

FEBRUAR 2025

Trendanalyse 2020-2024

Diversität in deutschen Aufsichtsräten und Vorständen unter geänderten Vorzeichen – Die Relevanz von und für Investoren

AUTORINNEN

Dr. Philine Erfurt Sandhu, Vorstandsvorsitzende, Berliner Institut für Governance & Leadership e.V.

Daniela Heyer, Senior Advisor, Berliner Institut für Governance & Leadership e.V.

Türkü Özdemir, Research Assistant, Berliner Institut für Governance & Leadership e.V.

Gefördert vom:



Bundesministerium
für Familie, Senioren, Frauen
und Jugend



Investors4Diversity

Layout: Jasmin Jochum

© 2025 Berliner Institut für Governance & Leadership e.V.

Rechtlicher Hinweis: Die in dieser Studie enthaltenen Informationen dienen allgemeinen Informationszwecken. Die Autorinnen sind um größtmögliche Sorgfalt bemüht, haften aber nicht für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der Angaben.

Executive Summary

Trotz wirtschaftlich schwieriger Zeiten rücken institutionelle Investoren von ihren Diversitätsanforderungen bei der Zusammensetzung der Spitzengremien deutscher börsennotierter Unternehmen nicht ab. Nachdem zwischen 2020 und 2022 bereits ein deutlicher Anstieg der Forderungen zu verzeichnen war, schärften in den letzten zwei Jahren 60 Prozent der 30 einflussreichsten institutionellen Investoren im DAX® und MDAX® ihre Anforderungen weiter nach. Im Ergebnis forderten in 2024 fast drei Viertel der Top-30-Investoren einen Frauenanteil von mindestens 30 Prozent in den Aufsichtsräten, einige sogar von bis zu 40 Prozent. Zudem hat sich das Verständnis von Diversität bei vielen Investoren erweitert und umfasst über Geschlecht hinaus Aspekte wie Herkunft, Alter und sozialer Hintergrund.

Der Druck der Investoren in den letzten Jahren – unterstützt durch regulatorische Anforderungen und mediale Aufmerksamkeit – hat bei den Unternehmen eine hohe Dynamik erzeugt. Mit gut 37 Prozent sind heute in den Aufsichtsräten börsennotierter Unternehmen so viele Frauen wie nie zuvor vertreten. Viele Aufsichtsräte haben die Anforderungen der Investoren zumindest bezogen auf Geschlechterdiversität bereits mehr als erfüllt. Überdies berichten die Investoren, dass Informationen zu Diversitätsaspekten heute bei den großen börsennotierten Unternehmen besser verfügbar seien. Gleichzeitig sprechen die Investoren von „Ermüdungserscheinungen“ bei ihren Portfoliounternehmen. Aufgrund einer Vielzahl neuer Berichtspflichten und der aktuellen Krisen gäbe es im Hinblick auf Diversität kaum noch eine intrinsische Motivation. Man betrachte Diversität als ein Compliance-Thema, das wenig Aufmerksamkeit bekomme, sobald die gesetzlichen Vorgaben erfüllt oder gar übererfüllt sind.

Die in der europäischen FöPo-Richtlinie¹ geforderte 40-Prozent-Frauenquote zeichnet sich auch für deutsche Unternehmen als mittelfristige Zielgröße ab. Diese Entwicklung ist unabhängig davon, dass die 40-Prozent-Frauenquote in Deutschland derzeit nicht eingeföhrt werden muss. Hintergrundgespräche zeigen, dass insbesondere ausländische Investoren die Europäische Union als eine

Trotz wirtschaftlich schwieriger Zeiten rücken institutionelle Investoren von ihren Diversitätsanforderungen bei der Zusammensetzung der Spitzengremien deutscher börsennotierter Unternehmen nicht ab.

einheitliche Region betrachten. Nationale Besonderheiten wie die deutsche Inanspruchnahme der Möglichkeit zur Aussetzung der 40-Prozent-Frauenquote der FöPo-Richtlinie finden kaum Eingang in die Anforderungen international aktiver Investoren. Diese sind also weiterhin von hoher Relevanz als Treiber größerer Diversitätsambitionen. Um den Fortschritt bei ihren Portfoliounternehmen zu beurteilen, braucht es ihren genauen Blick auf deren Nachfolgeplanung und Diversitätsstrategien.

Die Glaubwürdigkeit der Investoren ist jedoch durch das geringe Diversitätsniveau in den Reihen ihrer Fondsmanager eingeschränkt. So ist der Anteil weiblicher Fondsmanager weiterhin sehr niedrig, insbesondere in

Deutschland, wo er lediglich sechs Prozent beträgt – im europäischen Vergleich stellt Deutschland somit eines der Schlusslichter dar. Diese Diskrepanz zwischen den Forderungen an Unternehmen und den geringen eigenen Fortschritten der Investoren schwächt ihre Position als Vorreiter.

In einem Exkurs analysiert die Studie die Aufnahme von Diversitätskriterien (Geschlecht, Alter, Nationalität, Ausbildung) in die vom Deutschen Corporate Governance Kodex empfohlenen Qualifikationsmatrizen. Bereits 67 Prozent der DAX®- und MDAX®-Unternehmen haben ein Diversitätskriterium in ihre Qualifikationsmatrix aufgenommen, mindestens drei Kriterien finden sich bei 50 Prozent dieser Unternehmen. Im Sinne der besseren Zugänglichkeit, Vereinheitlichung und Vergleichbarkeit der Informationen wäre die Aufnahme der Informationen zu Geschlecht, Alter, Nationalität und Ausbildung oder beruflichem Hintergrund der Aufsichtsratsmitglieder in die Qualifikationsmatrix eine hilfreiche Ergänzung ohne merklichen Mehraufwand für die Unternehmen.

Auch oder gerade in Krisenzeiten braucht es eine diverse Zusammensetzung der Aufsichtsräte und Vorstände für die Resilienz der Unternehmen. In Phasen, in welchen kaum auf erprobte Muster zurückgegriffen werden kann, sind unterschiedliche Perspektiven für die Risikofrüherkennung und die Identifizierung neuer Geschäftschancen unerlässlich.

1 Richtlinie (EU) 2022/2381: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2381>

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	3
Inhaltsverzeichnis	5
1. Einleitung und Fragestellung	7
2. Das Einflusspotenzial der Investoren	9
3. Die Diversitätsanforderungen der Investoren	12
4. Der Blick hinter die Kulissen	22
5. Handlungsempfehlungen	25
Anhang: Methodik und Scope	28
Anlage I: Unternehmensscope	35
Anlage II: Investorenscope und Stimmrechtsanteile	36
Über die Autorinnen	37
Über das Berliner Institut für Governance & Leadership	39
Kontakt	39

1. Einleitung und Fragestellung

Als wir in 2020 mit unserer ersten Investors4Diversity-Analyse begannen, hatten führende Akteure im Kapitalmarkt die Bedeutung diverser Führungsgremien für die finanzielle Performance ihrer Portfoliounternehmen erkannt. BlackRock verkündete sehr prominent, die Diversität in den Führungsgremien von Portfoliogesellschaften bei Investitionsentscheidungen immer kritisch prüfen zu wollen. Investmentbanken wie Goldman Sachs forderten ausreichend Diversität in den „Boards“ als Voraussetzung für die Begleitung von Börsengängen. In 2021 veröffentlichte die EZB-Bankenaufsicht erhöhte Diversitätsanforderungen für die Führungsgremien von Banken, und die US-amerikanische Börse Nasdaq führte Diversitätsanforderungen für ihre gelisteten Unternehmen ein. Neben dem Druck aus dem Kapitalmarkt traten in Deutschland in den letzten Jahren auch regulatorische Anforderungen, die Diversität in Führungspositionen zu erhöhen. Ebenso stieg die mediale Aufmerksamkeit für das Thema, nicht zuletzt durch die Aktivitäten von Interessenverbänden und gesellschaftlichen Gruppierungen.

In diesem Ökosystem unterschiedlicher Stakeholder entstand somit eine Dynamik mit großer Wirkung: Heute sind in börsennotierten Unternehmen so viele Frauen in Führungspositionen vertreten wie noch nie. In den Aufsichtsräten börsennotierter Unternehmen stieg der Frauenanteil von unter 20 Prozent in 2015 auf gut 37 Prozent in 2024.² Auch wenn in den Managementfunktionen³ der Wandel schleppender vorangeht und hierzulande das Thema Diversität noch häufig auf Geschlechterdiversität reduziert wird, ist mit diesen Entwicklungen ein wichtiger Schritt hin zu guter Unternehmensführung gemacht.

