



**Im Dialog den Wandel ermöglichen.
Umsetzungshilfe für Engagement-
aktivitäten**



Inhalt

PATHWAYS TO PARIS	3
DIE ROLLE DES FINANZSYSTEMS IN DER TRANSFORMATION	4
ENGAGEMENT: TRANSFORMATION ERMÖGLICHEN UND BEGLEITEN	6
Werkzeugkasten für klimaverträgliche Unternehmensdialoge	7
Vereinbarkeit von Klimaschutz und Treuhänderischer Pflicht	7
Acting in Concert	10
Gleichbehandlungsgrundsatz: Bilaterale Absprachen	11
Öffentlich wirksames Engagement & Divestment	11
GESTALTUNG ERFOLGREICHER DIALOGE	13
Fünf Phasen von Unternehmensdialogen	13
Herausforderungen	17
UNTERSTÜTZUNG BEI DER DURCHFÜHRUNG VON UNTERNEHMENSIALOGEN	19
Gemeinsam stärker: Kollaboratives Engagement in Initiativen und Verbänden	19
Professionelle Unterstützung: Dienstleistungen für Unternehmensdialoge	20
Flankierung der Dialoge durch transformationspositive Produktgestaltung	21
AUSBLICK	23



Pathways to Paris

Das Projekt hat zum Ziel, die Transformation der deutschen Wirtschaft hin zur Treibhausgasneutralität in Deutschland zu unterstützen und zu beschleunigen. Dafür wurden verschiedene Werkzeuge erarbeitet, die helfen, die notwendigen Veränderungsbedarfe für die Paris-kompatible Emissionsreduktion in verschiedenen Sektoren und Subsektoren zu verstehen und strategisch umzusetzen. Auf dieser Basis können Unternehmen und Finanzmarktakteure gemeinsam Transformationsstrategien und -maßnahmen diskutieren, Investitionsbedarfe identifizieren und Finanzierungslösungen erarbeiten. Zudem wird es den Finanzmarktakteuren ermöglicht, transformationsbasierte Risiken und Chancen der einzelnen Sektoren besser zu verstehen und in ihren Risikosystemen zu berücksichtigen.

Diese drei Instrumente sind:

- 1** Mit dem webbasierten [Transformationstool](#) können Unternehmen aus den abgedeckten zehn Sektoren in drei Schritten ihre eigenen Pläne zur Emissionsreduktion konkretisieren.
- 2** Die Transformationsindikatorik, eine [Bewertungsmatrix](#) bestehend aus sektorübergreifenden und sektorspezifischen Indikatoren, hilft Finanzinstituten, diese Konkretisierungen und ihre Fortschritte zu bewerten.
- 3** Ergänzende [sektorspezifische Orientierungsrahmen](#) erläutern die zentralen Maßnahmen, die Unternehmen auf dem Weg zur Treibhausgasneutralität umsetzen müssen, und liefern den Finanzmarktakteuren eine fundierte Basis für lösungsorientierte Dialoge mit den Unternehmen.

Die Rolle des Finanzsystems in der Transformation

Im Pariser Klimaabkommen hat die Staatengemeinschaft 2015 völkerrechtlich verbindlich vereinbart, den längst spürbaren Auswirkungen des Klimawandels zu begegnen und den Anstieg der globalen Durchschnittstemperatur auf deutlich unter 2 °C relativ zum vorindustriellen Niveau, vorzugsweise auf 1,5 °C zu begrenzen. Deutschland hat sich darüber hinaus verpflichtet, bereits bis 2045 treibhausgasneutral (THG-neutral) zu werden. Um dieses ehrgeizige Ziel zu erreichen, müssen in den verbleibenden knapp zwei Jahrzehnten zwischen fünf und sechs Billionen Euro investiert werden – in die Dekarbonisierung der Energieversorgung und des Verkehrssektors, in die energetische Sanierung der Immobilien und in zahlreiche andere Branchen. Die notwendigen Maßnahmen lassen sich aus Dekarbonisierungsszenarien ableiten. Auf

Globale Szenarien bilden Interdependenzen zwischen Regionen und Sektoren recht gut ab. Doch erst Länderspezifika geben Aufschluss über Ausgangsbedingungen und berücksichtigen den regulatorischen Kontext, wie den Ausstieg aus Kohle oder Kernenergie.

Basiert die Stromversorgung eines Systems im „Status quo“ auf fossilen Energien (z. B. Deutschland) oder auf erneuerbaren Energien, wie in Norwegen? In anderen Sektoren, wie Zement, ist eine solch granulare Betrachtung aufgrund der weltweit sehr ähnlichen technologischen Ausgangsbedingungen und Potenziale etwas weniger relevant.

globaler Ebene sind dies etwa das 1,5-Grad-Szenario der Internationalen Energieagentur (IEA) oder das [One Earth Climate Model \(OECM\)](#) der Universität Sydney. Auf regionaler und nationaler Ebene entstehen weitere Szenarien, in Deutschland beispielsweise publiziert durch den Bundesverband der deutschen [Industrie \(BDI\)](#) oder Agora Energiewende („KN 2045“).¹

Mit ihrem [Aktionsplan](#) zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums hat die EU-Kommission ein Maßnahmenpaket definiert, durch das zum einen die Rahmenbedingungen für nachhaltige Investments verbessert werden sollen. Zum anderen sollen Banken und Sparkassen Klima- und andere Nachhaltigkeitsrisiken systematischer in ihre Risikomanagementsysteme integrieren. Dieses Ziel hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in ihrem [Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltig-](#)

[keitsrisiken](#) unterstrichen. Aus dem Finanzsystem heraus haben sich Selbstverpflichtungen gebildet, die nahezu alle Bereiche zu „Net Zero“-Verpflichtungen abbilden. Diese Zielsetzungen und die erforderlichen Maßnahmen- und Transformationspläne werden künftig national wie international eine zentrale Bedeutung erlangen.²

Banken und Investoren sehen sich vor diesem Hintergrund bei der Kreditvergabe und der Kapitalanlage mit einer doppelten Herausforderung konfrontiert: Zum einen sollen sie durch die Bereitstellung von Eigen- und Fremdkapital maßgeblich zur Finanzierung der Transformationsinvestitionen beitragen. Zum anderen müssen sie die durch den Klimawandel entstehenden Risiken systematisch in ihr Risikomanagement integrieren.

- 1 Agora Energiewende, Agora Verkehrswende und Stiftung Klimaneutralität (Hrsg.) (2021). „Klimaneutrales Deutschland 2045: Wie Deutschland seine Klimaziele schon vor 2050 erreichen kann.“ Verfasst von Prognos, Öko-Institut und Wuppertal-Institut. <https://www.agora-energiewende.de/veroeffentlichungen/klimaneutrales-deutschland-2045>. Zuletzt abgerufen am 24. Oktober 2022. KN 2045 wurde im Rahmen von Pathways to Paris als zentrale Referenz für Paris-kompatible sektorale Entwicklungen in Deutschland ausgewählt, da es sich hierbei um eines der ambitioniertesten Szenarien für Deutschland handelt, mit einer umfassenden Sektorabdeckung und Dokumentation.
- 2 Auf EU-Ebene wird die Wichtigkeit von „Transitionplans“ beispielsweise in der Corporate Sustainable Reporting Directive (CSRD, Artikel 19) bzw. European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), der Corporate Sustainability Due Diligence (CSDD, Artikel 15), der Capital Requirement Directive Artikel 104) beim EU Green Bond Standard (GBS) deutlich und auch eine zukünftig geführte Erweiterungsdiskussion zur EU-Taxonomie wird sich genau hierherum drehen (Extended Taxonomie/ Transition Taxonomy).

Die Erreichung beider Ziele kann u. a. durch Unternehmensdialoge zielgerichtet gestützt werden. Bei diesem Ansatz – der auch als „Engagement“ bezeichnet wird – nehmen Banken und Investoren bzw. deren Partner, die Vermögensverwaltungen, im direkten Gespräch mit den Unternehmen Einfluss auf die Klimaziele, Transformationspfade und Maßnahmen, die Unternehmen wie auch Finanzakteure auf einen Paris-kompatiblen³ Pfad führen. Dadurch wollen sie insbesondere die Risiken reduzieren, die aus einer unzureichenden Klimastrategie der Unternehmen für Kredit- und Investmentportfolios entstehen können.

Ob als Vermögensverwalter oder Kreditgeber, Grundlage für die Dialoge und die Einordnung unternehmerischer Transformationspfade und Maßnahmen können neue, zukunftsgerichtete Indikatoren⁴ sein. Ergänzend zur bisherigen Betrachtung historischer, rein finanzieller Entwicklungen ermöglichen transformationsbezogene sektorübergreifende sowie -spezifische Indikatoren (KPI) das Risiko von Stranded Assets oder Kreditausfällen zu minimieren. Idealerweise mit dem Nebeneffekt nicht nur den THG-Fußabdruck des eigenen Portfolios zu reduzieren, sondern einen wichtigen Beitrag zu einer realen Reduktion der Treibhausgase in der Wirtschaft zu leisten.

