
Optionen für mehr Qualität und (Klima-)Wirkung bei Dialogstrategien

GESA VÖGELE

Gesa Vögele, E-Mail: mail@mimastitan.eu

Zusammenfassung: Dieser Beitrag befasst sich mit dem Potenzial Investoren-seitiger Dialogstrategien für den Klimaschutz und die nachhaltige Transformation. Hierfür werden Herausforderungen wie Zielkonflikte, nicht intendierte Wirkungen und Grenzen eines möglichen Wirkungspotenzials analysiert sowie Hürden beleuchtet, die einem bestmöglichen Beitrags dieses Instruments für Klimaschutz und Nachhaltigkeit entgegenstehen. Abschließend werden aus den gewonnenen Erkenntnissen Handlungsoptionen für mehr Qualität und Wirkung von Dialogstrategien abgeleitet, die sich den drei Akteursgruppen Investoren, Dienstleister und öffentliche Hand bieten.

Summary: This paper deals with the potential of investor-side dialogue strategies for climate protection and sustainable transformation. For this purpose, challenges such as conflicting goals, unintended effects and limits of a possible impact potential are analyzed and hurdles that stand in the way of the best possible contribution of this instrument for climate protection and sustainability are illuminated. Finally, the findings are used to derive options for action to improve the quality and impact of dialog strategies, which are available to the three groups of actors: investors, service providers and the public sector.

→ JEL classification: G18, G23, G32, G38

→ Keywords: Policy, Regulation, Institutional Investors, Shareholder, Shareholder Rights, Transparency

I Einleitung

In Dialogstrategien wird ein im Vergleich zu anderen nachhaltigen Investmentansätzen großes Wirkungspotenzial für die anstehenden Transformationsprozesse im Sinne von Klimaschutz und Nachhaltigkeit gesehen. Zu diesem Ergebnis gelangt etwa eine jüngere Umfrage unter börsennotierten Unternehmen im deutschsprachigen Raum (vgl. Häßler und Vögele 2022: S. 55). Zudem liegen grundsätzlich empirische Belege dazu vor, dass Dialogstrategien zu Verbesserungen bei Unternehmen führen können (vgl. etwa Heeb und Kölbel 2020: S. 14 f.).

Diese Erkenntnisse begründen Hoffnungen, etwa des Sustainable Finance Beirats der Bundesregierung (vgl. 2020: S. 36), Dialogstrategien durch eine entsprechende Förderung und den Abbau von Hürden stärker als bislang im Sinne von Klimaschutz- und Nachhaltigkeitszielen einsetzen zu können. Das Beratungsgremium beklagt, Investoren in Deutschland setzten ihre Möglichkeiten zur Einflussnahme auf Unternehmen zu wenig ein, um diese zu einem nachhaltigeren Wirtschaften zu bewegen (ebenda).

Dass gerade in Deutschland hierfür ungenütztes Potenzial besteht, legen Marktstatistiken nahe. Denn in der größten Volkswirtschaft der Europäischen Union rangieren Dialogstrategien aktuell lediglich im Mittelfeld der nachhaltigen Anlagestrategien. Relativ zum Vorjahr haben diese 2021 zwar mit Zuwächsen von über 50 Prozent kräftig zugelegt, jedoch unterdurchschnittlich im Vergleich der nachhaltigen Anlagestrategien insgesamt (FNG 2022: S. 10). Ihre Bedeutung im Kontext der nachhaltigen Geldanlage in Deutschland hat sich – zumindest in Quantitäten ausgedrückt – in den letzten Jahren kaum verändert. Zudem zeigt der internationale Vergleich, dass beispielsweise die angelsächsischen und skandinavischen Länder in Sachen Dialogstrategien um einiges weiter fortgeschritten waren und sind (vgl. Vögele 2020: S. 92 ff.).

Die Fragestellung, inwiefern Dialogstrategien tatsächlich geeignet sind, das Erreichen von Klima- und Nachhaltigkeitszielen zu unterstützen, und deren Potenzial daher – insbesondere in Deutschland – viel stärker als bislang genutzt werden sollte, ist Gegenstand des Beitrags *Optionen für mehr Qualität und (Klima-)Wirkung bei Dialogstrategien*.

Hierfür sollen folgende Fragen untersucht werden:

1. Welche Erkenntnisse liegen zu den potenziellen Klimaschutz- und Nachhaltigkeitswirkungen von Dialogstrategien vor?
2. Welche Hürden, Herausforderungen und Zielkonflikte bestehen?
3. Welche Handlungsmöglichkeiten bieten sich Investoren, Dienstleistern und der öffentlichen Hand?

Um diese Fragestellungen entwickeln zu können, soll mit der Verortung von Dialogstrategien im Kontext des nachhaltigen Investments zunächst eine grundlegende Orientierung geboten werden. Sodann sind einige Begriffsklärungen erforderlich, an die sich eine detailliertere Untersuchung von Dialogstrategien anschließt, wie auch eine Erläuterung des Konzepts verschiedener Investorentypen, weil hieraus Implikationen mit Blick auf Maßnahmen zur Entfaltung von deren Wirkungspotenzial erwachsen. Auf einen Abriss zu wesentlichen Erkenntnissen zum Wirkungspotenzial von Dialogstrategien folgt ein Überblick zu rechtlichen Rahmenbedingungen in Europa und Deutschland und sich daran anschließende politische Debatten.

Auf dieser Basis können sodann Hürden und Herausforderungen untersucht werden, die sich in die Bereiche Transparenz und Berichterstattung, Ressourcenintensität, rechtliche Hürden sowie Zielkonflikte auf unterschiedlichen Ebenen untergliedern. Darauf aufbauend werden schließlich Handlungsoptionen für drei Akteursgruppen – Investoren, Dienstleister und die öffentliche Hand – abgeleitet.

2 Dialogstrategien und das nachhaltige Investment

Um den Anspruch der Nachhaltigkeit in der Geldanlage umzusetzen, braucht es so genannte nachhaltige Anlagestrategien. Kirchliche Investoren spielten in der Entstehung und Entwicklung des nachhaltigen Investments eine wichtige Rolle (Bassler und Wulsdorf 2018: S. 6 und S. 15), weshalb es sich anbietet, von dieser Akteursgruppe verwendete Begrifflichkeiten für einen einleitenden Überblick heranzuziehen. Knappe und überblicksartige Definitionen zu den unterschiedlichen nachhaltigen Anlagestrategien bietet die jährlich erscheinende Marktstatistik des Forum Nachhaltige Geldanlagen (vgl. FNG 2022: S. 34.).

Laut den entsprechenden Leitfäden der katholischen und evangelischen Kirche in Deutschland (siehe Evangelische Kirche in Deutschland 2019: S. 10 sowie Deutsche Bischofskonferenz und ZdK 2021: S. 19 oder auch Bassler und Wulsdorf 2018: S. 4) werden in der Praxis die nachhaltigen Anlagestrategien den drei Bausteinen bzw. Gesichtspunkten Verhindern, Fördern und Verändern oder Gestalten zugeordnet.

Das Verhindern kann mit Ausschlusskriterien umgesetzt werden, das Fördern mit Best-in-Class-Ansätzen oder anderen Positiv-Strategien und das Verändern mit so genanntem Engagement (ebenda: S. 4), das meist sowohl Dialoge von Investoren mit Unternehmen oder anderen Investitionsobjekten umfasst als auch die Ausübung der Aktionärsrechte. Für beides wird in diesem Beitrag der Terminus Dialogstrategien genutzt.

Neben den Bausteinen des Verhinderns, Förderns und Veränderns sei noch die ESG-Integration genannt, bei der es um Rendite-Risiko-Optimierung mittels ESG-Kriterien geht. ESG steht für Environmental, Social, Governance – also für Umwelt, Soziales und Unternehmensführung.

Die ESG-Integration war 2021 in Deutschland laut den FNG-Marktstatistiken (2022: S. 10) bei Publikumsfonds, Mandaten und Spezialfonds knapp die am häufigsten verwendete nachhaltige Anlagestrategie, gefolgt von Ausschlüssen und dem normbasierten Screening. Die Ränge vier und fünf nehmen Dialogstrategien ein, wobei Dialoge mit Investitionsobjekten, in den FNG-Statistiken Engagement genannt, bei 71 Prozent aller nachhaltigen Investments Anwendung finden und die mit Aktionärsrechten verbundenen Maßnahmen (Stimmrechtsausübung) bei 65 Prozent.

Die Marktstatistiken zeigen darüber hinaus, dass die genannten nachhaltigen Anlagestrategien meist in Kombination miteinander angewendet. Sie sind somit in der Regel nicht als Substitute, sondern als Komplemente zu verstehen. Mit Blick auf Dialogstrategien ist Insbesondere auf den Zusammenhang mit dem Ausschluss von Portfolio-Titeln im Rahmen von Divestments zu verweisen, worauf im Abschnitt zu Eskalationsstrategien nochmals eingegangen wird.

