

# Nachhaltigkeit im Visier von Investoren

Eine hkp///group Analyse der Abstimmungsrichtlinien der einflussreichsten institutionellen Investoren und Stimmrechtsberater zu Nachhaltigkeitsthemen für den Aufsichtsrat

**Februar 2023**

# LEITLINIEN FÜR EINE NACHHALTIGE VORSTANDSVERGÜTUNG

DESIGN - DARSTELLUNG - DIALOG

UPDATE 2020/21



Erarbeitet von Aufsichtsratsvorsitzenden, Investorenvertretern,  
Wissenschaftlern und Corporate-Governance-Experten, September 2021



Download unter [www.leitlinien-vorstandsverguetung.de](http://www.leitlinien-vorstandsverguetung.de)

# **Nachhaltigkeit im Visier von Investoren**

Eine hkp///group Analyse der Abstimmungsrichtlinien der einflussreichsten institutionellen Investoren und Stimmrechtsberater zu Nachhaltigkeitsthemen für den Aufsichtsrat

# Inhalt

<b>5</b>	Einleitung
<b>8</b>	Ziel und Methodik der Analyse <ul style="list-style-type: none"><li>Betrachtete Investoren und Stimmrechtsberater</li><li>Nachhaltigkeitsaspekte im Fokus</li></ul>
<b>12</b>	Darstellung und Analyse der Ergebnisse <ul style="list-style-type: none"><li>Der quantitative Blick auf Nachhaltigkeitsforderungen</li><li>Der qualitative Blick auf Nachhaltigkeitsforderungen<ul style="list-style-type: none"><li>Die Erwartungen an den Aufsichtsrat im Überblick</li><li>Fokus 1: Nachhaltigkeitskompetenzen im Aufsichtsrat</li><li>Fokus 2: Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung</li><li>Fokus 3: Nachhaltigkeitskommunikation an den Kapitalmarkt</li></ul></li></ul>
<b>18</b>	Fazit und Handlungsempfehlungen
<b>20</b>	Anhang

# Einleitung

**Das Thema Nachhaltigkeit ist nicht nur in Politik und Gesellschaft angekommen, sondern längst auch in den Unternehmen. Immer häufiger sehen sich Unternehmen im Zuge des Wandels vom Shareholder- zum Stakeholder-Value mit der Frage konfrontiert, welchen „Purpose“ sie verfolgen und welche nachhaltigen Auswirkungen ihr Geschäftsmodell auf die Gesellschaft, den Menschen und die Umwelt hat. Die Fragen kommen dabei von den eigenen Mitarbeitenden, weiteren Stakeholdern und der breiteren Öffentlichkeit.**

Im Unternehmenskontext wird Nachhaltigkeit oft mit der Abkürzung ESG gleichgestellt: E steht dabei für Umwelt (Environment), S für Soziales (Social) und G für Unternehmensführung (Governance). Der entsprechende Druck durch Gesellschaft und Regulatorik hat dazu geführt, dass Investoren bislang vor allem zum E und insbesondere den Klimazielen den Dialog mit Unternehmen aufgenommen haben – nicht aus altruistischen Motiven heraus, sondern als kluges Risikomanagement. Denn, so die Erkenntnis angesichts von Klimawandel und mehreren durch die Industrie ausgelösten Umweltskandalen: Ohne aktives Umweltmanagement riskieren Unternehmen deutliche Einbußen durch Schäden, Sanktionen, geschädigte Reputation und entsprechende Umsatzverluste.

Dies gilt auch für Social-Aspekte, die zum Beispiel über Fragestellungen des Human Capital Managements mittlerweile nicht mehr aus dem Investoren-Dialog wegzudenken sind. Beispiele dafür sind ethisch-abgesicherte Lieferketten, Arbeitsschutz, diskriminierungsfreies Arbeiten, Fair Pay, Diversity & Inclusion etc.<sup>1</sup>

## Nachhaltigkeit im Spiegel von Gesetzen und Regulatorik

Mit dem gesellschaftlichen und politischen Druck auf Unternehmen in Nachhaltigkeitsbelangen hat sich auch der gesetzgeberische und regulatorische Rahmen entwickelt. Für Unternehmen in Deutschland ist dabei die Europäische Union maßgeblicher Treiber einer verstetigten Ausrichtung auf nachhaltigeres Wirtschaften. Mit dem European Green Deal hat die EU-Kommission bereits 2019 ein

umfangreiches Programm für eine europaweite Klimaneutralität ins Leben gerufen. In der Umsetzung des European Green Deals zählen die EU-Taxonomie-Verordnung, die Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) oder die Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) zu den wichtigsten Neuregelungen.

Auch auf nationaler Ebene fokussiert der Gesetzgeber immer stärker das Thema Nachhaltigkeit. Dies geschieht nicht nur bei den Anforderungen an die Unternehmensberichterstattung, sondern auch in materiellen Fragestellungen der Unternehmensführung. So ist nach Umsetzung der zweiten Europäischen Aktionärsrechterichtlinie (SRD II) in deutsches Recht durch ARUG II die Vergütungsstruktur von Vorstandsmitgliedern börsennotierter Gesellschaften gemäß § 87 Aktiengesetz (AktG) auf die nachhaltige und langfristige Entwicklung der Gesellschaft auszurichten.

Neben dem europäischen und nationalen Gesetzgeber nimmt sich auch der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) in seiner Neufassung vom April 2022 dem Thema Nachhaltigkeit an. So enthält bereits die Präambel Ausführungen zur gesellschaftlichen Verantwortung von Unternehmen, wie auch die neue Fassung insgesamt mit einem starken Nachhaltigkeitsfokus aufwartet, der darauf abzielt, dass Vorstand und Aufsichtsrat bei der Unternehmensführung und Überwachung die Auswirkungen der Geschäftstätigkeiten auf Mensch und Umwelt berücksichtigen. So wird unter A.1 empfohlen, dass die Unternehmensstrategie auch

<sup>1</sup> Vgl. dazu Kramarsch, M./Sebald, H.: „Fokus auf Mitarbeiter - Aus ESG wird EESG“, Personalführung Juni 2022.

ökologische und soziale Ziele berücksichtigen und die Unternehmensplanung neben den finanziellen Zielen nachhaltigkeitsbezogene Ziele umfassen soll.<sup>2</sup>

Des Weiteren sieht der DCGK den Aufsichtsrat als Überwachungs- und Kontrollgremium sowie Strategiebegleiter des Vorstands in der Mitverantwortung in Sachen Nachhaltigkeit. Dies wird durch die Änderung in Grundsatz 6 deutlich. Dieser wird dadurch ergänzt, dass die Überwachungs- und Beratungsfunktion des Aufsichtsrats insbesondere Nachhaltigkeitsfragen umfassen muss. In der Konsequenz soll der Aufsichtsrat nach dem DCGK Expertise im Nachhaltigkeitsbereich vorweisen können, was in der modifizierten Empfehlung C.1 dann auch explizit empfohlen wird.

### Investoren und Stimmrechtsberater als zentrale Akteure

Als weitere Akteure spielen institutionelle Investoren und ihre Stimmrechtsberater eine zentrale Rolle in den Nachhaltigkeitsbestrebungen börsennotierter Unternehmen. Ihre Einflussnahme auf die Unternehmensführung wurde nicht zuletzt durch die Umsetzung der SRD II in nationales Recht deutlich gestärkt.<sup>3</sup>

So sind institutionelle Investoren mehr denn je an nachhaltigen Engagements interessiert. Aus Sicht vieler Investoren kann ein Unternehmen nur noch dann langfristig Wert generieren, wenn Nachhaltigkeitsaspekte Berücksichtigung finden, wie unter anderem die jüngsten Ausgaben der jährlichen Briefe von Larry Fink, CEO und Chairman des weltgrößten Vermögensverwalters BlackRock, an die CEOs „seiner“ Investments verdeutlichen. Beispielsweise sei Umweltschutz nach seiner Aussage der beste Investitionsschutz, ebenso die Einbeziehung von Human Capital Management Kennzahlen.<sup>4</sup>

Darüber hinaus haben sich viele Investoren durch Mitgliedschaften in verschiedenen Initiativen für ihr eigenes Portfolio spezifische

ESG- bzw. CO<sub>2</sub>-Vorgaben auferlegt. Hierzu gehören beispielsweise die von den Vereinten Nationen unterstützten Principles for Responsible Investment (PRI), die Initiative Net Zero Asset Managers (NZAM) oder auch Climate Action 100+. Sie alle erwarten von den beteiligten Investoren einen engen Dialog mit Emittenten zu Nachhaltigkeitsthemen, um den Zielvorgaben der Initiativen gerecht zu werden.