Gut vier Jahre später, während der Analysen für unsere bereits dritte Investors4Diversity-Studie, sind die öffentlichen Debatten um Diversität leiser geworden. In den Schlagzeilen dominieren Krisen: Klimakrise, Kriege, politische Instabilität, schleppender Bürokratieabbau,

Fachkräftemangel und – mit all dem verbunden – eine Wirtschaftskrise in Deutschland. Die deutsche Wirtschaft stagniert, die Zahl der Unternehmensinsolvenzen nimmt erheblich zu und viele Betriebe sehen sich in ihrer Existenz bedroht. Die Welt ist heute für viele eine andere – wir sind im Krisenmodus.

Gerade in Krisenzeiten bedarf es unterschiedlicher Perspektiven, um Risiken frühzeitig zu erkennen, kreative Lösungen für Probleme zu finden und unter wachsendem Druck nicht in sogenanntes Gruppendenken zu verfallen.⁴ Den Unternehmenslenker:innen wird in ihrer täglichen Praxis gerade sehr viel abverlangt: Sie müssen ihre Unternehmen sicher durch die verschiedenen Krisen navigieren – häufig ohne hierbei auf erprobte Muster zurückgreifen zu können. Die Auseinandersetzung mit neuen Perspektiven und Lösungsansätzen ist unvermeidlich.

Der Umgang der Unternehmen mit den sie betreffenden Krisen wird sich stark auf ihre Kapitalmarkt-Performance und auf ihre Attraktivität für Investoren auswirken, was wiederum starke Rückkopplungseffekte auf die deutsche Wirtschaft hat. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welchen Stellenwert Diversität noch – oder gerade jetzt – für institutionelle Investoren besitzt.

ZIELE DER STUDIEN

Mit unserer ersten Studie, erschienen 2021, betraten wir Neuland in der wissenschaftlichen und öffentlichen Debatte: Die Rolle und der Einfluss institutioneller Investoren auf die Diversität in den Aufsichtsräten und Vorständen deutscher börsennotierter Unternehmen war bis dato nicht erforscht. Wir schufen mit dieser Studie ein Fundament, um sowohl Kapitalmarktexpert:innen als auch -laien die Zusammenhänge zwischen Investorenverhalten und Diversität in Spitzengremien zu verdeutlichen. Wir beschrieben darin ausführlich den Kontext und die

² Bezogen auf die 160 DAX®, MDAX® und SDAX® notierten Unternehmen sowie die aktuell 20 im Regulierten Markt notierten und paritätisch mitbestimmten Unternehmen. Siehe FidAR (2024).

³ Vorstand sowie die zwei Führungsebenen darunter

⁴ Janis (1982): Groupthink: Psychological studies of policy decisions and fiascoes. Von Ameln (2021): Führen und Entscheiden unter Unsicherheit, in: Gruppe. Interaktion. Organisation. Zeitschrift für Angewandte Organisationspsychologie, S. 567–577

Rahmenbedingungen der Investoren: Welche Einflussmöglichkeiten haben Investoren in börsennotierten Unternehmen? Wie funktioniert das deutsche dualistische Corporate Governance-System im Vergleich zu monistischen Systemen? Welche Interventionsmöglichkeiten und gesetzlichen Rahmenbedingungen gibt es für Investoren, um gezielt die Diversität in den Spitzengremien zu erhöhen?

In unserer zweiten Studie aus dem Jahr 2023 konzentrierten wir uns insbesondere auf die Herausforderungen in der Praxis, da die teils ambitionierten Absichten der Investoren häufig nicht konsequent umgesetzt wurden.

Wie steht es um den Stellenwert von Diversität bei den Investoren angesichts der aktuellen Krisen heute?

Die aufgezeigten Schwierigkeiten für die Umsetzung waren zum Beispiel auf die fehlenden Diversitätsdaten seitens der Portfoliounternehmen sowie auf die wenig bedarfsgerechten Offenlegungspflichten der Unternehmen zurückzuführen.

Wieder zwei Jahre später, in 2025, verfolgen wir mit der vorliegenden Trendanalyse nochmals bestimmte Entwicklungen und können diese vor einem Zeithorizont von vier Jahren (2020 bis 2024) reflektieren. Wie steht es um den Stellenwert von Diversität bei den Investoren angesichts der aktuellen Krisen heute? Wie bewerten sie die Entwicklungen in ihren Portfoliounternehmen? Ist die Umsetzung ihrer Anforderungen aufgrund weiterer Transparenzpflichten leichter geworden?

Um den Einfluss der institutionellen Investoren in Erinnerung zu rufen, rekapitulieren wir in Kapitel 2 die Bedeutung und die Stellhebel der Investoren im Rahmen von Infoboxen aus den vorherigen Studien.

2. Das Einflusspotenzial der Investoren

Die Einflussmöglichkeiten der institutionellen Investoren haben wir in unseren vorherigen Studien ausführlich herausgearbeitet (siehe Infoboxen als Übersicht). Der Anteil der Top-30-Investoren an den untersuchten Unternehmen ist im Vergleich zu den Vorjahren fast gleichgeblieben: Die 30 einflussreichsten Investoren verfügten im Jahr 2023 über 24 Prozent der Gesamtstimmrechtsanteile in DAX® und MDAX®. Aufgrund dieser stabilen Beteiligungssituation ist Unternehmen zu raten, sich mit den Erwartungen der Investoren auseinanderzusetzen.

Unsere Analyse der Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren fokussiert sich auf die in den Leitindizes DAX® und MDAX® der Deutschen Börse gelisteten Unternehmen. Sie bilden den sogenannten „Unternehmensscope“⁵ der Studie. Mit ihrer Wirtschaftsleistung kommt diesen Unternehmen eine Vorbildfunktion im deutschen Markt zu. Ferner verfügen sie im Vergleich zu vielen Familienunternehmen häufig über eine breite Eigentümerstruktur,

was einen Vergleich des Verhaltens der unterschiedlichen Anteilseigner – darunter institutionelle Investoren – ermöglicht.⁶ Der Unternehmensscope der Studie umfasste zum 31.12.2023 eine Gesamtmarktkapitalisierung von 1.893,03 Milliarden Euro.

Basierend auf dem Unternehmensscope ermittelten wir wieder diejenigen Investoren, die in den DAX®- und MDAX®-Unternehmen den größten Einfluss ausüben

DER EINFLUSS DER INVESTOREN IM DEUTSCHEN MARKT

Für Unternehmen sind Investoren insbesondere bei Börsengängen und Kapitalerhöhungen essenziell. Hier ist der Hebel der Investoren besonders groß: Wenn sie sich aus Gründen mangelnder Diversität in den Führungsgremien eines Emittenten nicht an Kapitalmaßnahmen beteiligen wollen, bedeutet das für viele deutsche Unternehmen ein Risiko, den Zugang zu Eigenkapital zu verlieren. Darüber hinaus können Investoren auch bei schon bestehenden Beteiligungen auf Unternehmen Einfluss nehmen. Als Aktionäre können sie vor allem über das Instrument Stimmrecht ihre Interessen in der Hauptversammlung der jeweiligen Portfoliounternehmen verfolgen.

Auch wenn sich eine Vielzahl an natürlichen und juristischen Personen an Aktiengesellschaften beteiligen kann, ist der Blick auf die sogenannten institutionellen Investoren als Kapitalsammelstellen besonders interessant. Bei ihnen konzentrieren sich Aktien und Stimmrechte in börsennotierten Unternehmen. Überdies sind Daten zu ihrem Abstimmungsverhalten in Hauptversammlungen sowie zu ihren Anforderungen an die eigenen Portfoliounternehmen verfügbar. Der Einfluss, den Investoren auf ein Unternehmen haben, drückt sich im Wesentlichen durch die Höhe ihrer Beteiligung am Unternehmen und dem daraus resultierenden Stimmrechtsanteil aus.⁷

⁵ Eine vollständige Liste des Unternehmensscope findet sich in Anlage I.

⁶ Eine Ausweitung der Erhebung auf die im SDAX® gelisteten Unternehmen haben wir – wie bereits für unsere vorherigen Studien – verworfen, da es sich bei den großen Anteilseignern hier häufig um Familien, Einzelpersonen oder Stiftungen handelt. Hinzu kommt, dass die Qualität der öffentlich verfügbaren Daten in diesem Segment deutlich schlechter ist.