Ein wichtiger Aspekt für zielführendes Engagement ist das Gespräch auf Augenhöhe. Dafür ist ein Verständnis über die besonderen Herausforderungen eines Sektors unabdingbar. Unterstützung dafür bieten das im Projekt Pathways to Paris entwickelte [Transformationstool](#) sowie die [sektorspezifischen Orientierungsrahmen](#). Sie verdeutlichen die zentralen Maßnahmen, welche die Unternehmen in den zehn Fokussektoren auf dem Weg zur Treibhausgasneutralität umsetzen müssen. Mit nur wenigen Handgriffen können so alltägliche Instrumente, wie Kredit- und Investorengespräche oder Value-Investing-Ansätze, an die neuen Aufgaben angepasst werden.



Mit der vorliegenden Umsetzungshilfe wollen wir insbesondere kleine und mittelständische Banken, Investoren und Vermögensverwaltungen dabei unterstützen, Dialoge mit ihren Kreditkund:innen bzw. Portfoliounternehmen erfolgreich zu konzipieren und zu gestalten. Dazu schauen wir auf die Grundlagen von Unternehmensdialogen sowie auf die rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen, beleuchten notwendige Schritte und Erfolgsfaktoren für die Gestaltung von Dialogen, skizzieren Herausforderungen und dokumentieren mögliche Unterstützungen beim Umgang mit diesen.

Diese Umsetzungshilfe stellt ausdrücklich keine individuelle, institutsspezifische, oder rechtliche Beratung dar. Sollte der/die Nutzer:in für einen konkreten Einzelfall Beratung wünschen, stehen WWF oder PwC als Beratungspartner gern zur Verfügung.

3 „Paris-Kompatibilität“ bedeutet im Kontext des Projektes im Einklang mit dem Temperaturlimit des Pariser Klimaabkommens: Ausrichtung am Ambitionsniveau einer „Begrenzung des Anstiegs der globalen Durchschnittstemperatur auf deutlich unter 2 °C relativ zum vorindustriellen Niveau“, sodass die Temperaturlimits deutlich unter 2 °C oder vorzugsweise 1,5 °C dem Pariser Klimaabkommen entsprechen.

4 Pathways to Paris entwickelte neben einem webbasierten Transformationstool eine solche Bewertungsmatrix, die Finanzinstitute unterstützen soll die Transformation in eine treibhausgasarme Wirtschaft zu begleiten.

Engagement: Transformation ermöglichen und begleiten

Der Klimawandel hat bereits weitreichende Veränderungen in der Politik, Regulatorik, Gesellschaft und Wirtschaft ausgelöst. Veränderungen im Verbraucherverhalten zählen ebenso dazu wie die Einführung von Umweltabgaben oder gesetzliche Vorgaben, wie das „Verbrenner-Aus“ bis 2035, das zu umfassenden Strukturveränderungen führt. Auch physische Risiken, wie Überschwemmungen oder Dürren, sind zu beachten. All dies kann direkte Auswirkungen auf den Wert und die Wertentwicklung von Portfolios nach sich ziehen.

Die BaFin benennt in ihrem Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken eine Reihe geeigneter Methoden zur Steuerung und/oder Begrenzung von Nachhaltigkeitsrisiken, die interessanterweise längst zum Instrumentenkasten der nachhaltigen Kapitalanlage gehören. Das sind insbesondere die Nutzung von Ausschlusskriterien, die Anwendung von Positivkriterien und Best-in-Class-Ansatz sowie das Engagement. Hierzu stellt die BaFin fest: „Über Stimmrechtsausübung, Dialog mit der Unternehmensleitung oder Einflussnahme auf Branchenvertretungen kann versucht werden, Investitionsobjekte bzw. Vertragspartner auf einen nachhaltigeren Kurs zu bringen. Zu beachten wären dann jedoch Vorgaben aus beispielsweise dem Aktien-, Gesellschafts- und Kartellrecht.“

Auch wenn bei der nachhaltigen **Kapitalanlage** nach wie vor die Ausschlusskriterien eine besondere Bedeutung haben, konnten sich die beiden Strategien „Stimmrechtsabgabe“ und „Unternehmensdialog“ in den vergangenen Jahren als wirkungsorientierte Anlagestrategie etablieren. Institutionelle Anleger äußern die Überzeugung, dass der direkte Dialog mit den Unternehmen besonders geeignet ist, diese für eine klimaverträgliche Ausrichtung des Geschäftsmodells und der Strategie zu motivieren. Die Nutzung des Stimm- und Rederechts auf Hauptversammlungen, das an das Eigentum von Aktien gekoppelt ist, wird regelmäßig als Baustein des Unternehmensdialoges gesehen und dann eingesetzt, wenn dieser selbst nicht zu den gewünschten Ergebnissen führt.

Möglich und sinnvoll ist zudem der Dialog zwischen Bank und Kreditnehmer:in, um auch bei der **Kreditvergabe** Klimarisiken zu berücksichtigen. Aus dem Dialog zwischen Bank und Unternehmen über einen Transformationspfad zur Erreichung der Pariser Klimaziele können sich darüber hinaus Ansatzpunkte für die aktive Begleitung der Unternehmen und damit für zukünftige Finanzierungen ergeben.

Werkzeugkasten für klimaverträgliche Unternehmensdialoge

Bei der Durchführung von Unternehmensdialogen stehen derzeit die Gespräche von Investoren und Vermögensverwaltern mit den Unternehmen im Fokus, in deren Aktien oder Anleihen diese investiert sind. In den Gesprächen geht es in der Regel um Verstöße der Unternehmen gegen anerkannte ESG-Standards⁵, z. B. die Prinzipien des UN Global Compact – diese Gespräche werden als „**normbasiertes Engagement**“ bezeichnet – oder um bestimmte Themen, die aus Sicht der Investoren besondere Bedeutung haben und die als „**thematisches Engagement**“ bezeichnet werden. Aktuell rückt vielmals der Klimaschutz oder die Transformationsperformance⁶ in den Fokus.

Wird Engagement weitergedacht, ergeben sich zusätzliche Möglichkeiten für Dialoge. Dazu gehört der Austausch zwischen Investoren (Asset Owner) und Vermögensverwaltern. In dieser Beziehung entsteht derzeit ein Spannungsfeld zwischen Erwartungen, Unsicherheiten und regulatorischer Pflicht. Asset Manager:innen fühlen sich an Mandate und Anlagerichtlinien gebunden, die teilweise (noch) keine Weisungen mit Blick auf nicht-finanzielle, transformatorische Aspekte beinhalten.

Asset Owner können für die Verwaltung ihres Vermögens dezidierte Klima- oder Nachhaltigkeitsaspekte vorgeben und so Einfluss auf die entsprechende Ausrichtung nehmen. Auch mit potenziellen Vermögensverwaltern sollten Investoren das Gespräch suchen, um über deren Klima- oder Nachhaltigkeitskonzept zu sprechen.

Vereinbarkeit von Klimaschutz und Treuhänderischer Pflicht

Mit der Vermögensverwaltung beauftragte Personen oder Institutionen gehen nach einschlägigen Kriterien vor. Dazu zählen eine gebotene Sachkenntnis, Redlichkeit und Sorgfältigkeit. Insbesondere sind sie zur Wahrung der Interessen der Anlegenden verpflichtet. Seit Sommer 2022 werden diese Pflichten um Nachhaltigkeitsaspekte ergänzt.⁷

Im Verkaufsprospekt oder beim individuellen Mandat wird, kurz gesagt, derzeit als Anlageziel grundsätzlich eine Wertsteigerung bei Übernahme vertretbarer Risiken festgehalten. Die Berücksichtigung klimaschutzrelevanter Aspekte ist dabei zwar grundsätzlich nicht ausgeschlossen, und sind sie ausdrücklich Teil des Anlegerinteresses, ist die Lage auch klar. Doch aktuell stellt sich häufig die Frage, inwieweit die treuhänderische Pflicht verletzt wird, wenn nicht-finanzielle Ziele ohne explizite Anordnung verfolgt werden – und inwieweit sie verletzt wird, wenn klimarelevante

5 Die englische Abkürzung ESG (Environmental, Social and Governance) steht für Umwelt, Soziales und gute Unternehmensführung. In der Literatur und der Presse wird ESG auch häufig mit dem Begriff „nachhaltig“ gleichgesetzt. Siehe: https://www.bafin.de/SharedDocs/FAQs/DE/Verbraucher/NachhaltigeGeldanlage/01_esg.html Zuletzt abgerufen am 24. Oktober 2022.

6 Unternehmerische Transformationsperformance im Sinne des Projektes meint den Vergleich der (zu erwartenden) absoluten THG-Emissionen eines Unternehmens mit einem mit dem Pariser Temperaturziel im Einklang stehenden sektoralen und nationalen Transformationspfad.