### Passive Investments als Motor des Nachhaltigkeits-Dialogs

Und noch ein weiterer Aspekt fördert den Trend zu einem Mehr an Nachhaltigkeitsforderungen durch Investoren: So lässt die Zunahme passiver Investments den Einfluss von Investoren auf Unternehmen grundsätzlich schwinden, da aufgrund des Wesens passiver Fonds (Index-)Positionen gehalten werden müssen. Als mächtigster Hebel verbleibt damit die Governance von Unternehmen. In der Konsequenz verlagert sich der Dialog zwischen Emittenten und Investoren von den Fonds-Managern auf die ESG-Teams der Investmentgesellschaften – mit entsprechenden Herausforderungen für Investor Relations, vor allem aber auch für den Aufsichtsrat und hier den oder die Vorsitzende(n).

Institutionelle Investoren können und wollen aufgrund der Vielzahl nicht mit jedem ihrer Investments einen aktiven Kommunikationsprozess führen. Vor diesem Hintergrund veröffentlichen sie und ihre Stimmrechtsberater die relevanten Erwartungen an die Emittenten im Rahmen von regelmäßig aktualisierten Abstimmungsrichtlinien.

Diese als Proxy Voting Guidelines bezeichneten Richtlinien bzw. Forderungskataloge gehen vielfach über das gesetzlich geforderte Maß an Anforderungen hinaus und sind zu meist aus globaler oder zumindest europäischer Sicht formuliert.

2 Vgl. <https://www.dcgk.de/de/kodex/aktuelle-fassung/a-leitung-und-ueberwachung.html>.

3 Vgl. dazu u.a. Kramarsch, M.: „Investoren übernehmen die Meinungshoheit“, Interview Börsenzeitung 25.1.2021 und Kramarsch, M./Siepmann, R.: „Nachhaltigkeit in der Vorstandsvergütung“, Audit Committee Quarterly, November 2022.

4 Vgl. dazu den Brief aus 2022 unter <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.

Nationale Besonderheiten in der Governance-Struktur, Best Practice und sonstige Branchen- bzw. Unternehmensspezifika werden nur teilweise bis gar nicht berücksichtigt. Einige Investoren, wie beispielsweise Fidelity Investments, veröffentlichen ausschließlich Guidelines für US-amerikanische Unternehmen. In diesen Fällen ist davon auszugehen, dass die formulierten Erwartungen auch für alle anderen Unternehmen gelten.

## Nachhaltigkeit auf der Agenda des Aufsichtsrats

Vor dem Hintergrund der geschilderten Entwicklungen stellt der Themenkomplex Nachhaltigkeit einen zentralen Aspekt der Unternehmensführung dar – und damit ist im zweistufigen Board-System einer deutschen Aktiengesellschaft nicht nur der Vorstand als Leitungsorgan gefragt, sondern auch sein Überwachungs- und Kontrollorgan, der Aufsichtsrat. Dessen Stellung in der Corporate Governance hat sich in den letzten Jahren stark gewandelt. Und es stellt sich einmal mehr die Frage, welchen Aufgaben und Pflichten Aufsichtsräte speziell mit Blick auf Nachhaltigkeitsaspekte verändert, erweitert oder neu nachkommen müssen.

Grundsätzlich gilt: In dem Maße, wie die Anforderungen an den Aufsichtsrat und seine Mitglieder steigen, muss auch die Professionalisierung der Aufsichtsrats Tätigkeit Schritt halten. Würde der Aufsichtsrat früher insbesondere in seiner Kontroll- und Personalfunktion wahrgenommen, so agiert er heute verstärkt als strategischer Sparringspartner des Vorstands. Auch die neue Fassung des DCGK zeigt, wie wesentlich die Rolle des Aufsichtsrats im Rahmen einer nachhaltigen Unternehmensführung gesehen wird.

Die Aspekte, bei denen der Aufsichtsrat im Thema Nachhaltigkeit Aufgaben wahrnimmt, sind bislang unterschiedlich intensiv ausgeprägt. Bei der Festsetzung der Vorstandsvergütung, welche der Aufsichtsrat im Rahmen seiner Personalfunktion inne hat, hat beispielsweise das Thema Nachhaltigkeit seit einigen Jahren stark an Bedeutung gewonnen.

Nahezu jedes große börsennotierte Unternehmen in Deutschland berücksichtigt bereits Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung. Das setzt eine professionelle Befassung des Aufsichtsrats mit diesen Zielen und ihrer Anreizwirkung voraus.<sup>5</sup>

Im Gegensatz hierzu zeigt sich bei den weiteren Aufgaben des Aufsichtsrats – der Überwachung und Beratung – ein gemischtes Bild. Dies hat unter anderem auch der DCGK mit der neuen Fassung adressiert. Hervorzuheben sei hier erneut, dass sich der Aufsichtsrat gemäß DCGK mit Nachhaltigkeitsfragen zu befassen hat und in diesem Zuge Nachhaltigkeitskompetenzen vorweisen soll. Zudem konstatiert der Kodex, dass zur Rechnungslegung und Abschlussprüfung auch die Nachhaltigkeitsberichterstattung und deren Prüfung gehört.

In diesem Kontext gewinnt auch die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt eine immer stärkere Bedeutung. Qualifikationsmatrizen, Sitzungshäufigkeit und -teilnahmen sowie die Arbeitsweise des Aufsichtsrats werden im jährlichen Bericht des Aufsichtsrats bzw. der Erklärung zur Unternehmensführung veröffentlicht. Gleichzeitig tritt der oder die Aufsichtsratsvorsitzende wesentlich stärker in den aktiven Dialog mit institutionellen Investoren ein – und muss hier neben vielen anderen Themen auch zu Fragen der Nachhaltigkeit kompetent kommunizieren.

Schließlich gewinnt auch das Kompetenzprofil des Aufsichtsrats an Bedeutung. Gemäß Grundsatz 11 DCGK ist der Aufsichtsrat so zusammenzusetzen, dass seine Mitglieder insgesamt über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen und die gesetzliche Geschlechterquote eingehalten wird. Empfehlung C.1 geht hier einen Schritt weiter und empfiehlt, dass der Aufsichtsrat ein Kompetenzprofil für das Gesamtgremium erarbeiten soll. Das Kompetenzprofil soll auch Expertise zu den für das Unternehmen bedeutsamen Nachhaltigkeitsfragen umfassen.<sup>6</sup>

5 Vgl. dazu u.a. Dörrwächter, J./Siepmann, R.: „Nachhaltigkeit und Compliance in der Vorstandsvergütung“, Compliance Manager, November 2022.

6 Vgl. <https://www.dcgk.de/de/kodex/aktuelle-fassung/c-zusammensetzung-des-aufsichtsrats.html>

## Ziel und Methodik der Analyse

Angesichts der beschriebenen zunehmenden Bedeutung von Nachhaltigkeitsaspekten im Rahmen der Aufsichtsrats Tätigkeit stellt sich die Frage, welche konkreten Erwartungen Investoren und Stimmrechtsberater dazu in ihren Abstimmungsrichtlinien formulieren. Diese Erwartungen sind für Aufsichtsräte oftmals noch eine große Unbekannte.

Vor diesem Hintergrund haben Expertinnen und Experten des Bereichs Corporate Governance Advisory der hkp///group die Proxy Voting Guidelines der 15 größten institutionellen Investoren im DAX sowie der beiden Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis hinsichtlich der dort formulierten Anforderungen an die Aufsichtsrats Tätigkeit untersucht. Der Fokus der Analyse liegt dabei ausschließlich auf den konkreten Erwartungen an den Aufsichtsrat zum Thema Nachhaltigkeit.

Es wird analysiert, ob und in welchem Umfang Vorgaben bzw. Erwartungen zur Befassung des Aufsichtsrats mit dem Thema Nachhaltigkeit bestehen.