2.1 Begriffsbestimmungen

Dialogstrategien sind bereits als etwas definiert worden, das sowohl die Ausübung von Aktionärsrechten als auch Dialoge umfasst. Einige weitere Bestimmungen und Erläuterungen sind notwendig, um eine begriffliche Klarheit herzustellen:

Dialogstrategien werden von Investoren angewendet und zielen auf Veränderungen bei ihren Investments. Investoren können zum Beispiel Vermögensverwalter, Banken, Pensionsfonds oder Versicherungen und sein. Sie können, da sie selbst es sind, die investieren, als Investitionssubjekte bezeichnet werden. Ihre Investments, zum Beispiel über Aktien in Unternehmen, über Anleihen in Staaten oder direkt in Projekte und Technologien, dagegen als Investitionsobjekte.

Dabei ist klar, dass ein und dieselbe Institution sowohl Investitionsobjekt als auch -subjekt sein kann. Eine Bank kann beispielsweise Anleihen emittieren und damit Investitionsobjekt sein. Ein Unternehmen kann selbst Investitionen tätigen und damit Investitionssubjekt sein. In diesem Beitrag wird daher der Begriff Investor als Synonym für Investitionssubjekt genutzt und der des Investitionsobjekts, wenn es um den Gegenstand von Dialogstrategien – die Investments – geht. Maßgebend ist also jeweils die Rolle im Geschehen und nicht der Institutionstypus. Sofern sich beispielsweise Studien mit konkreten Investitionsobjekten wie Unternehmen befassen, werde diese selbstverständlich auch so benannt.

Dieser Beitrag beleuchtet das Thema Dialogstrategien zudem in erster Linie aus Perspektive der Investoren und nicht aus derjenigen der Investitionsobjekte.

Wichtig zu erwähnen ist darüber hinaus, dass Dialogstrategien nicht zwingend auf Klimaschutz oder Nachhaltigkeit zielen. In diesem Beitrag werden sie jedoch ausschließlich in dieser Hinsicht betrachtet. Die Überlegungen, die im Rahmen dieses Beitrags entfaltet werden, stellen den Klimaschutz in den Mittelpunkt, lassen sich aber grundsätzlich auf andere Nachhaltigkeitsthemen übertragen.

Empirisch ist der Klimawandel bei Dialogstrategien in den allermeisten Ländern mit Abstand das dominante Nachhaltigkeitsthema (ISS-ESG 2021: S. 4 ff.), sodass hierzu bereits mehr Informationen und Erkenntnisse vorliegen als zu anderen Bereichen.

2.2 Dialogstrategien im Detail: Ausgestaltung, Anwendungsspektrum und Eskalationsstufen

Dialogstrategien werden zum besseren Verständnis in Vote- und Voice-Strategien unterteilt. Während Vote-Strategien in der Regel die Mitbestimmung von Aktionären auf Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften umfassen, beschreiben Voice-Strategien den persönlichen Dialog mit den Investitionsobjekten (so etwa Deutsche Bischofskonferenz und ZdK 2021: S. 26 f. oder Bassler und Wulsdorf 2018: S. 4). Ruppert (2022: S. 165) fasst die Voice-Strategien weiter, indem er ihnen neben den Dialogen mit Investitionsobjekten auch jegliche auf den Hauptversammlungen stattfindende Kommunikation mit Ausnahme der Abstimmungen selbst zuordnet sowie die öffentliche Kommunikation zu den Inhalten der Dialogstrategien als auch die Mitarbeit in den Gremien der Investitionsobjekte. Im vorliegenden Beitrag wird unter Dialogstrategien all das Genannte gefasst.

Eine wichtige Unterscheidung ist innerhalb der Dialogstrategien jedoch zwischen allen Maßnahmen vorzunehmen, die mit Aktionärsrechten zusammenhängen, und denen, wo dies nicht der Fall ist. Denn Letzteres kann auch bei Anlageklassen jenseits von Aktien stattfinden. So gibt es Entwicklungen dahingehend, dass Dialogstrategien zunehmend im Bereich von Unternehmensanleihen und Immobilien zur Anwendung kommen (Vögele 2020: S. 95).

Substanziell und qualitativ hochwertig aufgesetzte Dialogstrategien bestehen aus verschiedenen Stufen oder Elementen, die aufeinander aufbauen und in Abhängigkeit davon Anwendung finden, ob die Bemühungen Erfolg zeitigen oder nicht. Beispielsweise unterscheidet Union Investment elf Stufen, die unter anderem den Unternehmens-Dialog, gemeinschaftliches Vorgehen mit anderen Investoren, Aktionärsanträge, Schaffung von Medienöffentlichkeit, Reden auf Hauptversammlungen, Klagen oder als letztes Mittel den Verkauf von Portfoliobeteiligungen umfassen (vgl. Werning 2020: S. 120). Nicht nur Union Investment sieht ein solches Divestment als letzte Eskalationsstufe vor. Vielmehr besteht weit verbreitet die Auffassung, dass der Verkauf von Portfoliobeteiligungen als Ultima Ratio notwendiger Bestandteil glaubwürdiger Dialogstrategien ist (so etwa Deutsche Bischofskonferenz und ZdK 2021: S. 27).

2.3 Investoren-Typen

Die Literatur (vgl. etwa Schaefers 2014: S. 204 ff. oder Emunds und Patenge 2016: S. 18 ff.) unterscheidet mit Blick auf Nachhaltigkeit in der Regel drei Investorentypen, die zwar teils unterschiedlich benannt sind, jedoch in der Regel auf folgende Untergliederung hinauslaufen: Erstens den ökonomistischen Investoren, der Nachhaltigkeitsaspekte mit dem Ziel integriert, die finanzielle Rendite zu optimieren. Es gilt das Primat der Rendite. Zweitens den ethisch orientierten Investoren, der unter Einhaltung von nachhaltigen oder moralischen Mindeststandards möglichst ohne Einbußen eine finanzielle Rendite erzielen möchte. Es gilt das Primat der Ethik. Und drittens den supererogatorischen Investoren, der zwar als finanzielles Minimalziel einen Kapitalerhalt anstrebt, aber durch das Investment vorrangig ideelle Ziele fördern möchte (eine Übersicht bietet CRIC e.V. 2018: S. 20).

Diese dreigeteilte Unterscheidung lässt sich auf Dialogstrategien übertragen. So unterscheiden Riedel und Schneeweiß (2008: S. 25 ff.) weitsichtige Rendite-Optimierer, aufgeklärte Investoren und Aktionäre für eine bessere Welt.

Diese drei Spielarten lassen sich mit Beispielen veranschaulichen. So führte der kanadische Investmentmanager BMO GAM Dialoge mit DAX-Unternehmen zu Diversität in Geschäftsleitung und Belegschaft mit der Begründung, dass beides den langfristigen Unternehmenserfolg fördere (Roth 2020: S. 293). Als weitsichtige Rendite-Optimierer nutzen sie Dialogstrategien, um ihre Rendite langfristig zu sichern und zu verbessern. Dies schränkt diesen Typus aber mit Blick auf potenzielle Maßnahmen ein. So könnten sich etwa öffentlichkeits-wirksame Schritte negativ auf die Reputation und damit die finanzielle Performance des Investitionsobjektes auswirken.

Der *Arbeitskreis Kirchlicher Investoren in Deutschland* (AKI), der umfassende Aktivitäten im Bereich der Dialogstrategien entfaltet, zählt sich selbst zu den aufgeklärten Investoren, charakterisiert den eigenen Ansatz als kooperativ und grenzt sich damit von konfrontativeren Ansätzen ab (vgl. Bassler 2020: S. 170 ff.), die beispielsweise weitaus stärker auf öffentliche Wahrnehmung und Maßnahmen im Rahmen von Hauptversammlungen setzen. Der vertrauliche Dialog wird als Erfolgsrezept betrachtet und beispielsweise öffentlichkeits-wirksame Schritte konsequenter Weise eher kritisch

gesehen, da diese sowohl für den Investor als auch das Investitionsobjekt kontraproduktiv sein könnten (vgl. Evangelische Kirche in Deutschland 2019: S. 30). Ähnlich dem ethisch orientierten Investor werden bei den aufgeklärten Investoren normative Ziele den finanziellen nicht untergeordnet.

Den Aktionären für eine bessere Welt, denen es in erster Linie um eine Verbesserung des Investitionsobjekts im Sinne ethischer oder nachhaltiger Werte geht, könnte zum Beispiel der Ansatz des kritischen Aktionärstums zugeordnet werden, den die europäische Investorenplattform *Shareholders for Change* entwickelte. Bei diesem geht es ausschließlich um die Verbesserung der Nachhaltigkeitswirkung (Ladentrog et al. 2020: S. 230). Auch kann das Vorgehen im Vergleich zu demjenigen des AKI als konfrontativer eingestuft werden, weil zum Beispiel öffentlichkeitswirksame Maßnahmen Teil des Konzepts sind.

Diese idealtypisch herausgearbeiteten Spielarten der Dialogstrategien und Investoren haben eine unmittelbare praktische Relevanz, weil damit unterschiedliche Ansätze und Herangehensweisen einhergehen, die insbesondere auf die Erfolgchancen von kollaborativem Engagement je nach Fall förderlich oder auch hinderlich wirken können und zudem mit Blick auf Anforderungen zur Offenlegung relevant sind.