7 Sinngemäße Auszüge, Art. 23 Abs. 5 und 6 D-RL OGAW und Art. 18 Abs. 5 und 6 DelVO AIFM: Die Vermögensverwalter berücksichtigen bei der Erfüllung der Anforderungen an die gebotene Sorgfalt auch Nachhaltigkeitsrisiken. [...] Wenn Vermögensverwalter freiwillig oder – aufgrund ihrer Größe – verpflichtend über die Berücksichtigung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren Art. 4 der OffenlegungsVO berichten, dann müssen sie diesen wichtigsten nachteiligen Auswirkungen bei der Erfüllung der Anforderungen an die gebotene Sorgfalt auch Rechnung tragen.

Aspekte auch ohne klaren Auftrag nicht bedacht werden. So ließe sich beispielsweise bei einem langfristigen Investitionshorizont argumentieren, dass ein Nichtberücksichtigen von Klimaschutzrelevanten Aspekten mit der Zeit finanzielle Einbußen mit sich bringen könnte.

Insgesamt öffnen sich für diese Diskussion verschiedene Möglichkeiten. Da die Auslegung von verschiedenen Variablen vom Einzelfall abhängt, sollen die folgenden Ausführungen die laufende Diskussion anregen und Ideen für Argumentationsketten ausgewählter Felder geben, nicht jedoch eine abschließende Beurteilung des derzeitigen Diskussionsstandes darstellen.

Bestes Interesse

Das Anlegerinteresse ist grundsätzlich als „das Interesse eines durchschnittlichen Anlegers“ zu verstehen. Eine KVG ist demnach verpflichtet, nach der objektiven Interessenlage der Anlegergemeinschaft zu handeln. Sie unterscheidet sich so von der Struktur der individuellen Vermögensverwaltung, die auf die Interessen eines einzelnen Kunden abstellt. Welche Anlagepolitik dabei zu verfolgen ist, bestimmt sich nach den jeweiligen Anlagebedingungen sowie den einschlägigen (inter-)nationalen rechtlichen Publikationen.

Lassen sich aus den Anlagebedingungen keine klaren Aussagen herleiten, ist die allgemeine Auslegung des mutmaßlichen Interesses der Anleger maßgeblich. Und diese wird durch gesellschaftliche und politische Entwicklungen beeinflusst, somit unterliegt sie einer gewissen Dynamik. Es kann insofern durchaus argumentiert werden, dass heutzutage auch die Verfolgung von Nachhaltigkeitszielen den mutmaßlichen Interessen einer Anlegergemeinschaft entspricht.

Transparenzpflichten der Vermögensverwalter

Art. 4 der Offenlegungsverordnung sieht vor, dass Vermögensverwalter über ihre Strategie zur Berücksichtigung nachteiliger Nachhaltigkeitsauswirkungen berichten sollen, dies ab einer gewissen Größe sogar müssen. Diese ist sodann bei der Vermögensverwaltung zu beachten, um den Anforderungen an die gebotene Sorgfalt zu genügen (Art. 23 Abs. 6 D-RL OGAW und Art. 18 Abs. 6 DeIVO AIFM). Ob aus diesem Anreiz heraus auch stärker nicht-finanzielle Interessen im Rahmen der treuhänderischen Pflichten berücksichtigt werden können, ist zwar fraglich. Doch ließe sich argumentieren, dass eine Nachhaltigkeitsstrategie, oder eine transformative, emissionsmindernde Strategie, wenig Effekt hätte, wenn nur werterhöhende Aspekte berücksichtigt werden dürften.

Regulatorische Anforderungen an institutionelle Anleger

Durch die Berichtspflichten nach Art. 8 Taxonomieverordnung und dem Entwurf der Corporate Sustainable Reporting-Richtlinie (CSRD) nach werden zahlreiche Unternehmen zu größerer Transparenz über ihre nachhaltigen Ausrichtungen verpflichtet. Die offensichtliche gesetzgeberische Intention ist, die Transparenz der nicht-finanziellen Berichterstattung aufzuwerten und sie der finanziellen Berichterstattung anzunähern. Als Folge könnte die Berücksichtigung von nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen auch zunehmend als im Interesse der institutionellen Investoren liegend angesehen werden.

Gebotene Sorgfalt

Die neu eingeführte Pflicht zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken im Rahmen einer sorgfältigen Vermögensverwaltung könnte ebenfalls Raum für Auslegung bieten. Die Steuerung von Nachhaltigkeitsrisiken befindet sich zurzeit noch im Aufbau, d. h. auch rechtlich ist die Reichweite dieser Verpflichtung noch nicht geklärt.

Doch ließe sich u. a. folgern, dass Übergangsrisiken⁸ nur gesenkt werden können, indem nachteilige Nachhaltigkeitsauswirkungen adäquat adressiert werden. Für klimaschutzrelevante Fragen sind diese Risiken in Deutschland zunehmend erkennbar: Durch das Pariser Klimaabkommen ist ein internationales Ziel vorgegeben, das der deutsche Gesetzgeber im Klimaschutzgesetz verankerte, was wiederum das Bundesverfassungsgericht auf die Ebene des Verfassungsrechts hob.

Gerade Übergangs- und Reputationsrisiken entstehen, wenn eine Tätigkeit große nachteilige Nachhaltigkeitsauswirkungen hat, weil z. B. politische Maßnahmen zu einer Verteuerung oder einem Verbot sowie Marktreaktionen zur Verdrängung durch neue Technologien führen können. Die BaFin empfiehlt als Methoden zur Risikosteuerung und/oder -minimierung u. a. Impact-Investment und Engagement bei den Portfoliounternehmen sowie den Ausschluss oder Begrenzung bestimmter Investments.

Vor diesem Hintergrund ließe sich die Position vertreten, dass die Steuerung von Nachhaltigkeitsrisiken gerade im Hinblick auf die Übergangsrisiken wesentliche Parallelen zur Reduzierung von nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen zeigen kann.⁹ Ein solches Vorgehen muss sich jedoch stets auf eine nachvollziehbare und angemessene Risikosteuerung zurückführen lassen. Wo hier die genauen Grenzen zwischen der – verpflichteten – Steuerung von Nachhaltigkeitsrisiken und der – eher optionalen – Berücksichtigung verlaufen, lässt sich gegenwärtig noch nicht präzise abschätzen.

Während der Dauer eines Vermögensverwaltungsauftrages kann durchaus das Risiko bestehen, das Einzeltitel massiv an Wert verlieren: Aktuell könnten der steigende ESG-Trend des Marktes sowie regulatorische Vorgaben Unternehmen ohne entsprechende Aufstellung für transformatorische Maßnahmen negative Ratings bescheren (sog. Stranded Assets). Um die Pflicht der sorgfältigen Informationsbeschaffung des Finanzdienstleisters zu erfüllen sowie die Wahrung des Kundeninteresses zu gewährleisten, könnte vor diesem Hintergrund argumentiert werden, dass klimabedingte und/oder transformatorische (finanzielle) Risiken im Anlageprozess zu berücksichtigen sind.

Der von einem Finanzdienstleister zu erwartende Sorgfaltsmaßstab muss sich an Branchen-Standards ausrichten. Es ist zu erwarten, dass sich aufgrund der vorhandenen wissenschaftlichen Studien und Berichte – insbesondere auf internationaler Ebene – Standards etablieren werden, wie die «Green Bond Principles» der ICMA (International Capital Market Association), die entsprechend aufgestellt sind.

-
- 8 Übergangsrisiken, oder Transitionsrisiken, entstehen durch eine Wertveränderung an Vermögenswerten, die durch weitreichende Veränderungen in der Politik, Gesellschaft und Wirtschaft ausgelöst werden, die in Zusammenhang mit dem Übergang in eine THG-neutrale Wirtschaft stehen. Veränderungen im Verbraucherverhalten zählen ebenso dazu wie die Einführung von Umweltabgaben oder gesetzliche Vorgaben, wie das „Verbrenner-Aus“ bis 2035, das zu umfassenden Strukturveränderungen führt.
- 9 Diese Argumentation gilt insbesondere bei Investments mit einem langfristigen Investitionshorizont. Bei kurzfristigen Investitionen erscheint es fraglich, ob sich Übergangsrisiken verwirklichen könnten.

Klimarisiken (physische Risiken, regulatorische Risiken, Haftungsrisiken, Reputationsrisiken) müssten demnach stetig auch während der Geschäftsbeziehung und bei der Überwachung der Anlagen berücksichtigt werden (Risikomanagement).

Acting in Concert

Engagement ist häufig ein langwieriger, ressourcenaufwendiger Prozess. Für einen Dialog auf Augenhöhe braucht es die notwendige Expertise und Kapazitäten. Nicht nur um Synergien zu heben und Ressourcen auf beiden Seiten zu schonen, auch um den Wirkungsgrad zu erhöhen und die Qualität der Aktivitäten zu steigern, gibt es Bestrebungen von Investoren vorhandene Expertisen zu bündeln oder geschlossen aufzutreten. Kollaborative Ansätze sind jedoch noch mit einigen Rechtsunsicherheiten verbunden.