### Betrachtete Investoren und Stimmrechtsberater

In der Untersuchung wurden Investoren betrachtet, die zum Januar 2023 mit den größten aggregierten Summen in DAX-Unternehmen investiert waren.<sup>7</sup> Private oder strategische Investoren wie beispielsweise Maxingvest AG, Kuwait Investment Authority oder auch die Bundesrepublik Deutschland wurden nicht in die Analyse einbezogen.

In der Liste der im Rahmen der Studie untersuchten Top 15-Investoren befinden sich keine aktivistischen Investoren. Sie sind in der Regel nur in ausgewählten Unternehmen

	Investor	Assets under Management im DAX (AuM) in Mrd. \$	Gültigkeit der Guidelines seit/ab
1	 BlackRock	102,80	Jan-23
2	 The Vanguard Group	46,57	Feb-22
3	 Norges Bank Investment Management	30,68	Apr-21
4	 Capital Group	28,07	Mär-22
5	 DWS Investment	24,99	Jan-22
6	 Amundi Asset Management	18,24	Jan-22
7	 MFS Investment Management	15,22	Jan-23
8	 State Street Global Advisors	10,94	Dez-22
9	 Deka Investment	10,56	Nov-21
10	 Fidelity Investments	9,97	Feb-22
11	 Union Investment	9,84	Jan-22
12	 T. Rowe Price Associates	9,68	Mär-22
13	 Geode Capital Management	9,41	Jan-22
14	 Harris Associates	8,22	Apr-19
15	 Allianz Global Investors	7,69	Jan-22
	 Glass Lewis	N/A	Jan-23
	 Institutional Shareholder Services (ISS)	N/A	Feb-23

Abbildung 1: Institutionelle Investoren mit ihrem im DAX investierten Vermögen (Assets under Management in Mrd. \$), Quelle: Refinitiv EIKON, sowie Gültigkeit bzw. Inkrafttreten der aktuellsten Proxy Voting Guidelines, Stand Januar 2023.

<sup>7</sup> Als Quelle der betrachteten Investoren wurde die Aktionärsstruktur des DAX im Januar 2023 von Refinitiv EIKON herangezogen.



investiert und decken damit lediglich einen kleinen Teil der DAX-Unternehmen ab. Auch verfolgen aktivistische Investoren einen sehr intensiven individuellen Dialog mit Emittenten und verzichten in der Regel darauf, allgemeine Proxy Voting Guidelines zu veröffentlichen.

Von den ausgewählten Investoren sowie Stimmrechtsberatern wurden über deren öffentlich verfügbare Internetseiten (Stand: Januar 2023) die für Deutschland anwendbaren und aktuellen Proxy Voting Guidelines herangezogen.

Ein Blick auf die Größe und Herkunft der Top 15-Investoren im DAX zeigt folgendes Bild: Mehr als die Hälfte (9) der Top-15 Investoren im DAX stammt aus den USA. Neben den deutschen Vertretern Allianz Global Investors, Deka Investment, DWS Investment und Union Investment haben nur Norges Bank Investment Management (Norwegen) und Amundi Asset Management (Frankreich) ihren Hauptsitz in Europa. Interessanterweise befindet sich kein einziger Investor aus UK unter den Top 15-Investoren im DAX.

Fünf der Top-15 Investoren im DAX sind Index-übergreifend mit über 20 Mrd. USD investiert. Spitzenreiter ist BlackRock, welche zum Zeitpunkt der Datenerhebung rund 103 Mrd. USD in DAX-Unternehmen investiert hat und damit in etwa so viel Assets under Management hält wie die sechs europäischen Investoren zusammen. Die zehn DAX-Investoren mit Assets under Management unterhalb von 20 Mrd. USD halten jeweils zwischen rund 8 und rund 18 Mrd. USD.

### Herkunft

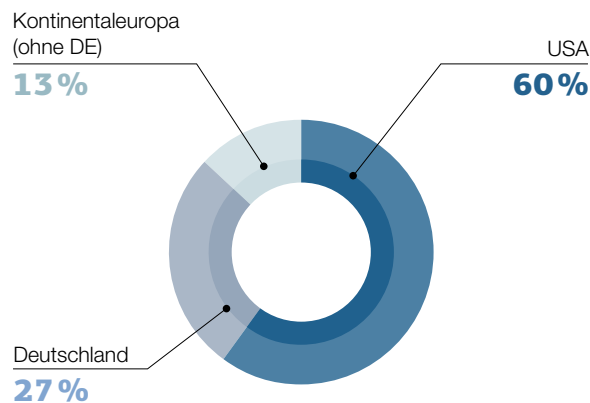


Abbildung 2: Geografische Herkunft der betrachteten institutionellen Investoren im DAX. Keine Berücksichtigung der Stimmrechtsberater Glass Lewis und ISS, die beide ihren Hauptsitz in den USA haben.

### Größe

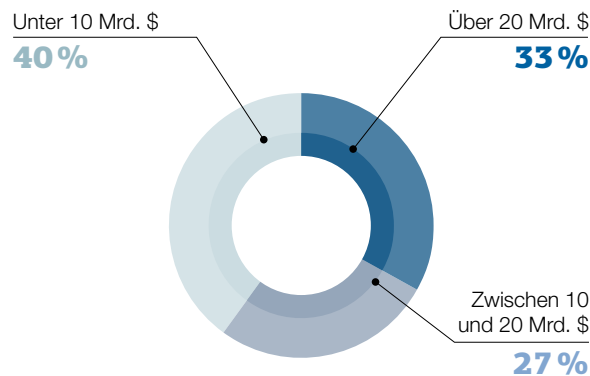


Abbildung 3: Größe der betrachteten institutionellen Investoren im Hinblick auf die Assets under Management im DAX.

## Nachhaltigkeitsaspekte im Fokus

Investoren und Stimmrechtsberater formulieren in ihren Proxy Voting Guidelines dezidierte Erwartungen zum Thema Geschlechterdiversität in Vorstand und Aufsichtsrat, zur maximalen Anzahl der Aufsichtsratsmandate, zu Interessenkonflikten oder zur Nachfolgeplanung. Diese Themen lassen sich dem G- bzw. Governance-Aspekt des ESG-Begriffs zuordnen. Im Rahmen der vorliegenden Analyse werden sie jedoch nicht berücksichtigt. Vielmehr stellt die Studie in ihrer Analyse der Proxy Voting Guidelines die explizit auf „Nachhaltigkeit“ abzielende Anforderungen von Investoren und Stimmrechtsberatern an den Aufsichtsrat in den Mittelpunkt und unterteilt diese in drei Themen-Cluster.

<b>A</b>	Nachhaltigkeitskompetenzen im Aufsichtsrat
<b>B</b>	Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung
<b>C</b>	Nachhaltigkeitskommunikation an den Kapitalmarkt

Abbildung 4: Im Rahmen der Studie fokussierte Nachhaltigkeitsthemen in der Aufsichtsrats-tätigkeit.

Dabei wurden in diesen drei Themengebieten jeweils zwei typische Investorenerwartungen definiert. Ist eine konkrete Erwartung in den Proxy Voting Guidelines wiederzufinden, wird der entsprechende Investor oder Stimmrechtsberater in der Auswertung mit einem grünen Haken versehen. Wird keine Angabe zu den Themengebieten gemacht bzw. die entsprechende Erwartung nicht formuliert, wird dies mit einem roten Kreuz gekennzeichnet.

### A) Nachhaltigkeitskompetenzen im Aufsichtsrat

Ein Aufsichtsrat kann sich nur sinnvoll mit dem Thema Nachhaltigkeit befassen, wenn die entsprechende individuelle Kompetenz und der jeweilige Raum zur Befassung im Gremium vorhanden sind. Aber formuliert wirklich jede der betrachteten Proxy Voting Guidelines explizite Erwartungen an die Nachhaltigkeitsexpertise und -befassung im

Aufsichtsrat? Und wie anspruchsvoll bzw. realistisch sind diese Erwartungen? Wie viele Mitglieder sollen mit dem Thema Nachhaltigkeit vertraut sein? Wie soll sich der Aufsichtsrat dazu organisieren?