2.4 Wirkung: Potenziale und Erfolgsfaktoren

Unter den nachhaltigen Anlagestrategien wird Dialogstrategien oftmals ein hohes Wirkungspotenzial unterstellt. Zum Beispiel ist auf der Webseite der Fondsdatenbank *Mein Fairmögen* ganz lapidar zu lesen: *Engagement mit einem Unternehmen ist nachweislich eine der wirksamsten Strategien für einen positiven Impact.* (vgl. Mein Fairmögen: o. J.). Eine aktuelle Umfrage unter börsennotierten Unternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz zu Dialogstrategien ergab, dass diesen mit Abstand der größte Einfluss auf das Management von ESG-Themen in Unternehmen zugesprochen wird. Dabei wird der persönliche Dialog mit Investitionsobjekten als noch wirkungsvoller angesehen als die Stimmrechtsausübung, die auf Platz zwei rangiert. Ausschlusskriterien werden als am wenigsten einflussreich eingeschätzt (Häßler und Vögele 2022: S. 55).

Kölbel et al. (2019: S. 559 f.) kommen auf der Basis einer Literaturrecherche zu dem Ergebnis, dass die Wirkung von Dialogstrategien – hier ausschließlich im Hinblick auf die mit Aktien verbundenen Möglichkeiten – bereits umfassend wissenschaftlich analysiert wurde und Beweise für Auswirkungen auf die Qualität der Unternehmenstätigkeit vorliegen. Darüber hinaus haben die Wissenschaftler Faktoren identifiziert, die sich auf die Erfolgswahrscheinlichkeit auswirken: Positiv-Faktoren sind die Kapitalstärke der Investoren, vorheriges Eingehen der Investitionsobjekte auf Forderungen zu ESG-Themen im Rahmen von Dialogen, das gleiche Herkunftsland von Lead-Investor und Investitionsobjekt und die Beteiligung von international anerkannten Investoren an den Dialogen. Negativ wirkt sich hingegen die Höhe der Kosten der geforderten Maßnahmen aus.

Busch et al. (2022: S. 2) fanden nach einer Analyse von über 7.000 Aktionärsanträgen zu ESG- oder CO₂-Themen heraus, dass Unternehmen, die derartige Anträge erhalten haben, in den Folgejahren bessere ESG-Bewertungen und niedrigere CO₂-Emissionsintensitäten aufweisen als Unternehmen, die keine derartigen Anträge erhalten haben. Diese Effekte sind der Studie zufolge besonders ausgeprägt, wenn konventionelle Investoren ohne explizite Nachhaltigkeitsagenda involviert waren. Mit Blick auf das Thema Klimawandel ist wichtig zu erwähnen, dass laut Studie jedoch kein Einfluss auf die absoluten CO₂-Emissionen festzustellen war.

Zu dem Ergebnis, dass infolge von Dialogstrategien zwar die CO₂-Intensitäten sinken können, aber keine absoluten CO₂-Reduktionen folgen, kommen ebenso Bauer et al. (2022: S. 1ff.). Für diese Studie wurden Dialogstrategien zu ESG-Themen bei knapp 2500 börsennotierten Unternehmen untersucht. Ein weiteres Ergebnis war, dass die Erfolgchancen dieser Dialogstrategien steigen, wenn die betreffenden ESG-Themen zugleich für das jeweilige Unternehmen finanziell wesentlich sind (ebenda S. 20).

Weiterhin gibt es Anzeichen dafür, dass auch die Reputation des Investors ein Faktor sein kann, der sich auf den Erfolg von Dialogstrategien auswirkt. Beispielsweise zeigt die niederländische Organisation VBDO, die seit über 25 Jahren Dialoge mit börsennotierten Unternehmen führt, dass es auch mit sehr geringer Kapitalmacht möglich ist, die Nachhaltigkeitsagenda von Unternehmen über viele Jahre hinweg zu beeinflussen (vgl. Duiker und Urbach 2020: S. 204). Von einem Reputationseffekt profitieren beispielsweise auch kirchliche Investoren.

Darüber hinaus verweist beispielsweise Malmendier (2020: S. 239) darauf, dass die Wirkung von Dialogstrategien sich selten in simplen Ursache-Wirkungs-Zusammenhängen erschöpft und zudem für ein tieferes Verständnis der Kontext von umfassenderen Diskursen mit zu berücksichtigen sei.

Hieran lassen sich zwei Thesen anschließen: Erstens, dass Nachhaltigkeitspionieren im Finanzbereich mit Blick auf Dialogstrategien zwar ein relativ betrachtet geringeres direkt belegbares Wirkungspotenzial zukommen mag, ein wichtiger Beitrag jedoch darin liegen kann, den Weg zu bereiten, dass konventionelle und kapitalstarke Investoren später mit ihren Dialogstrategien erfolgreich sein können. Und zweitens, dass gesellschaftliche Entwicklungen, die sich beispielsweise in sozialen Bewegungen wie Fridays for Future zeigen, einen Beitrag dafür leisten, indirekt Investitionsobjekte für bestimmte Belange zu sensibilisieren, was die Erfolgchancen von Dialogstrategien zu diesen Themen begünstigen kann.

Insgesamt zeigt sich, dass bei Dialogstrategien grundsätzlich von einem, wenn auch begrenzten, Wirkungspotenzial im Sinne einer nachhaltigen Transformation und Klimaschutz ausgegangen werden kann, dessen Realisierung in einem engeren Ursache-Wirkungsverständnis jedoch von bestimmten Faktoren abhängt. Zugleich ist davon auszugehen, dass Dialogstrategien und damit auch deren Wirkungspotenzial und Erfolgchancen sehr stark als eingebettet in gesellschaftliche Diskurse verstanden werden müssen.

3 Rahmenbedingungen und politische Debatten

Die Anzahl regulatorischer Maßnahmen für den Bereich Sustainable Finance hat in den letzten Jahren signifikant zugenommen. Laut Statista (2022) waren 2021 in 35 Ökonomien, die mehr als 93 Prozent des globalen Bruttoinlandsprodukts auf sich vereinen, 316 regulatorische Maßnahmen zu Sustainable Finance implementiert. Zehn Jahre zuvor waren es noch 92. Allein der 2018 veröffentlichte *EU-Aktionsplan Finanzierung nachhaltigen Wachstums* (EU-Kommission 2018) mit seinen zehn Maßnahmen formulierte, wie etwa Swiss Sustainable Finance (2019: S. 2) zählte, 22 Ziele, denen 28 regulatorische Initiativen zugeordnet werden können.

Von dieser Entwicklung ist auch der Bereich der Dialogstrategien nicht unberührt. Allerdings stand er bislang nicht im Zentrum der Debatten. Wesentliche politische-regulatorische Rahmen-

bedingungen und Reformempfehlungen und mögliche Weiterentwicklungen für diesen Bereich werden im Folgenden umrissen.

3.1 Europäische Union

Bezüglich Dialogstrategien ist für die Europäische Union (EU) vor allem die im Juli 2007 in deren Amtsblatt veröffentlichte *Richtlinie über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften*, die so genannte Aktionärsrechterichtlinie, zu nennen (EU-Kommission 2007). Sie wurde 2009 in deutsches Recht überführt. Sie sollte die Aktionärsrechte stärken und auf europaweit einheitliche Mindeststandards hinwirken. Seit 2017 liegt die Aktionärsrechterichtlinie in einer novellierten Fassung vor (EU-Kommission 2017), deren deutsche Umsetzung 2020 in Kraft trat. Diese Aktionärsrechterichtlinie II zielt unter anderem darauf, langfristig orientierte Aktionärsbeteiligungen zu erleichtern und effektiver zu gestalten. Mit Blick auf Dialogstrategien ist insbesondere die unter Artikel 3 g formulierte Mitwirkungspolitik zu nennen.

Demnach müssen institutionelle Investoren und Vermögensverwalter auf Basis eines *Comply or Explain*-Ansatzes öffentlich zugänglich darüber berichten, wie sie die Mitwirkung der Aktionäre in ihre Anlagestrategie integrieren. So genannte nichtfinanzielle Aspekte und ESG-Auswirkungen sind explizit genannt. Die novellierte Fassung enthält außerdem Regelungen zu Entscheidungsbefugnissen der Hauptversammlung mit Blick auf Vergütungsthemen.

Wenn auch Dialogstrategien im kurze Zeit nach der Aktionärsrechterichtlinie II veröffentlichten *EU-Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums* (EU-Kommission 2018) nahezu ausgeblendet bleiben, gibt es doch zumindest im Zusammenhang der Offenlegungsverordnung, die ein zentraler Bestandteil dieses Aktionsplans ist, Querverbindungen.