⁷ Besonderheiten ergeben sich bei DAX®- oder MDAX®-Unternehmen mit stimmrechtslosen Vorzugsaktien. Hier besteht zwar eine kapitalmäßige Beteiligung, aber in der Regel kein Stimmrecht.

(konnten). Für die Analyse errechneten wir die 30 einflussreichsten institutionellen Investoren anhand ihrer kombinierten Gesamtstimmrechtsanteile in DAX® und MDAX®. Diese Gruppe bildete den sogenannten Investorenscope⁸ der Studie. Diese 30 Investoren spiegelten zum 31.12.2023 insgesamt rund 24 Prozent der Gesamtstimmrechtsanteile und rund 22 Prozent der Gesamtmarktkapitalisierung in DAX® und MDAX® wider.⁹ Die daraus resultierenden Werte verteilen sich wie folgt auf die Indizes:

Tabelle 1: Anteil der Top 30 der institutionellen Investoren an den Stimmrechten bzw. der Marktkapitalisierung der Unternehmen in DAX® und MDAX®

	STIMMRECHTE	MARKTKAPITALISIERUNG	
DAX®	25,1%	22,8%	€ 372,3 Mrd.
MDAX®	22,7%	19,2%	€ 49,3 Mrd.
DAX® & MDAX®	23,8%	22,3%	€ 421,6 Mrd.

INTERVENTIONSMÖGLICHKEITEN DER INVESTOREN

Grundsätzlich gibt es zwei unterschiedliche Wege, wie Investoren auf ihre Portfoliounternehmen Einfluss nehmen können: (1) durch die Investitionsentscheidung selbst und (2) durch Aktivitäten während der Haltedauer.¹⁰ Im Rahmen der Investitionsentscheidung hat der Investor die Möglichkeit, zu investieren, also Aktien eines Unternehmens zu erwerben – oder dies nicht zu tun.¹¹ Je nachdem, wie „dringend“ ein Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt benötigt, wachsen die Einflussmöglichkeiten für die Investoren. Um für Investmentbanken (als Berater und Intermediäre bei Kapitalmaßnahmen) und Investoren, die dem Thema Diversität in Führungsgremien eine Relevanz beimessen, „attraktiv“ zu sein und hohe Ausgabepreise für die zu veräußernden Aktien zu erzielen, müssen Unternehmen bereits vor einer anstehenden Kapitalmaßnahme divers aufgestellt sein.

Auch während der Haltedauer von Aktien stehen Investoren über die gesetzlichen Mitgliedschaftsrechte gewisse Einflussmöglichkeiten zu. Diese umfassen vor allem das Recht auf Teilnahme an der Hauptversammlung und die Ausübung des Stimmrechts.¹² Neben der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder ist eine der wichtigsten Zuständigkeiten der Hauptversammlung die Entscheidung über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat.

Zunehmend machen Investoren im Rahmen ihres Shareholder-Engagements auch von sogenannten Investorendialogen Gebrauch. In direkten Gesprächen mit Vorständen und/oder dem oder der Aufsichtsratsvorsitzenden werden die Erwartungen der Investoren kommuniziert. So versuchen diese, ihren Anliegen Nachdruck zu verleihen. Dabei werden unter anderem auch die Erwartungen in Bezug auf Umwelt-, Sozial- oder Governance-Belange als strategische Themen zum Ausdruck gebracht.

⁸ Vollständige Liste in Anlage II.

⁹ Im Hinblick auf die unterschiedliche Anzahl von Unternehmen und die unterschiedliche Höhe der jeweiligen Marktkapitalisierung bildet der hier berechnete „Gesamtwert“ für den DAX® und den MDAX® nicht die Summe, sondern den gewichteten Durchschnitt von DAX® und MDAX® ab.

¹⁰ Hier überblicksartig dargestellt. Für Details, siehe: 2021er-Studie, S. 10-15.

¹¹ Bei sogenannten Index-Fonds ist das „ob“ der Investition eher beschränkt anwendbar, da diese Fonds zur Abbildung der Wertentwicklung eines bestimmten Index quasi dazu „gezwungen“ sind, in die jeweiligen Unternehmen mit deren Gewicht im Index zu investieren.

¹² Das gilt nicht bei sogenannten Vorzugsaktien, bei denen mit dem Besitz der Aktie regelmäßig kein Stimmrecht verbunden ist.

STELLHEBEL FÜR MEHR DIVERSITÄT

Der unmittelbarste Hebel, der institutionellen Investoren zur Verfügung steht, um in Aktiengesellschaften für mehr Diversität zu sorgen, ist die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder.¹³ Ganz konkret können Investoren für einen Kandidaten beziehungsweise eine Kandidatin stimmen, obwohl mit der Wahl dieser Person den Kriterien der Investoren oder auch den eigenen Zielvorgaben des Unternehmens für die Diversität im Aufsichtsrats nicht entsprochen wird. Oder die Investoren können ihre eigenen Diversitätsvorgaben oder die Diversitätsziele des Unternehmens ernst nehmen und ihr Wahlverhalten danach ausrichten. Die Möglichkeit zur Einflussnahme auf die Diversität in einem Beteiligungsunternehmen erschöpft sich jedoch nicht in der konkreten Zusammensetzung des Aufsichtsrats. Es ergeben sich daraus auch indirekte Effekte hinsichtlich der Besetzung des Vorstands und seiner (diversen) Zusammensetzung. So lange jedoch die dafür wichtigen Ausschüsse (insbesondere der Präsidial-, Nominierungs- und Personalausschuss) noch eher homogen besetzt sind, besteht das Risiko, dass Homogenität im Vorstand vom Aufsichtsrat weiterhin eher unkritisch gesehen wird.

Darüber hinaus kann sich der Aufsichtsrat im Rahmen seiner Überwachungstätigkeit kritisch mit dem Engagement des Vorstands insgesamt oder der jeweils zuständigen Vorstandsmitglieder für mehr Diversität in den Führungsebenen unterhalb des Vorstands und in der Belegschaft befassen. Grundsätzlich sind auch Szenarien denkbar, die die Nichtentlastung des Aufsichtsrats oder Vorstands im Hinblick auf mangelnde Diversitätsanstrengungen rechtfertigen würden. Dazu gehören beispielsweise ein mangelndes Engagement des Aufsichtsrats für mehr Diversität im eigenen Gremium oder im Vorstand, oder auch mangelndes Engagement des Vorstands für mehr Diversität in den Führungsebenen unterhalb des Vorstands oder in der Belegschaft insgesamt (zum Beispiel auf der Basis der Nichteinhaltung gesetzlicher Diversitätsvorgaben, der Verfehlung selbstgesetzter Ziele, unzureichender Transparenz bei Nominierungsprozessen etc.). Praktisch relevant könnte dies etwa werden, wenn entweder auch die Unternehmensperformance schlecht ist oder sich die betreffenden Gremien den auch im Investorendialog vorgebrachten Diversitätsanforderungen der Investoren über lange Zeit verschließen. Schließlich besteht ein Stellhebel für Diversität in der Auswahl der Kandidat:innen, die der Hauptversammlung zur Wahl in den Aufsichtsrat vorgeschlagen werden. Die verschiedenen Einflussmöglichkeiten sind detailliert in unserer 2021er-Studie sowie in unserem Diversity-Toolkit für das Asset Management dargestellt.¹⁴

¹³ Unterliegt ein Unternehmen nicht der Mitbestimmung durch die Arbeitnehmer:innen, werden sämtliche Aufsichtsratsmitglieder von der Hauptversammlung gewählt. Dagegen werden in mitbestimmten Unternehmen nur die Anteilseignervertreter:innen von der Hauptversammlung gewählt, die je nach dem anwendbaren Mitbestimmungsregime zwei Drittel (bei sogenannter Drittelmitbestimmung) oder die Hälfte (bei paritätischer Mitbestimmung) der Aufsichtsratsmitglieder ausmachen.

¹⁴ Siehe <https://bigl.org/forschung/>

3. Die Diversitätsanforderungen der Investoren

Von 2020 bis 2024 ist in den Abstimmungsrichtlinien der Investoren eine signifikante Fortentwicklung der gegenüber ihren Portfoliogesellschaften geltend gemachten Diversitätsanforderungen zu beobachten. Während im ersten Jahr unserer Untersuchung die Diversitätsanforderungen häufig noch vage blieben, konkretisierten und verschärften die Investoren in den letzten Jahren insbesondere ihre Anforderungen an den Frauenanteil in den „Boards“. In 2024 forderten fast drei Viertel der Top-30-Investoren einen Frauenanteil von 30 Prozent oder mehr im Aufsichtsrat, sechs von ihnen gingen über die 30 Prozent hinaus (33 bis 40 Prozent). Auch hat sich das Verständnis von Diversität deutlich ausgeweitet, indem sich der Fokus von reiner Geschlechterdiversität hin zu einem breiten Diversitätsverständnis verlagerte.