Grundsätzlich ist eine Verhaltensabstimmung mehrerer Investor:innen¹⁰ rechtlich zulässig, wenn nicht sogar gewollt (Vgl. § 127a AktG). Dieses Vorgehen ist jedoch mit Einschränkungen verbunden, um insbesondere Informationsasymmetrien entgegenzuwirken. So könnten durch koordiniertes Verhalten einzelne Aktionäre im Rahmen einer konzertierten Aktion die unternehmerische Ausrichtung einer Gesellschaft ändern, ohne dass sich die übrigen Aktionäre in ihrem Verhalten darauf einstellen können.

Aber: Eine einmalige Absprache erfüllt den Tatbestand i. S. d. § 34 Abs. 2 Satz 1 WpHG nach dem Grundsatzurteil des BGH ([Az. II ZR 190/17](#)) nicht. Auch dann nicht, wenn die Absprache eine Neuausrichtung der Gesellschaft, z. B. hinsichtlich klimaschutzrelevanter Fragestellungen, bezweckt. Diese neue Auslegung, Absprachen quantitativ und nicht qualitativ zu werten, eröffnet aktivistischen Investoren Handlungsspielräume für transformationspositive Vorstöße. Allerdings sollte eine einmalige Absprache nicht Teil eines größeren Vorhabens sein, das die Kriterien der nachhaltigen Einflussnahme (insbesondere der „dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung“) erfüllt und so dann als Acting in Concert zu deuten wäre.

Der Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung schlägt in seinem [Abschlussbericht 2021](#)¹¹ eine gesetzliche Ausnahmeregelung für ESG-Themen im Rahmen von Verhaltensabstimmungen vor, die kollaboratives Engagement erleichtert. Die ESMA erwägt bereits eine ESG-Ausnahme in ihrer übernahmerechtlichen [White List](#).¹²

10 „Acting in Concert“ ist im deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht kein feststehender Begriff, sondern umschreibt das Phänomen, dass Anleger (z. B. institutionelle Investoren oder aktivistische (Klein-)Aktionäre) ihr Verhalten in Bezug auf den Emittenten untereinander abstimmen. Mit der Verhaltensabstimmung bezwecken die beteiligten Anleger eine Bündelung der Kräfte zur Verwirklichung eines gemeinsamen Ziels. Häufig wird es um eine abgestimmte Ausübung von Stimmrechten auf der Hauptversammlung oder die Wahrnehmung sonstiger (quorumsabhängiger) Aktionärsrechte gehen (z. B. die Einberufung der Hauptversammlung gem. § 122 AktG oder die Beantragung einzelner Tagesordnungspunkte gem. § 124 AktG).

11 Shifting the Trillions – Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation. 31 Empfehlungen des Sustainable-Finance-Beirats an die Bundesregierung. (2021) https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2021/02/210224_SFB_-Abschlussbericht-2021.pdf Zuletzt abgerufen am 24. Oktober 2022.

12 Vgl. ESMA-Report, Undue short-term pressure on corporations, 18.12.2019, Rn. 197. <https://www.esma.europa.eu/document/report-undue-short-term-pressure-corporations-financial-sector>. Zuletzt abgerufen am 24. Oktober 2022.

Gleichbehandlungsgrundsatz: Bilaterale Absprachen

Der Begriff „Fair Disclosure Practice“ betrifft die Gleichbehandlung der Investoren eines Unternehmens bei der Bereitstellung von Informationen, insbesondere dann, wenn sie kursrelevant sein können. Die Kursrelevanz von ESG-Faktoren ergibt sich einerseits daraus, dass sie ein Asset an sich „wertvoller“ machen können, d. h. den Fundamentalwert des Finanzinstruments erhöhen und damit zu einer höheren Rendite führen könnten. Denn ein positives ESG-Profil kann sowohl zu einer gesteigerten Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens führen (z. B. aufgrund einer resilienteren Aufstellung in einer THG-armen Wirtschaft) als auch positiven Einfluss auf das Risikoprofil des Unternehmens (aufgrund besserer Compliance-Systeme und damit weniger Verstößen) nehmen. Andererseits folgt das Kursbeeinflussungspotenzial durch die steigende Präferenz der Investoren, ESG-konform zu investieren. So zeigen insbesondere jüngere empirische Studien vermehrt eine positive Korrelation zwischen positivem ESG-Profil von Unternehmen und Unternehmenswert.¹³

Werden in Dialogprozessen zwischen Unternehmen und Investoren konkrete Ziele und Maßnahmen vereinbart, könnten dies Rückschlüsse auf das ESG-Profil des Unternehmens, bzw. dessen Entwicklung, zulassen oder als Insiderinformation gelten. Ob dies der Fall ist, hängt maßgeblich insbesondere davon ab, wie konkret und präzise die Vereinbarung im Einzelfall ist. Unternehmen tendieren dazu, während der „Quiet Period“, d. h. unmittelbar vor Hauptversammlungen und der Veröffentlichung der Geschäftsberichte, in der Regel keine Dialoge zu führen, um die „Fair Disclosure Practice“ nicht herauszufordern.

Grundsätzlich gilt: Aufgelöst werden kann die Unsicherheit, ob Informationsasymmetrien bestehen, stets, in dem die Vereinbarungen öffentlich bekannt gemacht werden.

Öffentlich wirksames Engagement & Divestment

In der nachhaltigen Kapitalanlage ist Authentizität ein hohes Gut. Werden Kontroversen sichtbar und verläuft ein Engagementprozess nicht entsprechend den Erwartungen, oder erzielt der Investee nachweislich nicht ausreichend Verbesserung, müssen sich Vermögensverwalter immer häufiger gegenüber Investoren und der Öffentlichkeit erklären.

Da die Regulierung fordert, die Art der Mitwirkungspolitik offenzulegen¹⁴, bietet sich die Frage an, inwieweit unerfreuliche Verläufe oder negative Ergebnisse in diesem Rahmen durch einen Investor auf seiner Website publiziert werden könnten. Manche Akteure raten zum sogenannten „Naming & Shaming“. Allerdings könnten

¹³ Mülbert/Sajnovits, WM 2020, 1557, 1561 ff. m. w. N. sowie ausführlich zur Frage, ob im Rahmen der Kursrelevanz von Informationen ausschließlich die Börsenkurs-/Renditemaximierung maßgeblich sein soll; vgl. zur Nachhaltigkeit als Anlagekriterium auch Weber, in: Faust/Scholz, Nachhaltige Geldanlagen, S. 190 f.; zur potenziellen Erhöhung des Fundamentalwerts auch Weber/Kebekus, ZHR 184 (2020), 324, 334 f.; kritisch Ekkenga/Schirrmacher/Schneider, NJW 2021, 1509, 1510 f.

¹⁴ Es ist u. a. darzulegen, wie institutionelle Anleger und Vermögensverwalter die Portfoliogesellschaften hinsichtlich Strategie, finanzieller und nicht-finanzieller Leistung, den ESG-Kriterien sowie sonstiger wichtiger Angelegenheiten überwachen. (Vgl. § 134b Absatz 1 AktG).

sich Grenzen bei dieser öffentlichen Darstellung aus dem Kapitalmarkt-, Wettbewerbs-, Gesellschafts- sowie dem allgemeinen Zivilrecht ergeben.

Wichtig für die Auslegung ist zum einen die Beziehung zwischen den Parteien (Sind es beispielsweise Mitwettbewerber?) sowie die inhaltliche Ausgestaltung. Dazu zählen insbesondere der Wahrheitsgehalt sowie die Darstellung als Werturteil oder Meinungsäußerung.

Zum Tragen kommt vor allem das Verbot der Marktmanipulation. Entscheidend für diesen Tatbestand ist unter anderem, ob die veröffentlichte Information sich dazu eignet, falsche oder irreführende¹⁵ Signale zu geben, die das Angebots- oder Nachfrageverhalten eines (gedachten) verständigen Anlegers beeinflussen.

Ein Signal wäre möglicherweise irreführend, wenn ein Investor öffentlich macht, dass ein Unternehmen trotz eines entsprechend ausgerichteten Engagements, einen besonders CO₂-intensiven Geschäftsbereich nicht einstellt – und er dabei nicht erläutert, dass der Aufrechterhaltung des Geschäftsbereichs eine sorgfältige Abwägung des Unternehmens in Hinblick auf dringende soziale Aspekte (z. B. wichtige Infrastruktur der Daseinsvorsorge) vorangegangen ist oder der Geschäftsbereich nur noch temporär oder übergangsweise zur Finanzierung eines erst im Aufbau befindlichen neuen THG-neutralen Geschäftsbereichs aufrechterhalten bleiben soll.