Im zugehörigen delegierten Rechtsakt stellt Artikel 8 (EU-Kommission 2022) insofern einen Bezug her, als dass eine Referenz zur Mitwirkungspolitik der Aktionärsrechterichtlinie und Anforderungen bezüglich Angaben für die *Erklärung zu den wichtigsten nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen* enthalten sind. Diese soll eine Mitwirkungspolitik zur Verringerung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen beinhalten. Zudem ist eine Beschreibung anzufügen, welche Anpassungen der Mitwirkungspolitik erfolgen, wenn über mehrere Berichtszeiträume keine Verringerung der nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen festzustellen ist. Auch in den produktspezifischen Transparenzanforderungen in der Offenlegungsverordnung sind Angaben zur Mitwirkungspolitik vorgesehen (siehe ebenda Artikel 24, 35, 37, 48).

Die nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen sind in der Offenlegungsverordnung über Indikatoren operationalisiert, für die sich die Kurzform PAIs etabliert hat, was für *Principle Adverse Impacts* steht. Von diesen beziehen sich neun verpflichtende und vier freiwillige unmittelbar auf den Klimawandel. Die Offenlegungsverordnung bietet damit konkrete Anknüpfungspunkte, dieses Thema mittels Dialogstrategien zu adressieren.

Die Aktionärsrechterichtlinie II steht 2023 bei der EU turnusgemäß zur Überprüfung an. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA konsultierte vor diesem Hintergrund im Herbst 2022 zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie II (vgl. ESMA 2022). In der erneuerten Sustainable Finance-Strategie hatte die EU-Kommission (2021: S. 18f.) bereits angekündigt, zu untersuchen, wie die Aktionärsrechterichtlinie II den Nachhaltigkeitszielen der EU

besser gerecht und auf global bewährte Verfahren in Stewardship Codes abgestimmt werden kann. Auch mit Blick auf Pensionsfonds soll es Überprüfungen geben.

Was politische und regulatorische Maßnahmen zu Dialogstrategien angeht und diesbezüglich vor allem die Aktionärsrechterichtlinie, aber auch andere Rechtstexte wie die Richtlinie für Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung oder die Offenlegungsverordnung, haben Akteure wie PRI und ShareAction eine große Bandbreite an Reformvorschlägen vorgelegt. Diese zielen in erster Linie auf mehr Transparenz und verpflichtende Vorgaben für die Berichterstattung. Einen nicht erschöpfenden Überblick hierzu bietet CRIC e.V. (2022a: S. 1 ff.).

Die ESMA selbst hat zudem angeregt, darüber nachzudenken, ob eine Abstimmung über die nichtfinanzielle Erklärung gemäß CSR-Richtlinie (EU-Kommission 2014) auf Hauptversammlungen ein wirksames Instrument sein könnte, damit Investoren Bedenken zum Umgang der Emittenten mit Nachhaltigkeitsrisiken adressieren können. Die Behörde sieht außerdem die Notwendigkeit, zur Förderung von kollaborativem Vorgehen bei Dialogstrategien ihr öffentliches Statement zu Acting in Concert einer Überprüfung zu unterziehen (ESMA 2019: S. 10). Zuletzt genanntes Thema wird aktuell insbesondere in Deutschland stark diskutiert.

3.2 Deutschland

In seinem Abschlussbericht geht der Sustainable Finance-Beirat nicht auf Fragestellungen zur Aktionärsrechterichtlinie und deren Umsetzung in Deutschland oder Weiterentwicklung auf EU-Ebene ein, unterbreitet aber mit Blick auf Dialogstrategien folgende konkrete Vorschläge: die Schaffung einer Plattform zur Förderung von kollaborativem Engagement, die Entwicklung eines deutschen Stewardship Code sowie die Mitarbeit an einem europäischen Stewardship Code und eine Gesetzesinitiative zur verlässlichen rechtlichen Abgrenzung von kollaborativem Vorgehen bei Dialogstrategien von Investorenabsprachen auf informeller Ebene – dem so genannten Acting in Concert (Sustainable Finance Beirat 2021: S. 128 ff.).

An der vorgeschlagenen Plattform wird aktuell unter dem Namen *German Engagement Platform for Sustainable Impact* (GEPSI) gearbeitet. Der neue Sustainable Finance Beirat (2022: S. 1) gab in einer Pressemitteilung bekannt, dass sich eine seiner sechs Arbeitsgruppen speziell dieser Plattform widmet.

In Deutschland hatte 2022 das Thema der virtuellen Hauptversammlung unter anderem für Diskussionen darüber gesorgt, inwiefern diese einer Aktienkultur im Sinne der Einflussmöglichkeiten für nachhaltigeres Wirtschaften abträglich sein könnte. Ein entsprechendes Gesetz, das im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie eingesetzte vorübergehende Maßnahmen in eine dauerhafte Regulierung überführt, ist 2022 umgesetzt worden (siehe zur Diskussion etwa Dachverband der kritischen Aktionärinnen und Aktionäre 2022).

4 Herausforderungen

Dieses Kapitel untersucht zum einen Hürden, die mehr Wirkung und Qualität von Dialogstrategien im Sinne des Klimaschutzes und der Nachhaltigkeit entgegenstehen. Zum anderen sollen Aspekte der Grenzen von Dialogstrategien im Besonderen und Sustainable Finance im Allge-

meinen skizziert und die Fragestellung angerissen werden, wo beides Nachhaltigkeitszielen sogar abträglich sein könnte.

4.1 Transparenz und Berichterstattung

Transparenz und Berichterstattung zu Aktivitäten im Rahmen von Dialogstrategien kann sich insbesondere in zweierlei Hinsicht als Herausforderung darstellen: Erstens aufgrund Investorentypen-abhängig unterschiedlich ausgestatteter Präferenzen bezüglich Transparenz und zweitens mit Blick auf Phänomene des Greenwashings, wobei zwischen beiden auch Zusammenhänge bestehen (können).

Investorenabhängige Präferenzen: Mit den unterschiedlichen Typen bzw. Spielarten bei Dialogstrategien sind Implikationen für das Thema Transparenz und Berichterstattung verbunden.

Bei den Aktionären für eine bessere Welt passt jegliche Offenlegung und Transparenz, auch zu konkreten Investmentobjekten, Themen, Zielen, Dialogen etc. ins Konzept und ist insofern unproblematisch. Die beiden Typen weitsichtige Rendite-Optimierer und aufgeklärte Investoren legen jedoch Wert auf Ansätze, die Vertraulichkeit in den Dialogen und den dadurch gewährleisteten Vertrauensaufbau im Sinne des Erreichens der Nachhaltigkeits- und Klimaziele einsetzen. Transparenz und Berichterstattung, die Ross und Reiter beim Namen nennen, können aus dieser Perspektive heraus als kontraproduktiv bewertet werden. Dieses Dilemma kann beispielsweise dadurch gelöst werden, dass Transparenzanforderungen nicht zwingend Angaben zu konkreten Fällen von Dialogstrategien inklusive der Benennung der betreffenden Investitionsobjekte enthalten müssen, sondern stattdessen ausgewählte Fallbeispiele.

Das Problem jedoch, dass das Argument der Vertraulichkeit als Vorwand dafür genutzt wird, um das Anlageuniversum groß zu halten, aber Dialogstrategien gar nicht substanziell umgesetzt werden, besteht dennoch. Nicht ohne Grund wird vom so genannten Tea & Biscuits Engagement (so etwa Baue und Thurm 2020: S. 106) gesprochen, bei dem außer netten Zusammenkünften und unverbindlichen Bekenntnissen kaum etwas passiert. Daraus resultieren Greenwashing-Risiken.

Greenwashing: Die gemeinnützige Organisation ShareAction untersuchte kürzlich die Offenlegung zu Dialogstrategien der größten Unterzeichner von Climate Action 100+ (CA100+), der derzeit potenziell schlagkräftigsten Investoren-Initiative zum Klimawandel. Ausgangspunkt war, dass die Fokus-Unternehmen der Initiative nach deren fünfjährigem Bestehen in Sachen Ausrichtung an einer 1,5°-Zukunft und der praktischen Umsetzung von Netto-Null-Ambitionen keineswegs gut dastehen (ShareAction 2022: S. 10). Die Untersuchung kommt zu dem Ergebnis, dass die Unterzeichner entsprechende Strategien oft unzureichend formulieren oder diese gänzlich fehlen, die Berichterstattung über die Dialogstrategien und die entsprechenden Maßnahmen inkonsistent und vage ist, aufgeführte Fallstudien von geringer Qualität sind, die Unterzeichner zwar gerne ihre Beteiligung an der CA100+ hervorheben, aber selten zu den Aktivitäten und Ergebnissen berichten (ebenda S. 6). Detailliertere Berichterstattungspflichten, aber auch eine kritische und hinterfragende Öffentlichkeit könnten hier entgegenwirken.

Es lässt sich somit zusammenfassen: Die Herausforderung mit Blick auf Transparenz und Berichterstattung liegt darin, Lösungen und Wege zu finden, die einerseits Greenwashing verhin-

dern, und andererseits unterschiedliche, insbesondere stärker auf kooperative Herangehensweisen angelegte Dialogstrategien nicht behindern.

