

Benjamin Ruppert

Shareholder Engagement – Wie nachhaltig ist Asset Management?

Seit im März dieses Jahres die EU-Offenlegungsverordnung für Finanzdienstleister in Kraft getreten ist, werden zunehmend mehr Investmentfonds als nachhaltig deklariert. Gleichzeitig erfreuen sich nachhaltige Geldanlagen bei Privatanlegern kontinuierlich steigender Beliebtheit. Das Angebot an ESG-Fonds wächst so rasant wie die Nachfrage nach derartigen Investments, die laut BVI im vergangenen Jahr ein Nettomittelaufkommen von 19,6 Milliarden Euro umfasste.¹⁾ Der Marktanteil von Nachhaltigkeitsfonds liegt in Deutschland insgesamt zwar noch bei moderaten 3,8 Prozent, allerdings macht die Nachfrage nach grünen Geldanlagen bereits 45,6 Prozent der neu angelegten Publikumsfonds und

19,3 Prozent des Nettoneugeschäftsvolumens insgesamt aus. Aufgrund dieses enormen Wachstums und der politisch gesetzten Nachhaltigkeitsagenda hat sich in der jüngeren Vergangenheit eine öffentliche Nachhaltigkeitsdebatte entwickelt, die auch zusehends mehr Raum für kritische Stimmen öffnet.

Finanzproduktanbieter von nachhaltigen Geldanlagen werden verstärkt dem Vorwurf von Impact- oder Greenwashing ausgesetzt, also Nachhaltigkeit lediglich zu Marketingzwecken zu missbrauchen und tatsächlich keinen nachhaltigen Einfluss auszuüben.²⁾ Anfang des Jahres reichte die baden-württembergische Verbraucherschutzzentrale beim Frankfurter

Landgericht Unterlassungsklage gegen Deka Investment, Fondsgesellschaft der Sparkassen-Finanzgruppe, ein, nachdem diese auf ihrer Webseite mit einem „Impact-Rechner“ für einen ihrer Nachhaltigkeitsfonds warb. Dieser Rechner gab für eine Investition einer konkreten Summe in diesen Aktienfonds an, wie viel Abfall und CO₂ eingespart, Wasser aufbereitet und erneuerbare Energie erzeugt werden würde. Die Verbraucherschützer monierten eine irreführende Werbung, da bei den Investitionen in Aktien keine messbare Wirkung auf die genannten Umweltfaktoren nachgewiesen werden könne. Deka Investment ließ es nicht auf ein Gerichtsurteil ankommen und erkannte einige Tage vor dem Gerichtstermin die Unterlassungsansprüche an.

Abbildung 1: Sustainable-Finance-Ordnungsrahmen nach Schoenmaker



Quelle: Schoenmaker (2017)

In diesem Beitrag wird im wissenschaftlichen Kontext von Sustainable Finance beleuchtet, wie sich Nachhaltigkeit im Asset Management heute darstellt. Einige empirische Untersuchungen der jüngeren Vergangenheit stellen Vermögensverwaltern, Fonds- sowie Asset Managern ein gespaltenes Zeugnis aus und sollte der Branche bereits Anlass zur Prüfung geben.

Evolution von Sustainable Finance

Der niederländische Ökonom Dirk Schoenmaker definierte einen Sustainable-Finance-Ordnungsrahmen mit drei weiteren Entwicklungsstufen neben der herkömmlichen Finance (Abbildung 1).³⁾ In den Anfangsjahren von Sustainable Finance wurden zunächst mittels ESG-Investing und Negative Screening nichtnachhaltige Unternehmen aus Investmentprozessen aus-

geschlossen und aus bestehenden Portfolios verkauft (Divestment). Unternehmen aus der Pornografie- und Glücksspielbranche, der Tabak-, Alkohol- oder Waffenindustrie und vor allem aus den Bereichen nuklearer und fossiler Energie wurde das Kapital entzogen, die Aktien als Sin Stocks oder Stranded Assets gebrandmarkt und somit bereits indirekte Wirkung erzeugt.⁴⁾