Welche Diversitätsanforderungen stellen die Top-30-Investoren an ihre Portfoliogesellschaften? Inwiefern haben sich diese Anforderungen in den letzten Jahren vor dem Hintergrund großer Transformationsprozesse gegebenenfalls verändert?

Institutionelle Investoren geben sich in der Regel Abstimmungsrichtlinien, welche ihre Grundsätze darlegen, nach denen sie Stimmrechtsentscheidungen treffen (auch „proxy voting guidelines“ oder „proxy voting principles“ genannt). Diesen Richtlinien lässt sich entnehmen, welche Anforderungen sie an ihre Portfoliounternehmen und deren Corporate Governance stellen. Wie in unseren

letzten Studien ausführlich dargestellt, fallen darunter auch Anforderungen bezüglich Diversität, zum Beispiel solche an eine diverse Besetzung des Aufsichtsrats oder an die Offenlegung einer Diversitätsstrategie. Diese Richtlinien bilden die Grundlage für die Ausübung der Stimmrechte auf den Hauptversammlungen der Portfoliogesellschaften. Auch können hier Empfehlungen externer Dienstleister, sogenannter Stimmrechtsberater („proxy advisors“) einfließen. Die Empfehlungen der Stimmrechtsberater sind nicht bindend, werden von Investoren in ihrem Abstimmungsverhalten aber häufig übernommen.

METHODIK

Für die Top-30-Investoren haben wir die Abstimmungsrichtlinien für das Jahr 2024 abgerufen und hinsichtlich der darin formulierten Anforderungen und relevanten Designaspekte für Diversität analysiert. Aufbauend auf der Analyse von 2020 und 2022 konnten die jeweils aktuellen Richtlinien im Abstand von zwei Jahren verglichen werden. Unser Bewertungsraster haben wir in diesem Jahr in einigen Aspekten angepasst (siehe Ausführungen auf S. 13).

Ein Großteil der Investoren hat globale Abstimmungsrichtlinien. Wo möglich wurden für die Analyse die jeweils regional spezifischsten Richtlinien für den deutschen Markt betrachtet, also beispielsweise die Abstimmungsrichtlinien von Vanguard für Deutschland und die Abstimmungsrichtlinien von BlackRock oder JP Morgan für EMEA (Europa, Mittlerer Osten und Afrika).

Da Stimmrechtsberater einen erheblichen Einfluss auf das Abstimmungsverhalten vieler Investoren ausüben, wurden im Rahmen der Analyse zudem die Richtlinien der beiden weltweit einflussreichsten Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis untersucht. Zum Vergleich haben wir die Beteiligungshinweise großer staatlicher Ankerinvestoren von den Internetseiten der jeweiligen Bundesländer oder Ministerien abgerufen und die darin enthaltenen Hinweise zum Abstimmungsverhalten überprüft.

ABSTIMMUNGSRICHTLINIEN UND RANKING

Für die Analyse der Abstimmungsrichtlinien bauten wir auf dem Bewertungsraster der vorherigen Studien auf und spezifizierten dieses weiter. Das Bewertungsraster besteht aus fünf von uns erarbeiteten Dimensionen, die das Diversitätsverständnis der Investoren beziehungsweise der Stimmrechtsberater sowie deren Erwartungen an die Emittenten hinsichtlich Diversität ausdifferenzieren. Anhand dieser Dimensionen überprüften wir, ob und in welchem Umfang relevante Designaspekte zu Diversität in den Richtlinien explizit thematisiert werden. Zur Bewertung des Reifegrads der Richtlinien erfolgte die Ausarbeitung einer vierstufigen Skala (A bis D). Aus der Bewertung der einzelnen Dimensionen wurde eine durchschnittliche Gesamtbewertung errechnet, anschließend wurden die Ergebnisse in eine Übersicht, teils als Ranking, überführt (siehe Tabellen 2 bis 4).

- **Diversitätsverständnis:** Wie wird Diversität oder „board diversity“ definiert? Welche Diversitätskriterien werden für die Zusammensetzung der Aufsichtsräte überprüft (z.B. Geschlecht, Herkunft, Ethnizität, Alter oder fachliche Kompetenzen)?
- **Konkretisierung der Anforderungen:** Inwiefern werden die Erwartungen an (Geschlechter-)Diversität konkretisiert? Welche Mindestanforderungen definiert der Investor, zum Beispiel einen Frauenanteil von mindestens 30 Prozent?
- **Diversitätsstrategie:** Welche Anforderungen hinsichtlich der Offenlegung einer Diversitätsstrategie, zu Zielerreichungsfristen und zur Formulierung von konkreten Maßnahmen werden von den Unternehmen eingefordert?
- **Nominierungsprozess:** Welche Anforderungen an transparente und strukturierte Auswahl- und Besetzungsprozesse für Gremienmitglieder werden eingefordert (z.B. die Offenlegung des Kompetenz-/ Anforderungsprofils, Nachfolgeplanung, Bildung eines Nominierungsausschusses oder die Einschaltung von Personalberatungen)?
- **Ganzheitliches Verständnis:** Zielt Diversität über den Aufsichtsrat und Vorstand hinaus auch auf die Zusammensetzung der Belegschaft insgesamt ab, beispielsweise durch eine inklusive Kultur, den Aufbau eines diversen Pools an Nachwuchskräften, Antidiskriminierungsmaßnahmen, etc.?

Das Bewertungsraster in detaillierter Ausführung inklusive Beispielen ist im Anhang zu finden (Tabelle 9).

Anpassungen des Bewertungsrasters in 2024

Wir haben in diesem Jahr das Bewertungsraster in einigen Aspekten angepasst und weiter konkretisiert, um den aktuellen Entwicklungen Rechnung zu tragen.

- Im Designaspekt „Konkretisierung der Anforderung“ vergaben wir eine A-Bewertung erst dann, wenn der Investor einen konkreten Prozentwert von 33 Prozent (oder mehr) Frauenanteil fordert. In vergangenen Studien erreichten Investoren bereits eine A-Bewertung, wenn sie mindestens 30 Prozent Frauenanteil forderten oder auf die nationale Gesetzgebung verwiesen. Da der durchschnittliche Frauenanteil in Aufsichtsräten bereits auf 37 Prozent¹⁵ angestiegen ist, passten wir die Voraussetzung für die Bestnote A nach oben an.
- Im Designaspekt „Diversitätsstrategie“ vergaben wir eine A-Bewertung erst dann, wenn konkrete Maßnahmen oder Zielsetzungen mit einem Zeithorizont für die Erfüllung für den Aufsichtsrat/das Board gefordert werden.
- Im Designaspekt „Nominierungsprozess“ erfolgte eine A-Bewertung erst dann, wenn mindestens drei Elemente eines transparenten und strukturierten Auswahlprozesses gefordert werden (zum Beispiel Nominierungsausschuss¹⁶, Offenlegung von Informationen zum Kandidaten/zur Kandidatin, Kompetenzprofil, Hinzunahme einer Personalberatung). In bisherigen Analysen reichten bereits zwei Elemente für eine A-Bewertung aus.
- Im Designaspekt „Ganzheitliches Verständnis“ hatten wir bisher berücksichtigt, wenn die Investoren die Unterstützung von Aktionärsanträgen („shareholder proposals“, „resolutions“) mit diversitätsbezogenen Inhalten in Aussicht stellten. Wie in unseren bisherigen Studien ausgeführt, fallen die betreffenden diversitätsbezogenen Aspekte jedoch nicht in die Zuständigkeit der Hauptversammlung und erfüllen daher im deutschen Corporate-Governance-System keine Steuerungsfunktion.¹⁷ Damit läuft die Unterstützung diversitätsbezogener Aktionärsanträge bei deutschen Aktiengesellschaften leer und wird in der aktuellen Auswertung nicht mehr berücksichtigt.

Zur besseren Vergleichbarkeit bewerteten wir die Richtlinien aus den Jahren 2020 und 2022 gemäß dem aktualisierten Bewertungsraster nochmals (in den Tabellen 5 bis 7 jeweils als „angepasst“ dargestellt). Die Vergleiche der Gesamtbewertungen über die Jahre 2020 bis 2024 wurden aus Gründen der Vergleichbarkeit mit den angepassten Bewertungen vorgenommen.

