eine ESG-Strategie für rationale Anleger jeder Art sinnvoll sei, da sie neben der Portfolio-Outperformance zusätzlichen Nutzen für die

[79] Vgl. *BMF et al.*, SF-Strategie, 2021, S. 6.
[80] Vgl. *Sustainable-Finance-Beirat*, Pressemitteilung SF-Strategie, 2021, S. 1.
[81] Vgl. *Wallis, M., Klein, C.*, Responsible Investing, 2015, S. 92 f.
[82] Vgl. *Friede, G. et al.*, ESG Performance, 2015, S. 226.

gesamte Gesellschaft stifte.[83] Auch die neuere, diesjährige US-amerikanische Metastudie von Whelan et al., die jüngere Forschungspapiere aus den Jahren 2015 bis 2020 untersuchten, kommt zu einem ähnlichen Ergebnis: In den mehr als 1.000 untersuchten Studien konnten höhere Gewinne und Aktienkurse für die Unternehmen festgestellt werden, die sich größerer Aufmerksamkeit nachhaltigen Themen widmeten.[84] Neben der langfristig besseren Performance nachhaltiger Unternehmen konstatierten die Forscher ebenso ein geringeres Verlustrisiko der Aktien während wirtschaftlicher und sozialer Krisenphasen. Aufgrund der selektiven Auswahl von Unternehmen weichen die ESG-Investments jedoch vom allgemeinen Marktportfolio ab, weshalb Verzerrungen durch Brancheneffekte in den Studienergebnissen zu vermuten sind. Plagge und Grim untersuchten u. a. diese systematischen Verzerrungen für Investmentfonds-Renditen zwischen 2004 und 2018.[85] Zwar wurden verschiedene Über- bzw. Untergewichtungen verschiedener Branchen erkannt, jedoch konnte in dieser Untersuchung keine statistisch signifikanten Performanceunterschiede zwischen den ESG-Fonds und dem Marktportfolio festgestellt werden.

2.4.2 Präferenzen nachhaltiger Investoren

Neben den genannten Performanceaspekten sind bereits umfassende Studien veröffentlicht worden, die sich auf den Anleger selbst konzentrierten und die Unterschiede zwischen nachhaltigen und konventionellen Anlegern herausarbeiteten. So haben deutsche Investoren starke Präferenzen für SRI- bzw. ESG-Investments unter den Investoren feststellen können, v. a. für entsprechend gelabelte Finanzprodukte.[86] Die Investoren grüner Geldanlagen sind von einem ausgeprägten Umweltbewusstsein gekennzeichnet und eher linkspolitisch zu verorten.[87] Außerdem haben nachhaltige Investoren ein differenziertes Verständnis von verantwortungsbewussten Investments, weichen daher in den individuellen Definitionen stark voneinander ab und bevorzugen ebenso unterschiedliche Strategien wie Best-in-Class- oder Negative-Screening-Ansätze.[88] Des Weiteren ist festgestellt worden, dass deutsche Investoren dazu bereit sind, für nachhaltige Geldanlagen einen Aufpreis zu bezahlen. Allerdings nimmt die Zahlungsbereitschaft innerhalb von Impact

[83] Vgl. *Friede, G. et al.*, ESG Performance, 2015, S. 227.
[84] Vgl. *Whelan, T. et. al*, ESG Performance, 2021, S. 10.
[85] Vgl. *Plagge, J.-C., Grim, D.*, Performance Price, 2020, S. 133 f.
[86] Vgl. *Gutsche, G. et al.*, German Investors, 2017, S. 81.
[87] Vgl. *Gutsche, G., Ziegler, A.*, Sustainable WTP, 2019, S.193.
[88] Vgl. *Zwergel, G. et al.*, Sustainable Investors, 2019, S. 292.

Investments ab, weshalb beispielsweise für eine stärkere Reduktion von CO_2-Emissionen keine entsprechend höheren Aufpreise mehr bezahlt werden.[89] Außerdem ließen sich der Untersuchung zufolge die Investoren bei den nachhaltigen Geldanlagen eher von Emotionen leiten. Die Forscher fanden heraus, dass dies bei herkömmlichen Investoren, bei vermögenden Investoren und auch bei erfahrenen Impact-Investoren gleichermaßen der Fall ist, weshalb die Anleger insgesamt davon bedroht seien, Opfer von Greenwashing durch die Finanzproduktanbieter zu werden.

2.4.3 Untersuchungen zur Wirkung von Engagement

In nationaler sowie internationaler Forschung konnte bereits gezeigt werden, dass Shareholder Engagement eine messbare Wirkung erzielt und zu Verbesserungen in den ESG-Ratings der Unternehmen sowie wesentlicher finanzieller Kennzahlen führen kann. Barko et al. untersuchten jüngst etwa 1.500 Gesellschaften weltweit und stellten fest, dass erfolgreich „engagte" Gesellschaften in Bezug auf ESG-Themen signifikant höheres Umsatzwachstum sowie höhere Gewinne generierten als vergleichbare Unternehmen ohne Engagement-Einfluss.[90] Des Weiteren wurden Marktanteil, Aktienkurs, Liquidität, Analystenmeinungen sowie ESG-Ratings positiv beeinflusst. Weitere Untersuchungen der letzten Jahre bestätigten ebenso die positive Wirkung von ESG-Engagement auf die Reduktion von Downside-Risiken der Aktien sowie auf die gesellschaftliche Unternehmensverantwortung bzw. die Corporate Social Responsibility (CSR) der Unternehmen.[91] Aktive Investoren können darüber hinaus durch Aktionärsabstimmungen in Bezug auf CSR-fördernde Maßnahmen auch die finanziellen Unternehmenskennzahlen deutlich verbessern.[92] Kölbel und Kollegen stellten in zwei Untersuchungen der letzten drei Jahre ebenso fest, dass durch aktives Engagement der soziale und ökologische Impact von Unternehmen maßgeblich stärker ist als die reine Kapitalallokationswirkung von Investitionen.[93] Auch Wilkens und Klein arbeiteten in ihrem theoretisch hergeleiteten und öffentlichkeitswirksamen Gutachten für den Bundesverband der Verbraucherzentralen Anfang dieses Jahres heraus, dass Engagement mittels gebündelter Stimmrechte kritische Mehrheiten

[89] Vgl. *Heeb, F. et al.*, Investors Care, 2021, S. 33.
[90] Vgl. *Barko, T. et al.*, Shareholder Engagement, 2021, S. 30 ff.
[91] Vgl. *Hoepner, A. et al.*, Engagement Downside, 2021, S. 25.; *Benz, L. et al.*, Ownership Responsibility, 2020, S. 29 f.
[92] Vgl. *Flammer, C.*, CSR Performance, 2015, S. 2565.
[93] Vgl. *Kölbel, J. et al.*, Beyond Returns, 2018, S. 23 f.; *Kölbel, J. et al.*, Sustainable Investing, 2020, S. 570 f.

erlangen und einen Beitrag für eine transformative Wirkungen entfalten kann.[94] Dass das Instrument des Divestments dabei von entscheidender Bedeutung ist, konnten mehrere Untersuchungen von Rohleder, Benz, Wilkens und weiteren Kollegen feststellen.[95] Das Divestment fungiert als implizites Druckmittel, da es die Exitstrategie der Investoren darstellt, wenn die Unternehmensführungen der Portfoliogesellschaften nicht die gewünschten Maßnahmen oder Projekte in Bezug auf eine nachhaltigere Entwicklung und insbesondere hinsichtlich der Reduzierung von CO_2-Ausstoß umsetzten. Siehe hierzu auch die vergleichbaren Ergebnisse von früheren Untersuchungen von Gillan und Starks sowie Parrino et al. Anfang der 2000er Jahre oder Admati und Pfleiderer aus dem Jahr 2009.[96]

2.4.4 Empirische Analysen von Engagement von Asset Managern

Einige empirische Untersuchungen beschäftigten sich jüngst damit, wie die Asset Manager ihren Einfluss mittels aktivem Shareholder Engagement wahrnahmen und ob Stimmrechte ungenutzt geblieben sind. Zunächst ist die britische NGO ShareAction zu nennen, die sich in regelmäßigen Untersuchungen auf die Engagement-Aktivitäten der größten Asset Manager weltweit konzentriert: In der Untersuchung von Nagrawala und Springer vergangenes Jahr wurde beispielsweise ein Ranking der 75 größten Asset Manager in Bezug auf Stewardship, Engagement und Governance gebildet.[97] Es wurde dabei festgestellt, dass trotz der Offenlegungspflichten in einigen Ländern lediglich 55% der betrachteten Asset Manager über ihre Abstimmungen berichteten und bezüglich geführter Engagement-Gespräche nur unzureichende Transparenz vorhanden sei.[98] Darüber hinaus seien in weniger als der Hälfte der Voting-Policys Abstimmungsvorgaben zu Klima-Aspekten, Menschen- und Arbeitsrechte oder Biodiversität festgelegt worden. Des Weiteren wurden in der Voting-Matters-Studie von Martin et al. 60 europäische und US-amerikanische Asset Manager betrachtet und 102 Aktionärsbeschlüsse in Bezug auf Klima- sowie sozialen Themen ermittelt.[99] Es ist hier festgestellt worden, dass europäische Asset Manager zwar insgesamt häufiger abstimmten als die amerikanischen Kollegen, allerdings seltener ihre

[94] Vgl. *Wilkens, M., Klein, C.*, Transformative Wirkungen, 2021, S. 81.
[95] Vgl. *Rohleder, M. et al.*, Effects Decarbonization, 2021, S. 39 f.; *Benz, L. et al.*, Decarbonization Portfolios, 2020, S. 29; *Wilkens, M., Jacob, A.*, Green Finance, 2020, S. 34 f.
[96] Vgl. *Gillan, S., Starks, L.*, Shareholder Activism, 2000, S. 301 f.; *Parrino, R. et al.*, Voting Feet, 2003, S. 42; *Admati, A., Pfleiderer, P.*, Exit Voice, 2009, S. 2645.
[97] Vgl. *Nagrawala, F., Springer, K.*, Manager Ranking, 2020, S. 12 ff.
[98] Vgl. *Nagrawala, F., Springer, K.*, Manager Ranking, 2020, S. 7 f.
[99] Vgl. *Martin, J. et al.*, Voting Matters, 2020, S. 12 ff.

Hand hoben, wenn es um Beschlüsse zu Klimathemen oder sozialen Belangen gegangen sei. Insgesamt seien 17 Klima-Beschlüsse abgelehnt worden, weil die Stimmen der größeren Asset Manager ungenutzt blieben. In der diesjährigen ShareAction-Untersuchung von Mitchell et al., die an die vorgenannten Studien anknüpft, wurden schließlich die 75 größten europäischen und amerikanischen Asset Manager betrachtet. Es wurde konstatiert, dass aufgrund der betrachteten Stewardship-Aktivitäten der Asset Manager wesentliche transformative Risiken von den Vermögensverwaltern unbeachtet geblieben seien und teilweise sogar gefördert wurden.[100] Zu einem ähnlichen Ergebnis wie ShareAction kam auch Cuvelier von der französischen NGO Reclaim Finance in der Kohle-spezifischen Untersuchung der 29 größten Asset Manager mit Fokus auf Europa und USA. Im Rahmen einer Kohle-Scorecard-Auswertung wurde festgestellt, dass weniger als die Hälfte der Asset Manager eine Kohleausstiegs-Policy kommunizierten und insgesamt lediglich 25% der betrachteten Assets under Management (AuM) unter Kohle-Ausschluss-Kriterien investiert seien.[101]

Des Weiteren ist die aktuelle empirische Untersuchung von Rose und Kollegen zu nennen, die den Fokus auf den weltweit zweitgrößten Asset Manager und Indexfonds-Anbieter Vanguard legten und in Übereinstimmung mit den vorgenannten Studien feststellten, dass die Stewardship-Verantwortung nicht befriedigend wahrgenommen worden sei. Obwohl der Asset Manager etwa 300 Mrd. US-Dollar in fossilen Brennstoffen und 90 Mrd. US-Dollar in Kraftwerkskohle treuhänderisch investiert habe, habe er keine Kohleausstiegsklausel definiert und vernachlässige daher die Transitionsrisiken seiner Kunden.[102]

Das Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) betrachtet in einem jährlichen Marktbericht die aktuellen Entwicklungen in der Investmentbranche im deutschsprachigen Raum. In der diesjährigen Befragung von 73 deutschen Asset Managern, Asset Ownern und Banken wurde festgestellt, dass unter allen nachhaltig angelegten Investments bereits 77% dezidiert Engagement-Strategien nutzten und ein Anstieg von 58% gegenüber dem Vorjahr verzeichnet wurde. [103] Die Boston Consulting Group-Untersuchung von Wolf und Kollegen verzeichnet für den etwa deckungsgleichen Betrachtungszeitraum ebenso einen

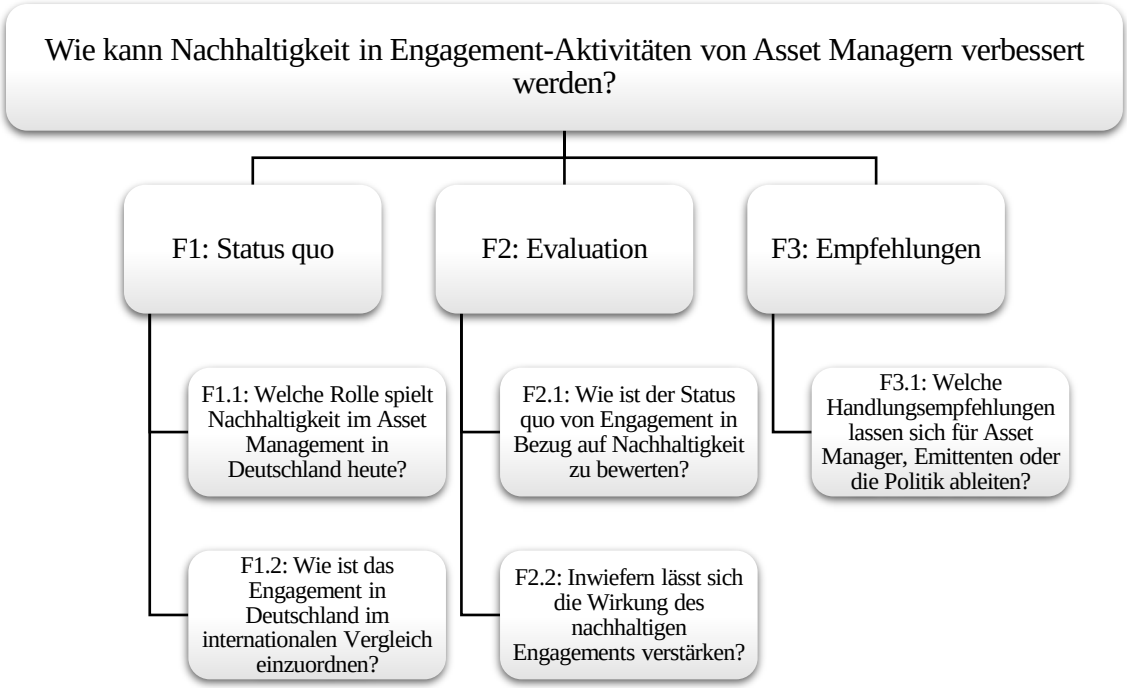
[100] Vgl. *Mitchell, I. et al.*, Leading Practice, 2021, S. 52.
[101] Vgl. *Cuvelier, L.*, Cole Scorecard, 2021, S. 5.
[102] Vgl. *Rose, T. et al.*, Vanguard Group, 2021, S. 41 f.
[103] Vgl. *Atalay, N. et al.*, FNG Marktbericht, 2021, S. 10.

Anstieg in den Engagement-Aktivitäten insgesamt und konstatiert, die Covid-19-Pandemie habe eine Art „Engagement-Revolution“ aktivistischer Aktionäre ausgelöst, die von einem neuen, nachhaltigeren Selbstverständnis der Asset Manager zeuge.[104]

2.4.5 Ableitung der Forschungsfragen

Nach vorangestellter Literaturanalyse sowie der Abbildung des aktuellen Forschungsstandes ist festzustellen, dass sich bislang keine Forschungsfrage damit beschäftigt hat, wie Nachhaltigkeit im Asset Management in Deutschland wirksamer gestaltet werden könnte und dabei insbesondere Engagement-Prozesse in den Fokus nimmt. Diese Arbeit wirft daher die Forschungsfrage auf, wie Nachhaltigkeit in Engagement-Aktivitäten von Asset Managern gefördert werden könnte. Hierbei erfolgt eine Untergliederung der Frage in drei Ebenen, die als prozessuale Annäherung zu verstehen ist: Zunächst erfolgt eine Bestandsaufnahme von Nachhaltigkeit im Asset Management, anschließend eine Evaluation des Status quo und schließlich werden daraus die Handlungsempfehlungen abgeleitet, die zur Modellierung eines nachhaltigeren Engagements führen sollen (vgl. Abb. 4).

Abbildung 4: Gliederung der Forschungsfragen



Quelle: Eigene Darstellung

[104] Vgl. *Wolf, R. et al.*, Shareholder-Engagement, 2020, S. 2.

3 Empirische Untersuchung von Nachhaltigkeit im Asset Management

3.1 Studiendesign

Als Studiendesign ist ein Mixed-Methods-Ansatz aus verschiedenen qualitativen sowie quantitativen Befragungsformen gewählt worden, der mit einem explorativen Charakter zur induktiven Theorienbildung und anschließender deduktiver Überprüfung einhergeht. Dieser Ansatz trägt der zugrunde liegenden Aktualität und Volatilität der Thematik Rechnung, das von einer hohen, internationalen regulatorischen Dynamik geprägt ist, weshalb eine reine Literaturanalyse Erkenntnisse geliefert hätte, die nicht den aktuellen Zustand des Asset Managements beschrieben hätte. Das Ziel der Untersuchung ist es, sich in der Analyse dem Asset Management von mehreren Seiten anzunähern, um ein möglichst umfassendes und ausgewogenes Verständnis zu erlangen, aus dem potenzielle Handlungsfelder abgeleitet werden können. Die qualitative Teilstudie dient daher der Entdeckung und Generierung neuer Theorien in Bezug auf die Forschungsfragen, die anschließend quantitativ-statistisch in einem größeren Feld geprüft werden können, um so auch den methodischen Nachteil kleiner Stichproben der qualitativen Interviews durch das große Sample der quantitativen Befragung auszugleichen.[105]

3.2 Forschungsprozess

Um höchstmögliche Aktualität zu erreichen, praxisnahe Erkenntnisse ableiten und Handlungsempfehlungen formulieren zu können, sind zunächst Expertenbefragungen nach dem Prinzip der Offenheit in der qualitativen Methodik durchgeführt worden.[106] Die aus den qualitativen Befragungen hervorgegangenen Erkenntnisse wurden dann in einem quantitativ-statistischen Praxistest durch die Onlineumfragen der quantitativen Teilstudie geprüft und sollten die spätere Bewertung argumentativ untermauern. Befragt werden IR-Professionals stellvertretend für die Emittenten sowie Asset Manager. Die beiden Gruppen erhalten jeweils einen maßgeschneiderten Fragebogen mit inhaltlich gleicher Ausrichtung, so dass auch hier gleichzeitig die Möglichkeit der gegenseitigen Validierung möglich ist. Insgesamt ist die Befragung somit angelehnt an die aus der Arbeits- und Organisationspsychologie bekannte 360-Grad-Befragung. Scherm und Sarges definieren

[105] Vgl. *Döring, N., Bortz, J.*, Empirische Sozialforschung, 2016, S. 72.
[106] Vgl. *Gläser, J., Laudel, G.*, Experteninterviews, 2010, S. 30 f.; *Mayring, P.*, Qualitative Sozialforschung, 2016, 27 f.

diese Art der Befragung als systematischen Einschätzungsprozess, der multiperspektivisch angelegt ist und somit einer möglichen einseitigen oder verzerrten Beurteilung durch verschiedene, interessengebundene Sichtweisen einzelner Gruppen vorbeugt.[107] Übertragen vom Personalwesen auf das Asset Management stellen die Asset Manager die Fokuspersonen dar und die Quellen der multiperspektivischen Beurteilung die wesentlichen Stakeholder, die im engeren Umfeld tätig sind. Abbildung 5 zeigt eine Auswahl der wesentlichen Stakeholder wie Portfoliounternehmen, Verbände, Kunden oder Abschlussprüfer, die für die 360-Grad-Analyse in Frage kommen.

Abbildung 5: Wesentliche Stakeholder im Asset Management

Quelle: Eigene Darstellung

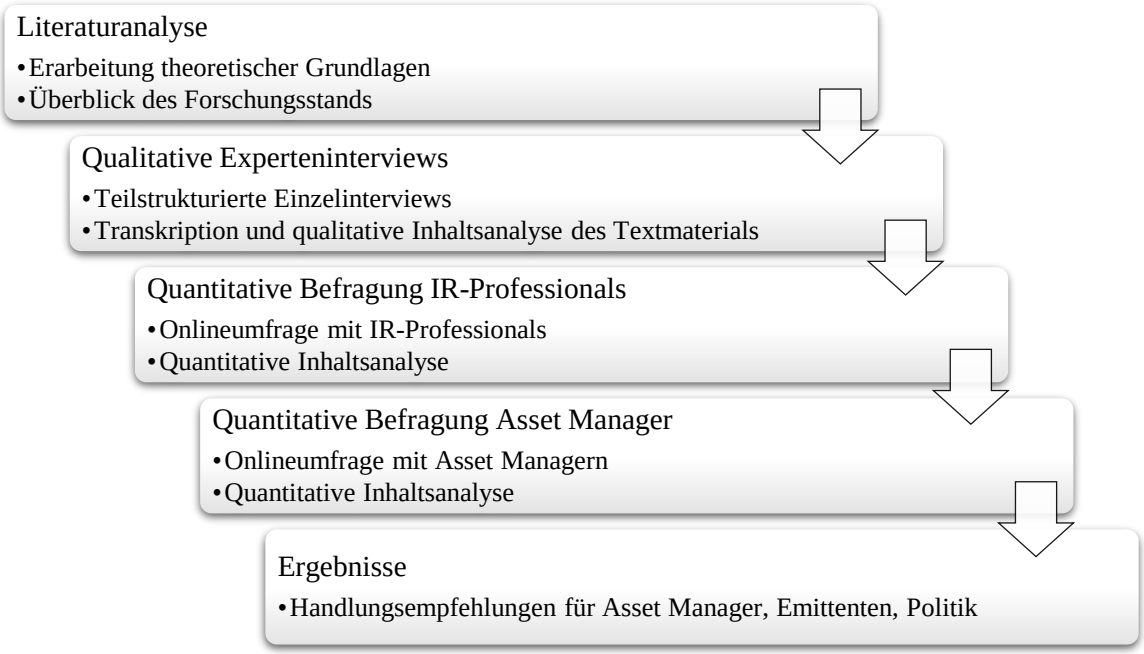
Der explorative Charakter der Studie manifestiert sich im Wesentlichen durch die qualitative Befragung der Experten in den Einzelinterviews. Es wurden Stakeholder von Asset Managern als Experten und nicht die Asset Manager selbst interviewt, da diese Auskunft mit einer distanzierten Sichtweise geben können und darüber hinaus Perspektiven unterschiedlicher Blickrichtung bieten. Da Asset Manager und Emittenten die relevante

[107] Vgl. *Scherm, M., Sarges, W.*, 360°-Feedback, 2019, S. 1f.

Stakeholder-Verbindung im Rahmen des zu untersuchenden Shareholder Engagements im Asset Management darstellen und auch zahlenmäßig die umfangreichste Gruppe bilden, wurde bei diesen beiden Stakeholdern anschließend auf das Instrument der quantitativen Befragungsform zurückgegriffen.

Abbildung 6 zeigt einen Überblick über den Forschungsprozess und lässt eine Einordnung der Teilstudien in den Gesamtkontext zu. Nach der Literaturanalyse, die den Forschungsprozess mit einem Überblick über den aktuellen Forschungsstand und der Aufarbeitung wesentlicher Theoriegrundlagen initiierte, folgten die einzelnen empirischen Teilstudien: 13 qualitative Einzelinterviews, 59 quantitative Befragungen von IR-Professionals sowie 37 quantitative Befragungen von Asset Managern. Die Studienergebnisse münden anschließend in den Handlungsempfehlungen, die am Ausgang dieses Kapitels dargestellt werden.

Abbildung 6: Forschungsprozess



Quelle: Eigene Darstellung

3.3 Qualitative Methoden

3.3.1 Erhebungsinstrument der Interviews

Für die qualitative Teilstudie wurde auf das halbstandardisierte, leitfadengestützte Experteninterview, wie es wesentlich bei Gläser und Laudel beschrieben wird,

zurückgegriffen.[108] Erhebungsinstrument dieser Befragungsform stellt der Interviewleitfaden dar, der im Gegensatz zum standardisierten Fragebogen lediglich als unterstützendes Grundgerüst aus Fragen anzusehen ist.[109] Der Interviewer entscheidet situativ in Abhängigkeit vom Interviewpartner und vom Gesprächsverlauf, zu welchem Zeitpunkt er welche Frage stellt, da das Interview einem offenen und freien Gespräch gleicht. Es ist deshalb geprägt von mehrheitlich offenen Fragen, auf die der Experte mit längeren Ausführungen antwortet und von wenigen Nachfragen des Interviewers, die der sensitiven Lenkung des Gesprächs in die jeweils gewünschte Richtung dienen, die durch die Forschungsfragen determiniert ist.

Der entwickelte Leitfaden gliedert sich in Einleitung, Hauptteil und Schluss (vgl. Anhang 1.1). Die Einleitung umfasst Begrüßung, Danksagung, Hinweis auf die Einverständniserklärung und den Datenschutz, Hinführung zum Thema sowie der Frage nach einer ungestörten Umgebung des Interviewpartners. Der Hauptteil gliedert sich in drei Abschnitte, die sich an den Forschungsfragen ausrichten. Sie umfassen insgesamt fünf Leitfragen, acht konkrete Fragen und 14 Steuerungspunkte oder Beispiele, auf die bei Bedarf zurückgegriffen werden kann. Wie von Gläser und Laudel empfohlen, wurde in den Interviews darauf geachtet, dass die vorher ausformulierten Fragen in den individuellen Gesprächen in einer gleichen Art und Weise gestellt wurden, um die spätere Vergleichbarkeit zu erhöhen.[110] Außerdem wurde auf größtmögliche Klarheit der Fragen geachtet, so dass die Interviewpartner stets den Hintergrund der Frage einschätzen konnten. Suggestivfragen, provokative Fragen und andere rhetorische Mittel wurden sparsam eingesetzt, kamen aber bewusst in Situationen zum Einsatz, in denen die Experten zunächst zögerten, ein klares Votum abzugeben. Gerade in diesen Situationen wurde höchsten Wert auf Klarheit in der Fragestellung gelegt, um etwaige Missverständnisse auszuschließen und ethische Grundsätze einzuhalten. Am Ende aller Interviews wurde schließlich die Abschlussfrage gestellt, die einen weiten Raum öffnete, den der Interviewte mit weiteren relevanten Inhalten befüllen sollte, die bislang noch nicht thematisiert wurden.[111] Somit stellte diese letzte Frage sicher, dass potenziell relevante Aspekte der Untersuchung nicht unberücksichtigt geblieben sind.

[108] Vgl. *Gläser, J., Laudel, G.*, Experteninterviews, 2010, S. 111 ff.
[109] Vgl. *Gläser, J., Laudel, G.*, Experteninterviews, 2010, S. 142.
[110] Vgl. *Gläser, J., Laudel, G.*, Experteninterviews, 2010, S. 144.
[111] Vgl. *Gläser, J., Laudel, G.*, Experteninterviews, 2010, S. 149.