In der Auseinandersetzung mit diesen Aspekten untergliedert die Studie das Themenfeld Nachhaltigkeitskompetenzen im Aufsichtsrat in zwei konkrete Erwartungen mit deutlich unterschiedlicher Ausprägung. Sie betreffen im einen Fall allein die personelle Expertise (A.1), im anderen Fall die organisatorische Aufstellung des Aufsichtsrats (A.2) in diesen Fragen.

<b>A.1</b>	Der Aufsichtsrat soll Nachhaltigkeitsexpertise vorweisen können
<b>A.2</b>	Es soll einen Ausschuss für Nachhaltigkeitsthemen geben

Abbildung 5: Investorenerwartungen an die Nachhaltigkeitskompetenzen im Aufsichtsrat.

Für einen grünen Haken bei A.1 ist es bereits ausreichend, wenn der Investor fordert, dass Nachhaltigkeitsexpertise bei mindestens einem Mitglied im Aufsichtsrat nachgewiesen wird – eine wenig konkrete Erwartung.

Die Erwartung A.2 geht einen deutlichen Schritt weiter. Ein grüner Haken wird nur aufgenommen, wenn der jeweilige Investor beispielsweise explizit fordert, dass es einen Ausschuss für Nachhaltigkeitsthemen geben soll. Das impliziert, dass mehrere Aufsichtsratsmitglieder mit dem Thema Nachhaltigkeit vertraut sind. Auch in welcher Intensität und Regelmäßigkeit sich die Aufsichtsratsmitglieder dem Thema widmen sollen, wird beantwortet – in Form eines Nachhaltigkeitsausschusses.

### B) Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung

Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung sind mittlerweile ein in Abstimmungsrichtlinien breit und vielfältig adressiertes Thema. Aber erwartet wirklich jeder Investor und Stimmrechtsberater explizit die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitszielen in der Vorstandsvergütung? Und wie sollen – sofern gefordert – diese Nachhaltigkeitsziele ausgestaltet sein? Was sind hier die konkreten Erwartungen des Kapitalmarkts?

Um diese Fragen zu beantworten, formuliert die Studie zu diesem Themengebiet zwei konkrete Erwartungen als Grundlage einer Bewertung.

<b>B.1</b>	Nachhaltigkeitsziele sollen in der Vorstandsvergütung verankert sein
<b>B.2</b>	Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung sollen bestimmten Anforderungen entsprechen

Abbildung 6: Investorenerwartungen an Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung.

Bei Erwartung B.1 wird die Frage beantwortet, ob Nachhaltigkeitsziele aus Sicht von Investoren und Stimmrechtsberatern ein zwingender Bestandteil der variablen Vergütung von Vorstandsmitgliedern sein sollten. Für einen grünen Haken ist es dabei ausreichend, wenn gefordert wird, dass Nachhaltigkeitsziele implementiert sind.

Erwartung B.2 hingegen betrachtet über das „Ob“ hinausgehend das „Wie“ der Implementierung. Dabei werden in der Regel Themen adressiert wie die Gewichtung, Bemessungsmethode oder Auswahl von Nachhaltigkeitszielen in der Vorstandsvergütung.

In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass es einige Investoren und Stimmrechtsberater ihren Emittenten überlassen, überhaupt Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung zu berücksichtigen. Sind allerdings Nachhaltigkeitsziele implementiert, so sollen diese bestimmte Anforderungen hinsichtlich Messbarkeit, Strategierelevanz und Transparenz erfüllen. Ein solcher Fall würde beispielsweise zu einem roten Kreuz bei B.1 und einem grünen Haken bei B.2 führen.

### C) Nachhaltigkeitskommunikation an den Kapitalmarkt

Unternehmen können über unterschiedliche Wege mit dem Kapitalmarkt kommunizieren: sei es die Berichterstattung über Jahres- und Quartalsergebnisse, Pressemitteilungen oder der aktive Dialog mit den Eigentümern auf der oder auch unabhängig von der jährlichen Hauptversammlung, z. B. im Rahmen von Investoren-Roadshows.

Dies betrifft gleichermaßen auch die Kommunikation in Sachen Nachhaltigkeit. Nur über eine transparente Berichterstattung können Investoren und Stimmrechtsberater be-

urteilen, welchen Stellenwert das Thema bei Emittenten hat: Welche Nachhaltigkeitsstrategie wird verfolgt? Welche Nachhaltigkeitsziele werden für die nächsten Jahre gesetzt? Wie steht es um ihre Ambitioniertheit und ihre Umsetzung?

Auch wenn die Unternehmensstrategie und damit weitestgehend die externe Kommunikation originäre Aufgabe des Vorstands ist, nehmen Investoren und Stimmrechtsberater hier zunehmend den Aufsichtsrat in die Verantwortung. So formuliert BlackRock in seinen Abstimmungsrichtlinien, dass der „most senior non-executive director“ für eine adäquate Berichterstattung verantwortlich ist.<sup>8</sup> Damit wird im Zweifel der bzw. die Aufsichtsratsvorsitzende oder Vorsitzende des relevanten Ausschusses adressiert.

Aber formuliert jeder Investor und Stimmrechtsberater auch deutlich, wie über Nachhaltigkeit zu berichten ist, zum Beispiel in Form von bestimmten Reporting-Standards? Welche Erwartungen werden hier konkret formuliert? Werden nur Anforderungen an den Inhalt des Geschäfts- bzw. Nachhaltigkeitsberichts gestellt oder sollen Aktionäre auch aktiv in einen themenspezifischen Dialog eingebunden werden? Um diese Fragen zu beantworten, gliedert die Studie das Themen-Cluster Nachhaltigkeitskommunikation in zwei konkrete Erwartungen.

<b>C.1</b>	Die Nachhaltigkeitsberichterstattung soll bestimmten Anforderungen entsprechen
<b>C.2</b>	Aktionäre sollen in den Dialog zum Thema Nachhaltigkeit eingebunden werden

Abbildung 7: Investorenerwartungen an die Nachhaltigkeitskommunikation an den Kapitalmarkt.

Über Erwartung C.1 wird ermittelt, ob ein Investor oder Stimmrechtsberater in den Proxy Voting Guidelines klare Anforderungen an die Berichterstattung rund um den Themenkomplex Nachhaltigkeit formuliert. Erwartung C.2 zielt auf den neben der Berichterstattung stattfindenden Dialog ab. Hier wird ein grüner Haken vergeben, sofern explizit ein direkter Austausch mit Aktionären zum Thema Nachhaltigkeit gefordert ist.

8 BlackRock EMEA Proxy Voting Guidelines 2023, S. 23.

# Darstellung und Analyse der Ergebnisse

## Der quantitative Blick auf Nachhaltigkeitsforderungen

Um einen Eindruck der Intensität zu gewinnen, wie stark sich Investoren und Stimmrechtsberater mit dem Thema Nachhaltigkeit in ihren Anforderungen an Emittenten auseinandersetzen, hat die Studie zunächst erhoben, wie oft das Wort „Nachhaltigkeit“ in den Proxy Voting Guidelines verwendet wird. Hieraus lassen sich erste Erkenntnisse hinsichtlich des Fokus der einzelnen Investoren ableiten.

Da nicht alle Proxy Voting Guidelines dieselbe Terminologie für Nachhaltigkeit verwenden, wurden in der Analyse neben dem nahe liegenden Terminus Sustainability auch die Stichwörter ESG, E&S, Climate, Environment, Social sowie CSR berücksichtigt. Das Ergebnis ist Abbildung 8 zu entnehmen. Die blauen Balken illustrieren die Häufigkeit der Nutzung der besagten Begriffe. Um dies in den Gesamtumfang der Proxy Voting Guidelines einordnen zu können, stellen die grauen Balken die Seitenanzahl der Proxy Voting Guidelines dar.

Die Anzahl der nachhaltigkeitspezifischen Begriffe variiert je nach Investor stark, wobei sich deutliche, durch die Herkunft bedingte Unterschiede zeigen: Deutsche Investoren und Amundi Asset Management beziehen sich in ihren Proxy Voting Guidelines im Vergleich zu den meisten US-amerikanischen Investoren wesentlich häufiger auf Nachhaltigkeitsthemen.

Ausnahmen bilden die US-amerikanischen Investoren BlackRock, State Street Global Advisors und T. Rowe Price Associates sowie der Stimmrechtsberater Glass Lewis.