4.2 Ressourcenintensität

Der Sustainable Finance-Beirat (2021: S. 36) identifiziert in seinem Abschlussbericht neben rechtlichen Hürden den Zusatzaufwand, der mit der Umsetzung von Dialogstrategien einhergeht, als zweiten zentralen Grund, warum Investoren in Deutschland ihre entsprechenden Möglichkeiten zur Einflussnahme auf Investitionsobjekte im Sinne von Nachhaltigkeit zu wenig nutzen. Auch in Interviews mit Fachleuten im Rahmen eines Rechercheprojekts von CRIC e.V. (2022: S. 27 ff.) kamen zu diesem Ergebnis. Zudem ist unmittelbar intuitiv verständlich, dass potenziell besonders wirkungsvolles und qualitativ hochwertige Dialogstrategien besonders viel Ressourceneinsatz erfordern – bis zum Zehnfachen im Vergleich zu Standard-Dialogstrategien (vgl. Verney 2022).

Neben dem wichtigen Erfolgsfaktor von Dialogstrategien, der Kapitalmacht, ist die mit diesen verbundene Ressourcenintensität damit ein zweites Argument für bessere Rahmenbedingungen und Initiativen für kollaborative Lösungen.

4.3 Rechtliche Hürden

Zu den rechtlichen Hürden sollen ausgewählte Aspekte kurz thematisiert werden. Zunächst gibt es in Deutschland offenbar sehr konkreten Handlungsbedarf mit Blick auf Acting in Concert, womit im Kapitalmarktrecht informelles abgestimmtes Handeln gemeint ist. Dieses ist in Deutschland besonders streng reglementiert und könnte Investoren von kollaborativen Ansätzen im Bereich der Dialogstrategien abhalten. Ein wichtiger Schritt wäre, wenn die Whitelist der ESMA, die Ausnahmefälle von Acting in Concert aufzählt, in Deutschland etwa durch die BaFin offiziell anerkannt würde (vgl. etwa Ruppert 2022: S. 918 ff.).

Auf einer etwas allgemeineren Ebene wird der aktuelle Stand der Regulierung bezüglich Dialogstrategien, insbesondere die Aktionärsrechterichtlinie bzw. deren nationale Umsetzung, als kompliziert angesehen. Hier wird eine Vereinfachung als wichtig erachtet, etwa mit Blick auf das Einbringen von Aktionärsanträgen auf Hauptversammlungen (vgl. CRIC e.V. 2022: S. 16 und Dachverband der kritischen Aktionärinnen und Aktionäre 2022). Diese Forderung geht oft einher mit dem Wunsch nach Mindeststandards für Aktionärsrechte innerhalb der EU und einer länderübergreifenden Harmonisierung (so etwa ShareAction 2021: S. 15 f.). Aufgrund von länderspezifisch sehr unterschiedlicher und mit den jeweiligen historisch gewachsenen Wirtschaftsmodellen eng verzahnter Regulierung ist dies jedoch kein leichtes Unterfangen.

Darüber hinaus wird eine unzureichende Transparenz und Berichterstattung und eine bislang mangelnde Abstimmung mit der Offenlegungs- und Taxonomie-Verordnung beklagt (siehe etwa ShareAction 2021: S. 11 und PRI 2021: S. 4 ff.).

4.4 Zielkonflikte

Folgende Kategorien von Zielkonflikten sind mit Blick auf Dialogstrategien zu unterscheiden: Zum einen Zielkonflikte zwischen unterschiedlichen Nachhaltigkeitszielen, und zum anderen Zielkonflikte, die sich aus nicht intendierten Nebenwirkungen ergeben, die im Rahmen der

Dialogstrategien und deren Maßnahmen selbst oder auf einer systemischen Ebene entstehen können:

Unterschiedliche Nachhaltigkeitsziele: Handeln im Sinne von Ethik und Nachhaltigkeit bringt in der Praxis immer wieder Zweifelsfragen und Zielkonflikte mit sich (einen knappen Überblick hierzu bietet etwa Aachener Stiftung Kathy Beys 2015), die häufig dann zur Diskussion stehen, wenn es um ökologische und soziale Belange wie Umweltschutz versus die Schaffung oder den Erhalt von Arbeitsplätzen geht. Die Transformationsforscherin und Nachhaltigkeitsexpertin Maja Göpel (2020, S. 197) regt in diesem Zusammenhang an, soziale nicht gegen ökologische Fragen auszuspielen, sondern innovative Lösungen zu suchen, weil letztlich beides nur zusammen lösbar sei.

Diese Herausforderung ist nicht spezifisch für Dialogstrategien, aber relevant, weil auch hier mit Zweifelsfragen und Konflikten im Kontext von Nachhaltigkeit umgegangen werden muss. Daher sei auf ein Praxisbeispiel verwiesen, bei dem die Themen Klimaschutz und soziale Faktoren zusammen berücksichtigt wurden: Die britische zivilgesellschaftliche Organisation ShareAction reichte 2019 die erste Klimaresolution bei einer Hauptversammlung ein, die zugleich Forderungen zu einem gerechten Übergang („Just Transition“) enthielt (vgl. Hierzig und Martin 2020: S. 283).

Nicht-intendierte Nebenwirkungen von Dialogstrategien: Studien zeigen nicht nur, wie bereits ausgeführt, dass Dialogstrategien bislang nicht in der Lage zu sein scheinen, absolute Reduktionen von Treibhausgasemissionen zu befördern, sondern es gibt zudem Beispiele, wo es zu absoluten Verschlechterungen gekommen ist. Dies kann dann der Fall sein, wenn Unternehmen – beispielsweise als Reaktion auf Dialogstrategien – hochemittierende Geschäftsbereiche an weniger regulierte Unternehmen verkaufen, um selbst mit einer besseren Klimabilanz dazustehen.

So ist der Fall von BP diskutiert worden (vgl. Adams-Heard 2021). Das Unternehmen kündigte 2019 an, alle seine Anteile im Zusammenhang mit Geschäftsaktivitäten in Alaska zu verkaufen und sich damit zugleich von unerwünschten Treibhausgasemissionen zu trennen. Hierzu gibt es Untersuchungen, die zeigen, dass durch den Verkauf an weniger regulierte Unternehmen, in diesem Fall an Hilcorp Energy Co, umweltschädliche Vorfälle wie Leckagen zunahmen und insgesamt Emissionen tendenziell stiegen und sich damit durch den Verkauf die Klimawirkung verschlechtert hat (ebenda).

Es ist also wichtig, im Kontext von Dialogstrategien darauf zu achten, dass absolute Verbesserungen erreicht werden und nicht ausschließlich Verbesserungen auf Ebene des Investitionsobjekts resultieren.

Systemische nicht-intendierte Nebenwirkungen: Auf einer gesellschaftspolitischen Ebene können mit der zunehmenden Nutzung von Dialogstrategien, um Nachhaltigkeitsziele zu erreichen, wie auch mit einer stärkeren Rolle von Sustainable Finance allgemein, Auswirkungen einer zunehmenden Finanzialisierung von Nachhaltigkeit als weiterer möglicher Zielkonflikt genannt werden (vgl. etwa Besedovsky 2018). Der Wissenschaftlerin zufolge (ebenda S. 27f.) stehen die Prinzipien der Nachhaltigkeit und der Finanzmärkte in Konkurrenz zueinander. Nachhaltigkeit könne durch eine zunehmende Finanzialisierung Schaden nehmen. Dies gelte insbesondere dann, wenn die Deutungsmacht über Nachhaltigkeit auf Finanzmarktakteure übertragen werde und so diese darüber urteilten, was als nachhaltig gelte und was nicht.

Neben Tendenzen der Finanzialisierung – oder als Teil derselben – können Zielkonflikte mit Blick auf die Anliegen von bestimmten Anspruchsgruppen entstehen. In diesem Kontext sind Arbeitnehmende und deren Vertretungen zu nennen, die mehr Investoreneinfluss traditionell skeptisch gegenüberstehen. Beispielsweise zeigte sich der Deutsche Gewerkschaftsbund (2019: S. 4) besorgt darüber, dass *im Zuge der Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie II Entscheidungskompetenzen in Fragen der Vorstandsvergütung weg vom (mitbestimmten) Aufsichtsrat hin zu den Aktionärinnen und Aktionären verlagert werden*. Faktisch führe dies zu einem Machtzuwachs der großen institutionellen Anleger, wodurch Einfluss und Rechte der demokratisch gewählten Arbeitnehmervertreterinnen und -vertreter tendenziell geschwächt würden (ebenda).

Käme es zu einer weiteren Stärkung von Investorenrechten im Zusammenhang Nachhaltigkeit, wäre analoge Argumentationen und Implikationen naheliegend.

5 Handlungsoptionen

Im Folgenden werden Handlungsoptionen skizziert, die sich den drei zentralen Akteursgruppen der Investoren, der Dienstleister und der öffentlichen Hand bieten, um das Potenzial von Dialogstrategien stärker im Sinne des Klimaschutzes und der Nachhaltigkeit zu nutzen.