¹⁵ Siehe FidAR 2024, bezogen auf die 160 börsennotierten und der 20 paritätisch mitbestimmten, im Regulierten Markt notierten Unternehmen.

¹⁶ In deutschen Unternehmen werden Personalfragen auch im Personal- oder Präsidialausschuss behandelt.

¹⁷ Siehe 2023er Studie, S. 23.

Tabelle 2: Ranking der Top 30 der institutionellen Investoren gemäß dem aktuellen Bewertungsraster

INVESTOR	GESAMT-BEWERTUNG	DIVERSITÄTS-VERSTÄNDNIS	KONKRETI-SIERUNG	DIVERSITÄTS-STRATEGIE	NOMINIERUNGS-PROZESSE	GANZHEITLICHES VERSTÄNDNIS
Schroders	A (1,0)	A	A	A	A	A
BlackRock	A (1,2)	A	B	A	A	A
JP Morgan	A (1,2)	A	A	B	A	A
Union Invest	A (1,2)	A	B	A	A	A
Allianz Global Investors	A (1,4)	A	B	A	A	B
Fidelity International	A (1,4)	A	B	A	B	A
Ostrum (Natixis)	A (1,4)	A	A	C	A	A
UBS	A (1,4)	A	B	A	A	B
Wellington	A (1,4)	A	B	A	B	A
Amundi	B (1,6)	A	A	B	A	C
BNP Paribas	B (1,6)	A	A	B	A	C
DEKA Investment	B (1,6)	A	B	B	A	B
Dimensional Fund Advisors	B (1,8)	A	B	B	A	C
Flossbach von Storch	B (1,8)	B	B	C	A	A
Invesco	B (1,8)	A	B	B	B	B
State Street	B (1,8)	A	B	A	A	D
Ballie Gifford	B (2,0)	A	C	B	B	B
Vanguard	B (2,0)	A	B	B	A	D
DWS	B (2,2)	A	B	C	A	D
Goldman Sachs	B (2,2)	A	B	C	A	D
The Capital Group	C (2,6)	A	B	D	B	D
MFS	C (2,8)	A	A	D	D	D

INVESTOR	GESAMT-BEWERTUNG	DIVERSITÄTS-VERSTÄNDNIS	KONKRETI-SIERUNG	DIVERSITÄTS-STRATEGIE	NOMINIERUNGS-PROZESSE	GANZHEITLICHES VERSTÄNDNIS
Norges	C (2,8)	B	C	D	B	C
T. Rowe Price	C (2,8)	B	B	D	C	C
FMR	C (3,2)	B	C	D	C	D
Franklin Templeton	C (3,2)	B	D	D	B	D
bpfBOUW	C (3,2)	C	D	C	C	C
Geode	C (3,4)	C	C	D	C	D
TIAA-CREF	D (3,6)	C	D	C	D	D
Ameriprise	D (4,0)	D	D	D	D	D
Durchschnitt	B (2,1)	B (1,5)	B (2,2)	C (2,5)	B (1,8)	C (2,6)

Tabelle 3: Ranking der zwei größten Stimmrechtsberater gemäß dem aktuellen Bewertungsraster

INVESTOR	GESAMT-BEWERTUNG	DIVERSITÄTS-VERSTÄNDNIS	KONKRETI-SIERUNG	DIVERSITÄTS-STRATEGIE	NOMINIERUNGS-PROZESSE	GANZHEITLICHES VERSTÄNDNIS
Glass Lewis	A (1,2)	A	B	A	A	A
ISS	C (3,0)	C	B	D	B	D

Tabelle 4: Bewertung der Beteiligungshinweise ausgewählter staatlicher Investoren gemäß dem aktuellen Bewertungsraster

STAATLICHER INVESTOR	GESAMT-BEWERTUNG	DIVERSITÄTS-VERSTÄNDNIS	KONKRETI-SIERUNG	DIVERSITÄTS-STRATEGIE	NOMINIERUNGS-PROZESSE	GANZHEITLICHES VERSTÄNDNIS
Bund (im Fall von Minderheitsbeteiligung an börsennotierten Unternehmen)*	C (2,8)	C	B	B	D	C
Hessen**	B (2,4)	C	A	B	D	B
Niedersachsen***	C (2,8)	C	A	D	C	C

* Dies betrifft die Unternehmen, die in den Unternehmensscope dieser Studie fallen (DAX® und MDAX®)

** Investiert in Volkswagen (DAX®) *** Investiert in Fraport (MDAX®)

Tabelle 5: Analyse der Top 30 Investoren in ihrer Entwicklung 2020–2024 (Bewertung gemäß aktuellem Bewertungsraster)

INVESTOR	2024	2022 ANGEPASST	2020 ANGEPASST	ENTWICKLUNG SEIT 2020
Schroders	A (1,0)	B (1,8)	B (2,4)	↑
BlackRock	A (1,2)	A (1,4)	C (3,0)	↑
JP Morgan	A (1,2)	A (1,4)	A (1,4)	↑
Union Invest	A (1,2)	B (2,0)	C (3,0)	↑
Allianz Global Investors	A (1,4)	A (1,4)	B (1,8)	↑
Fidelity International	A (1,4)	B (1,6)	B (2,0)	↑
Ostrum (Natixis)*	A (1,4)	C (2,6)		↑
UBS	A (1,4)	B (1,6)	B (2,4)	↑
Wellington*	A (1,4)	B (1,6)		↑
Amundi	B (1,6)	B (2,4)	C (3,0)	↑
BNP Paribas	B (1,6)	C (3,0)	C (3,4)	↑
DEKA Investment	B (1,6)	B (2,0)	C (2,8)	↑
Dimensional Fund Advisors	B (1,8)	B (1,8)	C (3,4)	↑
Flossbach von Storch	B (1,8)	C (3,2)	D (3,8)	↑
Invesco	B (1,8)	C (2,6)	D (4,0)	↑
State Street	B (1,8)	A (1,4)	B (2,0)	↑
Ballie Gifford	B (2,0)	A (1,4)	C (2,6)	↑
Vanguard	B (2,0)	B (1,8)	C (3,0)	↑
DWS	B (2,2)	B (1,6)	C (3,0)	↑
Goldman Sachs*	B (2,2)			
The Capital Group	C (2,6)	C (2,6)	D (4,0)	↑
MFS	C (2,8)	C (3,2)	C (3,2)	↑
Norges	C (2,8)	C (3,0)	C (3,2)	↑
T. Rowe Price	C (2,8)	C (3,0)	C (3,2)	↑

INVESTOR	2024	2022 ANGEPASST	2020 ANGEPASST	ENTWICKLUNG SEIT 2020
FMR	C (3,2)	C (2,8)	C (3,0)	↓
Franklin Templeton	C (3,2)	C (3,2)	D (3,8)	↑
bpfBOUW	C (3,2)	D (4,0)	D (3,8)	↑
Geode*	C (3,4)	D (3,6)		↑
TIAA-CREF	D (3,6)	B (2,2)	C (3,4)	↓
Ameriprise	D (4,0)	D (4,0)	D (4,0)	→
Durchschnitt	B (2,1)	B (2,4)	C (3,1)	↑

* Investor war nicht Teil des Investorenscoptes der Analyse in 2020 und/oder 2022.