Die Guidelines von Glass Lewis haben gleichzeitig mit 67 Seiten die höchste Seitenzahl und gelten explizit nur für Emittenten im kontinentaleuropäischen Raum.<sup>9</sup>

Spitzenreiter in der Verwendung von Nachhaltigkeitsbegriffen ist DWS Investment mit 69 Nennungen von ESG, E&S und Sustainability sowie 20 Nennungen von Climate und Environmental.

Mit nur zehn Seiten bemerkenswert kurz fallen die Proxy Voting Guidelines von T. Rowe Price Associates aus, die aber dennoch die nach DWS Investment und Glass Lewis häufigsten Nennungen von Nachhaltigkeitsbegriffen aufweisen.

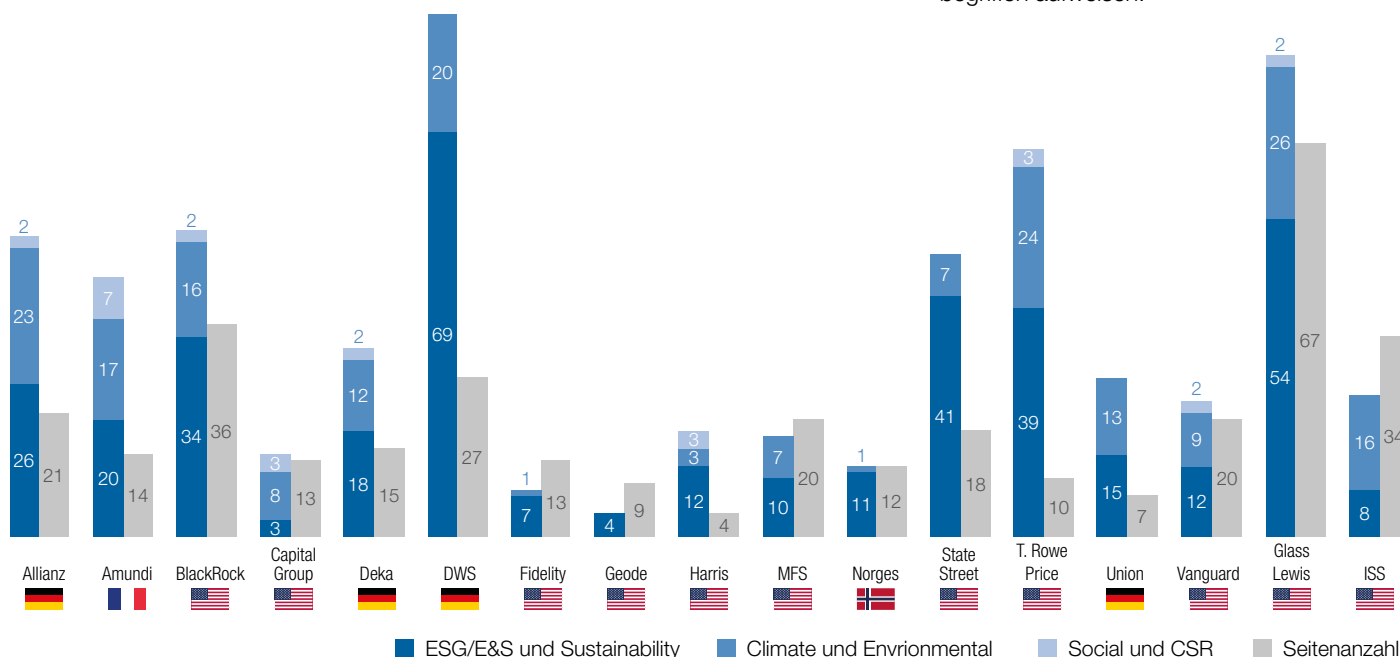


Abbildung 8: Häufigkeit des Vorkommens von Nachhaltigkeits-Begriffen (blaue Balken) sowie Anzahl der Seiten der Proxy Voting Guidelines (graue Balken).

## Der qualitative Blick auf Nachhaltigkeitsforderungen

### Die Erwartungen an den Aufsichtsrat im Überblick

Die Auswertung der Erwartungen von Investoren und Stimmrechtsberatern in puncto Nachhaltigkeit an die Aufsichtsratsarbeit ergibt das in Abbildung 9 skizzierte Gesamtbild.

Auf den ersten Blick zeigt sich ein insgesamt heterogenes Schema, wobei die roten Kreuze überwiegen. Dies könnte nahelegen, dass für die in die Analyse einbezogenen Investoren und Stimmrechtsberater Nach-

haltigkeit im Rahmen der Aufsichtsratsarbeit keinen hohen Stellenwert hat. Lediglich das Thema Berichterstattung wird, mit Ausnahme von Geode Capital Management, von allen analysierten Investoren und Stimmrechtsberatern adressiert.

In der Gesamtschau der Analyse nehmen mit DWS Investment und Amundi Asset Management zwei europäische Investoren den Spitzenplatz mit jeweils fünf von sechs Anforderungen ein – sie stellen die meisten Erwartungen an Aufsichtsräte börsennotierter Unternehmen rund um das Thema Nachhaltigkeit.


















Aspekt	Nachhaltigkeitskompetenzen im Aufsichtsrat		Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung		Nachhaltigkeitskommunikation an den Kapitalmarkt	
	Der Aufsichtsrat soll Nachhaltigkeitsexpertise vorweisen können	Es soll einen Ausschuss für Nachhaltigkeitsthemen geben	Nachhaltigkeitsziele sollen in der Vorstandsvergütung verankert sein	Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung sollen bestimmten Anforderungen entsprechen	Die Nachhaltigkeitsberichterstattung soll bestimmten Anforderungen entsprechen	Aktionäre sollen in den Dialog zum Thema Nachhaltigkeit eingebunden werden
 Amundi Asset Management	✓	✗	✓	✓	✓	✓
 DWS Investment	✓	✗	✓	✓	✓	✓
 Allianz Global Investors	✓	✗	✓	✗	✓	✓
 Deka Investment	✗	✗	✓	✓	✓	✓
 Union Investment	✓	✗	✓	✓	✓	✗
 BlackRock	✗	✗	✗	✓	✓	✓
 MFS Investment Management	✗	✗	✗	✓	✓	✗
 State Street Global Advisors	✓	✗	✗	✗	✓	✗
 T. Rowe Price Associates	✗	✗	✗	✓	✓	✗
 Capital Group	✗	✗	✗	✗	✓	✗
 Fidelity Investments	✗	✗	✗	✗	✓	✗
 Harris Associates	✗	✗	✗	✗	✓	✗
 Norges Bank Investment Management	✗	✗	✗	✗	✓	✗
 The Vanguard Group	✗	✗	✗	✗	✓	✗
 Geode Capital Management	✗	✗	✗	✗	✗	✗
 Glass Lewis	✓	✗	✗	✓	✓	(✗)
 Institutional Shareholder Services (ISS)	✗	✗	✗	✓	✓	(✗)

Abbildung 9: Übersicht der Erwartungen von Investoren und Stimmrechtsberatern an die Aufsichtsratsarbeit.

Jeweils vier von sechs Erwartungen formulieren Allianz Global Investment, Deka Investment und Union Investment, während der weltgrößte Vermögensverwalter BlackRock sowie der Stimmrechtsberater Glass Lewis mit drei grünen Haken die ersten Nicht-Europäer in der Rangliste darstellen.

Neben diesen offensichtlichen Erkenntnissen geben die folgenden Ausführungen zu den untersuchten drei Themen-Clustern einen tieferen Einblick in die Details und ermöglichen insbesondere Aufsichtsräten ein besseres Verständnis der aktuellen und zukünftigen Anforderungen von Investoren und Stimmrechtsberatern an das Thema Nachhaltigkeit.

### **Fokus 1: Nachhaltigkeitskompetenzen im Aufsichtsrat**

#### **Nachhaltigkeitsexpertise im Aufsichtsrat in erster Linie europäisches Thema**

Die Auswertung der Proxy Voting Guidelines zeigt, dass Anforderungen an eine Nachhaltigkeitsexpertise im Aufsichtsrat in erster Linie durch europäische Investoren formuliert werden. Mit Ausnahme von Deka Investment und Norges Bank Investment Management fordern alle betrachteten europäischen Investoren, dass (einzelne) Aufsichtsratsmitglieder Expertise im Themenfeld Nachhaltigkeit nachweisen müssen.