Die Information über ein Divestment eines Investors kann beiderseitig eine Insiderinformation darstellen (Vgl. Art. 7 MAR). Denn Informationen über den Beschluss bedeutender Veränderungen in der Kapitalstruktur, z. B. die Aufnahme von Fremdkapital, sind regelmäßig kursrelevant. Bei sogenannten gestreckten Verfahren, wie bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen oder bei Divestments in der Regel der Fall, können bereits die vorherigen Zwischenschritte (wie konkrete Gespräche über die Absicht des Divestments sowie der Beschluss des Divestments) insiderrechtlich relevant sein. So ist die reine Information über ein in Kürze bevorstehendes bzw. erfolgtes Divestment grundsätzlich zulässig. Soweit es sich um eine Insiderinformation handelt, ist eine öffentliche Bekanntmachung aufgrund der Ad-hoc-Publizitätspflicht sogar rechtlich geboten (Vgl. u. a. §§ 33 ff. WpHG, § 33 Abs. 1 WpHG).

Eine sachliche, nicht wertende Information über einen laufenden Engagementprozess im Rahmen der definierten Anlagebedingungen an sich, dessen erfolgtes Ende oder einem vollständig abgeschlossenem Divestment, wie es bereits gängige Praxis in Engagement- oder Nachhaltigkeitsberichten ist, sollte weiterhin möglich sein.

¹⁵ Irreführend ist eine Information nicht nur dann, wenn sie geeignet ist, einen (gedachten) Anleger über die wahren Verhältnisse zu täuschen. Sondern auch dann, wenn sie unvollständig ist, etwa weil relevante Sachverhalte verschwiegen werden, oder die Art und Weise der Präsentation geeignet ist, Fehlinterpretationen herzuweisen. Maßgeblich ist dabei, ob durch eine selektive oder unvollständige Darstellung ein unzutreffender Gesamteindruck erzeugt wird.

Gestaltung erfolgreicher Dialoge

Gerade kleinere und mittelgroße Banken und Investoren stehen vor der Herausforderung, von Unternehmen als relevante Partner für Dialoge wahrgenommen zu werden, um deren Verhalten überhaupt beeinflussen zu können. Kirchliche Investoren und weitere etablierte wertebasierte Anleger können auf Basis ihrer moralischen Instanz Einfluss nehmen, da ihr negatives Urteil für Unternehmen mit Reputationsrisiken verbunden wäre. Für andere Anleger kommt es darauf an, sich durch eine professionelle Planung und Durchführung der Dialoge Gehör zu verschaffen. Ein Zusammengehen mit anderen Anlegern oder die Inanspruchnahme professioneller Unterstützung kann sinnvoll sein, um der Bedeutung der Forderungen Geltung zu verleihen.

Im Kreditgeschäft hängt der Einfluss maßgeblich davon ab, welche Bedeutung ein Kreditinstitut für das kreditnehmende Unternehmen hat. Je höher der Anteil eines Instituts an der Kreditversorgung der Unternehmen und/oder je spezifischer die Kreditvehikel, desto eher wird das Unternehmen bereit sein, positiv auf die Anforderungen der Bank zu reagieren.

Fünf Phasen von Unternehmensdialogen

Im Folgenden werden die fünf Phasen vorgestellt, die für die erfolgreiche Planung, Durchführung und Kontrolle durchlaufen werden sollten. Wo sinnvoll oder erforderlich wird zwischen der Kreditvergabe und der Kapitalanlage unterschieden.

1

Grundlagen schaffen – Leitlinie für Engagement

Zentraler Baustein einer robusten Engagementstrategie ist die Formulierung klarer Prinzipien und des eigenen Verständnisses von Nachhaltigkeit. Halten Sie fest, welche Ziele Sie mit den Unternehmensdialogen erreichen wollen, wie der Erfolg der Dialoge bewertet wird und welche Mittel (Eskalationsstufen) eingesetzt werden, wenn der Dialog nicht zum angestrebten Erfolg führt.

- » Für welche Werte stehen Sie?
- » Setzen Sie thematische Schwerpunkte?
- » Welche Erwartungen haben Sie an Unternehmen mit Blick auf Klimaschutz?

Diese und weitere für die Gestaltung von Unternehmensdialogen relevanten Fragen sollten in einer eigenen Engagement-Leitlinie schriftlich fixiert werden. Diese kann veröffentlicht werden, wenn das geschäftliche und gesellschaftliche Umfeld, Ihre Stakeholder, über die Aktivitäten informiert werden sollen. Dies ist im Übrigen sogar zwingend notwendig, wenn nachhaltige Produktlösungen bezüglich ihrer Wirksamkeit auch auf ein effektives Engagement abstellen.

2 Unternehmen auswählen

Nicht nur bei begrenzten Ressourcen stellt sich die Frage, mit welchen Unternehmen der Dialog geführt werden soll. Es kommen unterschiedliche Auswahlkriterien infrage, die sich aus der vorhandenen Expertise, der für Unternehmensdialoge definierten Ziele sowie der gewünschten Wirkung ergeben können.

Auf der Kreditseite werden Klima- und weitere Nachhaltigkeitsaspekte zukünftig grundsätzlich bei allen Kunden:innen zu prüfen sein. Ein aktiver Dialog kann hier mit Kreditnehmern sinnvoll sein, deren Geschäftsmodell stark auf der Nutzung fossiler Energien basiert und bei denen aktuell und perspektivisch ein hoher Investitionsbedarf besteht. Dadurch eröffnet sich die Bank nicht nur Geschäftspotenzial, sondern leistet einen wichtigen Beitrag zur Transformation der Wirtschaft und reduziert die THG-Emissionen, die mit ihrem Kreditportfolio verbunden sind.

Mögliche Parameter für die Unternehmensselektion:

- » Die N größten „THG-Emitter“ des Portfolios
- » Investiertes Volumen
- » Thematischer Schwerpunkt, wie bestimmte Sektoren oder Kernmaßnahmen der Transformation
- » Beziehungsstatus

3 Dialog detailliert vorbereiten und durchführen

Jeder Dialog mit einem Unternehmen sollte detailliert vorbereitet werden. Die Ansprache von klimaschutzrelevanten Erwartungen ist für die meisten inzwischen alltäglich und wird durch Berichtspflichten, wie die [Corporate Sustainability Reporting Directive \(CSRD\)](#), nur noch verstärkt. Aus Gesprächen mit Unternehmen wissen wir, dass unter anderem folgende Aspekte wichtig sind:

- » Ziele, Motive und Fragestellungen für den Dialog müssen von den Banken und Investoren möglichst konkret und nachvollziehbar definiert und begründet werden. Die Unternehmen wollen verstehen können, was Ziel und Gegenstand des Dialoges ist.
- » Nicht zu unterschätzen sind Spannungsfelder, die entstehen können, wenn verschiedene Stakeholder unterschiedliche Erwartungen an ein Institut stellen. Entsprechend wirkungsvoll kann ein Engagement sein, wenn es auf gemeinsamen, ambitionierten aber gleichsam realistischen Zielen verschiedener Investoren basiert.
- » Banken und Investoren müssen ein klares Bild des Geschäftsmodells der einzelnen Unternehmen sowie der spezifischen Rahmenbedingungen und Herausforderungen des Sektors haben. Erst so können sie die vom Unternehmen bereitgestellten Informationen einordnen und bewerten.

- » Wichtig sind für Banken und Investoren detaillierte Fachkenntnisse zu den Themen. Darunter fallen z. B. die größten Transformationshebel des Unternehmens sowie regulatorische oder technologische Restriktionen wie fehlende Infrastruktur. So vermeiden sie, unrealistische Erwartungen zu formulieren. Aus Sicht der Unternehmen ist ein Dialog insbesondere auch dann von Nutzen, wenn die Gesprächspartner:innen über relevante Trends bei einzelnen Themen sowie Aktivitäten anderer Unternehmen der Branche berichten können.
- » Sofern zwischen Banken bzw. Investoren und den Unternehmen konkrete Ziele und Maßnahmen vereinbart werden, müssen diese klar und realistisch formuliert und mit konkreten Zeitvorgaben sowie Indikatoren unterlegt sein. Dies erleichtert das Nachhalten, oder das Monitoring, der Zielerreichung bzw. die Umsetzung der Maßnahmen. Umfassende und langfristige Ziele wie die Erreichung der Pariser Klimaziele müssen in sinnvolle und inhaltlich sowie zeitlich überschaubare Einzelziele „zerlegt“ werden. Hilfreich können zudem Ziele sein, die auf anerkannte Marktstandards, beispielsweise CDP¹⁶, TCFD¹⁷ oder SBTi¹⁸, Bezug nehmen.

Transformationstool aus dem „Pathways to Paris“-Projekt bietet leichten Einstieg

Hilfestellung bei der Definition von Zielen für Transformationspfade und -maßnahmen einzelner Unternehmen bietet das **Transformationstool**, das im Rahmen des „Pathways to Paris“-Projekts von WWF Deutschland und PwC Deutschland unter Beteiligung zahlreicher Unternehmen entwickelt wurde. Das Tool erstellt zunächst einen sektorspezifischen Transformationspfad, mit dem die Mindestanforderungen einer Paris-kompatiblen Emissionsreduktion besser verstanden werden können. Im zweiten Schritt können Unternehmen die Wirkungen und Kosten verschiedener Reduktionsmaßnahmen erproben – auch zusammen mit Banken und Investoren. Abschließend können sie mit dem Tool die Umsetzungen der gewählten Maßnahmen in einer Roadmap planen und so die notwendigen Investitionen für den Transformationsplan im Zeitverlauf bewerten.