5.1 Investoren

Auch ohne Änderungen der Regulierung und der weiteren Rahmenbedingungen stehen Investoren Möglichkeiten offen, Dialogstrategien (stärker) im Sinne von Nachhaltigkeit und Klimaschutz zu nutzen. Unter anderem bieten sich folgende Optionen:

Freiwillig hohe Standards bei Offenlegung und Berichterstattung umsetzen: Geht es um Offenlegung, ist erstens essenziell, dass Investoren eine Strategie inklusive Zielsetzungen und definierten Eskalationsstufen formulieren und zweitens, dass Berichterstattung zu den tatsächlichen Maßnahmen und Fortschritten erfolgt. Die Anforderungen zur Berichterstattung können dabei Ansprüchen von stärker kooperativ ausgerichteten Investoren entsprechen, indem etwa mit Fallbeispielen gearbeitet wird und die Nennung der konkreten Investitionsobjekte nicht erforderlich ist.

ShareAction beispielsweise (2022: S. 33) stellt Investoren ein Template für eine qualitative anspruchsvolle Offenlegung zu Dialogstrategien und den entsprechenden Maßnahmen, Fortschritten und Ergebnissen zur Verfügung. Diese und andere Anregungen können genutzt werden, um in Sachen Offenlegung und Berichterstattung freiwillig über gesetzlich erforderliche Mindeststandards hinauszugehen, was sich für Investoren beispielsweise positiv auf deren Reputation auswirken kann.

Mut zu Qualität: Anstatt vager Angaben und Ankündigungen können Investoren bei Dialogstrategien im Sinne eines *weniger ist mehr* konkret werden und realistische, aber zugleich ambitionierte Ziele setzen und diese mit geeigneten Maßnahmen adressieren. Weniger Quantität kann kurzfristig mit Blick auf die Außenkommunikation und das Marketing negativ wirken. Dies kann sich jedoch aufgrund einer durch die Zunahme an Qualität gestärkten Glaubwürdigkeit mittel- bis langfristig zu einem Pluspunkt wandeln.

Bei einem qualitativ hochwertigen Ansatz ist zudem Kreativität und Innovation gefragt, um nicht intendierte Nebenwirkungen zu verhindern und gerade mit Blick auf den Klimaschutz dahin zu gelangen, absolute und nicht nur relative CO₂-Reduktionen zu erreichen.

Zudem gibt es Tools und Handreichungen, die der Qualität zuträglich sein können, Ressourcen einsparen helfen und systematisch genutzt werden könnten. Zum Beispiel hat das Projekt *Pathways To Paris* Instrumente entwickelt, die Unternehmen und Finanzakteure unterstützen, den für die Transformation wichtigen Dialog auf Augenhöhe strukturiert und lösungsorientiert zu führen (WWF Deutschland o. J.). Der Think Tank Preventable Surprises (2015: S. 15) entwickelte Richtlinien für ein so genanntes *Forceful Stewardship*, die insbesondere Empfehlungen zu den Themen Ausübung der Stimmrechte und Instruktion der Stimmrechtsberater enthält und als Hilfe und Orientierung dienen können.

Das Thema des gerechten Übergangs haben das *Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment*, die bei der *Havard Kennedy School* angesiedelte *Initiative on Responsible Investment* in Kooperation mit den *Principles for Responsible Investment* und dem Internationalen Gewerkschaftsbund für den Bereich Sustainable Finance aufbereitet. Deren *Investing in a Just Transition* Initiative bietet im Rahmen eines Leitfadens unter anderem konkrete Empfehlungen mit Blick auf Dialogstrategien (Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment 2018: S. 15 ff.).

Anknüpfungspunkte der Regulierung proaktiv nutzen: Die Anforderungen aus der Offenlegungsverordnung zu nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen sind direkt mit Anforderungen zu einer Mitwirkungspolitik verknüpft. Hier können Dialogstrategien viel stärker als bislang ansetzen, indem Investoren, etwa im Zusammenschluss mit anderen, darauf hinwirken, dass sich bei Unternehmen klimarelevante Indikatoren für nachhaltige Nachhaltigkeitsauswirkungen (PAIs) wie die Treibhausgasemissionen oder der CO₂-Fußabdruck verringern. Auch können Dialogstrategien eingesetzt werden, um die Quoten zur Taxonomie-Konformität von Unternehmen für Wirtschaftstätigkeiten zu steigern, die zu den Zielen Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel beitragen. Dabei kann über die gesetzlichen Taxonomie-Anforderungen zum Beispiel mit Blick auf Kernenergie oder fossiles Gas hinausgegangen werden.

Sich mit anderen Investoren zusammenschließen: Es ist dargelegt worden, dass Dialogstrategien aus Gründen der Ressourcenintensität, der Qualität der Umsetzung und der Maßnahmen wie auch der Erfolgsaussichten steigernden Kapitalmacht von kollaborativem Vorgehen profitieren. Investoren können daher ihr eigenes Wirkungspotenzial in Sachen Dialogstrategien erhöhen, indem sie sich Initiativen zu gemeinschaftlichem Vorgehen bei Dialogstrategien anschließen. Beispielsweise könnten Investoren in Deutschland die im Aufbau befindliche GEPSI unterstützen – über Mitgliedsbeiträge oder darüber hinaus mit eigenen im Rahmen einer solchen Plattform zu entfaltenden Aktivitäten. Wie die Bestandsaufnahme zur Wirkung von Dialogstrategien gezeigt hat, würde eine solche Plattform von einer heterogen zusammengesetzten Mitgliederschaft inklusive konventionell ausgerichteter Investoren profitieren. Auch sollte sie den unterschiedlichen Typen an Investoren und Spielarten bei Dialogstrategien Rechnung tragen.

Dienstleister

Dienstleister im Bereich der Stimmrechtsausübung sind einflussreich, da sie in großem Umfang Stimmrechtsvertretungen übernehmen und hier auch mit Empfehlungen und Vorgaben wirken.

Diese Akteure könnten offenlegen, inwiefern sie Nachhaltigkeitsauswirkungen in ihren Analysen nutzen und inwiefern diese in ihre Stimmrechtsempfehlungen einfließen. Auch steht es ihnen offen, sich dabei auf die nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen (PAIs) aus der Offenlegungsverordnung zu beziehen (so vorgeschlagen von PRI 2021: S 6).

5.2 Öffentliche Hand

Die öffentliche Hand kann neben politisch-regulatorischen Maßnahmen beispielgebend wirken und in ihrem eigenen Einflussbereich, das heißt bei den eigenen Anlagen, Dialogstrategien im Sinne des Klimawandels und der Nachhaltigkeit einsetzen.

Der Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung sieht daher im Zusammenhang mit der Empfehlung, eine ESG-Engagement-Plattform aufzubauen, die Einbeziehung der Anlagen der öffentlichen Hand, unter anderem des Bundes, über eine Mitgliedschaft des Bundesfinanzministeriums vor (vgl. Sustainable Finance Beirat 2021: S. 129). Auch öffentliche Institutionen wie die Zentralbanken kommen in Betracht. Das *Network for Greening the Financial System* (NGFS 2019: S. 18) hat Empfehlungen zum Portfolio-Management von Zentralbanken formuliert, die Ausführungen zu Dialogstrategien enthalten. Insbesondere die Schweizerische Nationalbank wird hierzu gerne als Praxisbeispiel herangezogen, da sie Stimmrechte bereits seit 2015 ausübt (einen Überblick hierzu bietet CRIC e.V. 2022: S. 14 f.).

Mit Blick auf die zentrale Handlungsoption der öffentlichen Hand, nämlich politisch-regulatorisch zu wirken, scheinen nach aktuellem Diskussionstand in Deutschland vor allem Klarstellungen zu Acting in Concert angeraten.

Auf europäischer Ebene hat der konkrete Vorschlag der ESMA viel Potenzial, analog zu den Entscheidungsbefugnissen zu Vergütungsfragen, die mit der Aktionärsrechterichtlinie II möglich wurden, künftig die nichtfinanzielle Erklärung gemäß CSR-Richtlinie (vgl. EU-Kommission 2014) zur Abstimmung zu stellen. Denn dies wäre relativ leicht zu implementieren und würde Debatten zu grundsätzlich allen Nachhaltigkeitsthemen inklusive Klimawandel auf Hauptversammlungen systematisch Raum geben und zugleich dadurch weiter an Relevanz gewinnen, dass aufgrund der in Umsetzung befindlichen *Corporate Sustainability Reporting Directive* und der *European Sustainability Reporting Standards* Umfang und Qualität der Berichterstattung voraussichtlich zunehmen werden.

Die turnusmäßige Überprüfung der Aktionärsrechterichtlinie II im Jahr 2023 sollte zudem als Anlass genommen werden, über eine Novellierung nachzudenken, und dabei die bereits unterbreiteten Vorschläge in der Diskussion zu berücksichtigen (einen Überblick zu Empfehlungen bietet CRIC e.V. 2022a: S. 1 ff.).