Auf der zweiten Stufe von Sustainable Finance ist dann erkannt worden, dass ESG-Risiken mit ökonomischen Risiken untrennbar verbunden sind und diese Gefahren auch für konventionelle Portfolios existieren, weshalb das Asset Management in toto begann, sich mit der Thematik tiefergehender auseinanderzusetzen. Heute hinterfragen die Finanzmarktteilnehmer auf der Evolutionsstufe von Sustainable Finance 3.0 vermehrt kritisch die tatsächliche ökologische und soziale Wirkung des Investments (Impact Investing). Insbesondere gelten hierbei die Sustainable Development Goals (SDGs) als Maßstab, die bereits 2015 im Rahmen der Agenda 2030 von den Vereinten Nationen formuliert wurden und die Weltgemeinschaft zur Erreichung von 17 Nachhaltigkeitszielen ökonomischer, ökologischer und sozialer Art verpflichten.

Daran anknüpfend folgten weitere multilaterale Vereinbarungen wie das Klimaschutzabkommen von Paris, der EU-Aktionsplan oder der Europäische Grüne Deal. Die Europäische Union einigte sich zudem auf die Taxonomie-Verordnung, die klassifiziert, welche Arten von Investitionen als nachhaltig einzustufen sind. Es ist zu begrüßen, dass eine gemeinsame Basis gefunden und normativ definiert wurde, an die sich die Finanzmarktakteure orientieren können. Dieser kleinste gemeinsame Nenner wird allerdings durch regelmäßige Vorstöße einzelner Mitgliedsstaaten – federführend Frankreich, Polen und Ungarn – infrage gestellt, wenn eine Aufnahme von fossilem Erdgas und Atomkraft als nachhaltige und klimaschonende Technologien in der Taxonomie-Verordnung verlangt wird.

Impact-Investing auf der Ebene von Sustainable Finance 3.0 verschiebt den Fokus

der Anleger von Risikovermeidungsstrategien zu aktiver Chancensuche der tatsächlichen Veränderung im Sinne von Additivität – der messbaren positiven Wirkung einer Investition – und behält parallel auch angemessene Renditeziele im Blick. Dass Nachhaltigkeit nicht mehr mit Renditeeinbußen erkauft werden muss, konnte zuletzt in international relevanten Metastudien, die mehrere Tausend Studien der vergangenen Jahre untersuchten, festgestellt werden.⁵⁾

So sind Renditen nachhaltiger Portfolios mindestens gleich der Renditen konventioneller Portfolios, teilweise konnte aber auch eine Outperformance durch das ESG-Investing erzielt werden. Einschränkung ist jedoch ein Brancheneffekt zu bemerken: Nachhaltige Unternehmen stellen überwiegend moderne und digitale Technologieunternehmen dar, da sie weniger umweltbelastende Schadstoffe produzieren als zum Beispiel Produktions- oder Versorgungsunternehmen. Technologiebeziehungsweise Growth-Aktien konnten allerdings in den vergangenen rund zehn Jahren bereits eine Outperformance gegenüber dem Gesamtmarkt erzielen und könnten daher eine Verzerrung in den Ergebnissen hervorrufen.

Impact und Engagement im Asset Management

Den unterschiedlichen Assetklassen wie Aktien, Anleihen, Rohstoffe, Immobilien et cetera unterliegen unterschiedliche immanente Wirkungskanäle von Investitionen. Lässt sich die Additivität eines Investments in einen Green Bond, der zur Finanzierung eines Windkraftparks emittiert wurde und den globalen CO₂-Ausstoß verringert, vergleichsweise gut herleiten, wird sich die transformative Wirkung eines Einzelanlegers bei Multi-Asset-Fonds und Dachfonds mit mehreren Milliarden Euro Fondsvolumen und mehr als 1000 Zielunternehmen kaum mehr seriös belegen. Da in Deutschland nach dem BVI Jahrbuch 2021 jedoch Aktienfonds mit 38,9 Prozent Marktanteil an offenen Publikumsfonds die für Anleger relevanteste Gruppe darstellt, stehen insbesondere die Kapitalverwaltungsge-