Banken und Investoren sowie Unternehmen erhalten mit dem Transformationstool eine gemeinsame, belastbare Grundlage für die Definition und Nachverfolgung zielführender Klimastrategien.

16 Das CDP ist eine Nichtregierungsorganisation, die Fragebogen entwickelt hat zur Offenlegung und Bewertung der Umweltauswirkungen von Unternehmen sowie von Städten und Regionen. Die Berichterstattung wird ermöglicht zu den Themen Wasser, Wälder und Klima – letzteres in Übereinstimmung mit dem TCFD-Standard. Die Datenpunkte von Städten und Regionen sind frei zugänglich, wohingegen Zugang zu den Informationen über Unternehmen von Investoren erworben werden kann.

17 Die Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) setzt sich aus 31 Vertretern der Privatwirtschaft zusammen, die einen Standard für klima-relevante Offenlegung von Finanzwirtschaft und kapitalmarktorientierte Unternehmen entwickelt hat. Der TCFD wurde von Neuseeland und Großbritannien als gesetzliche Vorgaben zur Klimaberichterstattung übernommen.

18 Die Science Based Targets Initiative (SBTi) wurde vom CDP, UN Global Compact, World Resources Institute (WRI) und dem WWF gegründet. Durch die Validierung von Klimazielen von Unternehmen setzt es einen Standard zur Zielsetzung von kurzfristigen Zielen (5–10 Jahre) und langfristige Netto-Null Zielen. Hierfür werden detaillierte Vorgaben für Unternehmen aus verschiedenen Sektoren der Realwirtschaft sowie für Finanzinstitute entwickelt.

4**Monitoring: Ergebnisse überwachen**

In der Regel werden sich die Dialoge zu so komplexen und langfristig ausgerichteten Themen wie unternehmerischer Transformation über einen längeren Zeitraum erstrecken, auch wenn sie in überschaubare Zwischenziele aufgeteilt werden. Deshalb ist es besonders wichtig, die Fortschritte bei der Zielerreichung systematisch zu überwachen:

- » Sofern konkrete Ziele und Maßnahmen vereinbart werden, müssen zwischen Bank bzw. Investor und Unternehmen klare Prozesse für die Überprüfung der Zielerreichung auf Basis der vereinbarten Indikatoren definiert werden. Wo möglich, können die entsprechenden Angaben der Unternehmen durch die Nutzung unabhängiger Informationen, z. B. der Analysen von ESG-Rating-agenturen oder NGOs, verifiziert werden.
- » Alle Engagement-Aktivitäten sollten intern gut und nachvollziehbar dokumentiert werden. Dies ist insbesondere für Banken und Investoren wichtig, um auf dieser Datenbasis künftige Dialoge wirkungsvoller führen zu können.

5**Keine Bewegung bei den Unternehmen – Dialog eskalieren**

Nicht in jedem Fall wird der Unternehmensdialog den gewünschten Erfolg haben. So kann es sein, dass die Unternehmen erst einmal nicht auf die Anforderungen der Banken und Investoren reagieren. In anderen Fällen werden die vereinbarten Ziele und Maßnahmen überhaupt nicht oder nicht im definierten Zeitraum erreicht werden. Gibt es dafür keine nachvollziehbaren Gründe, müssen Banken und Investoren am besten bereits vor Beginn des Dialoges festlegen, welche Eskalationsstufen sie nutzen werden, um ihren Forderungen Nachdruck zu verleihen.

Formulierungsvorschlag:

Wir behalten uns vor, fallspezifisch gegen die Entlastung des Vorstandes zu stimmen, sollten keine ausreichenden Maßnahmen für eine emissionsarme Umstellung des Unternehmens erfolgen oder bekannt werden, dass sich das Unternehmen für die Abschwächung oder generelle Verhinderung von Klimaschutz-Gesetzen einsetzt.

Für Investoren in Aktien bietet es sich an, das Rede- oder Stimmrecht auf Hauptversammlungen zu nutzen, um wahrgenommene Defizite vor den versammelten Aktionär:innen anzusprechen. Selbst wenn keine eigenen Punkte auf die Tagesordnung gesetzt werden, kann die Entlastung des Vorstands/Aufsichtsrats an entsprechende Kriterien geknüpft werden, wie z. B. an eine wirksame Transformationsstrategie.

Für den Kreditbereich sind die Möglichkeiten für die Veröffentlichung entsprechender Fälle aufgrund der Vertraulichkeitspflichten naturgemäß eingeschränkt.

Letzte Eskalationsstufe kann ein Rückzug aus dem Kreditengagement (keine Prolongation, kein Ausbau des Kundenengagements) bzw. ein Verkauf der Wertpapiere des betroffenen Unternehmens sein.

Herausforderungen

Die Bandbreite möglicher Aktivitäten bei Unternehmensdialogen ist hoch und reicht von einmaligen Anschreiben an den Vorstand der Unternehmen, deren Transformationswilligkeit als nicht ausreichend eingeschätzt wird, bis zur mehrjährigen Begleitung mit verschiedenen Zwischenzielen und Eskalationsstufen. Bei der Vorbereitung und Umsetzung entsprechender Dialoge sind vor diesem Hintergrund folgende Herausforderungen zu berücksichtigen.

1

Eigene Ressourcen und Kompetenzen beachten

Der Unternehmensdialog erfordert von Banken und Investoren bestimmte Ressourcen. Zum einen müssen finanzielle und personelle Ressourcen verfügbar sein, um Unternehmensdialoge selbst zu planen, durchzuführen und zu kontrollieren bzw. entsprechende Leistungen bei spezialisierten Experten in Auftrag zu geben. Zum anderen müssen die fachlichen Kompetenzen vorhanden sein, um mit den Unternehmen auf Augenhöhe sprechen zu können. Bei Banken verfügen die Kundenbetreuer:innen regelmäßig über umfassende Branchenkompetenzen und auch Investoren bzw. Vermögensverwalter haben oft Branchenspezialist:innen. Gleichwohl kann es auch hier sinnvoll sein, externe fachliche Unterstützung zu suchen, z. B. im Rahmen von Kooperationen mit ESG-Ratingagenturen, NGOs oder Fachverbänden und -initiativen. Einen ersten Einstieg bieten zudem die sektorspezifischen Orientierungsrahmen des Projektes [Pathways to Paris](#).

2

Policy-Engagement: unterschiedliche Ebenen berücksichtigen

Im Mittelpunkt der Dialoge stehen in der Regel einzelne Unternehmen und deren Ziele und Maßnahmen. Bestimmte Themen lassen sich aber nicht auf Ebene der Einzelunternehmen diskutieren und verbessern, sondern nur auf sektoraler, sektorübergreifender oder politischer Ebene. So können systemische Effekte und Zusammenhänge viel stärker berücksichtigt werden und die Basis für eine gemeinschaftliche Entwicklung von Lösungsansätzen der aktuellen Herausforderungen bilden sowie einen neuen politischen Rahmen schaffen, der eine möglichst disruptionsfreie Transformation ermöglicht.

Beispiele hierfür sind die Erweiterung von Berichtspflichten für Unternehmen, durch die Banken und Investoren mehr und bessere Informationen über die klima- und nachhaltigkeitsbezogenen Aktivitäten der Unternehmen bekommen, oder die Standardisierung der Daten, die durch die Unternehmen bereitgestellt werden müssen. Gesprächspartner für die Dialoge sind in diesen Fällen die Branchenverbände der Industrie und/oder die Politik. Um hier auf Augenhöhe diskutieren zu können, sollten sich Banken bzw. Investoren zusammenschließen oder zudem ihre Branchenverbände und -initiativen auffordern, entsprechend Position zu beziehen.



Banken und Investoren können darüber hinaus den Dialog mit Lieferanten in der eigenen Wertschöpfungskette suchen, um hier höhere Klima- bzw. Nachhaltigkeitsstandards einzufordern. Das kann direkt, aber vor allem auch indirekt über Dialog- und damit Einflussmöglichkeiten in Initiativen und Branchenverbänden geschehen, in denen sie aktiv sind. Ziel der Dialoge kann es hier sein, Klima- und andere Nachhaltigkeitsaspekte stärker in der Agenda der Organisationen zu verankern.