Die dargestellten Befunde, nach denen sich zum einen die Kosten der im Rahmen von Dialogstrategien geforderten Maßnahmen negativ auf deren Erfolgsaussichten auswirken und umgekehrt die finanzielle Wesentlichkeit von ESG-Themen positiv, zeigt die Bedeutung des politisch-rechtlichen Rahmens. Anders ausgedrückt: Maßnahmen wie ein lenkungswirksamer CO₂-Preis spielen den Erfolgsaussichten von Dialogstrategien in die Hände, in diesem Rahmen zu kleineren Fortschritten beizutragen. Kölbel et al. (2019: S. 554; eigene Übersetzung) formulieren dies so: *Bezüglich der Politik betonen wir, dass nachhaltiges Investieren zur Verbreitung guter Geschäftspraktiken*

beiträgt, aber ohne zusätzliche politische Maßnahmen wohl kaum einen tiefgreifenden Wandel bewirken wird.

6 Fazit und Ausblick

Welche Antworten konnten auf die drei in der Einleitung formulierten Fragen gefunden werden? Wesentliche Punkte werden nun zusammengefasst, um dann mit einem Ausblick zu schließen.

Erkenntnisse zu den potenziellen Klimaschutz- und Nachhaltigkeitswirkungen von Dialogstrategien: Dialogstrategien können abhängig von bestimmten Faktoren wie Kapitalmacht, ESG-Erfahrung des Investmentobjekts, Höhe der Kosten der Maßnahme, auf den die Dialogstrategie zielt, sowie Eigenschaften der Investoren wie Herkunftsland oder Reputation einen Beitrag zu Klimaschutz und Nachhaltigkeit leisten. Dabei bewegen sich die Veränderungen, die bei den Investitionsobjekten erzielt werden können, in einem engen Rahmen. Mit Blick auf den Klimaschutz gibt es bislang ausschließlich Belege, dass relative, aber nicht absolute CO₂-Reduktionen bei den Investitionsobjekten resultierten.

Hürden, Herausforderungen und Zielkonflikte: Einer stärkeren Nutzung von Dialogstrategien stehen insbesondere rechtliche Hürden sowie die mit ihnen einhergehende Ressourcenintensität entgegen. Für beides wird aktuell in Deutschland an Lösungen gearbeitet. Das Thema Transparenz und Berichterstattung ist eine Herausforderung, weil einerseits die Anforderungen den Ansprüchen eher kooperativ ausgerichteter Dialogstrategien gerecht werden sollten und andererseits verstärkte Offenlegungspflichten geeignet sind, Greenwashing zu bekämpfen.

Dialogstrategien stehen zudem vor der Herausforderung, nicht intendierte Wirkungen, die Klima- oder weiteren Nachhaltigkeitszielen abträglich sind oder sein können, zu verhindern. Dies gilt es bei der konkreten Ausgestaltung von Dialogstrategien und den resultierenden Zielen und Erfolgsmessungen zu berücksichtigen. Ebenso ist es erforderlich, innovative Lösungen für Zielkonflikte verschiedener Bereiche der Nachhaltigkeit im Rahmen von Dialogstrategien zu entwickeln. Gesellschaftliche Wirkungen von Dialogstrategien und Sustainable Finance, etwa Tendenzen der Finanzialisierung, sind ebenfalls zu beachten, können aber kaum von Investoren oder der Finanzwirtschaft, sondern vor allem auf übergeordneter Ebene adressiert werden.

Handlungsmöglichkeiten von Investoren, Dienstleistern und der öffentlichen Hand: Investoren können voranschreiten, indem sie Best Practice vorleben – etwa bei der Berichterstattung, der Qualität der Dialogstrategien oder der Unterstützung kollaborativer Initiativen. Auch Dienstleister stehen Handlungsoptionen offen, etwa in Sachen Transparenz oder proaktiver Verknüpfung ihrer Nachhaltigkeitsansätze mit Optionen, die sich im Rahmen der Regulatorik bieten. Die öffentliche Hand wiederum kann auf unterschiedlichen Ebenen tätig werden. Als Investorin kann sie beispielgebend wirken. Und in ihrer primären regulierenden Rolle kann und sollte sie mit entsprechenden Rahmensetzungen und Anreizen für transformations-unterstützende Dialogstrategien, für Sustainable Finance und eine nachhaltige Wirtschaft und Gesellschaft stärker aktiv werden.

Dialogstrategien können einen Beitrag zur nachhaltigen Transformation der Wirtschaft und zum Klimaschutz leisten, wenn dieser auch eher kleinschrittig und wenig revolutionär ausfallen mag. Es lohnt sich daher, Anstrengungen zu unternehmen, deren Potenzial stärker als bislang nutzbar

zu machen. Die Zeichen dafür stehen mit einer Arbeitsgruppe des Sustainable Finance-Beirats zum Thema in Deutschland, Aufmerksamkeit für das Thema auf EU-Ebene aufgrund der turnusgemäßen Überprüfung der Aktionärsrechterichtlinie II und zunehmenden guten Handreichungen und Tools für Investoren günstig. Ein Ersatz für entschiedenes politisches Handeln und gesellschaftliche Reflexionsprozesse sind Dialogstrategien jedoch nicht.

Literaturverzeichnis

- Aachener Stiftung Kathy Beys (2015): Ethische Zweifelsfragen und Zielkonflikte. https://www.nachhaltigkeit.info/artikel/ethische_zweifelsfragen_und_zielkonflikte_1659.htm.
- Adams-Heard, Rachel (2021): What Happens When an Oil Giant Walks Away. <https://www.bloomberg.com/graphics/2021-tracking-carbon-emissions-BP-hilcorp/>.
- Bassler, Karin (2020): Engagement kirchlicher Investoren im AKI – Charakterisierung und künftige Herausforderungen. In: CRIC e.V. (Hrsg.): Nachhaltige Finanzen. Mit Engagement und aktivem Aktionärstum Wandel bewirken. Wiesbaden, 167–183.
- Bassler, Karin und Helge Wulsdorf (2018): Ethisch-nachhaltige Geldanlage: Die Kirchen als Avantgarde ethisch motivierter Investments. https://www.aki-ekd.de/fileadmin/user/news/Ethisch_nachhaltige_Geldanlage_Bassler_Wulsdorf_final_27_11_2018_4_.pdf.
- Baue, Bill und Ralph Thurm (2020): Blueprint 6: Sustainable Finance Systemic Transformation to a Regenerative & Distributive Economy. <https://www.r3-o.org/wp-content/uploads/2020/09/r3-o-Sustainable-Finance-Blueprint-Final.pdf>.
- Bauer, Rob, Derwall, Jeroen und Colin Tissen (2022): Private Shareholder Engagements on Material ESG Issues. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4171496> oder <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4171496>.
- Besedovsky, Natalia (2018): Finanzialisierung von Nachhaltigkeit. In: Neckel, Sighard, Besedovsky, Natalia, Boddenberg, Moritz, Hasenfratz, Martina, Pritz, Sarah Miriam und Timo Wiegand (Hrsg.): Die Gesellschaft der Nachhaltigkeit. Umriss eines Forschungsprogramms, 25–39. Erschienen in der Serie Sozialtheorie, <https://doi.org/10.1515/9783839441947>.
- Busch, Timo, Scheitza, Lisa, Bauckloh, Tobias und Christian Klein (2022): ESG and firm value effects of shareholder proposals.
- CRIC e.V. (2018): Praxishandbuch verantwortlichen Investierens. https://cric-online.org/images/CRIC/Praxishandbuch_verantwortlichen_Investierens_CRIC.pdf.
- CRIC e.V. (2022): Recherche Ist-Stand Engagement. Eine internationale Analyse mit Schwerpunkt auf dem deutschsprachigen Raum. https://cric-online.org/images/individual_upload/cric/Engagement_Reserach_Project_CRIC_Report_March_2022.pdf.
- CRIC e.V. (2022a): Diskutierte (politische) Maßnahmen zur Förderung einer Engagement-Kultur. https://www.cric-online.org/images/individual_upload/cric/Massnahmen_Uebersicht.pdf.
- Dachverband der kritischen Aktionärinnen und Aktionäre (2022): Pressemitteilung Virtuelle Hauptversammlungen. Drohende Konzernwillkür durch eingeschränktes Fragerecht. <https://www.kritischeaktionäre.de/virtuelle-hauptversammlungen/drohende-konzernwillkuer-durch-eingeschraenktes-fragerecht/>.
- Deutsche Bischofskonferenz und ZdK (2021): Ethisch-nachhaltig investieren. Eine Orientierungshilfe für Finanzverantwortliche katholischer Einrichtungen in Deutschland.
- Deutscher Gewerkschaftsbund (2019): Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II). <https://www.bun>