Es wurde darauf verzichtet, eine umfangreiche Leitfaden-Testung durchzuführen, da die Interviews teilstrukturiert geführt werden sollten und sich der Leitfaden bei dieser Befragungsform typischerweise fortlaufend bis zum letzten Interview weiterentwickelt.[112] Nichtsdestoweniger wurde das erste Interview bewusst als eine Art Pretest wahrgenommen und die Leitfragen unter besonderer Aufmerksamkeit des Interviewers gestellt und anschließend reflektiert. Eine wesentliche Anpassungserfordernis ergab sich danach nicht.

3.3.2 Durchführung der Interviews

Die Interviews fanden im August und September 2021 statt. Sie wurden ausnahmslos telefonisch und ohne eine visuelle Unterstützung unter Aufzeichnung der Tonspur durchgeführt. Entsprechende Einverständniserklärungen gemäß dem Muster vom Bereich Wirtschaftspsychologie/ Qualitative Forschung der FOM Hochschule für Oekonomie & Management am Standort Stuttgart wurden von allen Probanden im Vorfeld eingeholt (Muster siehe Anhang 1.2). Um eine ruhige und ungestörte Gesprächsatmosphäre sicherzustellen, wurden die Befragten vor Beginn des Gesprächs explizit nach der ruhigen Umgebung gefragt und es wurde ebenso sichergestellt, dass die vereinbarte Zeit zur Verfügung steht, um eventuellen terminlichen Druck zu vermeiden. In einem einzigen Fall musste der Interviewpartner das Büro wechseln, da externe Störgeräusche auftraten, in allen anderen Fällen wurden die Gespräche in ruhiger und angenehmer Atmosphäre weitergeführt. In Anlehnung an die Grounded Theory wurden so lange iterativ Interviews geführt und ausgewertet, bis eine theoretische Sättigung einsetzte.[113] Diese wurde bereits nach dem elften Interview vermutet, da allerdings noch zwei weitere Experten zu einem Interview zur Verfügung standen, die noch weitere Erkenntnisse hätten liefern können, wurden auch diese Interviews noch durchgeführt. Anschließend wurde festgestellt, dass in den letzten beiden Iterationen keine wesentlichen neuen Inhalte in Bezug auf die Forschungsfragen hervorgetreten sind, die noch weitere Expertenbefragungen erfordert hätten und die qualitative Befragung damit beendet. Die in Tabelle 2 aufgeführten relevanten Lageparameter der Interview-Statistik zeigen, dass die 13 Interviews mit einer durchschnittlichen Länge von ca. 33 Minuten geführt worden sind und eine Gesamtlänge von etwas mehr als sieben Stunden umfassten. Dabei dauerte das kürzeste Gespräch etwa 25

[112] Vgl. *Gläser, J., Laudel, G.*, Experteninterviews, 2010, S. 150.
[113] Vgl. *Glaser, B., Strauss, A.*, Grounded Theory, 2006, S. 61 f.

Minuten und das längste Gespräch endete nach rund 47 Minuten. Allerdings wurde jeweils nur der Hauptteil der Gespräche aufgezeichnet. Der Beginn der Telefonate, der die Begrüßung, kurzer Smalltalk- bzw. Aufwärmphase und die Einleitung beinhaltet, sowie das Ende der Telefonate, an dem in der Regel noch über die Thesis selbst gesprochen oder sich beruflich ausgetauscht und schließlich verabschiedet wurde, waren nicht Bestandteil der Aufzeichnungen. Die aufgezeichneten Netto-Gesprächsteile der Interviews stellen somit das reine inhaltlich-relevante und auswertbare Datenmaterial dar.

Tabelle 2: Interview-Statistik

13 Experteninterviews	
Lageparameter	Zeit (h:mm:ss)
Min	24:59
Max	46:43
Median	32:51
Mittelwert	32:41
Gesamtlänge	**7:04:47**

Quelle: Eigene Darstellung

3.3.3 Auswahl und Beschreibung der Stichprobe

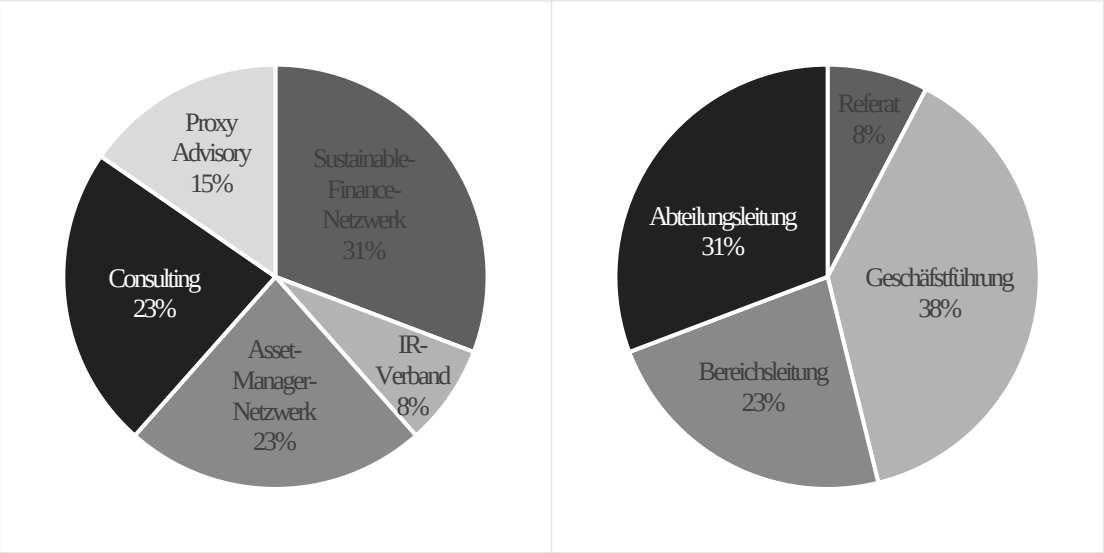
Die für die Interviews in Frage kommenden Experten sollten aus dem Kreis der wesentlichen Stakeholder aus dem Asset Management kommen (Grundgesamtheit, vgl. Abb. 5), wodurch die gewünschte Annäherung an die Asset Manager im Sinne der 360-Grad-Befragung von verschiedenen Seiten erreicht werden sollte. In Übereinstimmung mit der Definition von Gläser und Laudel sind die Experten daher nicht Objekt der Untersuchung, dem das eigentliche Interesse anhaftet, sondern stellen Zeugen dar, die eine exklusive Stellung in Bezug auf das Untersuchungsobjekt einnehmen.[114] Prüfungs- bzw. Beratungsgesellschaften bieten beispielsweise einen tiefen Einblick in die Strukturen von Kapitalverwaltungsgesellschaften und der Arbeit von Asset Manager, die deren Kunden darstellen. Der Verband der Asset-Management-Gesellschaften liefert Erkenntnisse aus der Vogelperspektive der Asset Manager auf der einen Seite und der Verband für Investor Relations einen Einblick in die Sichtweise der Emittenten auf der anderen Seite. Proxy-Berater sind wesentlicher Teil der Infrastruktur, die Asset Manager nutzen und beraten in

[114] *Gläser, J., Laudel, G.*, Experteninterviews, 2010, S. 12 f.

vielen Fällen darüber hinaus die Asset Manager auch auf fachlicher Ebene. Netzwerke, Vereine und andere Zusammenschlüsse im Kontext von Sustainable Finance bringen daneben die erforderliche Expertise im Bereich der Nachhaltigkeit mit und wurden daher ebenso angesprochen. In diesen Gruppen sind neben Investmentprofessionals wie Investmentberater u. a. auch Privatinvestoren bzw. die Kunden der Asset Manager repräsentiert.

Für die Kontaktaufnahme mit den Experten wurde auf den Webseiten der zur Auswahl stehenden Unternehmen sowie in den sozialen Netzwerken für berufliche Kontakte nach möglichen Ansprechpartnern gesucht. Darüber hinaus wurden bei zwei interviewten Experten persönliche Kontakte genutzt. Bei dieser bewussten und nicht-zufälligen Stichprobenziehung wurde zunächst in den oberen Hierarchieebenen angefragt, um möglichst erfahrene Experten mit einem breiteren Überblick und einer größeren Verantwortung gewinnen zu können. Innerhalb der dadurch generierten Stichprobe ergab sich die in Abbildung 7 dargestellte Verteilung bezüglich der betrieblichen Funktionsebenen der Experten sowie eine der Gruppen der verschiedenen Stakeholder, denen die Experten zuzuordnen waren. Überwiegend wurde mit Geschäftsführern und Abteilungsleitern gesprochen, daneben auch mit Bereichsleitern und einem Referenten.

Abbildung 7: Gruppierung der Unternehmen und Funktionen der Experten



Quelle: Eigene Darstellung

Die Experten sind in ihren beruflichen Stellungen ausnahmslos den Funktionsbereichen Asset Management, Corporate Governance und Sustainable Finance der Unternehmen, Verbände und Netzwerke gemäß Abbildung 8 zuzuordnen. Sie spiegeln damit eine

ausgewogene Verteilung innerhalb der definierten Grundgesamtheit wider, bei der trotz der eingeschränkten Stichprobengröße von annähernder Repräsentativität für das Asset Management ausgegangen werden kann. Lediglich die staatliche Seite innerhalb der Anspruchsgruppen konnte nicht für ein Interview gewonnen werden. Damit keine Rückschlüsse auf die Befragten gemacht werden können und der zuvor garantierte Datenschutz gewährleistet ist, wird auf weitere, übliche Beschreibungen der Stichprobe wie z. B. die konkrete unternehmensinterne Stellen- bzw. Positionsbezeichnung, die Nennung des Geschlechts oder des Alters verzichtet. Da die Experten mehrheitlich in den oberen Führungsebenen tätig sind, würde dadurch eine eindeutige Identifikation möglich gemacht werden. Die untergeordnete Relevanz dieser Angaben verlangte zudem keine obligatorische Nennung. Darüber hinaus liegt eine ausgewogene Alters- und Geschlechtsstruktur vor, die realitätsnah ist und unverzerrte Ergebnisse diesbezüglich vermuten lassen.

Abbildung 8: Unternehmen der befragten Experten

Quelle: Webseiten der Unternehmen

3.3.4 Transkription der Interviews

Die Datenauswertung beginnt üblicherweise bereits mit der Verschriftlichung des Audio-Datenmaterials, da hier eine Anpassung und Reduktion des Original-Tons in geringfügigem Maße erfolgt. Für das Vorgehen bei der Transkription wurden weitestgehend die Regeln für ein semantisch-inhaltliches Transkriptionssystem nach Dresing und Pehl adaptiert.[115] Da keine psychometrische Analyse stattfindet, sondern lediglich die sachlichen Inhalte in Bezug auf die Forschungsfragen relevant sind, wurde wörtlich transkribiert, allerdings aus Gründen der Lesbarkeit und zur Erleichterung bei der Weiterverarbeitung deutlich geglättet. Wortverschleifungen wurden angepasst, Stottern, abgebrochene Wörter und Halbsätze ignoriert, Pausen und Interpunktionen egalisiert und

[115] Vgl. *Dresing, T., Pehl, T.*, Interview Transkription, 2018, S. 21 f.

Rezeptionssignale des Interviewers, die den Redefluss des Befragten nicht unterbrochen haben, ausgeklammert. Abweichend von Dresing und Pehl wurden jedoch keine Markierungen bei Pausen oder Satzabbrüchen gesetzt, keine besonderen Betonungen von Wörtern oder Äußerungen, keine umgangssprachlichen Partikel übernommen, sondern der Text insgesamt in flüssiges und lesbares Hochdeutsch überführt. Ebenso wurde emotionale und nonverbale Kommunikation, sofern diese vorhanden war, ausgeklammert. Aufgrund der Interviewform fand nonverbale Kommunikation nur in eingeschränkter Art und Weise wie z. B. Pausen, Seufzen, Lachen oder Ähnlichem statt. Ein einzelnes Interview wurde in englischer Sprache durchgeführt und bei der Transkription simultan ins Deutsche übersetzt. Die Sprechbeiträge wurden fortlaufend nummeriert, auf das Setzen von Zeitmarken verzichtet. Im Verlauf der Transkription wurden bereits Memos in Form von Notizen für die spätere Ergebnisdarstellung erstellt und auch erste Stellen als Vorgriff auf die Codierung markiert. Diese Vorgehensweise wird beispielsweise auch im Rahmen der initiierenden Textarbeit bei der qualitativen Inhaltsanalyse von Kuckartz empfohlen.[116]

3.3.5 Qualitative Inhaltsanalyse

Nach der Transkription stand ein auswertbares Textmaterial von etwa 50.500 Wörtern aus den 13 Interviews zur Verfügung (vgl. Anhang 1.3). Für die anschließende qualitative Inhaltsanalyse der Daten ist auf die inhaltlich strukturierende qualitative Inhaltsanalyse nach Udo Kuckartz zurückgegriffen worden, da diese für eine Inhaltsanalyse von 13 Expertenmeinungen am geeignetsten erschien.[117] Da die oft herangezogene qualitative Inhaltsanalyse nach Mayring ursprünglich für eine größere Menge an Textmaterial konzipiert wurde, ist sie von einem starken quantitativen Charakter geprägt, der v. a. durch den Fokus auf die Häufigkeitszählungen der einzelnen Kategorien bzw. Codes zum Ausdruck kommt.[118] Kuckartz Vorschlag dagegen, Fallzusammenfassungen zu verwenden und eine Themen- bzw. Profilmatrix für eine Gegenüberstellung der Fälle und Kategorien zu erstellen, ist eine für das vorliegende Studiendesign zielführendere Vorgehensweise, da diese eine sinnvolle Gegenüberstellung des vermutlich heterogenen Meinungsbilds der 13 Experten mit ihren unterschiedlichen Perspektiven auf das Asset Management zulässt.

[116] Vgl. *Kuckartz, U.*, Qualitative Inhaltsanalyse, 2018, S. 58.
[117] Vgl. *Kuckartz, U.*, Qualitative Inhaltsanalyse, 2018, S. 97 ff.
[118] Vgl. *Mayring, P.*, Qualitative Inhaltsanalyse, 2015, S. 50 ff. sowie Mayrings eigene Abgrenzung zu Kuckartz in *Mayring, P.*, Qualitative Inhaltsanalyse, 2019, S. 7.

Folgende Arbeitsschritte sind daher in Anlehnung an das vorgeschlagene Ablaufschema von Udo Kuckartz durchgeführt worden:[119]

1. Initiierende Textarbeit: Markierung von Textstellen und Notiz von Memos relevanter Inhalte während des Transkriptionsprozesses
2. Entwicklung der Hauptkategorien: materialgeleitete Entwicklung der Hauptkategorien aus dem Text heraus und gleichzeitig erste Codierungen (vgl. Anhang 1.3)
3. Codierprozess: Codierung des gesamten gefilterten Textmaterials von 275 Textstellen sowie Weiterentwicklung der thematischen Hauptkategorien (vgl. Anhang 1.4) und Entwicklung eines Codierleitfadens (vgl. Anhang 1.5)
4. Zusammenstellung und Übersicht von codierten Textstellen derselben (Haupt-) Kategorie (vgl. Anhang 1.6)
5. Induktive Bildung der Subkategorien bzw. Erstellung eines Kategoriensystems (vgl. Tab. 3) sowie anschließende Zusammenfassung der einzelnen Subkategorien innerhalb eines Falles
6. Erneutes Codieren des gesamten Materials anhand des gesamten Systems aus sechs Haupt- und 41 Subkategorien
7. Erstellung der Themenmatrix inklusive fall- sowie kategoriebezogener Zusammenfassungen (vgl. Anhang 1.7 und 1.8)

Tabelle 3: Kategoriensystem

Hauptkategorien	Subkategorien	Textstellen
Bedeutung von Nachhaltigkeit im Asset Management	Bedeutung von Nachhaltigkeit im Allgemeinen	24
	Rolle von Regulatorik	17
	Historische Entwicklung	11
	Umwelt- und Klima-Aspekte	9
	Gesellschaftliche Dimension und Nachfrage	8
	Soziale Aspekte	5
	Governance-Aspekte	4
	Herausforderungen im Asset Management	1
	Versicherungsbranche	1

[119] Vgl. *Kuckartz, U.*, Qualitative Inhaltsanalyse, 2018, S. 101 ff.

Internationaler Vergleich	Status quo in Deutschland	8
	Regulatorik	7
	Vorreiter	6
	Governance	2
	Börse	1
	Prognose	1
Proxy Advisory	Bedeutung von Proxy Advisory	9
	Kritik an Proxy Advisory	7
	Vorteile von Proxy Advisory	7
Engagement	Engagement-Instrumente	20
	Acting in Concert	7
	Bedeutung von Engagement	5
	Engagement und Nachhaltigkeit	3
Evaluation	Glaubwürdigkeitsdefizit	6
	Greenwashing	6
	Allgemeine Bewertung	5
	Sonstige Einschätzungen	5
	Naivität	4
	Wirkung	4
	Internationale Netzwerke	3
	Investmentstrategie	3
	Kostenfrage	3
	Verständnis und Definition	2
Handlungsempfehlungen	Kollaboratives Engagement und Acting in Concert	12
	Stewardship-Kodex	12
	Offenheit, Transparenz und Glaubwürdigkeit	10
	Sonstige Empfehlungen	9
	Mut und Selbstbewusstsein bei Asset Managern	8
	Ressourcen und Expertise bei Asset Managern	7
	Ganzheitliche Betrachtung	6
	Empfehlungen für die Politik	4
	Expertise bei Emittenten	3
Summe		**275**

Quelle: Eigene Darstellung

3.4 Quantitative Methoden

3.4.1 Erhebungsinstrument und Untersuchungsdurchführung

Die quantitative Teilstudie ist in Form von Onlineumfragen durchgeführt worden und sollte in erster Linie die Erkenntnisse aus den qualitativen Einzelbefragungen in Bezug auf die Forschungsfragen prüfen. Auf der Plattform SoSci Survey wurden hierzu zwei wesensgleiche öffentliche Fragebogen ohne Zugriffsbeschränkung entwickelt, die erstens auf die Zielgruppe Asset Manager und zweitens auf die Zielgruppe IR-Professionals ausgerichtet wurden. Mit Ausnahme der voneinander abweichenden, soziodemographischen Fragen, bildeten beide Fragebogen die gleichen Items mit unterschiedlicher Adressierung ab und sollten somit auch untereinander eine gegenseitige Validierung der Antworten ermöglichen. Bei beiden Fragebogen wurden als Einstiegsfrage nach dem Beruf Asset Manager bzw. IR-Professional gefragt, um die Zielgruppe eindeutig zu selektieren bzw. unerwünschte Probanden auszuschließen. Danach folgten neun Items, die knapp, präzise und nach den weiteren adaptierbaren Empfehlungen von Kallus mehrheitlich als Auswahl-, Mehrfachauswahl- oder mehrfachstufige Likert-Skalen konstruiert wurden.[120] Außerdem wurde ein Item als Frage nach der Bildung einer Rangordnung dargestellt und bei der Abschlussfrage auf ein Freitextfeld zurückgegriffen. Bevor die Fragebogen ins Feld gingen, wurde ein Pretest durchgeführt. Die zehn Pretest-Probanden waren mit der fachlichen Materie der Fragestellung und mit Asset Management im weitesten Sinne betraut und konnten daher eine profunde Rückmeldung geben. Nach der Auswertung der Anmerkungen der Pretest-Kandidaten wurden an zwei Items sowie dem Eingangstext geringfügige Anpassungen in den Formulierungen vorgenommen. Die final verwendeten Fragebogen sind in der ausführlichen Projektdokumentation in Anhang 1.9 sowie 1.10 einsehbar.

Der Fragebogen für die Asset Manager ging am 29.09.21 ins Feld. Stellvertretend für das Asset Management in Deutschland wurde als Grundgesamtheit die 114 Vollmitglieder des BVI definiert.[121] Laut BVI-Angaben sind die Mitglieder Anbieter aktiver Investmentfonds in Deutschland unabhängig von deren Zielinvestitionen, Anlagestrategien, Spezialisierung, Ausrichtung oder Kundschaft und decken gemessen am verwalteten Vermögen

[120] Vgl. *Kallus, K.*, Erstellung Fragebogen, 2016, S. 59 ff.
[121] Vgl. *BVI*, Jahrbuch, 2021, S. 101 ff.

etwa 95% des deutschen Fondsmarkts ab.[122] Sie stellen damit eine ausreichende Abgrenzung für das Asset Management für diese Untersuchung dar. Der Fragebogen wurde zunächst über die Geschäftsführung des BVI verschickt, die den Fragebogen über einen internen E-Mail-Verteiler an die etwa 70 Mitglieder des Nachhaltigkeitsausschusses bzw. des Corporate-Governance-Arbeitskreises des BVI weiterleitete. Daneben ist ein Direktmailing an alle Kontakt-E-Mail-Adressen der 114 Vollmitglieder des BVI durchgeführt worden, um alle Mitglieder auch auf einem direkten Wege zu erreichen. Da die Rücklaufquote noch kein wünschenswertes Niveau erreichte, wurden ab dem 14.10.21 auf einem sozialen Netzwerk für Geschäftskontakte etwa 70 weitere Personen direkt angeschrieben, die bei einem der BVI-Mitgliedsunternehmen angestellt sind und als berufliche Position beispielsweise Asset Manager, Fonds Manager, Portfoliomanager, Kapitalmarktkommunikation, Stewardship oder Ähnliches angaben. Um Verzerrungen zu vermeiden, wurden maximal drei Mitarbeiter je Gesellschaft kontaktiert.

Parallel zum Asset-Manager-Fragebogen ist am 30.09.21 der Fragebogen für die IR-Professionals ins Feld gegangen. Die Grundgesamtheit der Emittenten von Aktien ist durch in Deutschland börsennotierte Aktiengesellschaften definiert. Stellvertretend für die Emittenten werden IR-Abteilungen bzw. IR-Professionals für die Befragung gesucht, die als Gegenpart zu den Asset Managern anzusehen sind, da sie mit ihnen in einem direkten Stakeholder-Verhältnis stehen. Der Fragebogen wurde zunächst über den monatlichen E-Mail-Newsletter des Investor-Relations-Verbandes DIRK an ca. 3.000 Abonnenten verschickt (vgl. Anhang 1.11). Der DIRK ist nach eigenen Angaben der größte europäische Fachverband für Investor Relations und die Mitglieder repräsentierten etwa 90% des in Deutschland gelisteten Börsenkapitals.[123] Somit sollte auch hier eine ausreichend große Schnittmenge mit der Grundgesamtheit gegeben sein. Da nach zwei Tagen lediglich ein einzelner ausgefüllter Fragebogen zurückgeschickt worden war, wurde zusätzlich auch hier noch ein Direktmailing an alle 160 IR-Abteilungen der zum 01.10.2021 in DAX, MDAX sowie SDAX gelisteten Gesellschaften und auch persönlich an die IR-Mitarbeiter verschickt, sofern individuelle E-Mail-Adressen auf den Webseiten angegeben wurden. Somit konnten ca. 420 Mailadressen zusätzlich direkt angeschrieben werden.

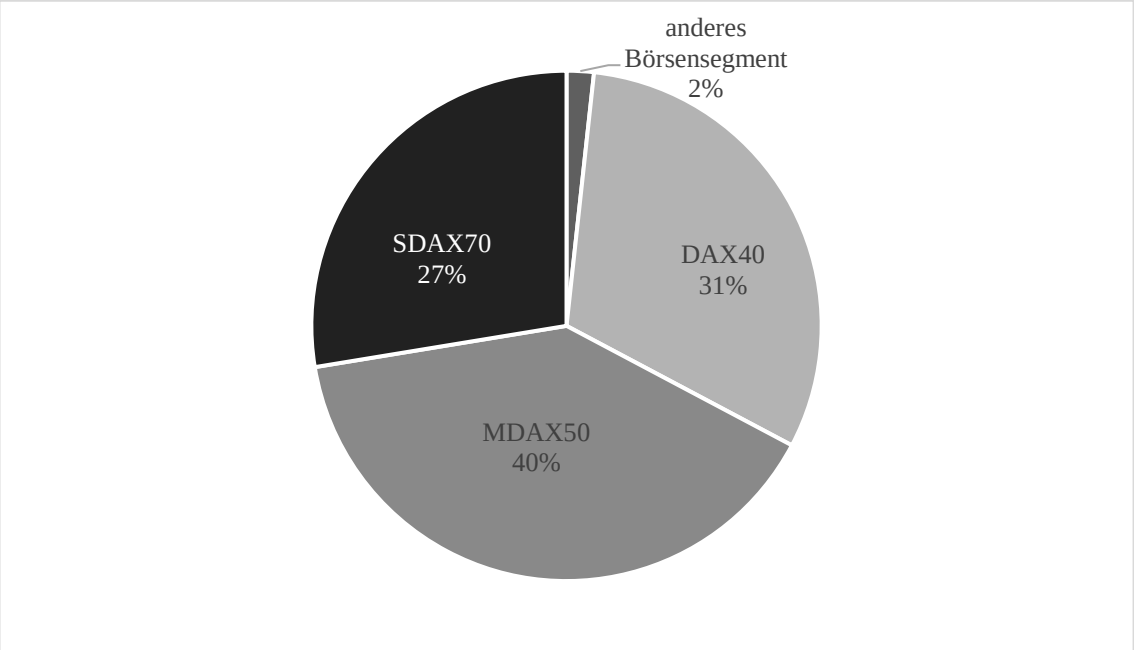
[122] Vgl. *BVI*, Mitglieder, 2021, o. S.
[123] Vgl. *DIRK*, Investor Relations, 2016, Einband.

3.4.2 Stichprobenbeschreibung

3.4.2.1 Fragebogen 1: IR-Professionals

Am Ende des Erhebungszeitraumes lagen per 01.11.21 Datensätze von 86 Interviews der IR-Professionals vor. Auswertbar davon waren 59 Interviews, die nicht bei der Selektionsfrage endeten, sondern bis zur letzten Seite des Fragebogens ausgefüllt waren (vgl. Anhang 1.12). Abbildung 9 zeigt die Verteilung der Börsensegmente, die innerhalb der Stichprobe von den Befragten IR-Verantwortlichen vertreten wurden. Die Aktienindizes DAX, MADX und SDAX beinhalten 40, 50 bzw. 70 Aktiengesellschaften und bilden den wesentlichen Teil des Prime Standard in Deutschland ab. Die Verteilung innerhalb der Stichprobe ist annähernd ausgewogen in Bezug auf die genannten Indizes, daneben sind 2% der Stichprobe Emittenten eines anderen Börsensegmentes zuzuordnen.

Abbildung 9: Börsensegmente der Emittenten aus der Stichprobe



Quelle: Eigene Darstellung

Darüber hinaus sind die durch die Emittenten vertretenen Branchen innerhalb der Stichprobe in Tabelle 4 abzulesen. Demnach waren mit ca. 24% die Mehrheit der IR-Mitarbeiter bei Unternehmen aus den Bereichen Chemie, Pharmazie, Bio- oder Medizintechnik angestellt. Danach folgten Technologie- und Telekommunikationsunternehmen mit 20%, Maschinenbau-, Verkehr- und Logistikunternehmen mit ca. 12% sowie der

Gesellschaften aus dem Bereich Energie und Rohstoffe mit ca. 10%. Die Verteilung der Stichprobe lässt sich ebenso in Bezug auf die abgebildeten Branchen als annähernd ausgewogen und typisch für die deutsche Wirtschaft bzw. für die in den genannten Aktienindizes gelisteten Aktiengesellschaften bezeichnen.