3

Kleine und mittelständische Unternehmen nicht vernachlässigen

Insbesondere die Engagement-Aktivitäten der Investoren konzentrieren sich aktuell stark auf börsennotierte bzw. am Kapitalmarkt aktive Unternehmen, sodass beispielsweise in Deutschland nur wenige hundert Unternehmen im Fokus der Investoren stehen. Banken haben einen deutlich breiteren Zugang, insbesondere zur mittelständischen Wirtschaft. Dabei ist zu beachten, dass diese Unternehmen vom Klimawandel und seinen physischen und transitorischen Auswirkungen genauso betroffen sind wie die häufig im Mittelpunkt stehenden Großunternehmen. Sie sind zwar agiler in der Umsetzung neuer Maßnahmen, allerdings verfügen kleine und mittelständische Unternehmen häufig über weniger formale Strukturen und Prozesse zum Umgang mit Klima- und anderen Nachhaltigkeitsthemen. So ist auch das entsprechende Reporting häufig noch weniger umfangreich als bei den Großunternehmen.

Unterstützung bei der Durchführung von Unternehmensdialogen

Speziell Investoren können sich bei der Durchführung von Unternehmensdialogen Unterstützung holen. Dies kann durch eine Zusammenarbeit mit anderen Investoren im Rahmen von Initiativen und Verbänden oder durch die Beauftragung professioneller Dienstleister erfolgen. Beide Optionen werden im Folgenden vorgestellt. Auch für Banken gibt es erste Möglichkeiten, in Kooperation mit anderen Instituten zu agieren. Hierbei spielen Unternehmensdialoge aktuell noch eine untergeordnete Rolle.

Gemeinsam stärker: Kollaboratives Engagement in Initiativen und Verbänden

Investoren

In den vergangenen Jahren haben verschiedene Organisationen und Initiativen ihre Aktivitäten im Zusammenhang mit der Organisation von Dialogprozessen mit Unternehmen ausgebaut bzw. wurden gegründet, um Einfluss auf Unternehmen zu nehmen.¹⁹ Folgend ein erster Überblick:

- » [Arbeitskreis Kirchlicher Investoren \(AKI\)](#)
- » [Climate Action 100+](#)
- » [Corporate Responsibility Interface Center e. V. \(CRIC\)](#)
- » [UN-convened Net-Zero Asset Owner Alliance \(NZAOA\)](#)
- » [Principles for Responsible Investment \(PRI\)](#)
- » [Shareholders for Change \(SfC\)](#)

Bei der Prüfung einer Mitarbeit in den einzelnen Organisationen und Initiativen sind verschiedene Aspekte zu berücksichtigen. So sind z. B. AKI und CRIC vorrangig in Deutschland tätig und können ressourcenbedingt pro Jahr nur eine begrenzte Anzahl von Dialogen führen. Gleichzeitig agieren beide Organisationen auf Basis eines ethisch-nachhaltigen Wertegerüsts. Initiativen wie Climate Action 100+ oder die Net-Zero Asset Owner Alliance sind stark international ausgerichtet und richten sich eher an Investoren mit großen Vermögen.

Banken

Auf Bankenseite können beispielhaft zwei Initiativen genannt werden: die Klima-Selbstverpflichtung des deutschen Finanzsektors, die aktuell 20 Banken unterzeichnet haben, sowie die global agierende Net-Zero Banking Alliance. Beide Initiativen bieten die Möglichkeit, Partner für die Durchführung von Dialogen mit einzelnen Unternehmen, Branchenvertreter:innen oder Politik zu finden.

- » [Klima-Selbstverpflichtung des deutschen Finanzsektors](#)
- » [Net-Zero Banking Alliance](#)

¹⁹ Auch aus Sicht des Sustainable-Finance-Beirates der Bundesregierung kommt Engagement künftig eine entscheidende Rolle zu. Es wird geplant, eine Engagement-Plattform einzurichten, mithilfe derer Sektorwissen seitens der Finanzwirtschaft gebündelt, die Auseinandersetzung mit der Transformationsperformance vereinheitlicht und effizientes Vorgehen gesichert werden kann.



Professionelle Unterstützung: Dienstleistungen für Unternehmensdialoge

Die Beauftragung von spezialisierten Dienstleistern mit der Durchführung der Dialoge kann dort sinnvoll sein, wo die personellen Ressourcen und das Fachwissen der Investoren für einen eigenen Dialog mit den Unternehmen nicht ausreichen.

Am Markt sind verschiedene Dienstleister aktiv, die vorrangig Investoren Unterstützung bei der Umsetzung von Dialogstrategien anbieten. Das Angebot umfasst dabei regelmäßig Leistungen zur Ausübung der Stimmrechte (Proxy Voting) sowie zur Durchführung von Unternehmensdialogen. Unter Proxy Voting werden alle Leistungen subsumiert, die mit der Verwaltung und Ausübung von Stimmrechten verbunden sind.

Unter Engagement werden alle Leistungen erfasst, die mit der Organisation und Durchführung von Dialogen mit Emittenten verbunden sind. Dazu gehören Angebote im Zusammenhang mit Collaborative bzw. Pooled Engagements. Zu den an diesem Markt aktiven Anbietern zählen unter anderem:

- » [BMO Global Asset Management](#)
- » [Federated Hermes Limited](#)
- » [Glass Lewis](#)
- » [Institutional Shareholder Services \(ISS\)](#)
- » [Minerva Analytics](#)
- » [Sustainalytics](#)
- » [Union Investment](#)

Im Bereich der Unternehmensdialoge können grundsätzlich drei Angebote unterschieden werden:

- a) Unterstützung von Unternehmensdialogen, die die Investoren in Eigenregie durchführen, z. B. durch Aufbereitung von Informationen über Transformationspläne von Unternehmen oder über kontroverses Verhalten, z. B. Verstöße gegen die Prinzipien des UN Global Compact
- b) Durchführung individueller Unternehmensdialoge im Auftrag einzelner Investoren
- c) Durchführung von Engagement-Aktivitäten im Auftrag von bzw. mit Unterstützung mehrerer Kunden:innen (Pooled bzw. Collaborative Engagement)

Beim Pooled bzw. Collaborative Engagement führen die Anbieter regelmäßig zahlreiche Dialoge mit ausgewählten Unternehmen durch. Diese können die Investoren im Rahmen der Nutzung der Dienstleistung unterstützen, um den gegenüber den Unternehmen kommunizierten Forderungen mit den von ihnen verwalteten Assets unter Management mehr Gewicht zu verleihen. Die Anzahl der von den Anbietern durchgeführten Dialoge liegt je nach Anbieter zwischen 100 und 800 pro Jahr, wobei mit einzelnen Unternehmen auch Dialoge zu mehreren Themen geführt werden können. Einzelne Anbieter bieten den Investoren nach eigenen Angaben die Möglichkeit, eigene Vorschläge für Themen für die Dialoge sowie Zielunternehmen einzubringen.

Flankierung der Dialoge durch transformationspositive Produktgestaltung

Die Anstrengungen der Unternehmen zur Finanzierung und Umsetzung der Transformation können durch die Anpassung klassischer Finanzierungsvehikel oder Entwicklung neuer Angebote unterstützt werden. In den vergangenen Jahren gab es in der **Kapitalmarktfinanzierung** zahlreiche Innovationen. Bereits am Markt etabliert sind Grüne und Soziale Anleihen (Green and Social Bonds). Hervorstechendes Merkmal dieser Wertpapiere ist, dass bereits bei der Emission festgelegt ist, wie das über den Bond aufgenommene Kapital grundsätzlich verwendet werden soll. Bei Green Bonds sind dies Projekte zur Förderung des Klima- und Umweltschutzes, beispielsweise der Bau und Betrieb von Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien oder die energetische Sanierung von Immobilien. Über Social Bonds werden unter anderem Bildungs- und Pflegeeinrichtungen finanziert. Als Standard für die Ausgestaltung der Bonds haben sich die Green bzw. Social Bond Principles der ICMA²⁰ etabliert. Die EU arbeitet zudem an einem Green-Bond-Standard, der auf den Vorgaben der EU-Taxonomie für nachhaltige wirtschaftliche Tätigkeiten basiert. Noch vergleichsweise neu sind ESG- und Sustainability-linked Bonds (SLB). Bei ihnen erhalten Investoren einen Zinsaufschlag, wenn die Emittenten ein bei Emission der Bonds festgelegtes Nachhaltigkeitsziel, z. B. zur Reduzierung der eigenen THG-Emissionen, nicht erreichen.

Banken haben die Möglichkeit, die **Auflage und Platzierung** entsprechender Bonds aktiv zu begleiten. Investoren können prüfen, ob sie einen bestimmten Anteil ihrer Kapitalanlagen in entsprechende Anleihen investieren, um den Emittenten Kapital zur Finanzierung umweltbezogener oder sozialer Projekte zur Verfügung zu stellen. Als Maßstab für die Höhe dieses Engagements kann der Anteil entsprechender Bonds an der aktuell genutzten Benchmark für Anleihen dienen. Bloomberg bietet beispielsweise die Kennzeichnung „Anleihe ist Green Bond = ja/nein“, sodass entsprechende Anleihen einfach zu identifizieren sind.