In den Abstimmungsrichtlinien des Großteils der US-amerikanischen Investoren und des Stimmrechtsberaters ISS ist eine solche Erwartung nicht explizit wiederzufinden. Ausnahmen bilden State Street Global Advisors und der Stimmrechtsberater Glass Lewis.

*„In our analysis of boards, we consider whether board members have adequate skills to provide effective oversight of corporate strategy, operations, and risks, including environmental and social issues.“*

State Street Global Advisors Proxy Voting and Engagement Guidelines Europe 2022, S.3

#### **Einrichtung eines Nachhaltigkeitsausschusses lediglich optional**

Im Gegensatz zu den Erwartungen in puncto Nachhaltigkeitskompetenz des Aufsichtsrats fordert kein einziger Investor oder Stimmrechtsberater zwingend einen Ausschuss des Aufsichtsrats, der sich allein dem Thema Nachhaltigkeit widmet.

Das sich ausschließlich aus roten Kreuzen bei Erwartung A.2 ergebende Bild ist jedoch nicht so eindeutig, wie es auf ersten Blick scheint. So erwähnen durchaus einige Investoren, zum Beispiel Allianz Global Investors, DWS Investment oder der Stimmrechtsberater Glass Lewis, die Einrichtung eines Nachhaltigkeitsausschusses – oder ähnlicher Sonderausschüsse – als Möglichkeit zur Adressierung von Nachhaltigkeitsthemen. Eine zwingende Forderung zur Einrichtung eines solchen Spezialgremiums besteht aktuell jedoch nicht.

*„When evaluating the board’s role in overseeing environmental and/or social issues, we will examine a company’s proxy statement and governing documents (such as committee charters) to determine if directors maintain a meaningful level of oversight of and accountability for a company’s material environmental and/or socially related impacts and risks. While we believe that it is important that these issues are overseen at the board level and that shareholders are afforded meaningful disclosure of these oversight responsibilities, we believe that companies should determine the best structure for this oversight for themselves. In our view, this oversight can be effectively conducted by specific directors, the entire board, a separate committee, or combined with the responsibilities of a key committee.“*

Glass Lewis Continental Europe Proxy Voting Guidelines 2023, S. 25

## Fokus 2: Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung

### Allein europäische Investoren fordern Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung

Ebenso wie beim Thema Nachhaltigkeitskompetenz im Aufsichtsrat lassen sich auch bei den entsprechenden Zielen in der Vorstandsvergütung wesentliche Unterschiede anhand der Herkunft des Investors feststellen.

Allein die deutschen Investoren sowie Amundi Asset Management fordern, dass Nachhaltigkeitsziele in den variablen Vergütungselementen, also der kurzfristigen variablen Vergütung (STI) oder der langfristigen variablen Vergütung (LTI), zu berücksichtigen sind.

Hervorzuheben ist Allianz Global Investors, deren Abstimmungsrichtlinie erklärt, beginnend mit dem Jahr 2023 Vergütungssysteme von großen europäischen Unternehmen abzulehnen, falls keine Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung implementiert sind.

*„AllianzGI expects large-cap companies in Europe to integrate social, environmental and governance metrics into their remuneration policies based on their respective materiality analysis. As of 2023 AllianzGI will vote against remuneration policies of those European large-cap companies that have not included ESG KPIs in their remuneration policies. For companies in other regions and smaller companies AllianzGI encourages the integration of ESG factors in remuneration policies where material and appropriate.“*

Allianz Global Investors Global Corporate Governance Guidelines 2022, S.17

Eine Ausnahme unter den europäischen Investoren stellt Norges Bank Investment Management dar. Trotz lautstarker öffentlicher Kritik am Thema Vorstandsvergütung und insbesondere auch an deren Höhe, äußert der norwegische Staatsfonds keine konkreten Erwartungen zu Nachhaltigkeitszielen in der Vorstandsvergütung.

### USA: Implementierung von Nachhaltigkeitszielen keine notwendige Bedingung

Die Ergebnisse bei der geforderten Implementierung von Nachhaltigkeit in der Vorstandsvergütung spiegeln zu einem großen Teil die Klimaziele der Herkunftsländer der Investoren wider. Auf der einen Seite ist dabei der Trend zur nachhaltigen Regulierung zu erkennen, so das Bestreben, diese mit konkreten Implementierungszielen zu versehen, wie in der Europäischen Union.

Auf der anderen Seite wird eine in Nachhaltigkeitsaspekten defensivere Haltung der USA deutlich, welche ihren zwischenzeitlichen Höhepunkt im durch die Trump-Regierung forcierten Austritt aus dem Pariser Klimaabkommen gefunden hatte. Auch mehrten sich die Beispiele auf Ebene der US-Bundesstaaten, in denen institutionelle Investoren wegen ihrer ESG-Bestrebungen und dem damit verbundenen Vorwurf einer Vernachlässigung des Rendite-Aspekts abgestraft werden.

Ein Beispiel für eine klar Shareholder-Value fokussierte Denkweise bietet Capital Group als eines der größten und ältesten Investmenthäuser weltweit. In ihren Proxy Voting Guidelines lehnt Capital Group soziale Kriterien in der Vorstandsvergütung im Rahmen ihrer Richtlinien für Aktionärsbeschlüsse grundsätzlich ab.

*„We generally oppose proposals specifying restrictions on executive pay because they take away compensation committee flexibility. Such proposals include [...] linking executive pay to social criteria.“*

Capital Group Proxy Voting Procedures and Principles 2022, S.11

### Hohes Investoreninteresse an Nachhaltigkeit in der Vorstandsvergütung

Während die Implementierung von Nachhaltigkeitszielen nur von einem Teil der Investoren und Stimmrechtsberater in ihren Abstimmungsrichtlinien zwingend gefordert wird, werden im Gegensatz dazu deutlich mehr Vorgaben zur Ausgestaltung bzw. Implementierung dieser Ziele formuliert.

Insbesondere den Stimmrechtsberatern ISS und Glass Lewis sowie den US-amerikanischen Investoren BlackRock, MFS und T. Rowe Price Associates ist mehr am „Wie“, weniger am „Ob“ der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitszielen in der Vorstandsvergütung gelegen.

Deutsche Investoren sowie Amundi Asset Management thematisieren grundsätzlich beides. Einzig Allianz Global Investors formuliert keine konkreten Erwartungen, wie Nachhaltigkeitsziele ausgestaltet werden sollen, was insofern bemerkenswert ist, als sie – wie oben bereits erwähnt – Vergütungssysteme von großen europäischen Unternehmen konsequent ablehnen wollen, sofern keine Nachhaltigkeitskomponente in der Vorstandsvergütung verankert ist.

Ein Vergleich der Proxy Voting Guidelines zeigt, dass oftmals dieselben Erwartungen an die Ausgestaltung von Nachhaltigkeitszielen formuliert werden:

Strategierelevanz	Ambitioniertheit
Messbarkeit	externe Prüfbarkeit

Insbesondere US-amerikanische Investoren erwarten, dass Nachhaltigkeitsziele in diesen Punkten den finanziellen Zielen nicht nachstehen, weder bei der Auswahl noch bei der Berichterstattung. Dies betont den starken Fokus auf das Pay-for-Performance-Prinzip, sprich die Verknüpfung von Vergütung und (Unternehmens-)Erfolg. Beurteilen bzw. überprüfen lässt sich Pay-for-Performance jedoch nur, wenn die entsprechenden Anforderungen definiert sind und letztlich über die konkrete Zielerreichung bzw. die damit verbundene Vergütungswirkung transparent berichtet wird.

*„It is our view that companies should provide shareholders with disclosures that clearly lay out the rationale for selecting specific E&S metrics, the target-setting process, and corresponding payout opportunities. Further, particularly in the case of qualitative metrics, we believe that shareholders should be provided with a clear understanding of the basis on which the criteria will be assessed.“*

Glass Lewis Continental Europe Proxy Voting Guidelines 2023, S. 44

Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass die in der vorliegenden Analyse als zurückhaltend identifizierten Investoren und Stimmrechtsberater Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung grundsätzlich ablehnen. Sie lassen den Emittenten den Spielraum zur Auswahl der passenden finanziellen und nicht-finanziellen Leistungsziele, betonen jedoch, dass die gleichen Anforderungen an Messbarkeit und Transparenz gelten wie bei finanziellen Zielen.