Tabelle 4: Branchen der Emittenten aus der Stichprobe

Branche	**Fälle**	**Anteil**
Chemie, Pharmazie, Bio- und Medizintechnik	14	23,73%
Technologie und Telekommunikation	12	20,34%
Sonstige	8	13,56%
Maschinenbau, Verkehr und Logistik	7	11,86%
Energie und Rohstoffe	6	10,17%
Elektronik, Hard- und Software	3	5,08%
Finanzen	3	5,08%
Immobilien	3	5,08%
Handel und Konsum	2	3,39%
Medien	1	1,69%
Summe	**59**	**100,00%**

Quelle: Eigene Darstellung

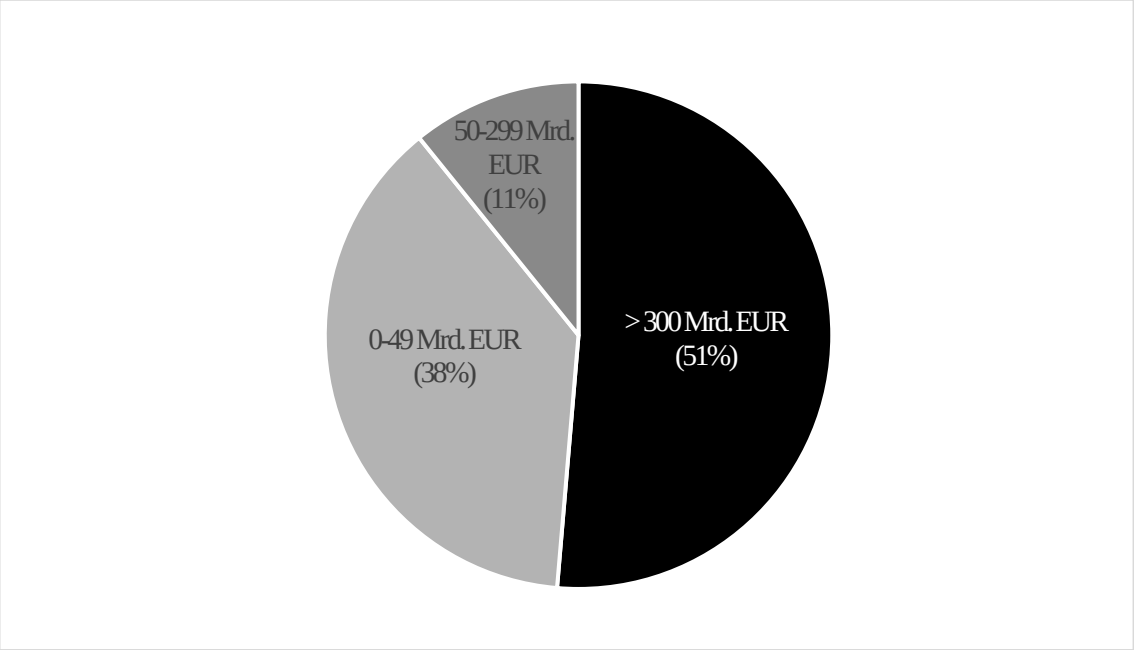
3.4.2.2 Fragebogen 2: Asset Manager

Bei der Asset-Manager-Befragung lagen zum Ende des Befragungszeitraumes per 01.11.21 insgesamt Datensätze von 84 Interviews vor. Nach Abzug der mit der Selektionsfrage beendeten oder nicht vollständig beantworteten Fragebogen verblieben noch 37 auswertbare Datensätze für die Untersuchung im Set (vgl. Anhang 1.13). Abbildung 10 zeigt die Zuordnung der Befragten zu drei verschiedenen Größenklassen von Asset-Management-Gesellschaften nach deren verwalteten Vermögen. Demnach sind mehr als die Hälfte der befragten Asset Manager für Gesellschaften mit mehr als 300 Milliarden Euro, ca. 38% der Befragten für Gesellschaften mit bis zu 49 Milliarden Euro und ca. 11% der Befragten für Gesellschaften mit etwa 50 bis 299 Milliarden Euro verwaltetem Vermögen tätig. Wie in Tabelle 1 bereits gezeigt wurde, verwalten die sechs größten deutschen Asset Manager jeweils ein Vermögen von mehr als 300 Milliarden Euro.[124] Somit sind die

[124] Vgl. *Hodgson, T. et al.*, Asset Managers, 2021, S. 45 f.

beantworteten Fragebogen überwiegend von Asset Managern der größeren Vermögensverwalter in Deutschland beantwortet worden.

Abbildung 10: Verwaltetes Vermögen der befragten Asset Manager



Quelle: Eigene Darstellung

3.4.3 Datenauswertung

Nachdem die Befragung der beiden Zielgruppen abgeschlossen wurde, konnten die gesammelten Daten der gültigen Fälle über die Online-Befragungs-Plattform in einem gängigen Format eines Tabellenkalkulationsprogrammes heruntergeladen werden. Anhang 1.12 sowie 1.13 zeigen die vollständigen und noch unbearbeiteten Datensätze, wie sie von der Befragungs-Plattform heruntergeladen worden sind. In Anhang 1.14 sowie 1.15 sind die aufbereiteten Daten bereitgestellt. Hier wurden für die Untersuchungsergebnisse irrelevante Zeilen und Spalten entfernt und die Tabellen anschaulicher dargestellt. Alle Antworten aus den beiden Befragungen wurden anschließend in Tabellenform im Ergebnisteil im letzten Unterabschnitt dieses Kapitels dargestellt. Die quantitativen, absoluten Werte der Antworten wurden in ein Verhältnis zur jeweiligen Grundgesamtheit gesetzt und in relativen bzw. prozentualen Werten wiedergegeben.

3.5 Ergebnisse der empirischen Untersuchung

3.5.1 Ergebnisse der qualitativen Teilstudie

3.5.1.1 Experteninterview 1 (Sustainable-Finance-Netzwerk)

Im ersten Interview erklärte der Experte, dass Nachhaltigkeit im Asset Management in den letzten fünf bis sieben Jahren stark an Bedeutung gewonnen habe und mittlerweile als Branchenstandard gelte. Dabei gäbe es noch große Unterschiede bei einzelnen Investmentgesellschaften, da größere Asset Manager und insbesondere kirchliche Investoren nachhaltige Themen stärker berücksichtigten als die Kollegen, die geringere Anlagevolumen verwalten. Dieser Nachhaltigkeitstrend in der deutschen Finanzindustrie sei wesentlich durch staatliche, regulatorische Eingriffe angetrieben worden. Während vor einigen Jahren das Asset Management noch auf Governance-Themen fokussiert gewesen sei, seien mittlerweile Umwelt- und soziale Themen in den Vordergrund gerückt. Die Regulatorik sei derzeit im Umweltbereich am stärksten und verlagere den Fokus auf die Energiewende, die aufgrund der Transitionsrisiken alle Unternehmen betreffe. Daneben steige jedoch auch die Nachfrage nach nachhaltigen Geldanlagen auf Seiten der Privatinvestoren stetig an und die Bereitschaft, Kapital in derartige Anlagen zu investieren, sei noch größer. Weiter führte der Experte aus, dass gesellschaftlicher sowie politischer Druck neben klimabezogenen Themen auch zunehmend auf soziale Themen wie Einhaltung von Arbeitsrechten entlang der Lieferketten ausgeübt werde. Daher griffen Asset Manager ebenso diese Themen auf und versuchten, in ihren Investitionen beispielsweise schwerwiegende Arbeitsrechts- oder Kinderrechtsverletzungen auszuschließen, um auch Reputationsschäden zu vermeiden. Im Governance-Bereich gewännen dagegen verstärkt rechtliche Risiken für die gesamte Finanzindustrie in Bezug auf Geldwäsche oder Korruption an Relevanz. Darüber hinaus stellte der Experte fest, dass im Wesentlichen die klassischen Asset Manager ESG-Kriterien berücksichtigten und Kollegen aus der Versicherungsbranche noch am Anfang der Entwicklung stünden, obwohl diese ebenso große Mengen an Kapital verwalteten. In den USA dagegen berücksichtigten aufgrund des zum Teil kapitalgedeckten Rentenversicherungssystems großvolumige Pensionsfonds mit langfristigen Anlagehorizonten schon seit einigen Jahren ESG-Kriterien in Investmentprozessen. Das deutsche Asset Management liege allerdings im internationalen Vergleich in Bezug auf Nachhaltigkeit zurück, wenngleich die hiesigen Branchenführer eine

schnellere Gangart vorlegten. Der Experte hob insbesondere Frankreich, die Niederlande und die skandinavischen Länder hervor, die durch regulatorische Anforderungen bereits stärker auf den Klimawandel ausgerichtet seien. Darüber hinaus seien im angelsächsischen Raum ESG-Themen von höherer Relevanz und die Corporate Governance der Unternehmen werde als fester, integraler Bestandteil von ESG verstanden.

Als sinnvolle Engagement-Instrumente nannte der Experte Vorstandsgespräche, gemeinsame Investoren-Briefe und grundsätzliches kollaboratives Engagement durch die Asset Manager. Er stellte fest, dass hierzulande kollaboratives Engagement noch recht sparsam genutzt werde und dieses Instrument im Wesentlichen von Kirchenbanken bekannt sei, wohingegen in den USA gemeinsame Engagement-Aktivitäten, v. a. seitens staatlicher Pensionsfonds, bereits länger zur Anwendung komme. Proxy Advisory würde hierzulande zwar in Anspruch genommen werden, spiele auf dem deutschen Kapitalmarkt allerdings eine kleinere Rolle als im Ausland.

Empfohlen wurde seitens des Experten, dass nichtfinanzielle und finanzielle Risiken die gleiche Bedeutung beigemessen werde und sich Asset Manager auf die wesentlichen Fragen von Impact Investing konzentrieren sollten. Da Nachhaltigkeit und Rendite nicht im Widerspruch lägen, sollten beide Kriterien gleichermaßen in Investmentprozessen integriert sein und an den Kapitalmärkten intensiver kommuniziert werden, weil nachhaltige Geldanlagen keinen Renditenachteil gegenüber konventionellen Geldanlagen hätten. Asset Manager sollten sich dieses Potenzials bewusstwerden und mutiger in Engagement-Prozessen sein, während sie die Emittenten langfristig in der Transformation begleiten sollten. Auf diesem Wege könnten sie ihr eigenes Knowhow verbessern und müssten sich künftig weniger auf extern eingekaufte Expertise wie z. B. bei ESG-Ratings verlassen.

3.5.1.2 Experteninterview 2 (Investor-Relations-Verband)

Der Experte aus dem zweiten Interview konnte bereits über mehrere Jahrzehnte Erfahrungen im Bereich der Kapitalmarktkommunikation zurückblicken und stellte fest, dass in Deutschland vor etwa 20 Jahren zunächst Governance-Themen an Relevanz gewonnen hätten. In dieser Zeit wurde der Deutsche Corporate Governance Kodex entwickelt. Erst in den letzten Jahren seien durch weiteren regulatorischen Druck ESG-Kriterien in den Vordergrund getreten und insbesondere Umwelt-Aspekte spielten dabei eine größere Rolle, da diese auf die Zukunft des Planeten abzielten. Neuerdings gewännen jedoch auch

soziale Themen zunehmend an Bedeutung. Deutschland stünde dabei noch am Beginn der Entwicklung, hole aber gegenüber Nachhaltigkeits-Vorreitern in angelsächsischen Ländern weiter auf, da sich das Gesamtbild zur Nachhaltigkeit in deutschen Unternehmen zunehmend schärfe.

Der Experte stellte fest, dass Shareholder Engagement ein wesentlicher Treiber für eine nachhaltigere Entwicklung der Wirtschaft sei und Asset Manager durch aktives Engagement einen transformativen Beitrag leisten könnten, wenn sie sich z. B. am öffentlichen Diskurs beteiligten und zusätzlichen öffentlichen Druck auf die Unternehmen erzeugten. Daneben sollte ein direkter Austausch mit den Unternehmen, wie Briefe schreiben oder Gespräche führen, regelmäßig und konstruktiv auf Augenhöhe mit den IR-Abteilungen stattfinden. Dabei gebe es für Engagement keine pauschale, standardisierte Vorgehensweise, da es ein Zusammenspiel aus verschiedenen Instrumenten sei, die individuell sowie situativ eingesetzt werden müssten. So könne es in manchen Situationen sinnvoller sein, in den Dialog mit den Unternehmensführungen zu treten und in anderen Situationen die öffentliche Kommunikation über einen medialen Weg vorzuziehen. V. a. öffentliche Kommunikation durch offene Briefe bekannter Vorstände von großen Asset-Management-Gesellschaften seien dabei von besonderer Wirksamkeit. Engagement sei jedoch ein langfristig ausgerichteter Prozess und daher von der kurzfristigen Sichtweise vieler aktivistischer Aktionäre zu differenzieren. Daneben bemerkte der Experte, dass Asset Manager oft gleichgelagerte Interessen mit anderen Investoren teilten, sich jedoch aufgrund der Acting-in-Concert-Problematik zurückhielten, wenn es um Kooperationen miteinander gehe. Auch wenn kollaboratives Engagement stärkeren Einfluss generieren könne, so würden in der Regel alle Investoren unabhängig von der Größe ihres Aktienanteils von den Emittenten in gleicher Weise ernst genommen. Daneben stellte er ernüchternd fest, dass es in seiner Wahrnehmung noch viele Asset Manager am Markt gebe, die den Abstimmungsempfehlungen von Proxy Advisory 1:1 folgten und sich keine eigene Meinung bildeten.

Kritisch beurteilte der Interviewte, dass Greenwashing im Asset Management zunehme und es Asset Managern oftmals an Glaubwürdigkeit fehle, weil ihre Erwartungen an die Emittenten mit den eigenen Handlungen inkonsistent seien. Asset Manager unterlägen beispielsweise eigenen Profilierungs- bzw. Selbstdarstellungsinteressen und schoben teilweise Nachhaltigkeitsinhalte als Alibi-Gründe vor. Außerdem gab der Experte zu

bedenken, dass die EU-Taxonomie ein Schwarz-Weiß-Denken fördere und Unternehmen aus Investmentprozessen ausgeschlossen würden, die jedoch mittels konstruktiver Engagement-Aktivitäten bei den Portfoliounternehmen zu einer positiven Veränderung führen könnten und daher grundsätzlich vorzuziehen seien. Asset Manager von passiven Indexfonds hätten diesbezüglich zwar einen strategischen Nachteil, da sie aufgrund der Indexbindung nicht desinvestieren könnten, sollten aber dennoch keinesfalls auf Engagement verzichten. Er empfahl Asset Managern, grundsätzlich mutiger in den Dialog mit den Emittenten zu treten und ihre Rolle ernst zu nehmen, so dass eine ehrliche und konstruktive Kommunikation entstünde. Sie sollten darüber hinaus beginnen, ein eigenes und ausgeprägtes Expertenwissen aufzubauen, um auch tiefgängige und differenzierte Gespräche mit den Emittenten führen zu können. Abschließend begrüßte der IR-Experte die aktuellen Entwicklungen zu Stewardship-Richtlinien am Markt und stehe daher einer Kodifizierung zur Verankerung solcher Normen positiv gegenüber.

3.5.1.3 Experteninterview 3 (Asset-Manager-Netzwerk)

Im dritten Gespräch ist mit einem Experten aus einem Asset-Manager-Netzwerk gesprochen worden, der Nachhaltigkeit ebenso eine zunehmend große Rolle für das Asset Management zusprach. Diese Entwicklung sei maßgeblich auf die Regulatorik in Deutschland und in der EU vorangetrieben worden. Dabei seien aufgrund des öffentlichen und regulatorischen Drucks zwar Klima- und Umweltthemen stark in den Fokus gerückt, allerdings dominierten bei den Asset Managern immer noch die klassischen Rendite-Risiko-Aspekte verglichen mit der Wirkung ihrer Investments in Bezug auf Nachhaltigkeit. Im Asset Management insgesamt würden daneben soziale Themen noch immer deutlich untergewichtet, auch wenn es bereits einzelne Asset Manager wie z. B. kirchliche Institutionen gäbe, die eine andere Priorisierung nachhaltiger Themen vornähmen. Des Weiteren stellte der Experte fest, dass Governance-Aspekte im Asset Management schon immer relevant gewesen seien, weil eine schlechte Governance direkte negative finanzielle Auswirkungen auf die Unternehmen habe, was jedoch beispielsweise bei Umwelt-Aspekten in dem Ausmaß nicht der Fall sei. Er verwies daneben auf die internationale Praxis im Shareholder Engagement und darauf, dass deutsche Asset Manager nicht nur weniger nachhaltiges Engagement betrieben, sondern auch im Bereich der nachhaltigen Geldanlagen insgesamt stark zurück lägen. Die Tatsache, dass Nachhaltigkeit eine große Nachfrage in Deutschland generiere und daher auch im Asset Management an Bedeutung

gewinne, habe jedoch bereits eine starke Signalwirkung auf die hiesige Realwirtschaft ausgeübt. Im Gegensatz zur allgemeinen Vermutung beschreibt der Befragte aus eigener Erfahrung, dass Engagement-Aktivitäten auch unabhängig vom Aktienanteil der Asset Manager mit hohem Einfluss auf die Zielunternehmen einhergehen könnten. Während Nachhaltigkeitsthemen in nahezu jedem Engagement-Gespräch angesprochen würden, würden dagegen Aktionärsanträge zu ESG-Themen nur sehr selten auf deutschen Hauptversammlungen gestellt. Diesbezüglich hob er die Rolle von Proxy Advisor hervor, die in Bezug auf Nachhaltigkeit eine Schlüsselrolle im Asset Management einnehmen könnten und daher eine relevante Rolle in der Branche hätten. Der Experte lobte, dass Proxy-Beratungsfirmen mittlerweile auch das Thema Nachhaltigkeit förderten, wenngleich er zur Vorsicht mahnte, da die Gesellschaften durchaus auch eine machtvolle und einflussreiche Position einnehmen könnten, die es kritisch zu begutachten gelte. Als besonders wirksames Instrument im Engagement stellte der Befragte darüber hinaus das abgestimmte Verfolgen gemeinsamer Ziele von Asset Managern im Bereich des kollaborativen Engagements heraus. Die rechtliche Unsicherheit in Bezug auf Acting in Concert stelle allerdings eine hemmende Hürde dar, die aufzulösen sei.

Des Weiteren wurde ein Glaubwürdigkeitsproblem im deutschen Asset Management festgestellt. Während vor rund fünf Jahren Asset Manager noch skeptisch bei nachhaltigen Geldanlagen reagierten, werde heute von denselben Asset Managern bekundet, schon seit vielen Jahren nachhaltig zu sein. Dabei gebe es oft große Unterschiede in der Glaubwürdigkeit aufgrund der zu Grunde liegenden unterschiedlichen Motivation im Asset Management: Einige Asset Manager seien lediglich der Regulatorik oder der steigenden Kundennachfrage wegen motiviert, andere dagegen entwickelten nachhaltige Produkte aus reinen Profitinteressen, während wieder andere intrinsisch motiviert seien und bewusst nach der Erzielung einer nachhaltigen Wirkung ihrer Investments strebten.

Der Experte empfiehlt, Asset Manager sollten nicht nur auf Profitmaximierung achten, sondern auch eine menschlich-ethische Komponente bei der Investition und im Engagement berücksichtigen. Engagement-Aktivitäten müssten ausgeweitet werden und nicht nur bei Aktien-Emittenten, sondern auch im Hinblick auf andere Anlageklassen stärker Anwendung finden. Dabei könne Divestment zwar als letztes Mittel eingesetzt werden, allerdings gehe Engagement auch nach dieser Exit-Strategie weiter, da auch mit nicht oder noch nicht investierten Unternehmen gesprochen werden könne. Asset Manager sollten

darüber hinaus für mehr Nachhaltigkeit in beide Richtungen mutiger sein: sowohl bezüglich der investierten Portfoliounternehmen als auch in Bezug auf ihre eigenen Kunden.

Da kollaboratives Engagement ein wirkungsvolles Instrument sein könne, empfiehlt der Experte ebenso, dass die Unsicherheit in Bezug auf Acting in Concert regulatorisch aufgelöst werden solle. Darüber hinaus plädiert er für eine deutsche Engagement-Plattform, wie sie vom deutschen Sustainable-Finance-Beirat vorgeschlagen worden ist ebenso wie die Verständigung auf einen gemeinsamen Stewardship-Kodex für Asset Manager.

3.5.1.4 Experteninterview 4 (Consulting)

Der Experte im vierten Interview berät in seinem Beruf Asset Manager und schreibt dem Thema Nachhaltigkeit eine zunehmend hohe Bedeutung für das Asset Management zu. Die Kunden der Asset Manager fragten stetig mehr nachhaltige Geldanlagen nach, weshalb sich der Markt immer weiter ausdifferenziere, aber auch die wachsenden regulatorischen Anforderungen übten Druck auf mehr Nachhaltigkeit im Asset Management aus. Die Regulatorik würde einen allgemeinen Mindeststandard für Nachhaltigkeitsthemen für die Branche vorgegeben. Derzeit seien noch Umweltthemen im Fokus und Governance-Themen im Hintergrund, aber spätestens mit der Implementierung der neuen Sozial-Taxonomie würden auch soziale Themen wieder stärker hervortreten. Darüber hinaus stellte der Befragte fest, dass Asset Manager neben den eigenen regulatorischen Richtlinien auch die regulatorischen Anforderungen ihrer Kunden importierten, die zum großen Teil institutionelle Investoren seien und daher ebenfalls einer Regulatorik unterworfen seien. Derzeit sei daher der Aufbau von Governance-Strukturen, die Nachhaltigkeit im Gesamtkontext umfassen, von hoher Relevanz im Asset Management. Deutschland sei dabei kein Vorreiter gewesen, da erst mit der Erhöhung des regulatorischen Drucks ein Umdenken eingetreten sei. Hierzulande seien Nachhaltigkeitskriterien zwar präsenter als bei Asset Managern in den USA oder im asiatischen Raum, allerdings stächen in Europa eher Länder wie Frankreich, die Niederlande oder skandinavische Länder hervor, die die nachhaltigen Themen bereits deutlich länger bedienten.

Aktuell sei eine wesentliche Herausforderung für Asset Manager, die unterschiedlichen Portfolios der verschiedenen Produkte in Bezug auf Nachhaltigkeit parallel zu managen, so der Interviewte. Geeignete Portfoliounternehmen hinsichtlich einer Investmentstrategie zu kaufen, während sie auf der anderen Seite als nachhaltige Produktstrategie

gegenüber den Kunden verkauft werden müsse und sich zudem die Frage stelle, wie Engagement-Aktivitäten dabei eingebunden werden sollten. Engagement durchlaufe typischerweise einen Zyklus, der individuell jedoch sehr verschieden sein könne. Relevante Engagement-Instrumente seien die direkte Kommunikation mit den Zielunternehmen, Auftritte auf der Hauptversammlung, öffentliche Debatten und Briefe sowie die Exit-Strategie des Divestments. Dabei sei der Einfluss der großen Asset Manager gerade auf den Hauptversammlungen bedeutend höher. Daneben stellten Proxy Advisor eine Grundlage für Entscheidungen bereit, die als zusätzliche externe Dienstleistung eingekauft werden könne. Die Proxy-Berater böten eine sinnvolle Unterstützung für Asset Manager und hälfen v. a. kleineren Vermögensverwaltern weitere Expertise einzukaufen, die im eigenen Haus nicht vorhanden sei. Größere Häuser dagegen nutzten Proxy Advisor in der Regel als zusätzliche Informationsquelle zur Berücksichtigung einer zweiten Meinung. Der Einfluss von Proxy Advisory sei in diesem Fall jedoch weniger bedeutsam.

Des Weiteren stellte der Experte fest, dass die Zusammenarbeit von Asset Managern in internationalen Netzwerken und Initiativen grundsätzlich zu begrüßen sei, allerdings oftmals die dadurch erzeugte öffentliche Wahrnehmung auch aus Marketingzwecken genutzt würden. Internationale, gemeinschaftliche Stewardship-Richtlinien für das Asset Management seien daneben hilfreich und von Vorteil gegenüber zahlreichen verschiedenen regionalen Richtlinien. Schließlich riet der Experte noch Asset Managern, zu einem ausgewogenen Verhältnis von Nachhaltigkeit und ökonomischer Rendite im Spannungsfeld zwischen Kunden und Portfoliounternehmen im Rahmen ihrer treuhänderischen Verantwortung zu finden.

3.5.1.5 Experteninterview 5 (Asset-Manager-Netzwerk)

Im fünften Gespräch ordnete der Experte die Rolle von Nachhaltigkeit im deutschen Asset Management ebenso als zunehmend bedeutsamer ein. Diese Entwicklung sei spätestens mit dem Pariser Übereinkommen von 2015 in Gang getreten und durch verschiedene gesetzliche Regulierungen in Deutschland und der EU vorangetrieben. Aufgrund regulatorischer Anforderungen hinsichtlich des Risikomanagements nach EU-Vorgaben seien Asset Manager unabhängig von der Investmentstrategie gezwungen, sich mit ESG-Risiken auseinanderzusetzen. Dabei konstatiert der Experte, dass die Nachfrage nach nachhaltigen Geldanlagen zwar hoch sei, der Anteil von nachhaltigen Publikumsfonds am

Gesamtvolumen jedoch noch im einstelligen Prozentbereich liege, obwohl nachhaltige Geldanlagen bereits seit mehr als 30 Jahren, wie z. B. in Form von kirchlichen Fonds, angeboten würden. Die Entwicklung beschleunigt habe hierzulande maßgeblich die Regulatorik auf EU-Ebene, die Europa mittlerweile zu einem globalen Vorbild in Nachhaltigkeitsthemen mache. In asiatischen Ländern beispielsweise habe dieses Thema noch keine Relevanz und in den USA beginne gerade erst ein Wandel zu mehr Nachhaltigkeit. Allerdings gebe es derzeit auch Bestrebungen in den internationalen Reporting Standards ESG-Risiken zu integrieren, die der Entwicklung weiter Auftrieb gebe.

Laut dem Experten hingen gerade Umwelt- und Governance-Themen eng zusammen, da zumindest in Deutschland auf den Hauptversammlungen für Investoren eine Abstimmungspflicht bestehe. Hier böten Proxy Advisor hilfreiche Dienstleistungen, die v. a. für kleine und mittlere Asset Manager unersetzbar seien, da sie eine nützliche Infrastruktur für internationale Aktionärsabstimmungen lieferten. Sie sorgten für eine reibungslose technische Abwicklung der zahlreichen Abstimmungen, die andernfalls nicht wahrgenommen werden könnten, wenn wie z. B. in Japan binnen einer Wochenfrist abgestimmt werden müsse. Mahnend stellte er jedoch fest, dass Proxy Advisor nicht der alleinige Maßstab für Asset Manager sein dürften. Sie müssten sich auch selbst mit diesen Themen auseinandersetzen und neben den herkömmlichen finanziellen Kennzahlen auch die nichtfinanziellen Kennzahlen in ihrer Meinungsbildung berücksichtigen. Proxy Advisor seien neben der reinen technischen Abwicklung auch eine Unterstützung in der Abstimmungspolitik und hälfen Asset Managern, sich ausführlich mit der Thematik auseinanderzusetzen, indem sie gemeinsame Richtlinien erarbeiten. Daneben würden aber auch die BVI-Leitlinien als Maßstab für die Verbandsmitglieder herangezogen. Diese seien ebenso als Mindeststandard in der Branche angesehen, während gerade große Häuser jedoch auch eigene ausgereifte Abstimmungs- und Engagement-Richtlinien formuliert hätten, die sich an ESG-Kriterien orientierten. Zwischen den Hauptversammlungen seien Engagement-Gespräche sinnvolle Mittel, um beständig Einfluss auf die Emittenten auszuüben. In den letzten Jahren hätten Engagement-Aktivitäten der Asset Manager stark zugenommen und gerade den großen Häusern fiele dies leichter, da sie auch bei Mitgliedern der Vorstandsebene und anderen relevanten Entscheidungsträgern Termine bekämen. Dort würden dann auch nicht nur finanzielle Kennzahlen, sondern insbesondere auch ESG-Themen besprochen. Allerdings stellt der Experte berichtigend fest, dass neben den großen Asset-

Management-Gesellschaften auch kleinere spezialisierte Häuser punktuell einflussreicher sein können, da sie in ihrer Nische vergleichsweise stärker vertreten seien. Unabhängig von der Anlagestrategie "aktiv" oder "passiv" werde jedoch Engagement unterschiedlich konsequent betrieben. Aktives Engagement sei in der Praxis eher eine Frage der Größe als eine Frage der Investmentstrategie des Asset Managers. Konsequentes, aktives Engagement könne bisweilen auch zu Gerichtsklagen gegen die Emittenten führen.