Benjamin Ruppert



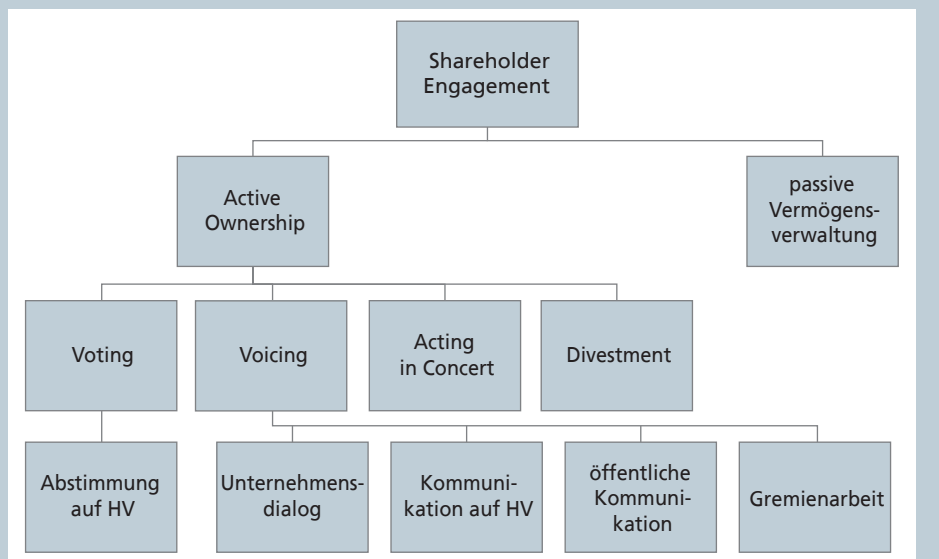
Senior-Kundenbetreuer Private Banking,
Commerzbank AG, Stuttgart

Zwar liege der Marktanteil nachhaltiger Fonds in Deutschland noch im niedrigen einstelligen Prozentbereich, allerdings wachsen Angebot und Nachfrage rasant. Laut Autor sehen sich die Produktanbieter dabei jedoch dem wachsenden Vorwurf des sogenannten Greenwashings ausgesetzt. Während in der ersten Phase der Sustainable Finance noch das Divestment von Unternehmen mit negativer Nachhaltigkeitswirkung im Vordergrund standen, sieht Ruppert nun verstärkt das Hinterfragen der tatsächlichen ökologischen und sozialen Wirkung des Investments durch Finanzmarktteilnehmer im Fokus. Im weiteren Verlauf des Beitrags geht er vor allem auf die Notwendigkeit ein, dass Asset Manager durch ihr Mitbestimmungsrecht den Druck zur nachhaltigen Transformation erhöhen, Stichwort Active Ownership. Doch gerade bei den wachsenden passiven Fonds würde das Active Ownership nicht genutzt. Er ruft die Asset Manager daher dazu auf, dies besser zu nutzen und stellt die Frage in den Raum, ob es dazu der Implementierung eines Regelwerks bedürfe. (Red.)

sellschaften und Aktienfondsmanager in verstärktem gesellschaftlichem Fokus.

Sie übernehmen auf den Kapitalmärkten eine ambivalente Rolle, da sie erstens ihren Kunden gegenüber verpflichtet sind, deren Gelder sie treuhänderisch verwalten und vereinbarungsgemäß (nachhaltig) anlegen, und zweitens diese gebündelten Kundengelder den investierten Unternehmen als Eigenkapital zur

Abbildung 2: Gestaltungsformen von Shareholder Engagement



Quelle: B. Ruppert

Verfügung stellen, die ihnen wiederum unmittelbaren Einfluss über Mitbestimmungsrechte in wesentlichem Umfang ermöglichen. Dieses Shareholder Engagement kann von Asset Managern entweder ohne Einflussausübung passiv sein oder durch Aktivitäten unterschiedliche Formen annehmen (Active Ownership, vergleiche Abbildung 2).