Tabelle 6: Analyse der Stimmrechtsberater in ihrer Entwicklung 2020–2024 (Bewertung gemäß aktuellem Bewertungsraster)

STIMMRECHTSBERATER	2024	2022 ANGEPASST	2020 ANGEPASST	ENTWICKLUNG SEIT 2020
Glass Lewis	A (1,2)	A (1,2)	B (1,6)	↑
ISS	C (3,0)	C (3,4)	C (3,4)	↑

Tabelle 7: Analyse der staatlichen Investoren in ihrer Entwicklung 2020–2024 (Bewertung gemäß aktuellem Bewertungsraster)

STAATLICHER INVESTOR	2024	2022 ANGEPASST	2020 ANGEPASST	ENTWICKLUNG SEIT 2020
Bund (im Fall von Minderheitsbeteiligung an börsennotierten Unternehmen)*	C (2,8)	C (2,8)	C (3,0)	↑
Hessen**	B (2,4)	C (2,6)	B (2,4)	→
Niedersachsen***	C (2,8)	C (2,8)	C (2,8)	→

* Dies betrifft die Unternehmen, die in den Unternehmensscope dieser Studie fallen (DAX® und MDAX®)

** Investiert in Volkswagen (DAX®) *** Investiert in Fraport (MDAX®)

Diversitätsanforderungen der Investoren und der Stimmrechtsberater

Die Qualität der Abstimmungsrichtlinien der Top-30-Investoren hat sich seit 2020 hinsichtlich Diversität deutlich verbessert. Vergleichen wir die angepasste Bewertung von 2020 (Durchschnittswert 3,1) mit den Bewertungen in 2022 und 2024, sehen wir bis 2024 eine signifikante Fortentwicklung (Durchschnittswert 2,1). Auch wenn der größte Sprung zwischen 2020 und 2022 zu verzeichnen ist (von 3,1 auf 2,4) und sich in den letzten zwei Jahren eher ein Plateau zeigt (von 2,4 auf 2,1), ist weiterhin ein Trend hin zu strengeren Diversitätsanforderungen sichtbar. Insgesamt 18 Investoren gehen in 2024 mit einer besseren Bewertung als 2022 hervor (entspricht 60 Prozent). Davon haben sechs Investoren einen deutlichen Sprung gemacht, indem sie sich

Die Qualität der Abstimmungsrichtlinien der Top-30-Investoren hat sich seit 2020 hinsichtlich Diversität deutlich verbessert.

in mindestens drei Dimensionen unseres Analyserasters verbessert haben (BNP Paribas, Flossbach von Storch, Invesco, Ostrum, Schroders und bpfBOUW).

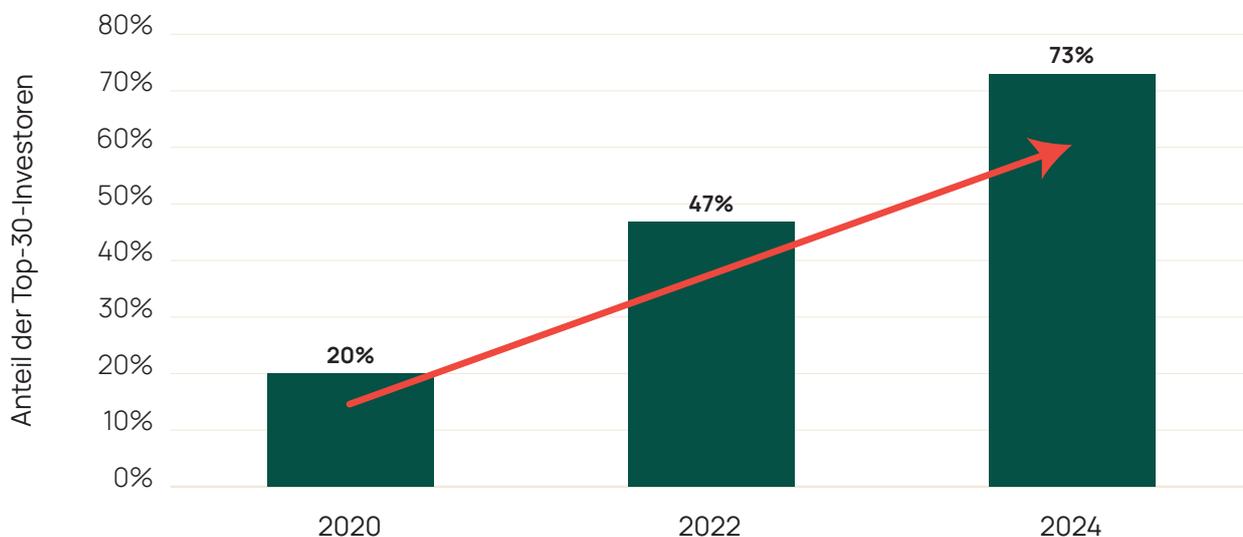
Insbesondere hinsichtlich der Mindestanforderungen an Geschlechterdiversität im Aufsichtsrat („Konkretisierung der Anforderungen“) haben sich die Erwartungen der Investoren seit 2020 deutlich erhöht. Ein differenzierter

Blick auf die Mindestanforderungen zeigt die gestiegenen Investorenanforderungen sehr deutlich im Zeitverlauf von 2020 bis 2024. Noch in 2020 blieb ein Großteil der Investoren vage und legte sich auf keine konkreten Mindestanforderungen für den Frauenanteil fest. Nur 20 Prozent definierten einen Frauenanteil von mindestens 30 Prozent im Aufsichtsrat.

Vier Jahre später, in 2024, forderten 73 Prozent der Investoren einen Frauenanteil von mindestens 30 Prozent (siehe Grafik 1).

GRAFIK 1

Entwicklung des Anteils der Top-30-Investoren, die mindestens 30 Prozent Frauenanteil im Aufsichtsrat fordern (im Zeitraum 2020–2024)



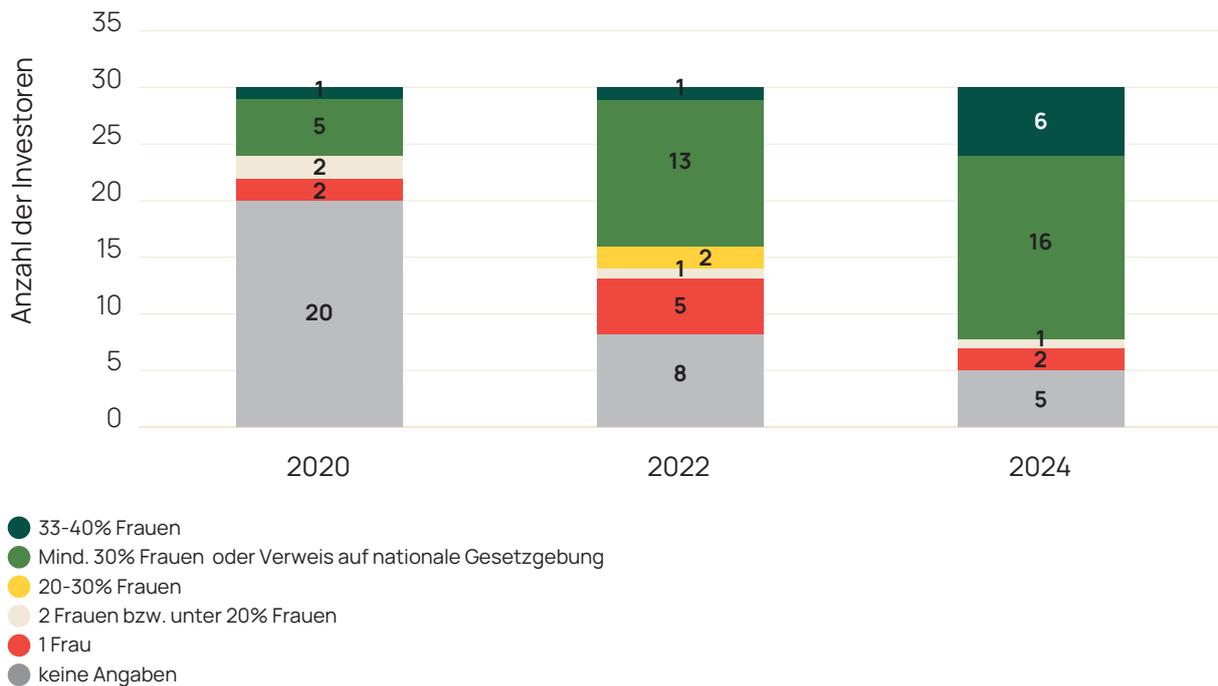
Grafik 2 zeigt die Verschiebungen im Zeitverlauf sehr deutlich. Die Gruppe derjenigen Investoren, die einen Frauenanteil von mindestens 30 Prozent oder mehr einfordern (in Grüntönen) vergrößerte sich sehr stark, d.h. von nur sechs Investoren in 2020 zu 22 Investoren in 2024.

Tabelle 8 gibt einen Überblick der Varianzen in den Mindestanforderungen (2024). In der letzten Studie kritisierten wir für 2022 noch eine „Deckelung“ der

Mindestanforderungen, da mit Ausnahme eines Investors niemand unter den Top-30-Investoren einen über den gesetzlichen Mindestanforderungen von 30 Prozent liegenden Frauenanteil forderte. In 2024 gibt es nun eine kritische Masse an Investoren, die sich höher hinauswagen (33 bis 40 Prozent) und damit auch den aktuellen Entwicklungen in den Aufsichtsräten börsennotierter Unternehmen hinsichtlich des Frauenanteils Rechnung tragen.