Der Experte beklagte, dass mittlerweile Greenwashing unter einigen Asset Managern vorkomme, die das Thema Nachhaltigkeit noch nicht ernst genug nähmen und sich nach außen anders darstellten, als sie tatsächlich seien. Mit der SFDR gebe es zwar eine Einteilung von Nachhaltigkeit, allerdings werde diese auf Produktebene noch durchaus unterschiedlich definiert. Aufgrund fehlender Operationalisierbarkeit mangele es noch an einem Branchenstandard in der Produktklassifizierung. Auch wenn ein Fonds keine explizite ESG-Strategie habe, so gebe es zwar ein implizites Grundverständnis von Nachhaltigkeit, allerdings fehlten valide Maßstäbe für eine Vergleichbarkeit der Produkte.

Ein eigener Stewardship-Kodex für Deutschland hielt dieser Experte für nicht zielführend, da die aktuellen deutschen und europäischen Normen ausreichend seien, weshalb ein zusätzlicher Kodex neben dem DCGK die Gefahr der Überregulierung berge. Eine Harmonisierung auf EU-Ebene sei dagegen zu begrüßen, da Asset Manager dann nur noch eine einheitliche europäische Richtline berücksichtigen müssten. Für neue gesetzliche Vorschriften sollten allerdings vertretbare Umsetzungszeiträume gewährt werden. Darüber hinaus sei die Bedeutung von Engagement wichtiger als die reine Investitionstätigkeit, da nur durch die aktive Gestaltung von Unternehmensdialogen eine Transformation gelingen könne. Unternehmen oder Branchen dürften nicht zu Stranded Assets werden und Asset Manager sollten auch dort Engagement betreiben, da diese Unternehmen ebenso Unterstützung bei der Transformation benötigten. Außerdem hob der Experte die Transformationswirkung von Banken und Versicherungen hervor, die größer als die Wirkung speziell im Asset Management sei.

3.5.1.6 Experteninterview 6 (Sustainable-Finance-Netzwerk)

Die Rolle von Nachhaltigkeit im Asset Management wird auch vom Experten des sechsten Interviews als zunehmend beschrieben. Ebenso schreibt er dem Pariser Übereinkommen eine Signalwirkung zu, da regulatorische Anforderungen v. a. auf EU-Ebene folgten

und das Thema weiter vorantrieben. Seitdem habe es einen Richtungswechsel gegeben und die Unternehmen sowie Investoren achteten nun generell mehr auf CSR, da auch erkannt worden sei, dass Nachhaltigkeitsrisiken mit materiellen Risiken verknüpft seien. Gleichzeitig sei aber auch die Kundennachfrage nach nachhaltigen Produkten stark angestiegen. Marketing spiele hierbei zwar auch eine Rolle, es sei aber auch eine Zunahme in der intrinsischen Motivation sowie eine ethische Dimension im Asset Management zu erkennen. Derzeit seien Klimathemen noch im Vordergrund, allerdings würden auch soziale Themen zunehmend wichtiger, da die wechselseitigen Wirkungszusammenhänge erkannt worden seien. Dennoch liege der gesellschaftliche Fokus aufgrund der Relevanz auf den Themen zum Klimawandel, wie z. B. die Reduktion von CO_2-Emissionen. Der Befragte erklärte weiter, dass sich das Verständnis von verantwortlichem Investieren im Asset Management in den vergangen fünf Jahren stark ausdifferenziert habe. Gerade die international ausgerichteten Asset Manager hätten nun weltweit das große Bild im Blick, da mittlerweile global stark auf das Thema Klimawandel geachtet werde. Allerdings gebe es Vorreiter wie die Niederlande, wo Nachhaltigkeitsthemen schon einige Jahre früher in den Fokus gerückt seien, was auch mit einem anderen Verständnis von Profit zu tun habe.

Heutzutage nähmen dem Experten zufolge Engagement-Aktivitäten unterschiedliche Gestaltformen an und gingen auch in Deutschland über die Hauptversammlung hinaus. Unternehmensdialoge, Umfragen unter den Emittenten oder auch öffentliches Engagement wurden beispielhaft genannt. Allerdings sei Shareholder Engagement ein Bündel an Maßnahmen, das benötigt werde, um individuell und situativ eingesetzt werden. Proxy Advisor lieferten hierzu ein Basis-ESG-Paket, auf das die Asset Manager zurückgreifen könnten. Allerdings warnte der Interviewpartner, dass Asset Manager mehr Ambitionen auf das Thema legen müssten und sich darüber hinaus auch eine eigene Meinung bilden sollten. Die Blaupausen der Proxy-Berater seien ohnehin nicht global in jedem Unternehmen sinnvoll anwendbar.

Nach Stewardship-Richtlinien gefragt, antwortete der Experte, dass diese wichtig und hilfreich seien und die Nachhaltigkeit in der Branche stärkten. Daneben seien allerdings auch freiwillige Vereinbarungen in den einzelnen Subbranchen nützlich, wie es z. B. für Banken oder Versicherungen in den Niederlanden Anwendung finde.

Asset Managern riet der Experte zu mehr Transparenz. Es müsse Klarheit über die Idealvorstellung im Markt herrschen und was diese für einzelne Unternehmen bedeute. Ein ganzheitlicher ESG-Ansatz mit Fokus auf Impact sei dabei nötig. ESG-Experten der Asset Manager sollten enger mit den Finanzabteilungen der Emittenten verknüpft sein und die Nachhaltigkeitsthemen bei beiden Stakeholdern deutlich differenzierter betrachtet werden. Asset Manager müssten sich inhaltlich vielfältiger aufstellen und über die derzeit dominierenden Klimathemen hinausdenken, z. B. Biodiversität oder Menschenrechte.

Daneben sei staatliche Regulierung notwendig, damit die Transformation für die gesamte Industrie gelinge. Die Regierungen sollten sich ausführlich darüber Gedanken machen, wie regulatorische Maßnahmen eingesetzt werden könnten und was damit erreicht werden solle. Sie müssten eine langfristige Vision auf zehn oder 15 Jahren haben und nicht nur auf eine Legislaturperiode, da gerade Infrastrukturprojekte langfristige Zeiträume benötigten. Dabei dürften nicht nur Kosten bzw. Profit im Vordergrund stehen.

3.5.1.7 Experteninterview 7 (Proxy Advisory)

In Übereinstimmung mit den vorhergehenden Experten bescheinigte auch der Experte im siebten Interview der Nachhaltigkeit eine zunehmend große Rolle im Asset Management. Außerdem bestätigte auch er, dass die Regulatorik ein wesentlicher Treiber mit einer starken Wirkung auf die Branche sei, die weiterhin an Fahrt aufnehme. In den letzten 10 Jahren zeichne sich ein starker Wandel im Asset Management ab: Während anfangs lediglich Governance-Themen relevant gewesen seien, gebe es heute ein differenziertes Bild zu Nachhaltigkeit und ESG bei den Asset Managern. Nachdem zunächst die klassischen Ausschlusskriterien in Investmentprozessen Anwendung gefunden hätten, gingen die Vermögensverwalter heute im Shareholder Engagement einen Schritt weiter und sprachen auch andere Themen an. Bis vor einigen Jahren hätten Asset Manager dabei noch vornehmlich Engagement in Deutschland bei deutschen Portfoliounternehmen betrieben, mittlerweile geschehe dies aber auch verstärkt auf internationaler Bühne. Dementsprechend habe sich auch das Stewardship und das Verständnis über die treuhänderische Verpflichtung weiterentwickelt. Als Vorbilder nannte der Experte England und Holland, die schon deutlich früher über Corporate Governance gesprochen und Stewardship-Gedanken entwickelt hätten, während der deutsche wie auch der US-amerikanische Markt eher hintenangestanden hätten. Nachdem sich hiesige Asset Manager früher häufig auf die

Abstimmungen auf den Aktionärsversammlungen konzentriert hätten, werde heute bereits intensives Shareholder Engagement betrieben, was dazu geführt habe, dass die heutigen Asset Manager wesentlich emanzipierter geworden seien. Dies sei mitunter auch ein Grund dafür, weshalb die Rolle von Proxy Advisory abgenommen habe und der Einfluss von Proxy-Beratern nicht die Größe erlangt habe, wie es bis vor einigen Jahren noch befürchtet wurde. Häufig würden eigene Abstimmungsrichtlinien von den Investmentgesellschaften verwendet und v. a. große Häuser akquirierten mittlerweile eigene Experten in diesen Bereichen. Allerdings würden Proxy Advisor weiterhin für die rein technische Ausführung weltweiter HV-Beschlüsse notwendig bleiben und seien daher unverzichtbar.

Auf Acting in Concert angesprochen bestätigte der Experte ebenfalls die hemmende Wirkung bei Asset Managern in Bezug auf Kooperation im Engagement. Kleine Investoren glaubten teilweise, dass sie keinen nennenswerten Einfluss ausüben könnten und betrieben daher weniger Engagement. Die BaFin solle daher die Acting-in-Concert-Problematik lösen und Rechtssicherheit schaffen, damit v. a. die kleineren Häuser zusammenarbeiten. Durch kollaboratives Engagement könne ihr Einfluss erhöht und gleichzeitig Ressourcen geschont werden. Der Befragte hob dabei hervor, dass Proxy Advisor auch diesbezüglich unterstützen und eine Plattform für kollaboratives Engagement bieten könnten.

Des Weiteren ist der Experte der Meinung, dass noch Steigerungspotenzial in den Engagement-Aktivitäten der Asset Manager vorhanden sei und v. a. kleinere Emittenten stärker in den Fokus rücken sollten, da sich das Engagement derzeit eher auf größere Konzerne konzentriere. Auch stellt er fest, dass noch Umwelt- und Klimathemen im Vordergrund stünden, wenngleich soziale Themen bereits an Bedeutung gewännen und in den kommenden Jahren eine dominierende Rolle fänden. Allerdings müssten die Asset Manager zunächst ihre Glaubwürdigkeit wiedergewinnen, da Greenwashing-Vorwürfe zunehmend lauter würden. Die Diskrepanz zwischen der Wahrnehmung der Asset Manager und der Wahrnehmung der Emittenten, die von den Engagement-Gesprächen berichten, lasse an der Glaubwürdigkeit der Asset Manager Zweifel aufkommen, dass realiter weniger Engagement betrieben würde, als gemeinhin von den Vermögensverwaltern behauptet wird. Darüber hinaus stellt der Experte ernüchtert fest, dass Asset Manager mittlerweile zwar eine ordentliche ESG-Expertise aufgebaut hätten, jedoch immer noch in Teilen unbedarft und mutlos seien. So seien beispielsweise die DVFA-Stewardship-Richtlinien zwar gemeinsam mit Asset Managern entwickelt, allerdings bislang noch

nicht in einer zufriedenstellenden Weise übernommen oder gar gelebt worden. Auch seien die Asset Manager in Governance-Themen zwar bereits professionell, in den übrigen Nachhaltigkeitsthemen müsse jedoch noch weiteres Expertenwissen aufgebaut werden, da immer noch Daten extern eingekauft und sich auf deren Korrektheit verlassen werden müsse. Darüber hinaus mangele es auch bei den Unternehmen selbst an konkreten Ansprechpartnern und Verantwortlichkeiten im Nachhaltigkeitsbereich. Der Experte empfiehlt auch auf Emittenten-Seite Fachwissen weiter auszubauen und Verantwortlichkeiten in den Kontrollgremien in der Governance der Unternehmen zu implementieren.

Abschließend fasste der Befragte zusammen, dass Asset Manager auf grundsätzlich notwendige Instrumente im Bereich Engagement und Stewardship bereits zurückgreifen könnten, da diese heute schon vorlägen, es allerdings noch nicht getan werde. Er wünschte sich mehr Überzeugung für intensiveres Engagement und den Aufbau interner Unternehmensstrukturen, die stärker auf Nachhaltigkeit ausgerichtet sind.

3.5.1.8 Experteninterview 8 (Sustainable-Finance-Netzwerk)

Im achten Interview stellte der Sustainable-Finance-Experte fest, dass Nachhaltigkeit auch im Asset Management heute zum Mainstream gehöre. Die Rolle von Nachhaltigkeit habe in den vergangenen rund zehn Jahren stark zugenommen und staatliche Regulierung sei ein wesentlicher Treiber dafür gewesen. Allerdings gebe es heute noch große Verständnis- sowie Qualitätsunterschiede. Governance-Themen hätten schon eine deutlich längere Zeit Relevanz, seien durch die Sustainable Finance aber weiterentwickelt worden. Außerdem sei erkannt worden, dass Nachhaltigkeitsrisiken mit Risikomanagement verbunden seien; dies sei besonders deutlich bei Klimarisiken. Umwelt- und Klimathemen stünden auch deshalb aktuell im Vordergrund. Trotz der hohen Priorität der Bekämpfung des Klimawandels mahnte der Befragte, dass andere Themen wie z. B. Biodiversität nicht vernachlässigt werden sollten, da ebenso Wechselwirkungen bestünden. Es sei daher unumgänglich, sich in der Breite mit Nachhaltigkeitsrisiken auseinanderzusetzen. Das Asset Management sowie die gesamte Finanzbranche müsse Transitionsrisiken im Blick behalten, die Vielfalt der Themen verstehen und dabei die Wechselwirkungen berücksichtigen. Allerdings kritisierte der Experte, dass in Deutschland immer noch eher reagiert als agiert werde, während in anderen Ländern schon früher Nachhaltigkeitsthemen auf nationaler Ebene vorangetrieben worden seien. So liege Deutschland international eher im

Mittelfeld und Länder wie Großbritannien, die Niederlande oder skandinavische Länder seien Vorreiter gewesen. Der Experte begrüßte jedoch, dass der regulatorische Druck auf EU-Ebene eine europäische Harmonisierung und damit eine Verbesserung der Situation in Deutschland angestoßen habe.

Bezogen auf Engagement stellte der Experte fest, dass einige wenige Asset Manager auch in Deutschland bereits seit vielen Jahren Nachhaltigkeitsthemen in ihre Investmententscheidungen integrierten. Da diese Themen heute jedoch im Mainstream im Asset Management angekommen seien, beklagte er, dass diese Vorreiter-Gesellschaften in der Breite des Marktes an Bedeutung verlören. Andere Asset Manager seien hingegen lauter und würden daher stärker wahrgenommen. Ihnen mangele es allerdings an Glaubwürdigkeit, wenn sie angäben, dass sie ebenso lange Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigten. Engagement sei jedoch eine langfristige Herausforderung, weil Unternehmensdialoge oft eine intensive Vorbereitung verlangten und daher zeit- und ressourcenintensiv seien. Außerdem könnten Engagement-Aktivitäten aufgrund von Verschwiegenheitspflichten nicht immer transparent veröffentlicht werden. Daher sei es als Asset Manager von hoher Bedeutung, zu unterscheiden, ob simple Ausschlusskriterien verwendet oder aktives Engagement bevorzugt werden sollte. Die Qualitätsunterschiede in der Branche seien hoch und Greenwashing-Vorwürfe würden stetig lauter. Deutschland sei diesbezüglich noch immer ein Entwicklungsland, wenn es um Engagement gehe und dieses könne hierzulande, nach der Meinung des Experten, noch deutlich häufiger zum Einsatz kommen. Die Erarbeitung eines einheitlichen Stewardship Codes auf europäischer Ebene wäre diesbezüglich wünschenswert und könnte einen transformativen Beitrag leisten.

Auf die Frage nach der Rolle von Proxy-Beratungsgesellschaften antwortete der Interviewpartner, dass Proxy Advisor eine hilfreiche Dienstleistung anböten, die jedoch keine „one-size-fits-all"-Lösung sei. Proxy-Dienstleistungen sollten demnach lediglich unterstützend eingesetzt werden, um eigene Ressourcen zu schonen, allerdings sollte darüber hinaus auch eine interne Expertise erarbeitet werden, v. a., wenn Asset Manager bewusst Akzente setzen möchten.

Des Weiteren erwähnte der Experte lobend den Abschlussbericht des deutschen Sustainable-Finance-Beirates und dessen Empfehlungen an die Bundesregierung. Die Empfehlung für eine Engagement-Plattform zur Förderung von Sustainable-Finance-

Themen, würde einen wesentlichen, transformativen Beitrag leisten können, stellte er dabei heraus. Die Tragweite der Unsicherheit in Bezug auf Acting in Concert könne er zwar nicht zuverlässig einschätzen, sehe allerdings die Notwendigkeit einer Klärung des Sachverhaltes. Abschließend zeigte sich der Interviewte enttäuscht über die aus den Empfehlungen des Beirates abgeleitete deutsche Sustainable-Finance-Strategie. Bemerkenswert fand er jedoch die überraschende Fokussierung auf soziale Themen, wenngleich diese zu vage formuliert worden seien und keine konkreten Zielvorstellungen beinhalteten.

3.5.1.9 Experteninterview 9 (Consulting)

Der Experte im neunten Interview stellte fest, dass Unternehmen heutzutage keine andere Wahl hätten, als sich an nachhaltigen Grundsätzen auszurichten, da sie sonst vom Kapitalmarkt abgeschnitten würden. Der Asset Manager sei dabei zentral, da er eine doppelte Rolle als Investor und als Treuhänder für seine Kunden innehabe. Nachhaltigkeit sei heute gesellschaftlicher Mainstream geworden, weshalb die Breite der Themen auch im Asset Management zunehme. Auch wenn noch nicht alle Kunden nach Nachhaltigkeit fragten, erhöhten neben den Nachhaltigkeitsrisiken regulatorische Anforderungen auf EU-Ebene die Risiken in den nichtnachhaltigen Produkten. Dabei rechnet der Experte der staatlichen Regulierung neben dem gesellschaftlichen Druck eine treibende Rolle in der Nachhaltigkeitsentwicklung zu. Aktuell liege zwar ein klarer Fokus auf Umwelt- und insbesondere Klimathemen, allerdings nähmen auch soziale Inhalte kontinuierlich an Bedeutung zu. Begründet sei dies in der Relevanz des Klimawandels, aber auch in der Datenbeschaffenheit. So seien beispielsweise CO_2-Emissionen leichter zu quantifizieren, während soziale Themen eher von qualitativer Natur seien.

Des Weiteren stellt der Befragte fest, dass Asset Manager heutzutage prinzipiell international investiert seien und daher die Frage nach dem Heimatmarkt keine Relevanz mehr habe. Stattdessen sei bedeutsam, wann eine internationale Angleichung regulatorischer Anforderungen erfolge, so dass das Asset Management auch international seine zentrale Rolle in der Transformation einnehmen könne. So begrüßt er auch internationale Kooperationen in Form von kollaborativem Engagement, das transformative Wirkung entfalten könne. Jedoch erklärte er auch, dass Kooperationen an Bedeutung verlören, wenn alle Asset Manager ohnehin das gleiche Verständnis von Nachhaltigkeit hätten. So sei nicht mehr relevant, ob die Unternehmenskommunikation einzeln oder gemeinsam stattfinde.

Die Rolle von Proxy Advisor sieht der Experte in der Fondsbranche ebenso als zentral an, da sie gerade für kleinere Häuser eine Dienstleistung anböten, die sie selbst nicht abdecken könnten. Im Gegensatz zu den größeren Investmentgesellschaften könnten sie nicht die Ressourcen für den globalen Blick über die Kapitalmärkte und Aktionärsversammlungen aufbringen, um sich eine eigene Meinung zu bilden. Neben der Stimmrechtsausübung auf der Aktienseite dürfe jedoch Engagement im Sinne des Unternehmensdialogs nicht unterschätzt werden, um die Themen an das Management zu richten. Engagement sei heute allerdings immer noch in den Portfolio-Management-Einheiten integriert und werde von dort aus gesteuert. Dort würden z. B. die Kampagnen für Klimathemen entwickelt, bevor mit Portfoliounternehmen in Kontakt getreten werde. Auch dieser Experte konstatiert, dass Engagement von deutschen Asset Managern sehr unterschiedlich genutzt werde. Es gäbe eine Spannweite von gar keinem Engagement bis hin zu mehreren Tausend Engagement-Gesprächen im Jahr. Manche Asset Manager würden sich dabei mit der Auflage ihres ersten nachhaltigen Produkts erstmals Gedanken über Engagement machen. Diese Entwicklung sei durch die SFDR maßgeblich vorangetrieben worden, wenngleich auch der gesellschaftliche Druck sowie die steigende Nachfrage nach nachhaltigen Finanzprodukten ebenso das Asset Management zu mehr Nachhaltigkeit dränge. Da nachhaltiges Engagement sehr aufwändig und kostenintensiv sei, gingen die Asset Manager sehr unterschiedlich an das Thema heran. Während sich kleine Investment-Häuser eher auf wenige, aber intensive Engagement-Prozesse konzentrierten, führten andere Gesellschaften mehrere tausend Engagement-Gespräche pro Jahr. Greenwashing-Vorwürfe hätten sich dabei zu einer wesentlichen Herausforderung für die Vermögensverwalter entwickelt. Sie müssten ihre Produkte transparenter gestalten, so dass belastbare Daten und Informationen die Nachhaltigkeit in diesen Produkten glaubwürdig darstellen könnten. Da ESG-Daten allerdings vielfältig seien, werde es notwendig sein, neue Stammdatensoftware zu entwickeln, um diese Daten zu handhaben. Asset Manager sollten sich auch ihrer zentralen Rolle und Relevanz für den gesamten Finanzmarkt in der Transformation bewusst werden. Sie müssten Nachhaltigkeitsthemen durchdringen und gegenüber Kunden sowie Öffentlichkeit vertrauensvoll und transparent kommunizieren.

Des Weiteren rät der Experte, dass Nachhaltigkeit in der Governance der Investmentgesellschaften sowie der Emittenten einen Platz finden und dort etabliert werden sollte. Auch eine monetäre Incentivierung auf Geschäftsführungsebene hielt er diesbezüglich

für ein probates Mittel. Daneben empfiehlt der Experte, dass Vermögensverwalter mehr Personal für Engagement einstellen sollten. Wegen der Vielzahl an Themen und Regulierungen bräuchten sie mehr Ressourcen und mehr Expertise. Aktuell zeige sich zwar bereits, dass an einigen Stellen neue Einheiten aufgebaut würden, allerdings müsse weiterhin noch Personal rekrutiert werden.

3.5.1.10 Experteninterview 10 (Asset-Manager-Netzwerk)

Der Befragte des zehnten Interviews stand an der Spitze eines relevanten Asset-Management-Netzwerkes und konnte ebenso die zunehmende Bedeutung von Nachhaltigkeit für Asset Manager feststellen. Der EU-Taxonomie schreibt er dabei eine wesentliche Rolle als treibender Faktor zu, wenngleich der Prozess zu einer nachhaltigen Wirtschaft erst begonnen habe und weiterhin bedeutend an Gewicht gewinnen würde. Noch sei ein frühes Stadium erreicht, in dem keine nennenswerte Kapitalströme umgelenkt würden, allerdings sei der Wille ausgeprägt, die Entwicklung weiter voranzutreiben. Bei Sozial- sowie Governance-Themen müsse sich zunächst auf ein einheitliches Weltbild geeinigt werden, da starke kulturelle Verständnisunterschiede vorlägen und diese im Gegensatz von z. B. quantifizierbaren CO_2-Reduktionszielen nicht direkt vergleichbar seien. Die vorherrschende Uneinigkeit in einigen ESG-Kriterien befördere zudem Greenwashing-Vorwürfe, die derzeit zu hören seien. Des Weiteren konstatiert der Befragte, dass aufgrund der Regulatorik aktuell noch ein starker Fokus auf Umweltthemen und dabei hauptsächlich in Bezug auf die CO_2-Problematik bestehe. Auch das Pariser Übereinkommen habe wesentlich dazu beigetragen. Allerdings betonte der Experte auch das unterschiedliche nationale Verständnis von Nachhaltigkeit in der EU. Die Uneinigkeit der Mitgliedsstaaten in der Frage nach der Nachhaltigkeit von Atomkraft berge weitere Gefahren für Greenwashing.

Auf Proxy Advisory angesprochen gab der Experte zu bedenken, dass Asset Manager den Vorschlägen der Proxy-Berater nicht ungeprüft folgen sollten. Gleichzeitig erklärte er die relevante Daseinsberechtigung dieser Dienstleistungen gerade für kleinere Investmentgesellschaften, die nicht die nötigen Ressourcen für eine interne Darstellung aufbringen könnten. Daneben stellte der Befragte fest, dass extern eingekaufte Nachhaltigkeitsdaten hilfreich seien, um zu einem einheitlicheren Verständnis von Nachhaltigkeit zu kommen. Übereinstimmende kategorische Ausschlüsse seien darüber hinaus sinnvoll, um Unternehmen und Branchen auszuschließen, in die nicht mehr investiert werden sollte. Bei den

übrigen Unternehmen rät der Interviewpartner zu Active Ownership und zur Intensivierung von Gesprächen mit den Unternehmen auf und neben den Hauptversammlungen im Sinne von Voting und Engagement. Da Active Ownership jedoch auch eine Kostenfrage sei, könnten kleinere Asset Manager weltweites Engagement nicht sinnvoll betreiben, weshalb er die Zusammenarbeit auf einer übergeordneten Ebene generell für sinnvoller halte. Der Experte stellte diesbezüglich internationale Netzwerke und Initiativen wie den UN Global Compact oder PRI heraus. Diese seien für die Nachhaltigkeitsbewegung bedeutsam und erhielten auch zunehmend mehr Unterstützer bzw. Unterzeichner. Aus diesem steigenden Zuspruch leitet der Experte schließlich die Pflicht zum Active Ownership ab. Auf Nachfrage bezüglich eines möglichen Stewardship Codes, um die von ihm genannte Pflicht zu kodifizieren, warnte der Befragte vor Überregulierung. Vermögensverwalter stünden ohnehin bereits in regen Austausch mit den Emittenten. Hinsichtlich möglicher weiterer regulatorischer Eingriffe forderte er aber von den Regierungen, die Ziele klar zu definieren und neben Maßregelungen auch Anreizsysteme zu schaffen. Außerdem müsse politischem Missbrauch bezüglich Staatsfinanzierungszielen vorgebeugt werden.