Erwähnenswert sind dabei die Proxy Voting Guidelines von Union Investment. Neben den oben genannten typischen Erwartungen an die Ausgestaltung erwartet die Investmentgesellschaft explizit, dass sich Nachhaltigkeitsziele in der langfristigen variablen Vergütung wiederfinden. Andere Abstimmungsrichtlinien lassen es offen, in welchem variablen Vergütungsbestandteil Nachhaltigkeitsziele implementiert werden sollen.

*„Integration von materiell signifikanten und ambitionierten ESG-Zielen („Nachhaltigkeitskennzahlen“, beispielsweise aus dem Umwelt- oder Sozialbereich) in die langfristige variable Vergütung, die sich aus der Nachhaltigkeitsstrategie des Unternehmens ergeben, wobei die Ziele messbar, transparent und prüfbar sein sollen.“*

Union Investment Proxy Voting Guideline 2022, S. 4



### Fokus 3: Nachhaltigkeitskommunikation an den Kapitalmarkt

#### Transparente Berichterstattung von nahezu allen Investoren erwartet

Die Berichterstattung zu Nachhaltigkeitsthemen wird mit Ausnahme von Geode Capital Management in allen untersuchten Proxy Voting Guidelines adressiert. Angesichts entsprechender regulatorischer Entwicklungen in der jüngeren Vergangenheit – es sei hier an die Verpflichtung zur Erstellung eines Nachhaltigkeitsberichts erinnert – ist diese Erkenntnis nicht überraschend.

Darüber hinaus erwarten viele Investoren Veröffentlichungen nach weiteren, rechtlich nicht verbindlichen Standards.

*„We encourage our investees to provide us with as much transparency as possible through diversity and inclusion data. [...] Investee Companies should follow broadly established standards for disclosure and transparency such as the Sustainability Accounting Standards Board’s (SASB) sector-specific disclosure standards and/or TCFD.“*

DWS Corporate Governance and Proxy Voting Policy 2022, S.6-7

Dass einzelne Investoren wie Geode Capital Management zu diesem Thema keine expliziten Erwartungen vorgeben, lässt sich darauf zurückführen, dass die veröffentlichten Proxy Voting Guidelines im Umfang überschaubar sind und somit nicht jedes Thema adressieren. Darüber hinaus müssen Emittenten bereits rechtlich vorgegebene Pflichtangaben zum Thema Nachhaltigkeit erfüllen, womit die zusätzliche Forderung in den Proxy Voting Guidelines von einzelnen Investoren als redundant erachtet werden könnte.

#### Wenige Investoren fordern die direkte Einbindung in einen Nachhaltigkeits-Dialog

Im Unterschied zur Berichterstattung wird über die Proxy Voting Guidelines nur von einer Minderheit der Investoren und Stimmrechtsberater der Dialog zwischen Investoren und Unternehmen zum Thema Nachhaltigkeit gefordert. Bei einzelnen Investmentgesellschaften gewinnt dieser Aspekt jedoch an Bedeutung.

*„Themen aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (Environment, Social and Governance – ESG) gewinnen im Dialog mit den Unternehmen immer mehr an Bedeutung. Bei der Festlegung der Schwerpunktthemen für die Unternehmensdialoge orientiert sich die Deka an internationalen Grundsätzen und Zielen.“*

Deka Grundsätze der Abstimmungspolitik bei Hauptversammlungen, S.15

Neben BlackRock erwarten die europäischen Investoren Allianz Global Investors, Amundi Asset Management, Deka Investment und DWS Investment, in den direkten Dialog zu Nachhaltigkeitsthemen eingebunden zu werden. Die Forderung von BlackRock als US-basierter Investmentgesellschaft mag darin begründet liegen, dass sie als größter Vermögensverwalter der Welt die meisten Kapazitäten besitzt, um auch zu diesem Thema mit Emittenten in den direkten Austausch treten zu können.

Zu relativieren sind die roten Kreuze bei den Stimmrechtsberatern ISS und Glass Lewis. In ihrer Rolle als Investorendienstleister liegt eine Aufforderung zum direkten Dialog zwischen Unternehmen und Investor naturgemäß nicht im Fokus ihres Mandats.

## Fazit und Handlungsempfehlungen

Die vorliegende hkp///group Studie umreißt die Intensität und Qualität, mit der die bedeutendsten, in den führenden börsennotierten Unternehmen Deutschland investierten, institutionellen Kapitalgesellschaften und ihre Stimmrechtsberater das Thema Nachhaltigkeit auf die Agenda des Aufsichtsrats heben.

Für die in der Studie definierten Themen-Cluster zeigt sich auf Basis der Proxy Voting Guidelines, dass insbesondere bei europäischen Investoren Nachhaltigkeit eine bedeutende Rolle in der Corporate Governance spielt. Diese Investoren haben die Initiative in Bezug auf Nachhaltigkeit ergriffen und formulieren diese in der Mehrzahl auch explizit in ihren Abstimmungsrichtlinien aus.

*Aufsichtsräte von Unternehmen mit entsprechend starker europäischer Investorenbasis sollten sich daher auf einen entsprechend intensiveren und detaillierteren Austausch zu den vielfältigen Aspekten der Nachhaltigkeit einstellen.*

Die Analyse reflektiert dabei auch die Realitäten des gesellschaftlichen Wandels und der regulatorischen Entwicklungen der letzten Jahre. Die stärkere Präsenz von Nachhaltigkeit in den Proxy Voting Guidelines der europäischen Investoren im Vergleich zu jenen aus den USA lässt sich nicht zuletzt mit der zunehmenden nachhaltigkeits-spezifischen Regulierung durch die Europäische Union erklären.

*Aufsichtsräte sollten sich intensiv mit den grundlegenden gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben zu Nachhaltigkeit beschäftigen und sich mit den spezifischen Anforderungen ihrer Investoren auseinandersetzen.*

Im Detail zeigt die Analyse, dass vor allem die Berichterstattung und damit das Thema

Transparenz oberste Priorität bei Investoren und Stimmrechtsberatern hat. Die Berichterstattung bildet den wesentlichen Kommunikationskanal zwischen Investoren und Emittenten. Nur über eine transparente Berichterstattung können Investoren beurteilen, wie nachhaltig ein Unternehmen geführt wird und welche Nachhaltigkeitsstrategie verfolgt wird.

*Aufsichtsräte sind gut beraten, die Berichterstattung des eigenen Unternehmens in puncto Nachhaltigkeit auf den Prüfstand zu stellen.*

Im Rahmen seiner Personalfunktion und der Verantwortung für die Bestellung der Vorstandsmitglieder einer Gesellschaft obliegt dem Aufsichtsrat auch die Ausgestaltung der Vergütung. Die Implementierung von Nachhaltigkeitszielen ist – auch aufgrund der skizzierten regulatorischen Entwicklungen und des sich in den Proxy Guidelines spiegelnden, verstärkten Fokus der maßgeblichen Investoren und Stimmrechtsberater – inzwischen nicht mehr wegzudenken.

*Aufsichtsräte börsennotierter Unternehmen kommen nicht umhin, sich mit den Anforderungen einer am nachhaltigen Unternehmensinteresse ausgerichteten Vorstandsvergütung auseinanderzusetzen und entsprechende Kenngrößen in den Vergütungssystemen für den Vorstand zu implementieren. Hilfestellung samt Best-Practice-Empfehlungen und konkreten Unternehmensbeispielen bietet dabei nicht zuletzt der Arbeitskreis Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung<sup>10</sup> mit seinen gleichnamigen Leitlinien sowie dem White Paper „Nachhaltigkeit, ESG-Ziele und deren Verankerung in der Vorstandsvergütung“.<sup>11</sup>*

<sup>10</sup> Der Arbeitskreis Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung ist mit namhaften Aufsichtsratsvorsitzenden börsennotierter Unternehmen, institutionellen Investoren, Wissenschaftlern und Corporate-Governance-Experten besetzt und vereint die Sichtweisen der Unternehmens- und Beratungspraxis, der Wissenschaft und von Investoren. Die 2018 erstmalig veröffentlichten Leitlinien für eine nachhaltige Vorstandsvergütung wurden im Dezember 2020 auf Basis der Umsetzung der zweiten Europäischen Aktionärsrechterichtlinie durch ARUG II und der Neufassung des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) überarbeitet. Vgl. <http://www.leitlinien-vorstandsverguetung.de>.