Letzter Ausweg Divestment

Eindrucksvolles Beispiel der unterschätzten Stärke von Engagement lieferten die aktivistischen Investoren auf der diesjährigen hitzigen Hauptversammlung von Exxon Mobil, die zwei der vier eigenen Kandidaten gegen die Kandidaten des Vorstandes als neue Aufsichtsräte durchsetzen konnten. Die neuen Aufsichtsräte stehen für mehr Nachhaltigkeit und werden zukünftig diese Themen vehementer an die Unternehmensführung adressieren, um den Mineralölkonzern zu mehr Umweltbewusstsein und einer nachhaltigen Transformation anzutreiben. Was passieren kann, wenn die übertragenen Mitbestimmungsrechte von Asset Manager nicht ausgeübt werden, hat dagegen kürzlich der gescheiterte Fusionsversuch der beiden DAX-Gesellschaften Deutsche Wohnen und Vonovia gezeigt, als entscheidende Stimmen von indexorientier-

ten Investoren zur benötigten Mehrheit schlichtweg nicht eingebracht werden konnten.

Klassische Aktienfondsmanager mit aktiven Investmentstrategien sind im Vergleich zu Asset Manager von passiven, indexgebundenen Produkten wie ETFs flexibler in der Auswahl der Emittenten. Da sie auch eine Divestment-Strategie als letzten Ausweg nutzen können, sofern die Zielgesellschaften die gewünschte Nachhaltigkeitsstrategie nicht oder nur unzureichend adaptieren, können sie verhandlungstaktisch eine machtvollere Position einnehmen. Darüber hinaus haben sie aufgrund des professionellen Portfoliomanagements einen tieferen Einblick in die Unternehmenslage der Emittenten und können sich aufgrund

„Internationale Forschung hat gezeigt, dass Shareholder Engagement eine messbare Wirkung erzielt.“

dieser Expertise eine fundierte Meinung über deren Nachhaltigkeitsstrategie bilden. Auch wenn indexorientierte Asset Manager passiv in der Investmentstrategie sind, muss dies nicht mit einer Passivität im Shareholder Engagement einhergehen. Ihnen fehlt zwar das Instrument

des Divestments, sie können dies aber durch höheren inneren Anreiz und mehr Nachdruck auf die Unternehmensführungen der Zielunternehmen kompensieren.

Da die ETF-Anbieter aufgrund der Indexbindung nicht in andere Aktien wechseln können, bleibt ihnen für eine Erhöhung von Nachhaltigkeit und Performance im Portfolio letztlich nur Active Ownership lebendig zu gestalten. Ob Indexfondsgesellschaften die durch intensives Engagement entstehenden Kosten über höhere Total Expense Ratios und damit einhergehend schwächere Wettbewerbsfähigkeit in einem preiskampfgeprägten ETF-Markt tolerieren, ist zu bezweifeln. Rose et al. untersuchten das Engagement der Vanguard Group, dem weltweit zweitgrößten Asset Manager nach BlackRock.⁶⁾ Vanguard wurde 1975 von John C. Bogle gegründet, der als Erfinder der passiven Indexfonds gilt, und konnte mithilfe der ETFs ein verwaltetes Vermögen von heute über 7,2 Billionen US-Dollar aufbauen. Die Autoren kritisieren die Passivität von Vanguard in Corporate-Governance- und Stewardship-Aktivitäten genauso wie die fehlende Kohleausstiegs- sowie Vote-on-Climate-Strategie. Der Asset Manager verwaltet zwar Kundengelder über 300 Milliarden US-Dollar in fossilen Brennstoffen und etwa 90 Milliarden US-Dollar in Kraftwerkskohle, spricht den darin enthaltenen Nachhaltigkeits- oder Transformationsrisiken jedoch keine Bedeutung zu.