3.5.1.11 Experteninterview 11 (Consulting)

Auch im elften Interview schrieb der befragte Experte der Nachhaltigkeit im Asset Management – angetrieben durch eine starke Kundennachfrage – eine hohe Bedeutung zu. Gleichzeitig sei jedoch das Verständnis von Nachhaltigkeit sehr unterschiedlich, was ein unübersichtliches Produktspektrum zur Folge habe. Mit dem Green Deal und dem Aktionsplan der EU sei darüber hinaus ein regulatorischer Druck aufgebaut worden, der den Umbau der Wirtschaft zu einer nachhaltigen Entwicklung ermögliche. Weiter beschreibt er, dass sich die bestimmenden Themen im Asset Management in den letzten 30 Jahren aufgrund der Nachhaltigkeitsdebatte stark veränderten. Aktuell stünden Umweltthemen im Vordergrund, aufgrund europäischer Regulierungen gewännen in Zukunft aber auch Sozial- und Governance-Themen an Bedeutung. Asset Manager könnten dann ihre Finanzprodukte nach diesen Aspekten ausrichten. Daher befinde sich die Branche aktuell in einer Umstrukturierung, in der Geschäftsmodelle strategisch umgebaut werden müssten, da Nachhaltigkeit alle Ebenen durchdringe. Neben dem regulatorischen Druck der letzten Jahre konstatiert der Experte mit steigender Nachfrage der Investoren auch einen steigenden gesellschaftlichen Druck, der die Finanzindustrie zu einem Umdenken bewege. In Skandinavien seien aufgrund der kapitalmarktorientieren Rentensysteme schon

früher soziale Themen und Governance-Aspekte in der Investmentbranche relevant gewesen, während in Deutschland und der EU regulierungsbedingt der Fokus stark auf Umwelt- und Klimathemen liege. Aufgrund der Regulatorik sei Europa heute jedoch führend in Nachhaltigkeitsthemen geworden und angloamerikanische Länder, Asien oder Australien nähmen diese europäischen Standards zum Vorbild.

In Bezug auf mögliche Acting-in-Concert-Unsicherheiten äußerte sich der Experte skeptisch ob der tatsächlichen Relevanz in den Überlegungen der Asset Manager zur Kooperation. Aufgrund des starken Wettbewerbsdrucks in der Fondsbranche gehe er davon aus, dass die Asset Manager ohnehin nur bedingt an einer Kooperation interessiert seien. Die Vermögensverwalter stünden zudem unter einer Reputationskrise aufgrund der vielen Greenwashing-Vorwürfe und müssten diese im Blick behalten. Als Grund dafür nannte der Befragte allerdings auch die unterschiedlichen Erwartungen der verschiedenen Marktteilnehmer und einer wesentlichen Fehlkommunikation seitens der Asset Manager.

Positiv hob der Experte hervor, dass die deutschen Asset Manager in den vergangenen rund zehn Jahren die Emittenten durch aktives Shareholder Engagement spürbar stärker unter Druck gesetzt hätten. Seiner Ansicht nach sollten dabei auch weitere Stakeholder wie NGOs, Parteien, öffentliche Versicherer und Banken oder Interessensverbände einbezogen werden. Stewardship-Richtlinien halte er für eine geeignete Maßnahme, wenn die Gefahr der Überregulierung durch zusätzliche Normen beherrschbar bliebe.

Als weitere relevante Herausforderung nannte der Experte das Datenmanagement in Bezug auf Nachhaltigkeit, weil diese Themen unterschiedliche Daten und Informationen benötigten, die gemeinsam verarbeitet werden müssten. Grundsätzlich sollte das Asset Management diese Nachhaltigkeitsthemen strategisch neu denken und wissenschaftlich fundiert verinnerlichen. Klima-Aspekte und soziale Fragen müssten auch im Risikomanagement Eingang finden. Zudem brauche es eine höhere Bereitschaft für die Nachhaltigkeitsthemen und einen Aufbau von ausgeprägtem Expertenwissen. Er rät daher den Asset Managern zu mehr Neugier, Wagemut und Innovationslust. Außerdem führten kürzere Entscheidungsprozesse und eine höhere Risikobereitschaft zu einer Erhöhung der Chancen, wenn die Vermögensverwalter aus ihrer Komfortzone herausträten. Das Fachwissen sowie die Verantwortlichkeit müsse bereits auf Vorstandsebene integriert werden, damit die Unternehmen Nachhaltigkeit insgesamt durchdringen könnten.

3.5.1.12 Experteninterview 12 (Sustainable-Finance-Netzwerk)

Auf die Frage nach der Bedeutung von Nachhaltigkeit im Asset Management antwortete der Experte im 12. Interview, dass Nachhaltigkeit ein dominierendes und langfristiges Trendthema darstelle. Da mittlerweile ausreichend wissenschaftlich belegt sei, dass das Rendite-Risiko-Profil nachhaltiger Geldanlagen mindestens gleich dem der konventionellen Anlagen sei, müsse sich jeder Investor heute mit der Thematik auseinandersetzen. Hinzu komme eine wachsende Nachfrage sowie ein steigender regulatorischer und gesellschaftlicher Druck. Vor diesem Hintergrund differenziere sich das Verständnis von Nachhaltigkeit stetig weiter aus. Derzeit stünden zwar noch Klimathemen im Fokus, allerdings rückten auch andere Themen wie z. B. Biodiversität verstärkt hervor. Die Themen seien global miteinander vernetzt und unterlägen Wechselwirkungen, weshalb Nachhaltigkeit ganzheitlich betrachtet werden müsse. Zusammenfassend stellte der Experte fest, dass die Nachhaltigkeit eine herausragende Rolle im Asset Management einnehme und die Umsetzung der regulatorischen Pläne, die zu einer nachhaltigeren Wirtschaft führen sollen, ein ganzes Jahrzehnt andauern werde. Erst aufgrund der Regulatorik habe die Bedeutung von Nachhaltigkeit in Deutschland zugenommen, während in anderen Ländern wie Frankreich oder der Schweiz diese Themen im Asset Management bereits seit einigen Jahren im Fokus stünden. So seien in Frankreich schon vor rund fünf bis zehn Jahren erste Investoren-Initiativen und Arbeitskreise gegründet worden und auch in der französischen Politik seien Nachhaltigkeitsthemen von höherem Ansehen gewesen. Zu dieser Zeit hätten derartige Themen in Deutschland noch ein „Öko-Ruf“ angehaftet, so der Experte. Positiv hob der Interviewte daneben auch Luxemburg hervor, wo mittlerweile auch nachhaltige Börsensegmente eingeführt worden seien, die ernst zu nehmen seien. Obwohl die deutsche Börse in Frankfurt wesentlich relevanter sei als das kleinere Luxemburger Pendant, sei der kürzlich eingeführte DAX50 ESG im Vergleich lediglich ein Feigenblatt mit unzureichenden Nachhaltigkeitskriterien.

Ferner konstatierte der Experte, dass Umweltthemen derzeit klar dominierten, da diese greifbarer seien und v. a. der Klimawandel allgegenwärtig wäre. Aufgrund weiterer kommender Regulierungen sollten allerdings auch soziale Themen zukünftig hervortreten und sich auch im Asset Management niederschlagen, beispielhaft nannte er das Lieferkettengesetz. Soziale Themen rückten daher weiter in den Vordergrund, auch wenn diese schwieriger zu fassen seien und es ebenso an einem einheitlichen Verständnis mangele.

Governance-Aspekte hingegen seien schon immer im Asset Management von Relevanz gewesen. Governance sei darüber hinaus als ein Bindeglied innerhalb des Dreiklangs von ESG zu verstehen und verknüpfe soziale mit ökologischen Themen.

Shareholder Engagement bzw. Active Ownership spiele für Nachhaltigkeit im Asset Management ebenso eine besondere Rolle. Der Dialog mit den Portfoliounternehmen, das Schreiben von Briefen, der Austausch auf Analystenmeetings und eine eigene Engagement-Policy zu verfolgen, seien relevante Instrumente. Active Ownership könne einen echten Impact erzeugen, weshalb erst als letzte Option das Instrument des Divestments eingesetzt werden sollte. Darüber hinaus betonte der Experte die Bedeutung von kollaborativen Engagement-Plattformen, die wirkungsvoll sein könnten, wenn gemeinsame Briefe geschrieben oder Stimmrechtsausübungen bei Aktionärsbeschlüssen im Vorfeld besprochen würden. Mit kollaborativem Engagement könnten Asset Manager ihre Macht bündeln und stärker auf die Unternehmen einwirken sowie gleichzeitig eigene Ressourcen durch Synergieeffekte schonen. Obwohl gemeinsames Engagement ein wirkungsvolles Instrument sei, schreckten viele Asset Manager in Deutschland aufgrund der Acting-in-Concert-Problematik vor einer Zusammenarbeit zurück, was der Experte bedauerte. Daher plädierte der Befragte für eine europäische Lösung der Acting-in-Concert-Problematik zur Schaffung eines regulatorischen Freiraums für kollaboratives Engagement. Außerdem sollte die EU auch die Beratungshürden bei Alternativen Investmentfonds (AIF) lockern, da speziell diese Finanzprodukte ein hohes Impact-Potenzial besäßen. Eine staatlich organisierte Engagement-Plattform könnte darüber hinaus Expertise bündeln und Multi-Stakeholder wie NGOs einbinden. Vorstellbar sei auch eine Kooperation mit Proxy-Beratern oder der Deutschen Börse.

Schließlich beklagte der Interviewpartner das Glaubwürdigkeitsdefizit von Asset Managern. Viele behaupteten immer schon nachhaltig gewesen zu sein, allerdings treffe dies in Wirklichkeit nur auf Wenige zu. Die großen Häuser hätten zwar aufgrund ihrer komfortableren Kapitalausstattung kurzfristig aufholen und sich eine ausgeprägte Expertise aneignen können, jedoch gerate die Glaubwürdigkeit dort an ihre Grenzen, wo es an nachhaltiger Infrastruktur im Markt mangele. Er forderte daher das Asset Management dazu auf, mehr Offenheit und Transparenz für die tatsächliche Wirkung der Investments zu zeigen sowie ein ehrliches Marketing zu betreiben. Auf Impact und Engagement zu setzen, anstatt Best-in-Class-Ansätze zu verfolgen, sei ebenso die sinnvollere Strategie,

wenn ein nachhaltiger Einfluss erzielt werden sollte. Hier empfiehlt der Experte den Asset Managern, Expertise aufzubauen und mehr Ressourcen einzusetzen. Darüber hinaus befürwortet er Stewardship-Richtlinien auf EU-Ebene, wenngleich er Bedenken hinsichtlich einer Überregulierung äußerte, sofern der Stewardship Code verbindliches Recht wäre.

3.5.1.13 Experteninterview 13 (Proxy Advisory)

Im letzten Experteninterview erklärte der Befragte, dass heutzutage Asset Manager nicht mehr an Nachhaltigkeitsthemen vorbeikämen. Sie müssten ESG-Themen in ihrer Abstimmungspolitik aufnehmen und auch aktives Engagement betreiben, da sie sonst nicht wettbewerbsfähig seien. So würden selbst kleinere Investment-Häuser sich bereits mit Engagement befassen, obwohl dieses sehr kostenintensiv sei. Die Nachhaltigkeitsdebatte habe dazu geführt, dass sich ein breites Verständnis für die treuhänderische Verantwortung entwickelt habe und sich die Asset Manager mittlerweile mehr Gedanken über Stewardship machten. V. a. in den vergangenen fünf Jahren habe sich die Rolle von Nachhaltigkeit zunehmend vergrößert und in den letzten drei Jahren nochmals verstärkt. Dem Experten zufolge machten sich beständig mehr Asset Manager Gedanken über eigene Abstimmungsrichtlinien und richteten sich zunehmend stärker an ESG-Kriterien aus. Dabei liege der Fokus aktuell noch auf ökologischen Themen, da der gesellschaftliche Druck zu mehr Nachhaltigkeit und Klimaschutz hoch sei und sich auch auf das Asset Management auswirke. Daher sei Engagement mittlerweile untrennbar mit ESG verbunden. Laut dem Proxy-Berater mache sich das in Deutschland in Bezug auf HV-Beschlüsse allerdings weniger bemerkbar, da die gesetzlichen Hürden zur Antragstellung hierzulande hoch seien und dieses Instrument daher im Ausland intensiver genutzt werden könne. International würden daher auch deutlich mehr ESG-Anträge gestellt werden als durch Asset Manager in Deutschland. Weiter führt der Experte aus, dass Proxy Advisor diesbezüglich eine unverzichtbare Dienstleistung anböten. Gerade für kleine Investmentgesellschaften seien sie in Bezug auf die technische Abwicklung weltweiter Aktionärsabstimmungen unverzichtbar, wenngleich die treuhänderische Verantwortung auch in diesen Fällen bei den Asset Managern selbst verblieben. Neben der technischen Abwicklungshilfe unterstützten sie jedoch auch bei der Meinungsbildung und Selbstreflexion der Asset Manager, die andernfalls weniger Widerspruch an die Emittenten richteten. Proxy-Beratungsfirmen trügen daher auch einen Teil zu der Nachhaltigkeitsdebatte bei. Trotz der Relevanz von Proxy Advisory hätten Asset Manager eine treuhänderische Verantwortung und sollten

sich daher nicht nur auf Proxy-Beratung stützen, sondern sich auch eine eigene Meinung bilden. Allerdings gewährleisteten Proxy-Berater ein Mindestmaß an Informiertheit der Asset Manager. Daneben gebe es auch die Verbandsrichtlinien der Asset Manager, die v. a. für kleinere Häuser sinnvoll seien, wenngleich der Experte eine klare Tendenz zu mehr Eigenverantwortung und eigener Richtlinien in der Fondsindustrie sehe. Mittlerweile entwickelten auch kleinere Fondsgesellschaften eigene Abstimmungsrichtlinien, auch wenn diese noch teilweise unbedarft an das Thema insgesamt heranträten.

Des Weiteren hält der Experte gemeinsames Engagement für ein sinnvolles und wirksames Instrument. Allerdings stelle in Deutschland Acting in Concert ein rechtliches Problem dar, weshalb Asset Manager vor Kooperationen zurückschreckten. Daneben sei auch ein deutscher Stewardship-Kodex begrüßenswert, allerdings bärgen weitere derartige Richtlinien Gefahren einer Überregulierung. Nach der Meinung des Experten sei das Engagement in Deutschland prinzipiell auf einem zufriedenstellenden Niveau, dennoch sei weiteres Potenzial vorhanden. Aktuell seien ökologische Themen stark übergewichtet, es sollte der Fokus jedoch auf Governance-Themen gelegt werden, da diese übergeordnet seien und auf alle anderen Themen Auswirkungen habe. Diesbezüglich beklagt der Experte, dass es bei Emittenten an Transparenz mangele. Bei wesentlichen Governance-Aspekten wie z. B. der Offenlegung von Lebensläufen von Aufsichtsräten oder in Bezug auf Vergütungsberichte würde Governance in unbefriedigender Weise gelebt. Neben mehr Transparenz bei den Emittenten rät der Befragte deutschen Asset Managern zu mehr Mut, um auf Aktionärsversammlungen ESG-Anträge zu stellen und für mehr Nachhaltigkeit in der Governance der Emittenten v. a. bei Wahlen und Entlastungen zu sorgen.

3.5.1.14 Themenmatrix

Neben den dargestellten Fallzusammenfassungen der 13 Experteninterviews sind darüber hinaus auch Zusammenfassungen der 41 Subkategorien in der Themenmatrix in Anhang 1.7 aufgeführt. Des Weiteren ist eine Themenmatrix anhand der Variablen „Stakeholder“ erstellt worden, die Expertenmeinungen innerhalb einer Stakeholder-Gruppe zusammenfasst und somit einen kategorialen Vergleich der unterschiedlichen Anspruchsgruppen zulässt (vgl. Anhang 1.8).

3.5.2 Ergebnisse der quantitativen Teilstudie

3.5.2.1 Fragebogen 1: IR-Professionals

Auf die Frage, wie viele institutionelle Investoren seit Jahresbeginn aktiv auf die Emittenten zugegangen sind, antworteten 3,4% der Befragten mit „0“ oder „1-3“, 6,8% der Befragten mit „4-6“ und 86,4% der Befragten mit „mehr als 6“ (vgl. Tab. 5).

Tabelle 5: Aktive Investoren aus IR-Sicht

Aktive Investoren	Häufigkeit
0	3,4%
1-3	3,4%
4-6	6,8%
Mehr als 6	86,4%

Quelle: Eigene Darstellung

Als Nächstes wurde danach gefragt, in welcher Form institutionelle Investoren mit den Unternehmen in Kontakt treten. Mit 93,2% sind demnach die bilateralen Dialoge zwischen Investoren und Emittenten die häufigste Kontaktform (vgl. Tab. 6). Auf der anderen Seite findet Kommunikation über Gremien bei 72,9% der Befragten gar nicht statt.

Tabelle 6: Kommunikationskanäle von Investoren aus IR-Sicht

Kommunikationskanal	häufig	gelegentlich	gar nicht
Bilaterale Dialoge	93,2%	5,1%	1,7%
Andere Kanäle	42,4%	42,4%	15,3%
Abstimmung auf der HV	37,3%	39,0%	23,7%
Öffentliche Kommunikation	16,9%	40,7%	42,4%
Generaldebatte auf der HV	10,2%	44,1%	45,8%
Gremienarbeit	3,4%	23,7%	72,9%

Quelle: Eigene Darstellung

Die IR-Verantwortlichen wurden anschließend nach den Inhalten in den Gesprächen gefragt. Demnach werden bei 72,3% der Befragten häufig andere Inhalte als ESG-Themen besprochen. Innerhalb der ESG-Themen werden am häufigsten Governance-Inhalte (42,4%), anschließend ökologische Inhalte (37,3%) sowie soziale Inhalte (20,3%) angesprochen (vgl. Tab. 7).

Tabelle 7: Von Investoren angesprochene Themen aus IR-Sicht

Themen	häufig	gelegentlich	gar nicht
Andere Inhalte	72,3%	18,6%	8,5%
Governance-Inhalte	42,4%	54,2%	3,4%
Ökologische Inhalte	37,3%	52,5%	10,2%
Soziale Inhalte	20,3%	69,5%	10,2%

Quelle: Eigene Darstellung

Die Befragten sollten im weiteren Verlauf eine Rangordnung von konkreten Themen bilden, die am häufigsten in Investoren-Gesprächen behandelt werden. 47,5% der Befragten nannten CO_2-Neutralität als das am häufigsten angesprochene Thema, gefolgt von Nachhaltigkeitszielen in der Vorstandsvergütung mit 25,4% (vgl. Tab. 8). Am anderen Ende der Themenliste wurde mit der niedrigsten Priorisierung von 15,3% der Befragten angegeben, dass über Biodiversität am wenigsten gesprochen würde.

Tabelle 8: Häufigkeiten angesprochener ESG-Themen aus IR-Sicht

Thema/Rang	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.
CO_2-Neutralität	47,5%	16,9%	8,5%	3,4%	6,8%	5,1%	-	-	-
Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung	25,4%	28,8%	11,9%	8,5%	3,4%	5,1%	1,7%	-	1,7%
Besetzung und Mandatsdauer von AR	13,6%	15,3%	16,9%	8,5%	8,5%	3,4%	3,4%	10,2%	5,1%
Beschränkung von gleichzeitigen AR-Mandaten	5,1%	5,1%	16,9%	8,5%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	6,8%
Nachhaltige Lieferketten	-	10,2%	15,3%	15,3%	5,1%	3,4%	6,8%	1,7%	1,7%
Einhaltung von Menschenrechten	3,4%	8,5%	8,5%	1,7%	3,4%	13,6%	3,4%	15,3%	5,1%
Geschlechtergerechtigkeit	3,4%	6,8%	11,9%	15,3%	15,3%	8,5%	5,1%	3,4%	6,8%
Faire Löhne und Gehälter	-	1,7%	3,4%	3,4%	11,9%	3,4%	18,6%	5,1%	6,8%
Biodiversität	-	3,4%	5,1%	10,2%	3,4%	3,4%	6,8%	5,1%	15,3%

Quelle: Eigene Darstellung

Angesprochen auf wünschenswerte Veränderungen in zukünftigen Investorengesprächen nannten 52,9% der Befragten mehr Transparenz und 45,8% mehr soziale Inhalte (vgl. Tab. 9). Daneben forderten 42,4% mehr ökologische Themen, 40,7% mehr Kompetenz und 37,3% mehr Aufrichtigkeit bei den Gesprächspartnern. Allerdings zeigte sich die

Mehrheit der Teilnehmer zufrieden mit der aktuellen Intensität in ökologischen Inhalten (50,8%) sowie der Kompetenz (59,3%), der Glaubwürdigket (62,7%) oder der Aufrichtigkeit (67,8%) bei den Asset Managern.

Tabelle 9: Wünschenswerte Veränderungen aus IR-Sicht

Themen	deutlich mehr	etwas mehr	beibehal-ten	etwas weniger	deutlich weniger
Transparenz	13,6%	39,0%	47,5%	-	-
Soziale Inhalte	6,8%	39,0%	45,8%	8,5%	-
Ökologische Inhalte	10,2%	32,2%	50,8%	6,8%	-
Kompetenz	11,9%	28,8%	59,3%	-	-
Glaubwürdigkeit	13,6%	23,7%	62,7%	-	-
Aufrichtigkeit	8,5%	23,7%	67,8%	-	-
Governance-Inhalte	6,8%	20,3%	64,4%	6,8%	1,7%
Mut	10,2%	18,6%	66,1%	3,4%	1,7%
Zurückhaltung	3,4%	10,2%	74,6%	10,2%	1,7%

Quelle: Eigene Darstellung

Auf die Frage, wie die IR-Mitarbeiter die Engagement-Aktivitäten institutioneller Investoren insgesamt bewerten, antworteten 39% der Befragten mit „genau richtig“, 37,3% mit „zu viel“ und 23,7% mit „zu wenig“ (vgl. Tab. 10).

Tabelle 10: Bewertung der Engagement-Aktivitäten aus IR-Sicht

Bewertung	zu viel	genau richtig	zu wenig
Verteilung	37,3%	39,0%	23,7%

Quelle: Eigene Darstellung

Als nächstes ist nach der Meinung zur Implementierung eines gesetzlichen Stewardship Codes gefragt worden. 45,8% der Befragten stehen demnach einem solchen Kodex offen gegenüber, 44,1% der Befragten bevorzugen einen Kodex mit freiwilliger Selbstverpflichtung und 8,5% der Befragten lehnen derartige Richtlinien ab (vgl. Tab. 11). Daneben halten 1,7% der Umfrageteilnehmer solch eine Norm für dringend notwendig.

Tabelle 11: Stewardship-Kodex aus IR-Sicht

Ich stehe dem offen gegenüber.	45,8%
Ich bevorzuge einen Kodex mit freiwilliger Selbstverpflichtung.	44,1%

Ich lehne solch eine Regelung ab.	8,5%
Solch eine Regelung halte ich für dringend notwendig.	1,7%

Quelle: Eigene Darstellung

Hinsichtlich einer Engagement-Plattform für institutionelle Investoren können sich 40,7% der IR-Verantwortlichen keinen Mehrwert darin vorstellen, während 35,6% der Befragten sich einer solchen Plattform offen gegenüber stehen sehen (vgl. Tab. 12). In dieser Mehrfachauswahl-Frage äußerten daneben auch 22% der Befragten ihre Skepsis darüber, ob ausreichend Teilnehmer eine derartige kollaborative Plattform annehmen würden sowie 11,9% der Befragten ihre Bedenken hinsichtlich der rechtlichen Unsicherheit bei Acting in Concert. Darüber hinaus gehen 6,8% der IR-Verantwortlichen davon aus, dass eine Engagement-Plattform notwendig ist, um die Nachhaltigkeit auf dem Kapitalmarkt zu stärken und 3,4% der Befragten können sich vorstellen, dass eine derartige Zusammenarbeit das angeschlagene Image der Branche wieder verbessern könnte.

Tabelle 12: Engagement-Plattform aus IR-Sicht

Ich sehe keinen Mehrwert darin.	40,7%
Ich stehe dem offen gegenüber.	35,6%
Ich bin skeptisch, dass ausreichend Teilnehmer mitwirken würden.	22,0%
Ich befürworte so eine Zusammenarbeit, bin aber aufgrund rechtlicher Unsicherheiten zurückhaltend (Acting in Concert).	11,9%
So eine Plattform ist notwendig, um Nachhaltigkeit auf dem Kapitalmarkt zu stärken.	6,8%
Eine derartige Zusammenarbeit könnte das angeschlagene Image der Branche stärken (Greenwashing).	3,4%

Quelle: Eigene Darstellung

Abschließend wurde in der IR-Befragung eine offene Frage mit einem Freitextfeld gestellt, in das die Befragten noch weitere Anmerkungen notieren konnten. Ein Teilnehmer hat mitgeteilt, dass es an Realismus und Ehrlichkeit in der Nachhaltigkeitsdebatte mangele und ESG-Themen auf Investoren- sowie Emittenten-Seite häufig nur aus Marketinggründen behandelt würden. Ein weiterer Befragter kritisierte Best-in-Class-Ansätze im ESG-Investing und dass Investoren überwiegend Greenwashing betrieben.

3.5.2.2 Fragebogen 2: Asset Manager

Die Asset Manager wurden in der Befragung zunächst nach der aktuellen Aufteilung des Produktportfolios nach SFDR-Klassifizierung gefragt. 32,4% der Asset Manager antwortete daraufhin, dass 31-65% ihres Produktportfolios aus nachhaltigen Produkten nach Art. 8 SFDR bestehe, während jeweils 8,1% der Befragten angab, dass das verwaltete Produktportfolio mit mehr als 81% aus nachhaltigen Produkten nach Art. 8 SFDR sowie aus Impact-Produkten nach Art. 9 SFDR bestehe (vgl. Tab. 13).

Tabelle 13: Aufteilung des Produktportfolios nach SFDR

SFDR	1-15%	16-30%	31-65%	66-80%	81-100%
„Basic"- & Non-ESG, Art. 6 SFDR	18,9%	10,8%	27,0%	27,0%	16,2%
„ESG"-Produkt Art. 8 SFDR	29,7%	18,9%	32,4%	10,8%	8,1%
„ESG-Impact"-Produkt Art. 9 SFDR	75,7%	10,8%	5,4%	-	8,1%

Quelle: Eigene Darstellung

Auf die Frage, ob sie eine eigene Proxy-Voting-Richtlinie verfolgten, bestätigten dies 62,2% der Befragten. Daneben gaben 16,2% der Asset Manager an, die Richtlinien des Proxy-Beraters anzuwenden und 8,1% gaben an, den Leitlinien des Asset Manager Verbandes BVI zu folgen (vgl. Tab. 14).

Tabelle 14: Proxy-Voting-Policy

Ja, wir haben eine eigene Proxy-Voting-Policy.	62,2%
Nein, wir richten uns nach der Voting-Policy unseres Proxy Advisors.	16,2%
Keines der genannten.	13,5%
Nein, wir richten uns nach den BVI-Leitlinien (ALHV).	8,1%

Quelle: Eigene Darstellung

Daraufhin wurden die Asset Manager befragt, ob sie auch einer eigenen Engagment-Policy folgten. Die Mehrheit von 73% der Befragten bestätigte dies, während 27% der Befragten keine eigene Engagement-Richtlinie definiert hätten (vgl. Tab. 15).

Tabelle 15: Engagement-Policy

Ja, wir haben unsere eigene Engagement-Policy formuliert.	73,0%
Nein, wir haben solche Richtlinien nicht definiert.	27,0%

Quelle: Eigene Darstellung

Auf die Frage, wie viele Engagement-Gespräche seit Jahresbeginn mit Emittenten bereits geführt worden sind, antworteten 22,9% der befragten Asset Manager mit „kein einziges“, 40% der Befragten mit „1-100“, 28,6% der Befragten mit 101 bis 1.000 und rund 9% der Befragten gaben an, zwischen 1.500 und 2.300 Gesprächen bereits zum Zeitpunkt der Befragung geführt zu haben (vgl. Tab. 16).