Als Orientierung für die Integration transformatorischer Ziele in die Produktentwicklung kann die PtP-Transformationsindikatorik dienen. Anwendungsmöglichkeiten bestehen bei:

- » der Ausgestaltung von Schuldverschreibungen und anderen festverzinsten Wertpapieren (Anleihen, Rentenpapieren, Obligationen, etc.)
- » eigenen Wertpapieremissionen zur Einstufung der zugrunde liegenden Assets
- » der Beratung und Begleitung von anderen Unternehmen bei der Kapitalmarkttransaktionen (z. B. wie Unternehmensanleihen, und andere Schuldverschreibungen)

²⁰ Die International Capital Market Association (ICMA) hat freiwillige Leitlinien zu Green, Social und Sustainability Bonds veröffentlicht. Diese Principles beschreiben die Verwendung und Management der Emissionserlöse, Auswahl der Projekte und Hinweise für die transparente Berichterstattung sowie Empfehlungen zum rechtlichen Rahmenwerk und zur externen Verifizierung.

Eine Formulierung für Positivkriterien kann sein:

- » Wir investieren nur in Unternehmen, die sich ein wissenschaftsbasiertes, validiertes Klimaziel gesetzt haben.

Mindestkriterien für die Kreditvergabe oder Aufnahme in ein AU könnten sein:

- » Die Erreichung des eigenen Klimaziels ist an einen variablen Part der Vorstandsvergütung geknüpft und beträgt mindestens X %.
- » Der Anteil regenerativer Energien am Gesamtenergiemix beträgt mindestens X %.

Bereits im Schritt davor, bei der Definition der Finanzierungsgrundsätze oder der Positiv- wie Ausschlusskriterien, können derartige Vorgaben ebenfalls einfließen.

Bei der **Kreditprüfung** ist die umfassende Bonitätsprüfung der Kunden:innen etablierter Bestandteil des Prozesses bei der Vergabe und Prolongation von Krediten. Auch vor dem Hintergrund der regulatorischen Anforderungen nehmen immer mehr Banken klima- und andere nachhaltigkeitsbezogene Kriterien in den Prüfprozess auf. Die Kreditvergabe bzw. deren Konditionsgestaltung berücksichtigt dann, ob die Kreditnehmer:innen beispielsweise nachweisen können, dass Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie auf die Ziele des Pariser Klimaabkommens ausgerichtet sind. Gleichzeitig haben zahlreiche Banken bereits Ausschlusskriterien für besonders kontroverse und wenig zukunftsfähige Branchen definiert, beispielsweise für Unternehmen, die Kohle abbauen oder verstromen. Hierüber werden Unternehmen von der Finanzierung ausgeschlossen, deren Geschäftsmodell nicht oder nur zu wirtschaftlich nicht tragfähigen Kosten transformationsfähig ist oder die keine entsprechenden Schritte eingeleitet haben.

Bei der **Kreditfinanzierung** gehören hierzu zum einen Produkte, bei denen die Vergabe an eine spezifische Verwendung der aufgenommenen Mittel gekoppelt ist. So dürfen die Kreditmittel bei Green Loans beispielsweise ausschließlich für Projekte genutzt werden, die dem Klima- und Umweltschutz dienen. Zum anderen sind verstärkt Produkte am Markt, bei denen die Kreditkonditionen an die Erreichung bestimmter Klima- oder Nachhaltigkeitsziele geknüpft sind. Bei diesen ESG-linked oder Sustainability-linked Loans (SLL) vereinbaren Bank und Unternehmen ein individuelles Ziel, beispielsweise die Verbesserung des ESG-Ratings des Unternehmens oder die Reduzierung der spezifischen CO₂-Emissionen um X %. Sofern dieses Ziel erreicht wird, erhalten die Unternehmen einen Finanzierungsvorteil.

Ausblick

Um das Limit des Pariser Klimaabkommens nicht zu reißen und den Anstieg der globalen Durchschnittstemperaturen auf ein beherrschbares Maß zu beschränken, bedarf es umfassender Anstrengungen von Politik, Gesellschaft und Wirtschaft. Wann und wie die Transformation voranschreitet, wirkt sich maßgeblich auf die Wirtschaft und unsere Umwelt aus. Dem Finanzmarkt kommt eine doppelte Bedeutung zu: Zum einen sollen Banken und Investoren – auch nach den Vorstellungen der EU-Kommission – die für die Transformation erforderlichen Investitionen durch die Bereitstellung von Eigen- und Fremdkapital finanzieren. Zum anderen können sie zu einem Treiber der Transformation werden, indem sie beispielweise Finanzierungen anbieten, bei denen die Konditionen an die Erreichung von Klima- und anderen Nachhaltigkeitszielen geknüpft sind und Nachzügler entsprechend in die Verantwortung nehmen.

Ein wichtiger Baustein dieser Treiberfunktion ist das Engagement. Im aktiven Dialog mit den Unternehmen können Banken und Investoren wahrgenommene Defizite auch in Klimastrategien ansprechen und die erforderlichen Nachbesserungen einfordern. Dadurch können sie die Transformation der Unternehmen befördern und gleichzeitig einen Beitrag zu ihrem Risikomanagement leisten. Sie können ihre Schlagkraft noch erhöhen, wenn sie ihre Ressourcen und Kompetenzen – unter Berücksichtigung der regulatorischen Rahmenbedingungen – mit anderen Marktteilnehmern teilen.

Denn essenzielle Voraussetzung für die notwendige Wende ist die Bündelung von Expertisen, Dialog und Kollaboration über Industriegrenzen hinaus. Und: Daten. Um beurteilen zu können, ob ein Unternehmen auf einem guten Weg in Richtung Paris-Kompatibilität ist, braucht es außerdem entsprechende Kompetenz und Vergleichsmöglichkeiten. Noch gibt es keine etablierten Standards für Berechnungen, Messmethoden und deren Art des Ausweises. Pathways to Paris setzt hier an und liefert erste Ansätze, damit Finanzmarktakteure und Unternehmen auf Augenhöhe miteinander sprechen und transformationspositive Entscheidungen treffen können.

Mit dem Pariser Klimaabkommen ist ein internationales Ziel vereinbart worden, die Bundesrepublik hat es im Klimaschutzgesetz verankert und das Bundesverfassungsgericht hat es bis auf die Ebene des Verfassungsrechts gehoben. Der Sustainable-Finance Beirat und die Politik sind nun gefragt, einen Rahmen für transformationspositive Investitionen zu gestalten. Zudem sollten sie in Zusammenarbeit mit Ratingagenturen, Verbänden und Finanzakteuren schnellstmöglich eine barrierearme Infrastruktur für klima- und energierelevante Daten zu schaffen, um das Temperaturlimit des Pariser Klimaabkommens tatsächlich zu halten.

Impressum

Herausgeber: WWF Deutschland
Stand: Dezember 2022
Gesamtverantwortung: Matthias Kopp, Director Sustainable Finance, WWF Deutschland;
Dr. Nicole Röttmer, Global Lead Climate Clients & Industries, PwC Deutschland
Autor:innen/Mitarbeit: Vanessa Bolmer, Matthias Kopp (beide WWF Deutschland);
Rolf D. Häßler (NKI – Institut für nachhaltige Kapitalanlagen);
Jana Mintenig (PwC Deutschland)
Kontakt: Vanessa Bolmer (Senior Policy Advisor, Sustainable Finance, WWF Deutschland);
Dr. Nicole Röttmer (Global Lead Climate Clients & Industries, PwC Deutschland);
info@pathwaystoparis.com
Gestaltung: Anita Drbohlav (www.paneemadesign.com)
Bildnachweise: alvarez/iStock/Getty Images

Disclaimer

Pathways to Paris ist ein vom Bundeswirtschaftsministerium (BMWK) gefördertes Projekt mit einer Laufzeit von zwei Jahren. Die aktive Projektphase endete im Oktober 2022.

WWF Deutschland und PwC Deutschland begleiteten und unterstützten die teilnehmenden Unternehmen bei der Entwicklung von Transformationspfaden, die für die Erreichung der Ziele des Pariser Klimaschutzabkommens notwendig sind. Neben der Schaffung eines gemeinsamen Verständnisses und breiter Akzeptanz für die Anforderungen einer erfolgreichen Klimawende wurden sektorspezifische, reproduzierbare Transformationspfade beleuchtet, die öffentlich zugänglich sind.

Eine exklusive Beratung mit unmittelbarer Wirkung auf z. B. Produktionstechnologien, Strategieplanung oder Wertschöpfungsketten einzelner Unternehmen fand nicht statt. Des Weiteren bestehen im Rahmen des Projektes keine finanziellen Verbindlichkeiten zwischen den teilnehmenden Unternehmen und den Projektinitiatoren, so dass etwaige Interessenkonflikte ausgeschlossen sind.

Die Inhalte der vorliegenden Unterstützungshilfe wurden mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt. Der Anbieter übernimmt jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der bereitgestellten Inhalte. Die Nutzung erfolgt auf eigene Gefahr des Nutzers.

Eine Kooperation von:



Gefördert durch:



aufgrund eines Beschlusses
des Deutschen Bundestages