- destag.de/resource/blob/644474/8abcea9235dodaa6aid6o8cdb6acfi21/thannisch_dgb-data.pdf.
- Duiker, Jaqueline und Xander Urbach (2020): 25 Jahre Engagement bei Hauptversammlungen. In: CRIC e.V. (Hrsg.): Nachhaltige Finanzen. Mit Engagement und aktivem Aktionärsstum Wandel bewirken. Wiesbaden, 203–219.
 - Emunds, Bernhard und Prisca Patenge (2016): Shareholder Engagement mit sozialen und ökologischen Zielen. Chancen für das ethikbezogene Investment kirchlicher Anleger. Forschungsergebnisse Nr. 8. Herausgegeben von der Wissenschaftliche Arbeitsgruppe für weltkirchliche Aufgaben der Deutschen Bischofskonferenz. https://nbi.sankt-georgen.de/assets/documents/projects/DBK_Druckvorlage_Shareholder_Engagement_dt.pdf.
 - ESMA (2019): Report Undue short-term pressure on corporations. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762_report_on_undue_short-term_pressure_on_corporations_from_the_financial_sector.pdf.
 - ESMA (2022): ESMA is seeking input on the implementation of the revised Shareholders Rights Directive. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-seeking-input-implementation-revised-shareholders-rights-directive>.
 - EU-Kommission (2007): RICHTLINIE 2007/36/EG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften. Amtsblatt der Europäischen Union vom 14. 07. 2017, L 184/17 – L 184/24.
 - EU-Kommission (2014): RICHTLINIE 2014/95/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen. Amtsblatt der Europäischen Union vom 15. 11. 2014, L 330/1 – L 330/9.
 - EU-Kommission (2017): RICHTLINIE (EU) 2017/828 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre. Amtsblatt der Europäischen Union vom 20. 05. 2017, L 132/1 – L 132/25.
 - EU-Kommission (2018): Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.
 - EU-Kommission (2021): Strategie zur Finanzierung einer nachhaltigen Wirtschaft. https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF.
 - EU-Kommission (2022): DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2022/1288 DER KOMMISSION vom 6. April 2022 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2019/2088. Amtsblatt der Europäischen Union vom 25. 07. 2022, L 196/1 – L 196/72.
 - Evangelische Kirche in Deutschland (2019): EKD-Texte 113. Leitfaden für ethisch-nachhaltige Geldanlage in der evangelischen Kirche. 4., aktualisierte Auflage. https://www.aki-ekd.de/fileadmin/Publikationen/ekd_texte_113_vierte_Auflage_2019.pdf.
 - FNG (2022): Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2022. Deutschland, Österreich und die Schweiz. https://fng-marktbericht.org/fileadmin/Marktbericht/2022/FNG-Marktbericht_NG_2022-online.pdf.
 - Göpel, Maja (2020): Unsere Welt neu denken. Eine Einladung. Ullstein, 9. Auflage.
 - Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment (2018): Climate change and the just transition A guide for investor action. <https://www.unpri.org/download?ac=9452>.

- Häßler, Rolf D. und Gesa Vögele (2022): Dialogstrategien nachhaltiger Investoren im deutschsprachigen Raum. In: Absolut Report #02 I Mai 2022, 52–57.
- Heeb, Florian und Julian Kölbel (2020): The Investor's Guide to Impact. Evidence-based advice for investors who want to change the world. https://www.csp.uzh.ch/dam/jcr:ab4d648c-92cd-4b6d-8fc8-5bc527b0c4d9/CSP_Investors%20Guide%20to%20Impact_21_10_2020_spreads.pdf.
- Hierzig, Sonia und Jeanne Martin (2020): Praxisbeispiel: Aktives Aktionärstum gegen den Klimawandel. In: CRIC e.V. (Hrsg.): Nachhaltige Finanzen. Mit Engagement und aktivem Aktionärstum Wandel bewirken. Wiesbaden, 267–288.
- ISS-ESG (2021): Stewardship Excellence and Engagement in 2021. <https://www.issgovernance.com/file/publications/iss-esg-stewardship-excellence-engagement-2021.pdf>.
- Kölbel, Julian, Heeb, Florian, Paetzold, Falko und Timo Busch (2019): Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. In: Organization & Environment (33) 4. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>.
- Ladentrog, Rainer, Meggiolaro, Mauro und Tommy Piemonte (2020): Shareholders for Change – Engagement-Aktivitäten in Europa entfalten. In: CRIC e.V. (Hrsg.): Nachhaltige Finanzen. Mit Engagement und aktivem Aktionärstum Wandel bewirken. Wiesbaden, 221–237.
- Malmendier, Marcel (2020): Engagement – Überlegungen zu Wirkmechanismen einer diskursiven Praxis. In: CRIC e.V. (Hrsg.): Nachhaltige Finanzen. Mit Engagement und aktivem Aktionärstum Wandel bewirken. Wiesbaden, 339–356.
- Mein Fairmögen (o.J.): Klima-Engagement des Fondsmanagements. <https://www.meinfairmoegen.de/fonds-datenbank/fonds-detailseite/isin/LU1050470373>.
- NGFS (2019): A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management. <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs-a-sustainable-and-responsible-investment-guide.pdf>.
- Preventable Surprises (2015): Institutional Investors and climate-related systemic risk. https://preventablesurprises.com/wp-content/uploads/2015/11/Preventable-Surprises-October-report_FINAL_0311151.pdf.
- PRI (2021): STRENGTHENING STEWARDSHIP IN THE EU. 5 KEY RECOMMENDATIONS TO THE EUROPEAN COMMISSION. https://dwtyzx6upklss.cloudfront.net/Uploads/q/u/d/pristrengtheningstewardshipintheeu_249612.pdf.
- Riedel, Silke und Antje Schneeweiß (2008): Chancen und Entwicklungsmöglichkeiten für ein Aktives Aktionärstum in Deutschland. Eine Machbarkeitsstudie. <https://www.suedwindinstitut.de/files/Suedwind/Publikationen/2008/2008-01%20Chancen%20und%20Entwicklungsmoeglichkeiten%20fuer%20ein%20Aktives%20Aktionaerstum.pdf>.
- Roth, Nina (2020): Engagement von BMO GAM anhand des Fallbeispiels Diversität bei DAX-Unternehmen. In: CRIC e.V. (Hrsg.): Nachhaltige Finanzen. Mit Engagement und aktivem Aktionärstum Wandel bewirken. Wiesbaden, 289–303.
- Ruppert, Benjamin (2022): Acting in Concert – kapitalmarktrechtliche Hürden für einen nachhaltigen Finanzmarkt. 18 / 2022 Kreditwesen 916, 26–31.
- Ruppert, Benjamin (2022): Shareholder Engagement im Kontext von Sustainable Finance. Eine Mixed-Methods-Studie zu Nachhaltigkeit im Asset Management in Deutschland, zfwu 23/2, 163–194, DOI: 10.5771/1439-880X-2022-2-163.
- Schaefers, Kevin (2014): Nachhaltiges Investieren – ein wirtschaftsethisches Beratungskonzept. St. Galler Beiträge zur Wirtschaftsethik 46, Haupt Verlag.

- ShareAction (2021): Responsible Stewardship. How the EU Can Improve the Shareholder Rights Directive. <https://api.shareaction.org/resources/reports/How-the-EU-can-improve-the-Shareholder-Rights-Directive.pdf>.
- ShareAction (2022): Power in Numbers? An assessment of CA100+ engagement on climate change. https://api.shareaction.org/resources/reports/ShareAction_CA100_2022.pdf.
- Statista (2022): Number of sustainable finance policy regulations in G20 countries and other selected economies from 2010 to 2021. <https://www.statista.com/statistics/1320004/sustainable-finance-policy-regulations-globally/#:~:text=Development%20of%20sustainable%20finance%20policy%20regulations%20introduced%20worldwide%202010%2D2021&text=Among%20the%2035%20economies%20that,by%20the%20G20%20member%20countries>.
- Sustainable Finance Beirat (2021): Shifting the Trillions. Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation. https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2021/02/210224_SFB_-Abschlussbericht-2021.pdf.
- Sustainable Finance Beirat (2022): Klausurtagung Leipzig: Sustainable Finance-Beirat definiert Arbeitsschwerpunkte und nimmt inhaltliche Arbeit auf. https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2022/09/220930_DE_Press-release_SFB_Leipzig.pdf.
- Swiss Sustainable Finance (2019): EU Action Plan on Sustainable Finance. Effects on Swiss Financial Institutions. <https://www.sustainablefinance.ch/api/rm/6VWZW73RG3N48U4/20191218-ssf-focus-eu-regulation-final.pdf>.
- Verney, Paul (2022): Achieving impact „requires 10 times more effort than standard engagement“. Responsible Investor (3. 10. 2022). <https://www.responsible-investor.com/achieving-impact-requires-10-times-more-effort-than-standard-engagement/>.
- Vögele, Gesa (2020): Engagement: Geschichte und Marktentwicklung. In: CRIC e.V. (Hrsg.): Nachhaltige Finanzen. Mit Engagement und aktivem Aktionärstum Wandel bewirken. Wiesbaden, 85–107.
- Werning, Janne (2020): Engagement im Rahmen des verantwortlichen Investierens von Union Investment. In: CRIC e.V. (Hrsg.): Nachhaltige Finanzen. Mit Engagement und aktivem Aktionärstum Wandel bewirken. Wiesbaden, 109–125.
- WWF Deutschland (o.J.): Pathways to Paris. Transformation gestalten: Chancen der Klimawende nutzen. <https://pathwaystoparis.com/>.