Tabelle 16: Engagement-Gespräche

Keine	22,9%
1-100 Gespräche	40,0%
101 bis 1.000	28,6%
1.500 bis 2.300	8,6%

Quelle: Eigene Darstellung

In der nächsten Frage wurde nach den häufigsten Kommunikationskanälen gefragt, die Asset Manager nutzten, wenn sie mit den Emittenten in Kontakt treten. 75,7% der Befragten gaben an, dass häufig bilaterale Dialoge stattfinden und 67,6% nannten Abstimmungen auf den Hauptversammlungen als häufiges Mittel. Daneben gaben 48,6% der Befragten an, dass die Generaldebatte auf der Aktionärsversammlung gar nicht genutzt werde. Auch bei der Gremienarbeit gaben 35,1% der Befragten an, sich zurückzuhalten (vgl. Tab. 17).

Tabelle 17: Kommunikationskanäle von Investoren aus AM-Sicht

Kommunikationskanal	häufig	gelegentlich	gar nicht
Bilaterale Dialoge	75,7%	21,6%	2,7%
Abstimmung auf der HV	67,6%	13,5%	18,9%
Gremienarbeit	35,1%	29,7%	35,1%
Öffentliche Kommunikation	24,3%	48,6%	27,0%
Generaldebatte auf der HV	24,3%	27,0%	48,6%
Andere Kanäle	21,6%	56,8%	21,6%

Quelle: Eigene Darstellung

Des Weiteren wurden auch die Asset Manager nach den Themen gefragt, die am häufigsten in der Kommunikation mit dem Emittenten angesprochen werden. 81,1% der Befragten gaben an, dass ökologische Inhalte häufig besprochen werden, 78,4% gaben an, dass

Governance-Themen häufig besprochen werden und 51,4% der Befragten nannten noch soziale Inhalte, die häufig angesprochen werden (vgl. Tab. 18).

Tabelle 18: Von Investoren angesprochene Themen aus AM-Sicht

Themen	häufig	gelegentlich	gar nicht
Ökologische Inhalte	81,1%	13,5%	5,4%
Governance-Inhalte	78,4%	16,2%	5,4%
Soziale Inhalte	51,4%	43,2%	5,4%
Andere Inhalte	37,8%	54,1%	8,1%

Quelle: Eigene Darstellung

An die Vorfrage anknüpfend, zielte die nächste Frage auf die Häufigkeit der Ansprache konkreter ESG-Themen ab. Die Asset Manager sollten dabei eine Rangfolge bilden (vgl. Tab. 19). Mit 43,2% wurde am häufigsten das Thema CO_2-Neutralität mit der höchsten Priorität genannt. An zweiter Stelle folgten Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung mit 21,6% und an dritter Stelle die Besetzung und die Dauer von Aufsichtsratsmandaten mit 10,8%. An letzter Stelle der Rangfolge wurde von den Befragten Themen zu Geschlechtergerechtigkeit (10,8%), faire Löhne und Gehälter (8,1%) sowie Biodiversität (8,1%) angegeben.

Tabelle 19: Häufigkeiten angesprochener ESG-Themen aus AM-Sicht

Thema/Rang	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.
CO_2-Neutralität	43,2%	27,0%	5,4%	10,8%	2,7%	-	-	2,7%	-
Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung	21,6%	8,1%	10,8%	8,1%	5,4%	5,4%	13,5%	-	-
Besetzung und Mandatsdauer von AR	10,8%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	2,7%	10,8%	8,1%	5,4%
Beschränkung von gleichzeitigen AR-Mandaten	5,4%	5,4%	8,1%	5,4%	-	2,7%	5,4%	18,9%	5,4%
Nachhaltige Lieferketten	2,7%	8,1%	16,2%	13,5%	8,1%	13,5%	-	2,7%	8,1%
Einhaltung von Menschenrechten	10,8%	27,0%	16,2%	8,1%	8,1%	2,7%	5,4%	2,7%	2,7%
Geschlechtergerechtigkeit	2,7%	8,1%	10,8%	13,5%	8,1%	8,1%	5,4%	2,7%	10,8%
Faire Löhne und Gehälter	-	2,7%	5,4%	8,1%	21,6%	10,8%	10,8%	5,4%	8,1%
Biodiversität	-	8,1%	18,9%	8,1%	5,4%	10,8%	2,7%	8,1%	8,1%

Quelle: Eigene Darstellung

Auf die Frage, was sich die Asset Manager für zukünftige Engagement-Gespräche wünschten, antworteten 48,6% der Befragten mit etwas mehr sozialen Inhalten, 40,5% der Befragten mit etwas mehr ökologischen Inhalten und 35,1% der Befragten mit etwas mehr Inhalten zu Governance-Themen (vgl. Tab. 20). Andere Inhalte als die ESG-Themen wollten dagegen 73% der Befragten von der Intensität her beibehalten und nicht weiter ausdehnen.

Tabelle 20: Wünschenswerte Veränderungen aus AM-Sicht

Thema	deutlich mehr	etwas mehr	beibehalten	etwas weniger	deutlich weniger
Soziale Inhalte	16,2%	48,6%	29,7%	2,7%	2,7%
Ökologische Inhalte	16,2%	40,5%	40,5%	-	2,7%
Governance-Inhalte	13,5%	35,1%	45,9%	2,7%	2,7%
Andere Inhalte	5,4%	13,5%	73,0%	5,4%	2,7%

Quelle: Eigene Darstellung

Als die Asset Manager die Quantität ihre eigenen Engagement-Aktivitäten bewerten sollten, empfanden 54,1% der Befragten dieses als angemessen, während 40,5% der Asset Manager gerne mehr Engagement betreiben wollten, allerdings Ressourcen im Unternehmen dazu fehlten (vgl. Tab. 21). Dagegen antworteten 5,4% der Befragten, dass sie ihre Engagement-Aktivitäten wieder reduzieren wollten.

Tabelle 21: Bewertung der Engagement-Aktivitäten aus AM-Sicht

Ich halte das Engagement für angemessen.	54,1%
Ich würde gerne mehr engagen, habe aber zu wenig Ressourcen frei.	40,5%
Ich möchte wieder weniger Engagement betreiben.	5,4%

Quelle: Eigene Darstellung

Des Weiteren wurde nach der Meinung zur Implementierung eines gesetzlichen Stewardship Codes gefragt. 43,2% der Befragten antworteten daraufhin, dass sie einer solchen Richtline offen gegenüberstünden, während die gleiche Anzahl an Befragten einen Kodex mit freiwilliger Selbstverpflichtung bevorzugen würde (Vgl. Tab. 22). Während 8,1% der Asset Manager derartige Normen für dringend notwendig hielten, lehnten 5,4% der Befragten eine solche Regelung ab.

Tabelle 22: Stewardship-Kodex aus AM-Sicht

Ich stehe dem offen gegenüber.	43,2%
Ich bevorzuge einen Kodex mit freiwilliger Selbstverpflichtung.	43,2%
Solch eine Regelung halte ich für dringend notwendig.	8,1%
Ich lehne solch eine Regelung ab.	5,4%

Quelle: Eigene Darstellung

Auch die Asset Manager wurden nach ihrer Meinung zu einer Engagement-Plattform für Vermögensverwalter und anderen institutionellen Investoren gefragt und konnten hierfür eine Mehrfachnennung angeben. 59,5% der Befragten stehen demnach einer Engagement-Plattform offen gegenüber, während 29,7% gleichzeitig Bedenken aufgrund der Acting-in-Concert-Problematik äußerten. 16,2% der Befragten äußerten sich skeptisch, ob sich ausreichend Teilnehmer fänden und 8,1% konnten keinen Mehrwert in einer solchen Kooperations-Plattform sehen. Jeweils 8,1% hielten darüber hinaus eine derartige Plattform für notwendig, um Nachhaltigkeit auf dem Kapitalmarkt sowie das angeschlagene Image der Branche zu stärken.

Tabelle 23: Engagement-Plattform aus AM-Sicht

Ich stehe dem offen gegenüber.	59,5%
Ich befürworte so eine Zusammenarbeit, bin aber aufgrund rechtlicher Unsicherheiten zurückhaltend (Acting in Concert).	29,7%
Ich bin skeptisch, dass ausreichend Teilnehmer mitwirken würden.	16,2%
Ich sehe keinen Mehrwert darin.	8,1%
So eine Plattform ist notwendig, um Nachhaltigkeit auf dem Kapitalmarkt zu stärken.	8,1%
Eine derartige Zusammenarbeit könnte das angeschlagene Image der Branche stärken (Greenwashing).	8,1%

Quelle: Eigene Darstellung

Abschließend ist auch in diesem Fragebogen ein Freitextfeld für weitere Bemerkungen angeboten worden. Ein Asset Manager verwies auf die jährliche Anlageausschusssitzung als weiteren relevanten Kontaktpunkt für Investoren und vermisste tiefergehende regulatorische Fragen sowie eine Thematisierung von Nachhaltigkeitsratingagenturen. Ein weiterer Teilnehmer bemängelte die Vereinheitlichung des Nachhaltigkeitsbegriffs in dem Fragebogen, die der Komplexität des Themas nicht gerecht werde.

4 Diskussion

4.1 Interpretation der Ergebnisse

4.1.1 Forschungsfragen-Ebene 1: Status quo

In dieser Untersuchung wurde herausgearbeitet, dass die heutige Rolle von Nachhaltigkeit im Asset Management in Deutschland eine wesentliche ist und das Thema mittlerweile als Mainstream betrachtet wird (vgl. Expertenaussagen 1/2, 8/3, 8/5, 9/2). In den vergangenen zwei bis drei Jahrzehnten hat sich eine Entwicklung abgezeichnet, die in den letzten rund fünf Jahren rasant an Fahrt aufgenommen hat (vgl. Expertenaussagen 11/9, 13/4). Gesellschaftlicher Wandel und v. a. regulatorische Anforderungen haben dazu maßgeblich beigetragen. Als zentrale Wendepunkte sind dabei konkret das Pariser Klimaabkommen (vgl. Expertenaussagen 5/2, 6/12, 10/4), die Taxonomie-Verordnung der EU (vgl. Expertenaussagen 2/39, 2/47, 4/2, 4/6, 10/2) oder der EU-Aktionsplan zu nennen (vgl. Expertenaussage 11/11). Vor etwas mehr als 20 Jahren sind in Deutschland erstmals Governance-Themen im Asset Management relevant geworden, in dieser Zeit wurde der Deutsche Corporate Governance Kodex entwickelt und institutionelle Investoren begannen damit, eine zunehmend bedeutendere Rolle auf dem deutschen Kapitalmarkt einzunehmen (vgl. Expertenaussage 2/2). Mit der Integration von ESG- bzw. Nachhaltigkeitsthemen in die Investmentprozesse und bei den Portfoliounternehmen hat sich in den vergangenen Jahren eine Verlagerung der Schwerpunkte abgezeichnet. Den Expertenbefragungen zufolge sind Umwelt- und insbesondere Klimathemen heute dominierend (vgl. Expertenaussagen 1/12, 2/44, 9/6, 12/9). Dies wird im Wesentlichen auf die globale gesellschaftliche und politische Relevanz des Klimawandels zurückgeführt. Der durchgeführten IR-Befragung zufolge werden in Engagement-Gesprächen jedoch an erster Stelle andere Themen als die ESG-Themen genannt (72,3%, vgl. Tab. 7), während Asset Manager der Ansicht sind, Inhalte zu ökologischen Themen am häufigsten an die Emittenten heranzutragen (81,1%, vgl. Tab. 18), gefolgt von Governance-Inhalten und sozialen Themen. In der Priorisierung innerhalb von ausgewählten ESG-Themen deckt sich jedoch die Wahrnehmung von IR-Verantwortlichen sowie Asset Managern weitestgehend. Beide Gruppen bestätigen in Übereinstimmung, dass die am häufigsten angesprochenen ESG-Themen CO_2-Neutralität, Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung, Besetzung und Mandatsdauer von Aufsichtsratsposten sowie der Beschränkung von gleichzeitigen

Aufsichtsratsmandaten beinhalten (vgl. Tab. 8 und 19.). Dagegen wurden als Themen von geringerer Relevanz Geschlechtergerechtigkeit, faire Löhne und Gehälter sowie Biodiversität genannt. Diese Ergebnisse deckten sich ebenso mit den Expertenmeinungen, die soziale Themen derzeit noch hintangestellt sehen. Die Schwerpunktsetzung soll sich jedoch in den kommenden Jahren wandeln, da weitere regulatorische Maßnahmen wie die Sozial-Taxonomie bevorstehen und daher soziale Themen in den Vordergrund rücken werden (vgl. Expertenaussagen 2/43, 4/2, 7/14).

Außerdem kann festgestellt werden, dass Shareholder Engagement bzw. Active Ownership eine tragende Rolle in der Transformation zu einer nachhaltigen Wirtschaft zugeschrieben wird (vgl. Expertenaussagen 2.3, 3/25, 8/36, 9/14). Asset Manager nehmen durch Stimmrechtsausübung auf den Hauptversammlungen sowie direkter und indirekter Kommunikation mit den Emittenten einen wesentlichen Einfluss auf die Unternehmensführungen (vgl. Expertenaussagen 9/14, 3/29). Dabei ist weniger entscheidend, wie groß die Asset-Management-Gesellschaften bzw. wie hoch deren einzelne Aktienanteile sind, da Emittenten in der Regel allen Investoren konstruktiv begegnen (vgl. Expertenaussagen 2/66, 3/29). Daneben hat sich gezeigt, dass erfolgreiches Engagement durch ein Wechselspiel aus verschiedenen Instrumenten gekennzeichnet ist und in Eskalationsstufen individuell, je Unternehmen unterschiedlich, verläuft (vgl. Expertenaussagen 2/59, 4/8, 6/38-40, 12/20). Die Kommunikationskanäle, die dabei am häufigsten zur Anwendung kommen, sind bilaterale Dialoge und die Abstimmung auf Hauptversammlungen (Voicing und Voting, vgl. Tab. 6 und 17). 86,4% der befragten IR-Verantwortlichen haben angegeben, dass derzeit mehr als sechs aktive Investoren mit ihnen im Gespräch seien, während ca. 38% der befragten Asset Manager angaben, bereits bis zu 100 Gespräche und 27% bereits bis zu 1.000 Gespräche geführt zu haben. Somit stellt sich ein stimmiges Abbild über die Aktivität im Engagement in Deutschland dar, das auch von Experten bestätigt wurde, wenngleich bereits nach einer Steigerung im Engagement verlangt wird (vgl. Expertenaussagen 10/43-46, 13/38).

Auch wenn die Nachhaltigkeit in Deutschland bereits als „Mainstream“ angesehen wird, so wird den deutschen Asset Managern im internationalen Vergleich in Bezug auf Nachhaltigkeitsthemen keine Vorreiter-Rolle zugeschrieben. Zwar sind hierzulande einige wenige Vermögensverwalter wie kirchliche Institutionen positiv hervorgehoben worden, die bereits seit mehreren Jahrzehnten auf ethische und nachhaltige Investitionen Rücksicht

nehmen, jedoch gelten im internationalen Vergleich andere Länder als Vorreiter (vgl. Expertenaussagen 1/2, 5/4). Sie haben bereits einige Jahre zuvor Nachhaltigkeit im Asset Management vorgelebt, bevor die Auseinandersetzung mit diesen Themen auf regulatorischer Ebene begonnen hat (vgl. Expertenaussage 4/14). Zunächst sind als Wegbereiter für klassische Governance-Themen angelsächsische Länder und die Niederlande zu nennen (vgl. Expertenaussagen 1/20, 4/14, 6/24, 7/18, 8/15). Daneben werden aufgrund der speziellen kapitalmarktorientierten Ausrichtung der nationalen Rentenversicherungssysteme skandinavische Länder sowie die USA mit einem ESG-Vorsprung beurteilt (vgl. Expertenaussagen 1/19, 11/5). Dennoch kann festgestellt werden, dass Europa als Ganzes auf globaler Ebene als dominierend in Nachhaltigkeit im Asset Management und Sustainable Finance gilt, das maßgeblich auf die Nachhaltigkeitsagenda der Europäischen Union zurückzuführen ist (vgl. Expertenaussagen 5/27, 11/13).

4.1.2 Forschungsfragen-Ebene 2: Evaluation

Der Kapitalmarkt befindet sich derzeit noch in der Anfangsphase des Transformationsprozesses zu einer nachhaltigen Wirtschaft, in der noch keine nennenswerte Kapitalströme umgelenkt werden (vgl. Expertenaussage 10/43-46). Deutsche Asset Manager entdeckten erst in der jüngeren Vergangenheit die Vorteile von Engagement-Instrumenten und befinden sich ebenso noch in der Entwicklungsphase (vgl. Expertenaussage 8/21, 13/38, 9/30-32). Bezeichnend für diese frühe Phase sind auch die unterschiedlichen Reifegrade in der Engagement-Expertise innerhalb des Asset Managements, die im Wesentlichen von der Größe und Internationalität der Investmentgesellschaften abhängig ist (vgl. Expertenaussagen 5/12, 9/30-32). Darüber hinaus wurden einige negative Entwicklungen in der Investmentbranche von den verschiedenen Stakeholdern im Asset Management beschrieben. Auch aufgrund der hohen Aktualität und medialen Präsenz des Themas sind sieben Experten auf die Greenwashing-Problematik eingegangen (vgl. Expertenaussagen 2/38, 5/3, 7/33-34, 8/3, 9/34, 10/4, 11/49). Laut den Experten mangele es an Glaubwürdigkeit bei den Asset Managern, die sich öffentlich als nachhaltige Vermögensverwalter darstellen, die schon seit vielen Jahren Vorreiter in Nachhaltigkeitsthemen sein wollten, aber in Wirklichkeit bis vor wenigen Jahren noch abweisend dem Thema gegenübergestanden seien (vgl. Expertenaussagen 2/41, 3/11, 8/33, 12/15). Ein ähnliches Bild hat sich auch in der Befragung der IR-Professionals abgezeichnet. Sie forderten mehrheitlich

mehr Transparenz (52,6%) und wünschten sich mehr Gespräche zu sozialen (45,8%) sowie zu ökologischen Themen (42,4%) von den institutionellen Investoren (vgl. Tab. 9). Daneben äußerten sich auch einige Umfrageteilnehmer unzufrieden mit der Kompetenz (40,7%), der Glaubwürdigkeit (37,3%) und der Aufrichtigkeit (32,2%) der Asset Manager. Bezogen auf die inhaltlichen Themen wünschte sich die Mehrheit der Asset Manager ebenso mehr soziale (64,8%) sowie ökologische Themen (56,7%) in den Unternehmensgesprächen (vgl. Tab. 20).

Schließlich wurden die Asset Manager sowie die IR-Angestellten nach einer Bewertung des aktuellen Status quo der Engagement-Aktivitäten gebeten. Während 39% der IR-Verantwortlichen mit der aktuellen Engagement-Situation zufrieden waren, wünschten sich 37,3% der Befragten, dass institutionelle Investoren weniger Anstrengung aufbringen würden (vgl. Tab. 10). Dagegen sind 54,1% der Asset Manager der Meinung, dass ihr Engagement in Ordnung sei, während aber gleichzeitig 40,5% der Befragten gerne noch mehr Anstrengung in ihre Engagement-Aktivitäten legen wollten, aufgrund eines Defizits notwendiger Ressourcen allerdings nicht dazu in der Lage seien (vgl. Tab. 21).

Auf der Evaluationsebene der Forschungsfragen ist untersucht worden, inwiefern sich die Wirkung von nachhaltigem Engagement verstärken lässt. Neben den bereits o. g. Wünschen seitens der Emittenten in Bezug auf Verhaltensveränderungen der Asset Manager, die zu erfolgreicherem Engagement führen könnten, hat sich aus den Expertenbefragungen eine wesentliche Herausforderung für Shareholder Engagement herausgebildet: Aktives Engagement erfordert eine langfristige und gründliche Auseinandersetzung mit den Portfoliounternehmen, die Ressourcen bindet und kostenintensiv ist (vgl. Expertenaussagen 8/37, 9/16, 10/2). Gerade kleinere Asset-Management-Gesellschaften können dies oft nicht leisten und müssen entweder Kompromisse im Engagement eingehen oder in weiten Teilen darauf verzichten (vgl. Expertenaussagen 9/38, 13/12-14). Kollaboratives Engagement wird als wirksames Instrument angesehen, das gleichzeitig Ressourcen schont und daher v. a. für kleinere Investment-Häuser nennenswerte Vorteile in ihren Engagement-Aktivitäten liefert (vgl. Expertenaussagen 1/35, 3/27, 12/26). Während in anderen Ländern bereits gute Erfahrungen mit Engagement-Kollaborationen gemacht wurden, herrscht in Deutschland allerdings immer noch Zurückhaltung in der Zusammenarbeit von Asset Managern (vgl. Expertenaussagen 3/27, 7.35/38, 12/22, 13/41-46). Der Sustainable-Finance-Beirat hat in seinem Abschlussbericht an die Bundesregierung die

Empfehlung für die Entwicklung einer Engagement-Plattform ausgesprochen.[125] Auch die Experten aus den Befragungen stimmten diesem Vorschlag mehrheitlich zu (vgl. Expertenaussagen 3/38, 7/40-44, 12/35). Darüber hinaus stimmte auch die Mehrheit der Asset Manager in den quantitativen Befragungen für die Gründung einer derartigen Plattform. So antworteten etwa 60% der Befragten, dass sie dem offen gegenüberstünden, während rund 30% ebenso dafür stimmten, allerdings gleichzeitig Bedenken wegen Acting in Concert äußerten und weitere 16% skeptisch waren, ob ausreichend Teilnehmer gefunden werden könnten (vgl. Tab. 23). Die IR-Abteilungen, die selbst nur indirekt von Engagement-Plattformen betroffen sind, stehen dem lediglich mit 35% offen gegenüber, während etwa 41% keinen Mehrwert darin sehen konnten (vgl. Tab. 12).

Weiterhin ist festgestellt worden, dass Nachhaltigkeit und Engagement-Prozesse im deutschen Asset Management noch am Anfang der Entwicklungsphase stehen und die Reife des Gesamtmarktes noch nicht weit vorangeschritten ist. Auch wenn sich bereits erste Tendenzen zu einem tiefgreifenden Verständnis von Stewardship-Verantwortung zeigen, werden diesbezügliche Werte noch nicht zufriedenstellend gelebt (vgl. Expertenaussagen 2/30, 7/22, 13/25-26). Die interviewten Experten stehen daher Überlegungen zu Stewardship-Richtlinien mehrheitlich offen gegenüber, die einen Branchenstandard in nachhaltigen Engagement-Aktivitäten liefern könnten (vgl. Expertenaussagen 2/69, 3/36, 6/28). Sofern eine europäische Harmonisierung diesbezüglich erreicht werden könnte und einheitliche Richtlinien etabliert werden, bestehe eine Chance auf eine praktikablere Handhabung für Asset Manager, die nicht mehr verschiedene nationale Bestimmungen berücksichtigen müssten (vgl. Expertenaussagen 5/22-25, 8/24-25, 12/25). Die Gefahr von Überregulierung wurde von einigen Interviewpartnern mit Sorge betrachtet (vgl. Expertenaussagen 10/40-42, 11/35, 12/33, 13/53-56). Auch die Ergebnisse aus den Online-Befragungen decken sich mit dieser Einschätzung, denn sowohl Asset Manager (43,2%) als auch IR-Verantwortliche (45,8%) sprachen sich mehrheitlich positiv gegenüber gesetzlichen Stewardship-Richtlinien aus (vgl. Tabelle 11 und 22). Allerdings sind auch die Befürworter eines Kodex mit einer freiwilligen Selbstverpflichtung annähernd in gleicher Zahl vorhanden (AM: 43,2%, IR: 44,1%), die die zuvor dargelegte Skepsis der Experten in Bezug auf möglicher Überregulierung unterstützen.

[125] Vgl. *Sustainable-Finance-Beirat*, Abschlussbericht, 2021, S. 128.

4.1.3 Forschungsfragen-Ebene 3: Empfehlungen

Auf der dritten Ebene der Forschungsfragen folgt nun die Ableitung von Handlungsempfehlungen, die sich aus dieser Untersuchung ergeben. Sie zielt damit direkt auf die Haupt-Forschungsfrage ab, wie Nachhaltigkeit in Engagement-Aktivitäten von Asset Managern verbessert werden kann. Aus den Handlungsempfehlungen lässt sich zudem ein Prototyp für ein zukünftig nachhaltigeres Asset Management modellieren, der sich in Bezug auf Asset Manager, Emittenten, Politik sowie allgemein wie folgt darstellt:

I. Asset Manager:

- Den Asset Managern wird empfohlen, mehr Mut und Selbstbewusstsein in Bezug auf Nachhaltigkeit im Engagement und in den Investmentstrategien zu legen (vgl. Expertenaussagen 1/51-54, 3/34, 11/61-65). Daneben sollten sie auch mutiger für ESG-Anträge auf Hauptversammlungen sein (vgl. Expertenaussage 13/48).
- Es wird mehr Offenheit, Transparenz und Glaubwürdigkeit von den Asset Managern verlangt (vgl. Expertenaussagen 12/39, 2/61-62, 6/41-42). Dies könnte die Akzeptanz in der Gesellschaft und bei den Emittenten weiter erhöhen.
- Eine langfristige und partnerschaftliche Engagement-Begleitung von Portfoliounternehmen erfordert Ressourcen und Expertise bei Asset Managern. Engagement-Abteilungen müssen weiter auf- und ausgebaut werden, um Nachhaltigkeitsthemen strategisch neu zu denken und auf breites Fachwissen zurückgreifen zu können (vgl. Expertenaussagen 1/43, 2/46, 9/22, 11/55-57).

II. Emittenten:

- Die Unternehmen sollten Fachwissen und Verantwortlichkeiten auf Vorstandsebenen und in Gremien etablieren, damit Nachhaltigkeit die Corporate Governance durchdringen kann und über eine neue Unternehmenskultur bei allen Mitarbeitern ankommt (vgl. Expertenaussagen 11/59, 7/51-55, 7/65-67).
- Auch bei dem Emittenten wird mehr Transparenz gerade in Governance-Themen verlangt (vgl. Expertenaussage 13/73-77).

III. Politik:

- Die Politik soll klare Ziele definieren und vertretbare Umsetzungszeiträume bei regulatorischen Maßnahmen gewähren (vgl. Expertenaussagen 5/29, 10/36). Staatliche Regulierungen müssen langfristig und mit einem strategischen Hintergrund gedacht

werden, damit eine erfolgreiche Transformation der gesamten Finanzbranche stattfinden kann (vgl. Expertenaussagen 6/48, 6/52).

- Die Empfehlung, die Acting-in-Concert-Problematik aufzulösen und Rechtssicherheit für kollaboratives Engagement zu schaffen, wurde auch in dieser Untersuchung in den qualitativen sowie quantitativen Befragungen herausgestellt (vgl. Expertenaussagen 12/25, 3/36, 7/40-44, Tab. 12 und 23).

IV. Allgemein:

- Die notwendige ganzheitliche Betrachtung von Nachhaltigkeitsthemen wird von allen Stakeholdern im Asset Management verlangt. Es wird empfohlen, die unterschiedlichen ESG-Themen gleichwertig zu integrieren, da zwischen ihnen Wechselwirkungen bestehen. Finanzielle sowie nichtfinanzielle Risiken sind gleichermaßen relevant und daher ebenso zu berücksichtigen (vgl. Expertenaussagen 1/56, 6/41-42, 8/29-31).
- Die verschiedenen Stakeholder sollten gemeinsam an der Entwicklung eines Stewardship-Codes arbeiten, um einen sinnvollen und akzeptierten Branchenstandard zu etablieren (vgl. Expertenaussagen 2/69, 3/36, 4/31). Zur Erhöhung der Akzeptanz sollten BVI, DVFA und Proxy Advisor eingebunden und gegebenenfalls auch Asset-Management-Consulting-Firmen befragt werden. Eine an den DCGK angelehnte Kodifizierung mit freiwilliger Selbstverpflichtung könnte ebenso eine höhere Akzeptanz mit sich bringen.
- Schließlich wird empfohlen, in Engagement-Prozessen weitere Stakeholder wie NGOs, Parteien oder öffentliche Asset Manager einzubinden (vgl. Expertenaussagen 11/28-32) und Engagement über alle Anlageklassen hinweg und nicht nur am börsennotierten Kapitalmarkt zu betreiben (vgl. Expertenaussage 3/40). Zudem ist es notwendig, mit kleinen Gesellschaften und Großkonzernen gleichermaßen zu sprechen (vgl. Expertenaussagen 7/70-44) und Stranded Asset durch kategorische Branchenausschlüsse zu vermeiden, da jedes Unternehmen auf dem Weg zur Transformation Unterstützung braucht (vgl. Expertenaussage 5/30).