GRAFIK 2

Mindestanforderungen der institutionellen Investoren zu Geschlechterdiversität im Zeitvergleich 2020–2024



Ebenfalls positiv hervorzuheben ist, dass sich das Diversitätsverständnis der Investoren deutlich ausdifferenziert hat. Während in 2020 nur 13 der Top-30-Investoren unter Diversität mindestens drei verschiedene Kriterien fassten (zum Beispiel Geschlecht, Alter, Nationalität), sind es in 2024 bereits 21 der Top-30-Investoren. Vor dem Hintergrund der deutschen Debatte, in der noch häufig Diversität mit Geschlechterdiversität gleichgesetzt wird, ist deshalb Unternehmen hierzulande zu raten, sich mit weiteren Kriterien über Geschlecht hinaus auseinanderzusetzen.

Unsere Analyse zeigt im Ranking weiterhin, dass die Aspekte „Diversitätsstrategie“ und „Ganzheitliches Verständnis“ am geringsten ausgeprägt sind. Mit Durchschnittswerten von 2,5 (Diversitätsstrategie) und 2,6 (Ganzheitliches Verständnis) sind diese Aspekte deutlich geringer benotet als die anderen Dimensionen in unserem Bewertungsraster (Tabelle 2). Für die langfristige Erhöhung der Diversität im Unternehmen wären ausführlichere und tiefergehende Anforderungen in diesen Aspekten jedoch notwendig.¹⁸ Ist den Investoren daran gelegen, dass ihre Portfoliounternehmen auch langfristig ihre Diversitätsziele erreichen, sollten Investoren bei diesen Aspekten ihre Erwartungen deutlicher formulieren.

Positiv hervorzuheben ist, dass sich das Diversitätsverständnis der Investoren deutlich ausdifferenziert hat.

Der Stimmrechtsberater Glass Lewis bleibt unverändert sehr gut (1,2). ISS bleibt weiterhin erheblich zurück (3,0) und hat sich seit 2020 auch nur marginal um 0,4 Punkte verbessert. Die staatlichen Investoren haben sich nur geringfügig im Vergleich zu 2022 verbessert (von 2,7 auf 2,6).

Mit Blick auf die gestiegenen Mindestanforderungen sowie die Ausdifferenzierung des Diversitätsverständnisses ist zusammenfassend festzuhalten, dass die Investoren auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten nicht von ihren Anforderungen abrücken, sondern ihnen eher noch Nachdruck verleihen. Problematisch bleibt es jedoch weiterhin, dass die Besonderheiten des deutschen dualistischen Corporate-Governance-Systems auch 2024 so gut wie keine Berücksichtigung fanden. Selbst in regional spezifizierten Richtlinien für Deutschland, Europa oder EMEA wird fast ausnahmslos nicht zwischen Anforderungen an den Aufsichtsrat und Anforderungen an den Vorstand beziehungsweise Anforderungen an Board-Mitglieder mit und ohne Exekutivfunktion differenziert. Da in der Regel allgemein von „Board“ gesprochen wird, bleibt nach wie vor unklar, ob die oben genannten Anforderungen der Investoren nur für den jeweiligen Aufsichtsrat gelten, denn nur auf dessen Zusammensetzung haben die Investoren einen unmittelbaren Einfluss.

¹⁸ Dazu 2023-Studie, S. 32.

Tabelle 8: Varianzen in den Anforderungen an Geschlechterdiversität in den Abstimmungsrichtlinien für 2024; bei Investoren mit dem Symbol (↑) hat sich die Mindestanforderung seit 2022 erhöht

MINDESTANFORDERUNG IN PROZENT ODER ABSOLUTER ZAHL	2024	
Mind. 33 % Frauenanteil	Amundi ↑ (33 %) JP Morgan (33 %) Ostrum (Natixis) ↑ (40%)	BNP Paribas ↑ (35%) MFS ↑ (33 %) Schroders ↑ (33 %)
Mind. 30 % Frauenanteil	Allianz Global Investors DEKA Investment State Street Union Invest	BlackRock Fidelity International T. Rowe Price Vanguard
30 % Frauenanteil oder Verweis auf nationale Gesetzgebung (FüPoG)	The Capital Group Dimensional Fund Advisors Goldman Sachs Wellington	DWS ↑ Flossbach von Storch ↑ Invesco ↑ UBS ↑
2 Frauen	Norges	
1 Frau	FMR	Geode
Keine (konkreten) Angaben	Ameriprise Franklin Templeton TIAA-CREF	Baillie Gifford ↓ bpfBOUW

EXKURS: MEHR TRANSPARENZ IN PUNCTO DIVERSITÄT MITTELS QUALIFIKATIONSMATRIZEN?

Der Mangel an aussagekräftigen Daten zum Stand der Diversität in den Beteiligungsunternehmen wurde in unseren bisherigen Studien als eine zentrale Schwierigkeit für die Investoren herausgearbeitet. Denn bevor Investoren ihren Einfluss nutzen, um auf mehr Diversität in Führungspositionen hinzuwirken, brauchen sie im Vorfeld entsprechende Daten. Noch in 2022 waren Diversitätsdaten, insbesondere solche, die über Geschlechterdiversität im Aufsichtsrat und Vorstand hinausgehen, kaum in leicht zugänglicher Form verfügbar. Zudem mangelte es stark an der Vergleichbarkeit der Informationen.¹⁹

Mit der Neufassung des Deutschen Corporate Governance Kodex („DCGK“) im Jahr 2022 wurde Empfehlung C.1 dahingehend ergänzt, dass der Stand der Umsetzung des Kompetenzprofils für den Aufsichtsrat in einer

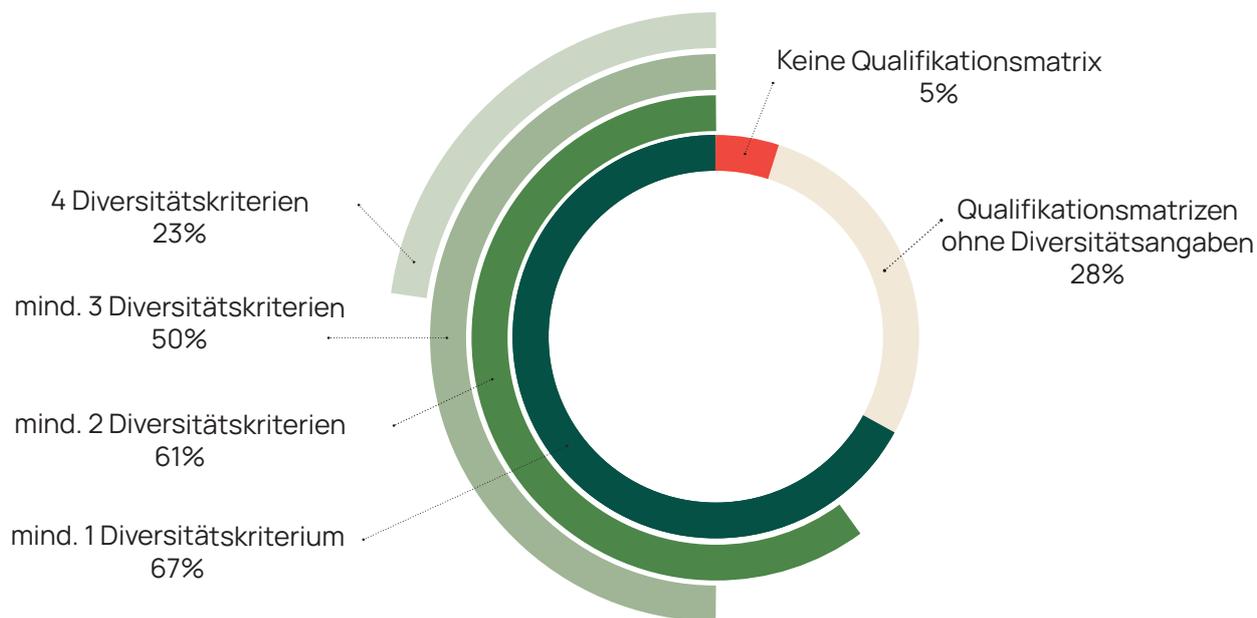
Qualifikationsmatrix offengelegt werden soll, die in die Erklärung zur Unternehmensführung aufzunehmen ist. Die Qualifikationsmatrix soll es Investoren und weiteren Stakeholdern ermöglichen, die fachliche Kompetenz des Aufsichtsrats zu beurteilen.²⁰ Weder gibt der DCGK das Format für die Erstellung der Qualifikationsmatrix vor noch fordert er explizit die Aufnahme von Diversitätsinformationen. Dennoch sind Unternehmen gut beraten, ihre Qualifikationsmatrix auch für einen Überblick über die im Aufsichtsrat tatsächlich vorhandene Diversität und die Diversitätskriterien seiner Mitglieder zu nutzen, zum Beispiel in Bezug auf Geschlecht, Alter, Nationalität und Ausbildung. Wir haben die Erklärung zur Unternehmensführung der DAX®- und MDAX®- Unternehmen für das Geschäftsjahr 2023 daraufhin durchgesehen, ob die betreffenden Unternehmen der Empfehlung des DCGK zur Erstellung einer Qualifikationsmatrix nachgekommen sind und überprüft, ob in den Qualifikationsmatrizen auch Diversitätskriterien aufgeführt sind.