Shareholder Engagement hat in Großbritannien, den Niederlanden oder den USA bereits eine längere Historie als hierzulande und ist im Asset Management fest verankert. In Deutschland sind diese

Themen allerdings erst im Laufe der 2000er Jahre bedeutsam geworden und deren Relevanz nimmt insbesondere im Hinblick auf Sustainable Finance und Impact-Investing stetig zu. Klein und Wilkens stellten in ihrem theoretisch hergeleiteten Gutachten für den Verbrau-



cherzentrale Bundesverband fest, dass Engagement mittels gebündelter Stimmrechte kritische Mehrheiten erlangen und einen Beitrag für transformative Wirkungen entfalten kann.⁷⁾ Internationale Forschung hat darüber hinaus gezeigt, dass Shareholder Engagement eine messbare Wirkung erzielt und ebenso zu Verbesserungen in den ESG-Ratings der Emittenten führt.⁸⁾ Hoepner et al. konnten außerdem nachweisen, dass erfolgreiche Engagement-Aktivitäten geringere Downside-Risiken für die Aktie zur Folge haben und insbesondere Vote-on-Climate-Abstimmungen von höchster Bedeutung sind.⁹⁾

Auch wenn Active Ownership empirisch signifikante Wirkung zugeordnet werden kann, werden die Instrumente von Vermögensverwaltern in Summe noch enttäuschend wenig genutzt. Martin et al. haben in ihrer internationalen Untersuchung der 60 größten Asset Manager ernüchternd festgestellt, dass Stimmrechte oft ungenutzt bleiben und teilweise Voting-on-Climate-Abstimmungen die nötige Mehrheit verfehlten, weil große Asset Owner ihre Stimmen nicht nutzten.

Außerdem ist festgestellt worden, dass europäische Asset Manager zwar öfter als die US-amerikanischen Kollegen abstimmten, allerdings seltener bei nachhaltigkeitsbezogenen Themen ihre Hand hoben. Die Studie registrierte jedoch auch einen überdurchschnittlich hohen Anstieg der Engagement-Aktivitäten im Pandemiejahr 2020, was auch in der Untersuchung von Wolf et al. als „Engagement-Revolution“ aktivistischer Aktionäre konstatiert wurde.¹⁰⁾ Neben diesen Erkenntnissen reihen sich auch die jeweils von Umweltschutzorganisationen beauftragten Untersuchungen von Schwegler et al. sowie von Cuvelier ein.¹¹⁾ Demnach konzentriert sich das Engagement der Asset Manager verstärkt auf Divestment-Aktivitäten und weniger in Verbesserung von Klima- oder Nachhaltigkeitsaspekten. Weniger als die Hälfte der Asset Manager haben eine Kohleklause in ihrer Investment-Policy integriert, auch nicht Vanguard, DWS, Allianz Global Investors, Schroders, Aberdeen Standard Investments sowie Invesco – im-

merhin Unterzeichner der Net Zero Asset Managers Initiative.

Stimmen zu oft ungenutzt

Dieser Beitrag hat Asset Manager von aktiv verwalteten Vermögen sowie passiven indexorientierten Anlagen in Bezug auf eine nachhaltige Ausrichtung des Shareholder Engagements analysiert und kommt zu einer unbefriedigenden Beurteilung des globalen Asset Management. Auch wenn ausländische Vermögensverwalter aufgrund ihrer längeren Engagement-Historie als deutsche Vermögensverwalter ESG-Themen bereits stärker in ihre Prozesse einbeziehen, lassen auch sie noch zu oft Stimmen ungenutzt. Dies führte in der Vergangenheit bereits zum Scheitern von Klima-Beschlüssen, weil vor allem große Asset Manager der Abstimmung fernblieben. Fondsgesellschaften mit aktiven Investmentstrategien könnten im Kontext von Sustainable Finance verlorenen Boden gegenüber der kostengünstigeren ETF-Konkurrenz wieder gut machen, indem sie ihre Kernkompetenz im Portfoliomanagement für nachhaltiges Engagement nutzen.¹²⁾ Indexabhängige Asset Manager dagegen sollten die verwalteten Investitionen der Kunden und das damit verbundene mächtige Stimmenpotenzial nutzen, um höhere Renditen und mehr Nachhaltigkeit zu generieren. Dafür müssen sie allerdings ihr Erkennungsmerkmal der niedrigen Kosten zur Disposition stellen.