4.1.4 Weitere Ergebnisse: Proxy Advisory

Proxy-Beratungsgesellschaften sind ein wesentlicher Bestandteil der Infrastruktur, die Asset Manager nutzen und sind für die Breite der Investmentbranche unverzichtbar. Daher sind in dieser Untersuchung mit den wesentlichen Stakeholdern des Asset

Managements Erkenntnisse zu Proxy Advisory hervorgetreten, die im folgenden Abschnitt herausgestellt werden.

Proxy Advisor sind nach den Erkenntnissen dieser Untersuchung relevante Stakeholder für Asset Manager jeder Größe. Zunächst bieten sie eine einfache Service-Dienstleistung im Sinne der technischen Abwicklung von Abstimmungen auf Aktionärsversammlungen rund um die Welt an (vgl. Expertenaussagen 5/18, 13/58, 7/58-59). Asset Manager mit mehreren 100 internationalen Portfoliogesellschaften und demnach mindestens genau so vielen Aktionärsversammlungen pro Jahr, können es nicht bewerkstelligen, alle Versammlungen weltweit zu besuchen und die Abstimmungen selbst zu handhaben. Neben der technischen Abwicklung können Asset Manager entweder Abstimmungsempfehlungen von den Proxy Advisor zusätzlich einkaufen oder aber eigene Richtlinien hinterlegen bzw. mit dem Proxy-Beratern erarbeiten. Sie unterstützen somit die Vermögensverwalter in ihrer Meinungsbildung gegenüber den Emittenten. Kritisiert wird allerdings, dass Proxy Advisor als Nicht-Aktionäre der Emittenten noch weniger Einblick in die Unternehmen hätten und sich keine ausreichend fundierte Meinung bilden könnten (vgl. Expertenaussage 2/25). Daneben gilt jedoch auch die Kritik den Asset Managern, die ihrer treuhänderischen Pflicht nicht nachkommen, wenn sie sich wesentlich auf die Einschätzung der Proxy-Berater verlassen und sich keine eigene Meinung bilden (vgl. Expertenaussagen 5/18, 6/18, 8/38-39, 10/25-26, 13/24). Dennoch sehen die Experten den Einfluss von Proxy-Beratern in der Branche als abnehmend und weniger bedeutsam als noch vor einigen Jahren befürchtet, da die Asset Manager zunehmend stärker emanzipiert wären und eine eigene Expertise aufbauten (vgl. Expertenaussagen 4/12, 5/21 7/50).

In der quantitativen Befragung sind die Asset Manager gefragt worden, ob sie eine eigenen Voting-Policy verfolgten. Dies bestätigten ca. 62% der Befragten, während ca. 16% angaben, den Richtlinien des Proxy Advisors zu folgen. Daneben wurde nach einer eigenen Engagement-Policy gefragt, die die Studienteilnehmer mit 73% bejahten. Somit hat sich auch hier der Eindruck bestätigt, dass die Asset Manager derzeit mehrheitlich auf die eigene Expertise vertrauen und Proxy Advisory als zusätzliche Informationsquelle nutzen, um den eigenen Blickwinkel zu schärfen und zu erweitern.

4.2 Kritische Reflexion der Untersuchung

4.2.1 Qualitative Methoden

Für die Überprüfung von qualitativen Forschungsmethoden hat Mayring sechs allgemeine Gütekriterien zusammengestellt, die insbesondere für die qualitative Inhaltsanalyse geeignet sind und daher im Folgenden für diese Untersuchung geprüft werden:[126]

1. Verfahrensdokumentation
2. Argumentative Interpretationsabsicherung
3. Regelgeleitetheit
4. Nähe zum Gegenstand
5. Kommunikative Validierung
6. Triangulation

Das erste Gütekriterium nach Mayring verlangt eine umfassende Verfahrensdokumentation. In Kapitel 2 wurden zunächst die theoretischen Grundlagen gelegt und damit die Explikation des Vorverständnisses erfüllt.[127] In Kapitel 3 folgte daraufhin die Dokumentation des methodischen Vorgehens. Darin wurde beschrieben, welche Erhebungsinstrumente genutzt wurden, wie sich die Stichprobe zusammensetzt und wie bei der Datenerhebung, -aufbereitung sowie -auswertung vorgegangen wurde. Darüber hinaus findet sich im Anhang 1 eine ausführliche Projektdokumentation, die Transparenz und Nachvollziehbarkeit sicherstellt sowie eine objektive Reproduzierbarkeit gewährleistet.

Als zweites Gütekriterium nennt Mayring die argumentative Interpretationsabsicherung. Grundlegend für die Nachvollziehbarkeit der Interpretation ist das deckungsgleiche theoretische Vorverständnis, das mit der ausführlichen Grundlagendokumentation in Kapitel 2 hergestellt wurde. Außerdem erfolgte in Kapitel 3 eine vollständige und unbewertete Präsentation der Forschungsergebnisse, die erst im darauffolgenden Diskussionsteil zur Interpretation und zur Beantwortung der Forschungsfragen führten. So kann sichergestellt werden, dass die interpretativen Schlüsse nachvollziehbar sind.

Im nächsten Schritt beschreibt Mayring, dass qualitative Forschung, trotz der charakteristischen Offenheit der Methoden, einem systematischen Vorgehen im Sinne der

[126] Vgl. *Mayring, P.*, Qualitative Sozialforschung, 2016, S. 144 ff.
[127] Vgl. *Mayring, P.*, Qualitative Sozialforschung, 2016, S. 145.

Regelgeleitetheit folgen muss.[128] Diesem Gütekriterium wird durch die umfassende Projektdokumentation in Anhang 1 Rechnung getragen, in der insbesondere die einzelnen Schritte von der Transkription über den Codierungsprozess bis hin zu den Zusammenfassungen einzelner Kategorien, Variablen und Fälle dargelegt werden.

Mit der Nähe zum Gegenstand als Gütekriterium soll eine möglichst nahe Anknüpfung an die Alltagswelt der Beforschten erreicht werden und damit mögliche typische Verzerrungen in einer Laborumgebung umgangen werden.[129] Sämtliche Interviews wurden telefonisch geführt während sich die befragten Experten entweder an den Arbeitsplätzen in den eigenen Büros oder im Home Office befanden. So konnte eine Nähe zum beruflichen Alltag in gewohnter Atmosphäre sichergestellt werden. Darüber hinaus ist in der Kommunikation im Vorfeld der Interviews sowie in den Telefonaten unmittelbar vor der Aufzeichnung der Hintergrund und die Nähe des Forschers zum Untersuchungsgebiet in adäquater Weise hergestellt worden.

Das fünfte Gütekriterium stellt die kommunikative Validierung dar. Dabei schlägt Mayring vor, die Forschungsergebnisse mit den Beforschten nochmals zu diskutieren und eine Bestätigung von Interpretationen und Analyseergebnissen einzuholen. Bezüglich einer solchen Überprüfung herrscht Uneinigkeit ob der Sinnhaftigkeit und Notwendigkeit dieses Gütekriteriums.[130] Ebenso ist nicht klar, wie mit Konsequenzen etwaiger Ablehnungen umgegangen werden soll und welche Folgen dies für die Forschung insgesamt hätte. In dieser Untersuchung wurde daher auf eine kommunikative Validierung verzichtet. Da die Dokumentation anonymisiert erfolgte und keine psychoanalytische Interpretation durchgeführt wurde, stellen sich außerdem keine wesentlichen ethischen Fragen und die Ergebnisse der Forschung können den Interviewpartnern durch Zusendung nach Fertigstellung der gesamten Arbeit zur Verfügung gestellt werden.[131]

Schließlich soll mit Mayrings letztem Gütekriterium der Triangulation die Qualität der Forschungsergebnisse verbessert werden.[132] Damit ist gemeint, mehrere Analysegänge zu verbinden, indem z. B. unterschiedliche Datenquellen, unterschiedliche Interpreten, Theorienansätze oder Methoden miteinander kombiniert werden. So werden Stärken und

[128] Vgl. *Mayring, P.*, Qualitative Sozialforschung, 2016, S. 145 f.
[129] Vgl. *Mayring, P.*, Qualitative Sozialforschung, 2016, S. 146.
[130] Vgl. *Flick, U.*, Qualitative Sozialforschung, 2014, S. 413 ff.
[131] Vgl. *Flick, U.*, Qualitative Sozialforschung, 2014, S. 415.
[132] Vgl. *Mayring, P.*, Qualitative Sozialforschung, 2016, S. 147.

Schwächen der unterschiedlichen Analysewege ausgeglichen und führen schließlich zu einem zusammengesetzten Gesamtbild von höherer Qualität.[133] In dieser Untersuchung ist diesem Gütekriterium bereits durch das Studiendesign mit einem Mixed-Methods-Ansatz Rechnung getragen worden, der einer Methodentriangulation durch die Kombination qualitativer sowie quantitativer Methoden nachgeht. Darüber hinaus kann auch die gewählte Befragungsform in Anlehnung an eine 360-Grad-Befragung dem Gütekriterium der Triangulation zugerechnet werden.

Neben den beschriebenen Gütekriterien nach Mayring stellt sich auch die Frage nach der Repräsentativität und damit der Aussagekraft der Stichprobe. Aufgrund der nicht-zufälligen Stichprobenziehung ist zudem die Gefahr einer Stichprobenverzerrung gegeben (Selection Bias).[134] Wie bereits oben dargestellt wurde, ist bei der Auswahl möglicher Probanden bei der Stichprobenziehung größten Wert auf Ausgewogenheit und Repräsentativität gelegt worden. Es sollten alle wesentlichen Stakeholder im Asset Management zu Wort kommen und somit ein breites Bild abgeben. Dies wurde in einem adäquaten und zufriedenstellendem Umfang erreicht, wenngleich nicht alle Stakeholder-Gruppen abgebildet werden konnten. Da sich die Expertenmeinungen bzw. die Aussagen der Teilnehmer der qualitativen Befragungen überwiegend deckten und keine grundlegenden kontrastiven Aussagen hervortraten, ist von einem realitätsnahen Abbild der Wirklichkeit sowie einer Generalisierbarkeit der Untersuchungsergebnisse auszugehen.

4.2.2 Quantitative Methoden

Zur Prüfung der Güte des quantitativen Studienteils eignen sich die drei Hauptgütekriterien Objektivität, Reliabilität und Validität. Diese Gütekriterien bedingen in bestimmter Hinsicht einander, da eine hohe Reliabilität nicht ohne Objektivität erreicht werden kann und Reliabilität gleichzeitig eine Voraussetzung für Validität ist.[135]

Ein Test ist dann objektiv, wenn verschiedene Testleiter das Messinstrument bei denselben Probanden anwenden und die gleichen Ergebnisse erzielen.[136] Das Kriterium der Objektivität gliedert sich in Durchführungs-, Auswertungs- und Interpretationsobjektivität. Bei der Durchführungsobjektivität wird danach gefragt, ob die Testergebnisse

[133] Vgl. *Mayring, P.*, Qualitative Sozialforschung, 2016, S. 147.
[134] Vgl. *Heckman, J.*, Selection Bias, 1979, S. 160.
[135] Vgl. *Renkewitz, F., Sedlmeier, P.*, Forschungsmethoden, 2013, S. 69.
[136] Vgl. *Renkewitz, F., Sedlmeier, P.*, Forschungsmethoden, 2013, S. 70.

unabhängig von Verhaltensveränderungen des Testleiters sind. Daneben ist die Auswertungsobjektivität gegeben, wenn verschiedene Anwender bei der Testauswertung zu den gleichen Ergebnissen gelangen.[137] Schließlich ist die Interpretationsobjektivität erfüllt, wenn unterschiedliche Anwender des Tests nach der Auswertung der Ergebnisse zu den gleichen Schlüssen kommen. In dieser Untersuchung sind Onlinefragebogen verwendet worden, die elektronisch verschickt und von den Testpersonen ohne Beaufsichtigung durchgeführt worden sind. Bis auf die jeweiligen offenen Abschlussfragen waren in beiden Fragenbogen die Antwortmöglichkeiten der Items vorgegeben. Zudem wurden keine psychologischen, sondern sachliche Fragen in präziser Form gestellt und anhand von Verhältniskennzahlen wiedergegeben. Zusammenfassend kann somit von einer Objektivität der beiden Tests ausgegangen werden.

Das zweite Hauptgütekriterium Reliabilität beschreibt die Zuverlässigkeit eines Tests, wonach wiederholte Messungen mit dem gleichen Messinstrument zu den gleichen Ergebnissen führen.[138] Zur Überprüfung dieses Gütekriteriums ist Cronbachs Alpha-Koeffizient für die beiden quantitativen Onlineumfragen berechnet worden (vgl. Anhang 1.16 und 1.17). Der Koeffizient stellt eine Maßzahl für die interne Konsistenz der Items dar und wird aus den Korrelationen aller Items untereinander berechnet.[139] Für den IR-Fragebogen wurde ein Cronbach Alpha von 0,77055 und für den AM-Fragebogen ein Cronbach Alpha von 0,77052 ermittelt. Cronbach selbst gibt zwar keinen konkreten Wert von Alpha an, der gerade noch akzeptabel ist, er beschreibt aber, dass ein möglichst hoher Wert nahe 1 wünschenswert sei.[140] In der Literatur werden jedoch empirische Werte von Alpha von 0,7 bis 0,95 genannt, die als akzeptabel betrachtet werden können.[141] Somit ist der geschätzte Wert für die Reliabilität in beiden Tests zufriedenstellend und gibt keine Hinweise für eine Unzuverlässigkeit der Tests. Dass beide Alpha-Koeffizienten nahezu identisch sind, war darüber hinaus zu erwarten, da sich die Items der beiden Fragebogen nur unwesentlich unterscheiden.

[137] Vgl. *Renkewitz, F., Sedlmeier, P.*, Forschungsmethoden, 2013, S. 70.
[138] Vgl. *Schnell, R. et al.*, Empirische Sozialforschung, 2018, S. 132.
[139] Vgl. *Schnell, R. et al.*, Empirische Sozialforschung, 2018, S. 134.
[140] Vgl. *Cronbach, L.*, Coefficient Alpha, 1951, S. 332.
[141] Vgl. *Tavakol, M., Dennick, R.*, Cronbach‘s Alpha, 2011, S. 54; *Schnell, R. et al.*, Empirische Sozialforschung, 2018, S. 134.

Schließlich wird unter dem dritten Hauptgütekriterium Validität die Gültigkeit eines Tests verstanden. Sie drückt aus, ob gemessen wurde, was gemessen werden sollte.[142] Unterschieden wird dabei in Inhaltsvalidität, Kriteriumsvalidität sowie Konstruktvalidität. Die Inhaltsvalidität bezieht sich darauf, dass möglichst alle Aspekte der zu messenden Dimension berücksichtigt werden.[143] Die Kriteriumsvalidität beschreibt, dass das Testergebnis mit anders gemessenen empirischen Kriterien übereinstimmt, die das gleiche Merkmal messen.[144] Zuletzt bezieht sich die Konstruktvalidität auf die theoretischen Eigenschaftsdimensionen des zu messenden Merkmals.[145] Die Eigenschaften der theoretischen Konstrukte müssen vorab genau definiert worden sein, damit sichergestellt ist, dass sie auch genau gemessen werden können.

Da beide Fragebogen keine psychometrischen Tests beinhalteten, sondern sachliche Inhalte abgefragt wurden, die mit klar verständlichen sowie direkten Fragen gestellt wurden und mit ebenso klaren vorgegebenen Antwortmöglichkeiten beantwortet werden konnten, gibt es keine Hinweise auf eine Verletzung des Gütekriteriums der Validität.

Als Limitation beider Tests ist die Größe der Stichprobe zu nennen. Während aus einer Grundgesamtheit von rund 100 Asset-Management-Gesellschaften 37 Asset Manager befragt wurden, sind aus einer Grundgesamtheit von 160 IR-Abteilungen 59 IR-Mitarbeiter befragt worden. Es ist nicht auszuschließen, dass mehrere Asset Manager derselben Investmentgesellschaft und mehrere IR-Verantwortliche desselben Emittenten an den Befragungen teilgenommen haben. Die Beschreibung der Stichproben nach Börsensegment, Branche und Assets under Management lassen jedoch eine ausgewogene Verteilung vermuten. Zudem wurde beim Direktmailing an die Asset Manager darauf geachtet, dass nicht mehr als drei Angestellte des gleichen Asset Managers angeschrieben wurden. Aufgrund vorgenannter Gründe ist von einer annähernden Repräsentativität und damit einer Generalisierbarkeit der Ergebnisse für zumindest deutsche Asset Manager und Emittenten des Prime Standards auszugehen.

[142] Vgl. *Schnell, R. et al.*, Empirische Sozialforschung, 2018, S. 135.
[143] Vgl. *Schnell, R. et al.*, Empirische Sozialforschung, 2018, S. 136.
[144] Vgl. *Schnell, R. et al.*, Empirische Sozialforschung, 2018, S. 137.
[145] Vgl. *Schnell, R. et al.*, Empirische Sozialforschung, 2018, S. 138.

5 Fazit

5.1 Zusammenfassung

In dieser Arbeit ist Nachhaltigkeit im Asset Management in Deutschland mit besonderem Fokus auf Shareholder Engagement untersucht worden. Vor dem Hintergrund zunehmender Greenwashing-Vorwürfe gegenüber Asset Managern unter einer hohen medialen Präsenz, sollten neue Erkenntnisse zur Förderung der Nachhaltigkeit und zur Verbesserung von Engagement-Aktivitäten gefunden werden. Für den Zugang zum Forschungsfeld wurde eine Mixed-Methods-Studie entwickelt und sollte die wesentlichen Stakeholder des Asset Managements in Anlehnung an eine 360-Grad-Befragung einschließen. 13 Experten aus den Stakeholder-Gruppen Investor Relations, Proxy Advisory, Consulting, Sustainable-Finance- und Asset-Manager-Netzwerke wurden in qualitativen teilstrukturierten Telefon-Interviews befragt. Anschließend sind aus den daraus gewonnenen Erkenntnissen zwei quantitative Onlinefragebogen entwickelt worden. Diese quantitativen Befragungen richteten sich an Asset Manager und Investor-Relations-Verantwortliche und sollten die Meinungen der beiden Protagonisten von Shareholder Engagement eruieren, um somit das Gesamtbild in Bezug auf die Forschungsfragen zu vervollständigen.

Zunächst wurde eine Bestandsaufnahme von Shareholder Engagement im Kontext von Sustainable Finance vorgenommen. Der deutsche Asset-Management-Markt hat demnach in den letzten Jahren eine bemerkenswerte Entwicklung vollzogen. Vor ca. 20 Jahren begann zu Zeiten der Einführung des Deutschen Corporate Governance Kodex eine erste Emanzipierungsphase der hiesigen Asset Manager. Themen zu verantwortlicher Unternehmensführung gewannen an Bedeutung und wurden verstärkt an die Emittenten adressiert. Zu dieser Zeit waren Grundsätze guter Unternehmensführung in anderen Ländern wie England oder den Niederlanden bereits fest etabliert und auch bei der Entwicklung eines frühen Stewardship-Verständnisses übernahmen die beiden genannten Länder Vorbildfunktionen. Mit der wachsenden Bedeutung des Klimawandels, des damit einhergehenden politischen sowie gesellschaftlichen Drucks und der Erkenntnis, dass die Finanzbranche und insbesondere das Asset Management durch Engagement einen wesentlichen transformativen Beitrag leisten kann, traten die Vermögensverwalter in eine zweite

Emanzipierungsphase ein.[146] Stewardship und Engagement geben mittlerweile den Takt vor und forcieren die verschiedenen Nachhaltigkeitskriterien entlang des Dreiklangs E-S-G auf den Kapitalmärkten. Die größeren Asset Manager verstärken stetig ihre Teams mit entsprechendem Fachpersonal und bauen weitere Expertise auf, während sich der breite Markt jedoch das kostenintensive Engagement nur eingeschränkt leisten kann. Gerade kleinere Vermögensverwalter können die Emittenten ihrer weltweiten Portfolios aufgrund eingeschränkter Ressourcen nicht adäquat betreuen und in den Dialog treten. Professionelles Engagement bedeutet allerdings eine langfristige Begleitung der Portfoliogesellschaften, die eine regelmäßige und intensive Auseinandersetzung verlangen. Die verschiedenen zur Verfügung stehenden Engagement-Instrumente sind dabei individuell und situativ einzusetzen, meist werden sie als spiralförmig und in Eskalationsstufen beschrieben, an deren Ende als Exitstrategie das Divestment steht.[147] Damit es nicht bis zum Äußersten kommt, sondern das Engagement den gewünschten transformativen Beitrag leisten kann, sind in der vorliegenden Arbeit Handlungsempfehlungen für Asset Manager, Politik und Emittenten entwickelt worden: Asset Managern wird empfohlen, mutiger in ihrem Engagement zu sein und auch auf deutschen Aktionärsversammlungen ESG-Anträge zu stellen. Daneben wird eine Steigerung in Offenheit, Transparenz und Glaubwürdigkeit seitens der Öffentlichkeit und der Emittenten verlangt. Darüber hinaus benötigt es eine ausgeprägte Expertise, die noch kein zufriedenstellendes Maß in der Breite des Asset Managements erreicht hat. Ähnliches gilt für die Emittenten-Seite, von der ebenso mehr Transparenz gefordert wird. Zudem wird auch dort eine Steigerung von Expertenwissen im Bereich der Nachhaltigkeit verlangt, die darüber hinaus eine feste Verantwortlichkeit in der Corporate Governance der Unternehmen wie z. B. in den Kontrollgremien benötigt. Letzteres wurde aktuell auch von Ingo Speich, Asset Manager und Mitglied des Sustainable-Finance-Beirates, gefordert, der ebenso das Defizit an Nachhaltigkeits-Knowhow monierte.[148] In Übereinstimmung mit dem Abschlussbericht des Sustainable-Finance-Beirats enthält die Conclusio dieser Arbeit ebenso die Empfehlung für die Politik, die rechtliche Unsicherheit in Bezug auf Acting in Concert aufzulösen und damit den Weg für kollaboratives Engagement frei zu machen. Der Kooperation von Asset Managern wird eine höhere Wirkung im Engagement zugesprochen, was gleichzeitig auch

[146] Vgl. *Wilkens, M., Klein, C.*, Transformative Wirkungen, 2021, S. 81.
[147] Vgl. *Werning, J.*, Engagement, 2020, S. 120.
[148] Vgl. *Speich, I.*, Aufsichtsräte nachhaltig, 2021, S. 56.

kleineren Vermögensverwaltern aufgrund der immanenten Synergieeffekte den Zugang zu Engagement frei legen würde. Die Implementierung einer Engagement-Plattform böte eine Chance zur Bündelung von Expertenwissen und weiterer Ressourcen, die von hoher Relevanz für die Transformation zu einer nachhaltigeren Entwicklung und der Erreichung des 1,5-Grad-Ziels von Paris wäre. Proxy-Advisor-Gesellschaften stehen heute bereits an der infrastrukturellen Schnittstelle von Shareholder Engagement und nehmen eine zentrale Rolle im Asset Management ein. Ihre Erfahrungen könnten wesentlich zum Erfolg beim Aufbau einer derartigen Kooperations-Plattform beitragen. Darin eingebunden werden könnte ein einheitlicher Stewardship Kodex analog des Deutschen Corporate Governance Kodex mit einem Comply-or-Explain-Ansatz, der eine breite Zustimmung und Anerkennung findet. Aktuelle Bestrebungen wie die DVFA-Stewardship-Richtlinien konnten diese Aufgabe bislang noch nicht zufriedenstellend erfüllen, weshalb ein breiterer Konsens unter Einbezug weiterer Stakeholder und Interessengruppen erzielt werden sollte.

5.2 Ausblick

Dem BVI-Nachhaltigkeitsbericht für das dritte Quartal 2021 zufolge betrug Ende September das Gesamtvolumen nachhaltiger Investmentfonds mittlerweile 452 Milliarden Euro.[149] Damit wäre jeder achte Euro, den deutsche Kunden in Fonds investierten, mit nachhaltigen Kriterien angelegt. Im aktuellen Koalitionsvertrag der voraussichtlich neuen Regierungsparteien wurde das Ziel vereinbart, dass Deutschland zum führenden Sustainable-Finance-Standort entwickelt werden soll und gleichzeitig wurde dem Sustainable-Finance-Beirat ein Mandat für ein „unabhängiges und effektives Gremium“ diesbezüglich erteilt.[150] Die Voraussetzungen dafür, dass Deutschland eine globale Vorreiterrolle übernehmen kann, liegen damit vor und auch die Erkenntnisse dieser Arbeit tragen dazu bei. Daneben haben sich Forschungsdesiderata herausgebildet, die konkrete Anknüpfungspunkte für weitere Untersuchungen bieten: die normative Weiterentwicklung des Deutschen Corporate Governance Kodex zu einem Stewardship-Kodex nach britischem Vorbild sowie die Konzeptionierung einer Engagement-Plattform unter Einbeziehung von Verbänden, Netzwerken und anderen Stakeholdern im Asset Management.

[149] Vgl. *Vinueza-Peter, L.*, Nachhaltigkeit Q3, 2021, S. 1.
[150] Vgl. *SPD, BÜNDNIS 90 / DIE GRÜNEN, FDP*, Koalitionsvertrag, 2021, S. 170.

Anhangsverzeichnis

Anhang 1: Projektdokumentation

Die Projektdokumentation wird in einer separaten Datei zur Verfügung gestellt. Sie umfasst:

1.1 Interviewleitfaden für teilstrukturierte Einzelinterviews
1.2 Einverständniserklärung Interview (blanko)
1.3 Transkripte und Erstcodierungen
1.4 Codierte Textstellen
1.5 Codierleitfaden
1.6 Übersicht codierter Textstellen und Zusammenfassungen der Kategorien je Fall
1.7 Themenmatrix nach Fällen
1.8 Themenmatrix nach Stakeholder-Gruppen
1.9 IR-Fragebogen (blanko)
1.10 AM-Fragebogen (blanko)
1.11 DIRK-Newsletter v. 30.09.2021
1.12 Unbearbeiteter Datensatz IR-Befragung
1.13 Unbearbeiteter Datensatz AM-Befragung
1.14 Aufbereiteter Datensatz IR-Befragung
1.15 Aufbereiteter Datensatz AM-Befragung
1.16 Reliabilitätsmessung IR-Befragung
1.17 Reliabilitätsmessung AM-Befragung

Anhang 2: Belege zu den Internetquellen

Die Belege zu den verwendeten Internetquellen werden ebenso in einer separaten Datei zur Verfügung gestellt.