<sup>11</sup> Vgl. [http://www.leitlinien-vorstandsverguetung.de/whitepaper\\_esg.html](http://www.leitlinien-vorstandsverguetung.de/whitepaper_esg.html).

Die vorliegende Studie zeigt, dass die in den Abstimmungsrichtlinien formulierten Erwartungen von Investoren und Stimmrechtsberatern an Nachhaltigkeitsthemen (noch?) nicht vollumfänglich im Einklang mit deren öffentlichen Äußerungen stehen. So legen BlackRock und Norges Bank Investment Management, deren Proxy Voting Guidelines kleine bis große Lücken zum Thema Nachhaltigkeit aufweisen, in anderweitigen Veröffentlichungen wiederholt großen Wert auf das Thema. Offensichtlich rücken Investoren und Stimmrechtsberater das Thema Nachhaltigkeit in ihren Engagements stärker ins öffentliche Rampenlicht, als es die Proxy Voting Guidelines möglicherweise nahelegen.

Nicht nur vor diesem Hintergrund ist eine weitere Steigerung der Investorenerwartungen sowohl quantitativer als auch qualitativer Natur an die Unternehmen und den Aufsichtsrat zu erwarten.

*Aufsichtsratsvorsitzende sollten daher rechtzeitig in den direkten Austausch mit ihren maßgeblichen Investoren treten. Noch ist nicht jeder Investor bei seinen Investments mit entsprechendem Informationsbedarf vorstellig geworden. Die damit verbundene Ungewissheit schafft auch Spielraum, eigene Sichtweisen zu positionieren – und damit möglicherweise auch Defizite auf Investorenmenseite zu kompensieren.*

*Die Investor Relations-Funktion im eigenen Unternehmen sollte dabei als wichtiger Partner und Kompetenzträger in der Kapitalmarktkommunikation eingebunden bleiben; bei einem starken Investorenfokus auf Human Capital Management, also der S-Komponente in ESG, gilt dies auch für die HR-Funktion.*

### Empfehlungen für den Aufsichtsrat zum Thema Nachhaltigkeit

Nachhaltigkeitskompetenzen im Aufsichtsrat	Nachhaltigkeitsziele in der Vorstandsvergütung	Nachhaltigkeitskommunikation an den Kapitalmarkt
Der Aufsichtsrat sollte sicherstellen, dass genügend Aufsichtsratsmitglieder Expertise in Fragen der Nachhaltigkeit vorweisen können	Der Aufsichtsrat sollte strategierelevante, messbare und anspruchsvolle Nachhaltigkeitsziele in die variable Vorstandsvergütung implementieren und transparent offenlegen	Der Aufsichtsrat sollte sicherstellen, dass Nachhaltigkeitsthemen transparent an den Kapitalmarkt kommuniziert werden
<ul style="list-style-type: none"> <li>› Bestellung einer oder mehrerer Aufsichtsratsmitglieder mit expliziter Nachhaltigkeitsexpertise</li> <li>› Transparente Kommunikation über die vorhandene Expertise an die Investoren – idealerweise in Form einer Qualifikationsmatrix</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Implementierung von Nachhaltigkeitszielen in die variable Vorstandsvergütung – idealerweise in die langfristige variable Vergütung</li> <li>› Die Nachhaltigkeitsziele sollten dabei aus der Strategie abgeleitet, messbar, ambitioniert gesetzt und extern prüfbar sein</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Neben den regulatorischen Mindeststandards zur Berichterstattung über Nachhaltigkeit sollten auch zusätzliche etablierte Standards genutzt werden</li> <li>› Proaktivere Einbindung der Aktionäre in Fragen der Nachhaltigkeitsstrategie</li> </ul>

Abbildung 10: Empfehlungen für den Aufsichtsrat zum Thema Nachhaltigkeit

## About

### hkp/// group – Ihr strategischer Berater in Kernthemen nachhaltiger Corporate Governance

Die Corporate Governance Beraterinnen und Berater der hkp/// group begleiten Aufsichts- und Verwaltungsräte sowie die sie unterstützenden Funktionen in den Kernthemen einer nachhaltigen Corporate Governance. Basierend auf tiefer Expertise und umfassender Marktpraxis unterstützen wir Sie bei der strategiekonformen Definition relevanter Kompetenzen, der Entwicklung eines nachhaltigen Zielbilds für die unabhängige und ausgewogene Zusammensetzung von Organen sowie im Aufbau und in der Implementierung einer langfristig ausgerichteten, resilienten Nachfolgeplanung.

Wir beraten unabhängig und kompetent in der Gestaltung strategieabgeleiteter und an Nachhaltigkeit ausgerichteter Vergütungssysteme, die den vielschichtigen Anforderungen von Gesetzgeber, Regulator, Belegschaft sowie Investoren in puncto Marktüblichkeit, Wettbewerbsfähigkeit und Angemessenheit gerecht werden. Um strategische Ziele innerhalb einer Organisation zu verbinden, harmonisieren wir auf Wunsch auch Vergütungspraktiken über Hierarchieebenen hinweg. Die von uns entwickelten Governance-Strukturen entsprechen nicht nur aktuellen Anforderungen an Compliance und Professionalität, sondern sind auch zukunftsfähig konzeptioniert.

Zu unserem Leistungsportfolio zählt zudem die Analyse der Effektivität der Aufsichtsratsstätigkeit, die auf dieser Basis zielführend und vertrauensvoll ausgerichtet werden kann – im Gesamtgremium wie in Ausschüssen. Unser fundiertes Expertenwissen geben wir zudem durch Aus- und Fortbildungen an Sie und Ihre Organisation weiter. Im Rahmen einer bedarfsgerechten und unabhängigen fachlichen wie organisatorischen Begleitung entlasten wir darüber hinaus Corporate Offices und sichern so Aufsichts- und Verwaltungsräte in der Bewältigung ihrer zunehmend anspruchsvolleren Aufgaben ab.

 [www.twitter.com/hkp\\_group](https://www.twitter.com/hkp_group)

 [www.xing.com/company/hkpgroup](https://www.xing.com/company/hkpgroup)

 [www.linkedin.com/company/hkpgroup](https://www.linkedin.com/company/hkpgroup)

#### Kontakt:

Thomas Müller

hkp/// group

Phone +49 69 175 363 323

Mobile +49 176 100 88 237

thomas.mueller@hkp.com

## Das hkp///group Studienteam

**Nils Brawanski**  
Director – Corporate Governance Advisory

[nils.brawanski@hkp.com](mailto:nils.brawanski@hkp.com)



**Nina Grochowitzki**  
Partner – Corporate Governance Advisory

[nina.grochowitzki@hkp.com](mailto:nina.grochowitzki@hkp.com)



**Johannes Harrack**  
Manager – Corporate Governance Advisory

[johannes.harrack@hkp.com](mailto:johannes.harrack@hkp.com)



**Alexander Kirschner**  
Consultant – Corporate Governance Advisory

[alexander.kirschner@hkp.com](mailto:alexander.kirschner@hkp.com)



**Dr. Pia Lünstroth**  
Partner – Corporate Governance Advisory

[pia.luenstroth@hkp.com](mailto:pia.luenstroth@hkp.com)



**Regine Siepmann**  
Senior Partner – Leiterin Corporate Governance Advisory

[regine.siepmann@hkp.com](mailto:regine.siepmann@hkp.com)







# hkp.com

---

**Amsterdam**

Vondelstraat 89 A  
1054 GM Amsterdam  
Niederlande  
Phone +31 20 737 0687  
amsterdam@hkp.com

**Frankfurt**

Friedrich-Ebert-Anlage 35-37  
60327 Frankfurt am Main  
Deutschland  
Phone +49 69 175 363 30  
frankfurt@hkp.com

**Zürich**

Wiesenstrasse 7  
8008 Zürich  
Schweiz  
Phone +41 44 542 81 60  
zurich@hkp.com

sustainable  
performance  
through people

---