Abschließend ist kritisch zu hinterfragen, ob das Asset Management Shareholder-Engagement-Aktivitäten für einen stärkeren Fokus auf Nachhaltigkeit aus Eigenantrieb erhöhen oder ob auf regulatorischer Seite die Implementierung eines Regelwerkes notwendig sein wird. Die Einführung eines Stewardship Code in Deutschland oder auf EU-Ebene wird bereits regelmäßig diskutiert.¹³⁾ In Großbritannien und Japan beispielsweise konnten seit einigen Jahren gute Erfahrungen mit derartigen Kodifizierungen gemacht werden und im niederländischen Corporate-Governance-Kodex sind ebenso Stewardship-Richtlinien inkludiert. Mit Blick auf die bevorstehende Sozial- sowie

Governance-Taxonomie sollte auch die Diskussion um einen Stewardship-Kodex erneut auf die europäische Tagesordnung gesetzt werden.

Fußnoten

- 1) Vgl. BVI Jahrbuch 2021, Frankfurt: BVI Bundesverband Investment und Asset Management.
- 2) Vgl. Krahn, Rocholl & Thum, Warum grüne Geldanlage nichts taugt, FAZ v. 20. Juni 2021; Burghof, Systematisches Greenwashing droht, BöZ v. 26. März 2020; Busch et al., Impact Investments: a call for (re)orientation, SN Business & Economics, 1 (2021), 2, 1–13; Mangot et al., Sustainable finance and market integrity: promise only what you can deliver, Paris: 2° Investing Initiative, 2021.
- 3) Vgl. Schoenmaker, From Risk to Opportunity: A Framework for Sustainable Finance, Rotterdam: Erasmus University, 2017.
- 4) Vgl. Benz et al., Herds on green meadows: the decarbonization of institutional portfolios, Journal of Asset Management, 21 (2020), 1, 13–31; Wilkens & Jacob, Green Finance und Carbon-Risiken im Asset Management, ZfgK, 71 (2020), 2, 34–37.
- 5) Vgl. Whelan et al., 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; Friede et al., ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5 (2015), 4, 210–233; Wallis & Klein, Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing, Business Research, 8 (2015), 1, 61–98.
- 6) Vgl. Rose et al., Vanguard Group: Passive About Climate Change Despite Net Zero Pledges, Vanguard Is Indifferent to Climate and Investors' Best Interests, Lakewood: IEEFA, 2021.
- 7) Vgl. Wilkens & Klein, Welche transformativen Wirkungen können nachhaltige Geldanlagen durch Verbraucherinnen und Verbraucher haben? Berlin: Verbraucherzentrale Bundesverband, 2021.
- 8) Vgl. Benz et al., Ownership Comes with Responsibility – the Impact of Ownership Characteristics on CSR, Universität Augsburg, 2020; Kölbel et al., Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact, Organization & Environment, 33 (2020), 4, 554–574; Barko et al., Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance, Finance Working Paper N° 509/2017.
- 9) Vgl. Hoepner et al., ESG Shareholder Engagement and Downside Risk, AFA 2018 paper, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 671/2020.
- 10) Vgl. Martin et al., Voting Matters – Are asset managers using their proxy votes for action on climate and social issues? London: ShareAction, 2020; Wolf et al., Shareholder-Engagement: Zwischen Antriebslust aktivistischer Aktionäre und neuem Selbstverständnis institutioneller Investoren, München: Boston Consulting Group, 2020.
- 11) Vgl. Schwegler et al., Sustainability Funds Hardly Direct Capital Towards Sustainability – A Statistical Evaluation of Sustainability Funds in Switzerland and Luxembourg, Zürich: Inrate und INFRAS AG, 2021; Cuvelier, Slow Burn: The asset managers betting against the planet – The Inaugural 2021 Asset Managers Coal Scorecard, Paris: Reclaim Finance, 2021.
- 12) Vgl. Wissenschaftlicher Beirat, Grüne Finanzierung und Grüne Staatsanleihen – Geeignete Instrumente für eine wirksame Umweltpolitik, Berlin: Bundesministerium der Finanzen, 2021.
- 13) Vgl. Ringe, Stewardship and Shareholder Engagement in Germany, European Business Organization Law Review, 22 (2021), 1, 87–124; Ekkenga, Investmentfonds als neue Kontrollagenten einer nachhaltigen Realwirtschaft, WM, 71 (2020), 36, 1664–1673.