Literaturverzeichnis

Admati, Anat R., Pfleiderer, Paul (Exit Voice, 2009): The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice, in: RFS, 22 (2009), Nr. 7, S. 2645-2685

AGI (Stewardship Report, 2021): Stewardship Report 2020 – Engaging for Change, Frankfurt am Main: Allianz Global Investors, 2021

Atalay, Naciye, Balazs, Robert, Dittrich, Simon, Gloger, Anne-Marie, Kunze, Carolin, McClellan, Angela, Sommer, Florian, Wulsdorf, Helge (FNG Marktbericht, 2021): Markbericht Nachhaltige Geldanlagen 2021 – Deutschland, Österreich & die Schweiz, Berlin: Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG), 2021

Barko, Tamas, Cremers, Martijn, Renneboog, Luc (Shareholder Engagement, 2021): Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance, in: J Bus Ethics, doi: 10.1007/s10551-021-04850-z, 2021

Baur, Nina, Blasius, Jörg (Hrsg.) (Empirische Sozialforschung, 2014): Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung, Wiesbaden: Springer, 2014

Benz, Lukas, Jacob, Andrea, Paulus, Stefan, Wilkens, Marco (Decarbonization Portfolios, 2020): Herds on green meadows: the decarbonization of institutional portfolios, in: JAM, 21 (2020), Nr. 1, S. 13-31

Benz, Lukas, Paulus, Stefan, Rohleder, Martin, Wilkens, Marco (Ownership Responsibility, 2020): Ownership Comes with Responsibility – the Impact of Ownership Characteristics on CSR, in: SSRN, doi: 10.2139/ssrn.3606143, 2020

BMF Bundesministerium der Finanzen, Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit, Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (SF-Strategie, 2021): Deutsche Sustainable Finance-Strategie, Berlin: Bundesministerium der Finanzen, Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit, Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, 2021

Bruns, Christoph, Meyer-Bullerdiek, Frieder (Professionelles Portfoliomanagement, 2020): Professionelles Portfoliomanagement – Aufbau, Umsetzung und Erfolgskontrolle strukturierter Anlagestrategien, 6. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2020

Buck-Heeb, Petra (Normen Auslegung, 2020): Aufsichts- und zivilrechtliche Normen im Bank- und Kapitalmarktrecht: einheitliche oder gespaltene Auslegung? In: WM, 71 (2020), Nr. 4, S. 157-164

Burghof, Hans-Peter (Systematisches Greenwashing, 2020): Systematisches Greenwashing droht – Banken-Professor warnt vor Lobbyeinfluss bei Definition nachhaltiger Kapitalanlage, im Interview mit Spengler, Thomas, in: BöZ, 69 (2020), Nr. 60, S. 3

Busch, Timo, Bruce-Clark, Peter, Derwall, Jeroen, Eccles, Robert, Hebb, Tessa, Hoepner, Andreas, Klein, Christian, Krueger, Philipp, Paetzold, Falko, Scholtens, Bert,

and Weber, Olaf (Impact Investments, 2021): Impact Investments: a call for (re)orientation, in: SN Bus Econ, 1 (2021), Nr. 2, S. 1-13

BVI (Analyse-Leitlinien, 2021): BVI Analyse-Leitlinien für Hauptversammlungen 2021, Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Investment und Asset Management, 2021

BVI (Jahrbuch, 2021): BVI Jahrbuch 2021 – Daten, Fakten, Perspektiven, Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Investment und Asset Management, 2021

BVI (Wohlverhaltensregeln, 2019): Wohlverhaltensregeln des BVI, Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Investment und Asset Management, 2019

Climate Action 100+ (Progress Report, 2020): 2020 Progress Report, Climate Action 100+, 2020

CRIC – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage (Hrsg.) (Nachhaltige Finanzen, 2020): Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken, Wiesbaden: Springer, 2020

Cronbach, Lee J. (Coefficient Alpha, 1951): Coefficient alpha and the internal structure of tests, in: Psychometrika, 16 (1951), Nr. 3, S. 297-334

Cuvelier, Lara (Cole Scorecard, 2021): Slow Burn: The asset managers betting against the planet – The Inaugural 2021 Asset Managers' Coal Scorecard, Paris: Reclaim Finance, 2021

DIRK (Investor Relations, 2016): Imagebroschüre – Wir gestalten die Zukunft der Investor Relations in Deutschland, Frankfurt am Main: DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., 2016

Döring, Nicola, Bortz, Jürgen (Empirische Sozialforschung, 2016): Wissenschaftstheoretische Grundlagen der empirischen Sozialforschung, in: *Döring, Nicola, Bortz, Jürgen* (Hrsg.), Forschungsmethoden und Evaluation in den Sozial- und Humanwissenschaften, 2016, S. 31-78

Döring, Nicola, Bortz, Jürgen (Hrsg.) (Forschungsmethoden Evaluation, 2016): Forschungsmethoden und Evaluation in den Sozial- und Humanwissenschaften, 5., vollst. überarb., akt. und erw. Aufl., Berlin: Springer, 2016

Dresing, Thorsten, Pehl, Thorsten (Interview Transkription, 2018): Praxisbuch Interview, Transkription & Analyse. Anleitungen und Regelsysteme für qualitativ Forschende, 8. Aufl., Marburg: Eigenverlag, 2018

DSW (Jahresbericht, 2020): Jahresbericht 2020, Düsseldorf: Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, 2020

Duiker, Jacqueline, Urbach, Xander (Engagement Hauptversammlungen, 2020): 25 Jahre Engagement bei Hauptversammlungen – Verband von Investoren für eine nachhaltige Entwicklung (VBDO), in: *CRIC – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage* (Hrsg.), Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken, 2020, S. 203-219

DVFA (Stewardship-Leitlinien, 2020): DVFA Stewardship-Leitlinien, Frankfurt am Main: Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management, 2020

DWS (Active Ownership, 2021): Active Ownership – Engagement and Proxy Voting Report 2020, Frankfurt am Main: DWS Group GmbH, 2021

DWS (Engagement Policy, 2020): Engagement Policy – DWS Investment GmbH, DWS International GmbH und DWS Investment SA, DWS Group GmbH, 2020

Ekkenga, Jens (Investmentfonds Kontrollagenten, 2020): Investmentfonds als neue Kontrollagenten einer nachhaltigen Realwirtschaft, in: WM, 71 (2020), Nr. 36, S. 1664-1673

Elsell, Dorothee (Nachhaltigkeit 2.0, 2021): Nachhaltigkeit 2.0 im Asset Management, in: *Heithecker, Dirk* (Hrsg.), Handbuch nachhaltige Finanzwirtschaft, 2021, S. 527-551

Europäische Kommission (Aktionsplan, 2018): Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, der Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, Brüssel: Europäische Kommission, 2018

Europäische Kommission (Opening Remarks, 2021): European Commission–Statement–Opening remarks by President von der Leyen at the joint press conference with President Michel following the meeting of the European Council of 21-22 October 2021, Brüssel: Europäische Kommission, 2021

Fabozzi, Frank J., Modigliani, Franco (Capital Markets, 2009): Capital Markets – Institutions and Instruments, 4. Aufl., New Jersey: Pearson, 2009

Flammer, Caroline (CSR Performance, 2015): Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach, in: ManSci, 61 (2015), Nr. 11, S. 2549-2568

Fleischer, Holger, Strothotte, Christian (Stewardship Code, 2011): Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa? In: AG, 55 (2011), Nr. 7, S. 221-233

Fleischer Holger (Zukunftsfragen Governance, 2011): Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers, in: ZGR, 40 (2011), Nr. 2, S. 155-181

Flick, Uwe (Qualitative Sozialforschung, 2014): Gütekriterien qualitativer Sozialforschung, in: *Baur, Nina, Blasius, Jörg* (Hrsg.), Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung, 2014, S. 411-424

Franzen, Dietmar, Schäfer, Klaus (Assetmanagement, 2018): Assetmanagement: Portfoliobewertung, Investmentstrategien und Risikoanalyse, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2018

FRC (UK Stewardship, 2020): The UK Stewardship Code 2020, London: Financial Reporting Council, 2020

Frick, Roman, Gantenbein, Pascal, Reichling, Peter (Hrsg.) (Festschrift Spremann, 2012): Asset Management – Festschrift für Prof. Dr. rer. nat. Dr. h.c. rer. pol. Klaus Spremann zur Emeritierung, Bern: Haupt, 2012

Frick, Roman, Gantenbein, Pascal, Reichling, Peter (Asset Management, 2012): Asset Management, in: *Frick, Roman, Gantenbein, Pascal, Reichling, Peter* (Hrsg.), Asset Management – Festschrift für Prof. Dr. rer. nat. Dr. h.c. rer. pol. Klaus Spremann zur Emeritierung, 2012, S. IXX-XXIII

Friede, Gunnar, Busch, Timo, Bassen, Alexander (ESG Performance, 2015): ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, in: JSFI, 5 (2015), Nr. 4, S. 210-233

Frühauf, Markus (DWS, Mogelverdacht, 2021): DWS unter Mogelverdacht – Die Fondsgesellschaft der Deutschen Bank soll ihre nachhaltigen Anlagen zu hoch ausgewiesen haben, in: FAZ, 73 (2021), Nr. 198, S. 25

FSA (Japan Stewardship, 2020): Principles for Responsible Institutional Investors „Japan's Stewardship Code" – To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue, Tokio: Financial Services Agency, The Council of Experts on the Stewardship Code, 2020

Gabriel, Klaus (Wirtschaftsethische Perspektive, 2020): Engagement aus wirtschaftsethischer Perspektive, in: *CRIC – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage* (Hrsg.), Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken, 2020, S. 47-63

Gillan, Stuart L., Starks, Laura T. (Shareholder Activism, 2000): Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors, in: JFE, 57 (2000), Nr. 2, S. 275-305

Gläser, Jochen, Laudel, Grit (Experteninterviews, 2010): Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse als Instrumente rekonstruierender Untersuchungen, 4. Aufl., Wiesbaden: Springer VS, 2010

Glaser, Barney G., Strauss, Anselm L. (Grounded Theory, 2006): The Discovery of Grounded Theory – Strategies of Qualitative Research, Nachdruck, New Brunswick: AldineTransaction, 2006

Goette, Wulf, Habersack, Mathias (Hrsg.) (Aktiengesetz, 2021): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Aufl., München: Beck, 2021

Gutsche, Gunnar, Klein, Christian, Ziegler, Andreas, Zwergel, Bernhard (German Investors, 2017): Characterizing German (sustainable) investors, in: CF, 8 (2017), Nr. 3-4, S. 77-81

Gutsche, Gunnar, Ziegler, Andreas (Sustainable WTP, 2019): Which private investors are willing to pay for sustainable investments? Empirical evidence from stated choice experiments, in: JBF, 102 (2019), S. 193-214

Hauff, Michael von, Schulz, Robin, Wagner, Robin (Deutschlands Nachhaltigkeitsstrategie, 2018): Deutschlands Nachhaltigkeitsstrategie, Konstanz: UVK, 2018

Heckman, James J. (Selection Bias, 1979): Sample Selection Bias as a Specification Error, in: Econometrica, 47 (1979), Nr. 1, S. 153-161

Heeb, Florian, Kölbel, Julian F., Paetzold, Falko, Zeisberger, Stefan (Investors Care, 2021): Do Investors Care about Impact? In: SSRN, doi: 10.2139/ssrn.3765659, 2021

Heithecker, Dirk (Hrsg.) (Nachhaltige Finanzwirtschaft, 2021): Handbuch nachhaltige Finanzwirtschaft, Heidelberg: Finanz Colloquium Heidelberg, 2021

Hockmann, Heinz J., Thießen, Friedrich (Hrsg.) (Geschäftsfelder Investmentbanking, 2021): Geschäftsfelder des Investmentbanking – Kapitalmärkte – Handel – Assetmanagement, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2021

Hodgson, Tim, Hall, Marisa, Urwin, Roger, Gao, Jessica, Khanna, Samar (Asset Managers, 2021): The world's largest 500 asset managers – A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments join study – October 2021, Dublin: Willis Towers Watson, 2021

Hoepner, Andreas G. F., Oikonomou, Ioannis, Sautner, Zacharias, Starks, Laura T., Zhou, Xiao Y. (Engagement Downside, 2021): ESG Shareholder Engagement and Downside Risk, in: AFA 2018 paper, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 671/2020, akt. 30.04.2021, doi: 10.2139/ssrn.2874252, 2021

IHS Markit, DIRK (Ownership Structure, 2021): Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX 30 in 2020 – A joint study of IHS Markit and DIRK, Eighth Edition – June 2021, London: IHS Markit, 2021

Kallus, Konrad W. (Erstellung Fragebogen, 2016): Erstellung von Fragebogen, 2., akt. und überarb. Aufl., Wien: Facultas, 2016

Kirchhoff, Klaus R., Piwinger, Manfred (Hrsg.) (Investor Relations, 2005): Praxishandbuch Investor Relations – Das Standardwerk der Finanzkommunikation, Wiesbaden: Gabler, 2005

Klein, Christian, Eckert, Julia, Dumrose, Maurice (Nachhaltige Finanzwirtschaft, 2021): Nachhaltige Finanzwirtschaft: Definition und aktuelle Entwicklungen, in: *Heithecker, Dirk* (Hrsg.), Handbuch nachhaltige Finanzwirtschaft, 2021, S. 17-31

Kölbel, Julian F., Heeb, Florian, Paetzold, Falko, Busch, Timo (Beyond Returns, 2018): Beyond Returns: Investigating the Social and Environmental, in: SSRN, doi: 10.2139/ssrn.3289544, 2018

Kölbel, Julian F., Heeb, Florian, Paetzold, Falko, Busch, Timo (Sustainable Investing, 2020): Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the mechanisms of investment impact, in: Organ Environ, 33 (2020), Nr. 4, S. 554-574

Krahnen, Jan, Rocholl, Jörg, Thum, Marcel (Grüne Geldanlage, 2021): Warum grüne Geldanlage nichts taugt – es mag ein gutes Gewissen verschaffen, sein Geld ökologisch zu investieren. Dem Klima ist damit aber nicht gedient. In: FAZ, 73 (2021), Nr. 24, S. 29

Kuckartz, Udo (Qualitative Inhaltsanalyse, 2018): Qualitative Inhaltsanalyse. Methoden, Praxis, Computerunterstützung, 4. Aufl., Weinheim: Beltz, 2018

Mack, Kevin, Needham, Sean, Müller, Stefan (Weiterentwicklung DCGK, 2020): Weiterentwicklung der Corporate Governance nach ARUG II und DCGK 2020 – Erkenntnisse aus der Analyse des britischen Corporate-Governance-Systems, in: ZCG, 15 (2020), Nr. 5, S. 197-201

Mankiw, Nicholas G., Taylor, Mark P. (Grundzüge Volkswirtschaftslehre, 2018): Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 7. überarb. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2018

Martin, Jeanne, Peacock, Lauren, Buttle, Martin, Hargreaves, Rachel, Lerin, Xavier (Voting Matters, 2020): Voting Matters 2020 – Are asset managers using their proxy votes for action on climate and social issues? London: ShareAction, 2020

Mayring, Philipp (Qualitative Inhaltsanalyse, 2015): Qualitative Inhaltsanalyse – Grundlagen und Techniken, 12., überarb. Aufl., Weinheim: Beltz, 2015

Mayring, Philipp (Qualitative Inhaltsanalyse, 2019): Qualitative Inhaltsanalyse – Abgrenzungen, Spielarten, Weiterentwicklungen, in: FQS, 20 (2019), Nr. 3, S. 1-15

Mayring, Philipp (Qualitative Sozialforschung, 2016): Einführung in die qualitative Sozialforschung – Eine Anleitung zu qualitativem Denken, 6., überarb. Aufl., Weinheim: Beltz, 2016

MCCG (Dutch Code, 2008): Dutch corporate governance code – Principles of good corporate governance and best practice provisions, Den Haag: Corporate Governance Code Monitoring Committee, 2008

Mercer (Climate Change, 2019): Global Wealth – Investing in a Time of Climate Change – The Sequel 2019, London: Mercer LLC., 2019

Mitchell, Isobell, Hierzig, Sonia, Uhlenbruch, Peter (Leading Practice, 2021): Point of No Returns Part V – Leading Practice – A guide to current leading practices by asset managers on responsible investment, London: ShareAction, 2021

Nagrawala, Felix, Springer, Krystina (Manager Ranking, 2020): Point of No Returns – A ranking of 75 of the world's largest asset managers' approaches to responsible investment, London: ShareAction, 2020

Parrino, Robert, Sias, Richard W., Starks, Laura T. (Voting Feet, 2003): Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover, in: JFE, 68 (2003), Nr. 1, S. 3-46

Piwinger, Manfred (Investor Relations, 2005): Investor Relations als Inszenierungs- und Kommunikationsstrategie, in: *Kirchhoff, Klaus R., Piwinger, Manfred* (Hrsg.), Praxishandbuch Investor Relations – Das Standardwerk der Finanzkommunikation, 2005, S. 3-29

Plagge, Jan-Carl, Grim, Douglas M. (Performance Price, 2020): Have Investors Paid a Performance Price? Examining the Behavior of ESG Equity Funds, in: JPM, 46 (2020), Nr. 3, S. 123-140

PRI (Annual Report, 2021): Annual Report 2021, London: PRI Principles for Responsible Investment Association, 2021

Raab, Wolfgang, Lüders, Carsten, Maier, Peter, Marconnet, Alexandra, Roßmann, Birgit, Seilheimer, Christian, Senßfelder, Ronald (Grundlagen Investmentfondsgeschäft, 2019): Grundlagen des Investmentfondsgeschäftes, 7. Aufl. Edition Frankfurt School, Wiesbaden: Springer Gabler, 2019

Regierungskommission DCGK (DCGK, 2019): Deutscher Corporate Governance Kodex, Berlin: Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2019

Renkewitz, Frank, Sedlmeier, Peter (Forschungsmethoden, 2013): Forschungsmethoden und Statistik – Ein Lehrbuch für Psychologen und Sozialwissenschaftler, 2., akt. und erw. Aufl., Hallbergmoos: Pearson, 2013

Rezmer, Anke (Klage hinfällig, 2021): Klage hinfällig – Deka erkennt Unterlassungsanspruch von Verbraucherschützern an, in: HBl, 75 (2021), Nr. 74, S. 37

Rohleder, Martin and Wilkens, Marco and Zink, Jonas (Effects Decarbonization, 2021): The Effects of Mutual Fund Decarbonization on Stock Prices and Carbon Emissions. JBF, Forthcoming, in: SSRN, doi: 10.2139/ssrn.3612630, 2021

Rose, Trista, Buckley, Tim, Brown, Melissa (Vanguard Group, 2021): Vanguard Group: Passive About Climate Change – Despite Net Zero Pledges, Vanguard Is Indifferent to Climate and Investors' Best Interests, Lakewood: The Institute for Energy Economics and Financial Analysis (IEEFA), 2021

Ruppert, Benjamin (Shareholder Engagement, 2021): Shareholder Engagement – Wie nachhaltig ist Asset Management? In: ZfgK, 73 (2021), Nr. 18, S. 26-29

Scherm, Martin, Sarges, Werner (360°-Feedback, 2019): 360°-Feedback, 2., überarb. und erw. Aufl., Göttingen: Hofgrefe, 2019

Schnell, Rainer, Hill, Paul B., Esser, Elke (Empirische Sozialforschung, 2018): Methoden der empirischen Sozialforschung, 11., überarb. Aufl., Berlin: de Gruyter, 2018

Schoenmaker, Dirk (Sustainable Finance, 2017): From Risk to Opportunity: A Framework for Sustainable Finance, Rotterdam: Erasmus University, 2017

SPD, BÜNDNIS 90 / DIE GRÜNEN, FDP (Koalitionsvertrag, 2021): Mehr Fortschritt wagen – Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit – Koalitionsvertrag 2021 – 2025, Berlin: Sozialdemokratische Partei Deutschlands (SPD), BÜNDNIS 90 / DIE GRÜNEN und Freie Demokraten (FDP), 2021

Speich, Ingo (Aufsichtsräte nachhaltig, 2021): Aufsichtsräte denken zu wenig nachhaltig- In die Kontrollgremien müssen neue Köpfe einziehen, um eine klimagerechte Transformation der Wirtschaft zu erreichen, fordert Ingo Speich. In: HBl, 75 (2021), Nr. 227, S. 56

Sperber, Herbert (Finanzmärkte, 2020): Finanzmärkte – Eine praxisorientierte Einführung, 2., überarb. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel

Stüber, Katharina (Einfluss Proxies, 2020): Der Einfluss von "Proxies" in der Hauptversammlung, in: WM, 71 (2020), Nr. 5, S. 211-217

Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung (Abschlussbericht, 2021): Shifting the Trillions – ein nachhaltiges Finanzsystem für die große Transformation, Berlin: Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung c/o Bundesministerium der Finanzen, 2021

Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung (Pressemitteilung SF-Strategie, 2021): Pressemitteilung vom 05.05.2021: Beirat begrüßt Strategie der Bundesregierung zu Sustainable Finance, Berlin: Sustainable Finance Beirat Geschäftsstelle, 2021

Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung (Satzung, 2019): Satzung des „Sustainable Finance-Beirats" der deutschen Bundesregierung, Berlin: Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung c/o Bundesministerium der Finanzen, 2019

Tavakol, Mohsen, Dennick, Reg (Cronbach's Alpha, 2011): Making sense of Cronbach's alpha, in: IJME, 2 (2011), S. 53-55

Thießen, Friedrich (Asset Management, 2021): Grundlagen des Asset Managements, in: *Hockmann, Heinz J., Thießen, Friedrich* (Hrsg.), Geschäftsfelder des Investmentbanking – Kapitalmärkte – Handel – Assetmanagement, 2021, S. 279-295

Vinueza-Peter, Lorena (Nachhaltigkeit Q2, 2021): Fokus Nachhaltigkeit – Der nachhaltige Fondsmarkt im zweiten Quartal 2021, Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Investment und Asset Management, 2021

Vinueza-Peter, Lorena (Nachhaltigkeit Q3, 2021): Fokus Nachhaltigkeit – Der nachhaltige Fondsmarkt im dritten Quartal 2021, Frankfurt am Main: BVI Bundesverband Investment und Asset Management, 2021

Wackerbarth, Ulrich (Acting Concert, 2021): Acting in Concert, in: *Goette, Wulf, Habersack, Mathias* (Hrsg.) (Aktiengesetz, 2021): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2021, Rn. 29-49

Wallis, Miriam von, Klein, Christian (Responsible Investing, 2015): Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing, in: BuR 8 (2015), Nr. 1, S. 61-98

Werning, Janne (Engagement, 2020): Engagement im Rahmen des verantwortlichen Investierens von Union Investment, in: *CRIC – Verein zur Förderung von Ethik und*

Nachhaltigkeit bei der Geldanlage (Hrsg.), Nachhaltige Finanzen – Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken, 2020, S. 109-125

Weltkommission für Umwelt und Entwicklung (Brundtland-Bericht, 1987): Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future, Oxford: Oxford University Press, 1987

Whelan, Tensie, Atz, Ulrich, Van Holt, Tracy, Clark, Casey (ESG Performance, 2021): ESG and financial performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020, New York: Center of Sustainable Business, Rockefeller Center Asset Management, 2021

Wilkens, Marco, Jacob, Andrea (Green Finance, 2020): Green Finance und Carbon-Risiken im Asset Management, in: ZfgK, 72 (2020), Nr. 2, S. 34-37

Wilkens, Marco, Klein, Christian (Transformative Wirkungen, 2021): Welche transformativen Wirkungen können nachhaltige Geldanlagen durch Verbraucherinnen und Verbraucher haben? Gutachten für den Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv), Berlin: Verbraucherzentrale Bundesverband e.V., 2021

Wolf, Rüdiger, Jostarndt, Philipp, Burkhardt, Johannes, Degen, Dominik (Shareholder-Engagement, 2020): Shareholder-Engagement: Zwischen Angriffslust aktivistischer Aktionäre und neuem Selbstverständnis institutioneller Investoren, München: Boston Consulting Group, 2020

Zetzsche, Dirk (ARUG II, 2020): Pflichten von Asset Managern und Asset Ownern gem. §§ 134a ff. AktG, in: AG, 65 (2020), Nr. 17, S. 637-657

Zwergel, Bernhard, Wins, Anett, Klein, Christian (Sustainable Investors, 2019): On the heterogeneity of sustainable and responsible investors, in: JSFI, 9 (2019), Nr. 4, S. 282-294

Internetquellen

BaFin (Merkblatt Erlaubnispflicht, 2005): Merkblatt – Hinweise zur Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 KWG in Verbindung mit § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG von grenzüberschreitend betriebenen Bankgeschäften und/oder grenzüberschreitend erbrachten Finanzdienstleistungen v. 01.04.2005, geändert am 11.03.2019 <https://www.bafin.de/dok/7852544> (2005-04-01) [Zugriff: 2021-10-19]

BVI (Investmentstatistik, 2021): BVI Investmentstatistik 30.06.2021 – Gesamtübersicht nach Anlageprodukten und Anlageschwerpunkten, <https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Statistik/Investmentstatistik_2106_Gesamtmarkt_DE.pdf> (2021-08-13) [Zugriff: 2021-09-29]

BVI (Mitglieder, 2021): BVI – Unsere Mitglieder, <https://www.bvi.de/ueber-uns/mitglieder/> [Zugriff: 2021-10-16]

Rechtsquellenverzeichnis

Aktiengesetz (AktG) vom 06.09.1965 (BGBl. I S. 1089) zuletzt geändert durch Gesetz vom 10.08.2021 (BGBl. I S. 3436)

Gesetz über das Kreditwesen – Kreditwesengesetz (KWG) vom 10.07.1961 (BGBl. I S. 881) zuletzt geändert durch Gesetz vom 10.08.2021 (BGBl. I S. 3436)

Gesetz über den Wertpapierhandel – Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) vom 26.07.1994 (BGBl. I S. 1794) zuletzt geändert durch Gesetz vom 10.08.2021 (BGBl. I S. 3436)

Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds – AIFM-Umsetzungsgesetz (AIGM-UmsG) vom 04.07.2013 (BGBl. I S. 1981)

Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) vom 12.12.2019 (BGBl. I S. 2637)

Investmentgesetz (InvG) vom 15.12.2003 (BGBl. I S. 2676), außerkraftgetreten am 22.07.2013 (BGBl. I S. 2676)

Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) vom 04.07.2013 (BGBl. I S. 1981), zuletzt geändert durch Gesetz vom 09.07.2021 (BGBl. I S. 2570)

Richtlinie (EU) 2017/282 des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre vom 17.05.2017 (ABl. I L 132/1)

Vereinte Nationen (Agenda 2030, 2015): Resolution 69/315, Transformation unserer Welt: die Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung vom 01.09.2015 (A/RES/69/315)

Vereinte Nationen (Übereinkommen Paris, 2015): Übereinkommen von Paris vom 12.12.2015 (UN Treaty Collection, Vol. II, Kap. 27; 7d)

Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (Offenlegungsverordnung, 2019) vom 27.11.2019 (ABl. I L 317)

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 (Taxonomie-Verordnung, 2019) vom 22.06.2020 (ABl. I L 198)

Ehrenwörtliche Erklärung

Hiermit versichere ich, dass die vorliegende Arbeit von mir selbstständig und ohne unerlaubte Hilfe angefertigt worden ist, insbesondere dass ich alle Stellen, die wörtlich oder annähernd wörtlich aus Veröffentlichungen entnommen sind, durch Zitate als solche gekennzeichnet habe. Weiterhin erkläre ich, dass die Arbeit in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner Prüfungsbehörde / Prüfungsstelle vorgelegen hat. Ich erkläre mich damit einverstanden, dass die Arbeit der Öffentlichkeit zugänglich gemacht wird. Ich erkläre mich damit einverstanden, dass die Digitalversion dieser Arbeit zwecks Plagiatsprüfung auf die Server externer Anbieter hochgeladen werden darf. Die Plagiatsprüfung stellt keine Zurverfügungstellung für die Öffentlichkeit dar

Stuttgart, 28.11.2021