¹⁹ Dazu ausführlich 2023-Studie, S. 29f.

²⁰ Regierungskommission DCGK, Begründung der am 28. April 2022 beschlossenen Änderungen des DCGK, Teil 2, Zu C.1 Satz 4

GRAFIK 3

Diversitätsangaben in den Qualifikationsmatrizen der DAX®- und MDAX®-Unternehmen



Grundsätzlich ist festzuhalten, dass fast alle analysierten Unternehmen (85 von 90) eine Qualifikationsmatrix veröffentlichen.²¹ Von diesen Unternehmen haben 67 Prozent mindestens ein Diversitätskriterium in ihre Qualifikationsmatrix aufgenommen. Die Nationalität der Aufsichtsratsmitglieder ist dabei das verbreitetste Diversitätskriterium (61 Prozent). Die Hälfte der Unternehmen (50 Prozent) nutzt die Qualifikationsmatrix, um über mindestens drei Diversitätskriterien zu berichten. Nur ein kleiner Teil der Unternehmen von 23 Prozent nutzt die Qualifikationsmatrix, um über vier Diversitätskriterien zu berichten. Das Kriterium Ausbildung wird dabei am wenigsten berücksichtigt (24 Prozent). Eine Erklärung hierfür könnte sein, dass sich die fachlichen Kompetenzen der Aufsichtsratsmitglieder vor allem aus ihrer Berufsbiografie ergeben und der Ausbildungshintergrund nach vielen Berufsjahren an Relevanz verliert und nicht mehr berichtenswert ist. Einige wenige Unternehmen ergänzen zusätzlich noch den aktuellen Beruf.

Über die Kriterien Nationalität, Geschlecht, Alter und Ausbildung hinaus führt kein Unternehmen weitere Diversitätskriterien auf. Damit orientieren sich die Unternehmen an den von der Regierungskommission DCGK beispielhaft genannten Diversitätskriterien Alter, Geschlecht, Bildungs- oder Berufshintergrund sowie Internationalität.²² Auf diese vier Kriterien stellen auch die meisten Investoren ab. Einzelne Investoren gehen darüber hinaus und fassen unter Diversität auch weitere Aspekte, wie sozialer Hintergrund, kultureller Hintergrund und Persönlichkeitstyp. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Qualifikationsmatrix bisher von den Unternehmen nicht als Instrument genutzt wird, um Investoren und andere Stakeholder wenigstens systematisch darüber zu informieren, ob und welche der vier beispielhaft im DCGK genannten Diversitätskriterien in ihrem Aufsichtsrat erfüllt sind.

²¹ Ein Grund dafür, dass nicht alle Unternehmen den Empfehlungen des DCGK folgen, liegt darin, dass nicht alle DAX®- und MDAX®-Unternehmen nach dem deutschen Aktiengesetz zur Abgabe einer Entsprechungserklärung verpflichtet sind. Ausländische Unternehmen, die in diesen Indizes gelistet sind, müssen zwar nach den Regularien für die betreffenden Indizes eine „Declaration of Conformity“ hinsichtlich bestimmter DCGK-Empfehlungen abgeben, in dieser ist jedoch die Empfehlung C.1 nicht enthalten.

²² Regierungskommission DCGK, Konsolidierte Begründung des DCGK, Teil 2, Zu C.1.

4. Der Blick hinter die Kulissen

Eine einheitliche Tendenz zum Stellenwert von Diversität in der Praxis der Asset Manager konnten wir in unseren Hintergrundgesprächen nicht herausarbeiten. Während noch vor zwei Jahren das Thema Diversität bei vielen Investoren für ihre Portfoliounternehmen weit oben auf der Agenda stand, ist es bei einigen aufgrund der zahlreichen Krisen, von denen ihre Portfoliounternehmen betroffen sind, in der praktischen Arbeit in den Hintergrund gerückt. Deutlich ist aber, dass unverändert Handlungsbedarf zur Erhöhung der Diversität bei den Asset Managern selbst besteht.

Bei den Portfoliounternehmen sind Informationen zur Diversität in Aufsichtsräten und Vorständen mittlerweile leichter verfügbar, aber in den Unternehmen werden „Ermüdungserscheinungen“ bei der Umsetzung wahrgenommen. Angesichts der 40-Prozent-Quote der FÜPo-Richtlinie, die sich unabhängig von der Aussetzung der Quote in Deutschland mittelfristig als neuer Standard durchsetzen dürfte, sollten die Unternehmen bei ihren Bemühungen nicht nachlassen.

GEMISCHTES BILD ZUM STELLENWERT VON DIVERSITÄT SOWOHL BEI INVESTOREN ALS AUCH BEI UNTERNEHMEN

Bei der Frage, ob und inwiefern sich der Stellenwert von Diversität in der täglichen Praxis der Investoren in den letzten Jahren verändert hat, ergaben unsere Hintergrundgespräche ein sehr heterogenes Bild. Etwa die Hälfte unserer Gesprächspartner:innen betonte die anhaltend hohe Bedeutung von Diversität im Engagement mit ihren Portfoliounternehmen. Hier werden die Entwicklungen in den Investorendialogen mit den Aufsichtsratsvorsitzenden regelmäßig besprochen. Diversität wird vor allem bei Besetzungsfragen diskutiert. Investoren haben hierbei erkannt, dass die Nachfolgeplanung ein wichtiger Ansatzpunkt ist, um Diversität auch langfristig in den Gremien

Das Thema Diversität hat aufgrund der aktuellen Transformationsprozesse und Krisen Konkurrenz bekommen.

zu sichern. Insbesondere diejenigen Investoren, die der diversen Zusammensetzung eine hohe Priorität einräumen, haben Diversität in unterschiedlichen Analyseaspekten als Querschnittsthema verankert. Diversität im Aufsichtsrat und in der Belegschaft steht dann nicht nur als Thema

für sich, sondern ist auch integraler Bestandteil zentraler Prüfschritte, zum Beispiel: Welche Auswirkungen hat das Unternehmen auf Menschen (Beschäftigte, Menschenrechte in der Lieferkette, etc.)? Wird das Unternehmen effektiv geführt (effektives Management, effektive Überwachung, transparente Besetzungsprozesse, Kultur, etc.)? Demgegenüber standen in unseren Gesprächen Investoren, bei denen das Thema Diversität aufgrund der aktuellen Transformationsprozesse und Krisen „Konkurrenz bekommen hat“. Zwar prüfen diese Investoren standardisiert und im Vorfeld der Hauptversammlung die Einhaltung gesetzlicher Vorschriften (Frauenquote, Mindestbeteiligungsgebot). Jedoch liegen die „Schmerzpunkte“ für sie derzeit bei der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung, den Lieferengpässen oder der Standortfrage Deutschland. Eine tiefergehende Auseinandersetzung mit Diversitätsanforderungen in Investorengesprächen findet bei diesen Investoren nicht mehr statt. Sie verlassen sich darauf, dass die entsprechenden Programme zu Diversität in den Unternehmen aufgesetzt sind, ohne deren Wirksamkeit näher zu prüfen. Das Thema hat für sie an „Prominenz“ verloren.

Dieses heterogene Bild spiegelt sich ebenfalls bei den Unternehmen wider. Investoren hoben positiv hervor, dass sich die Transparenz bei ihren großen Emittenten erhöht hat und die Aufsichtsratsvorsitzenden in den Gesprächen zum Thema Diversität besser vorbereitet sind („Man rechtfertigt sich mehr.“). Allerdings wurde mehrfach auch kritisch eingeordnet, dass Diversität als reines Compliance-Thema betrachtet werde und es „Ermüdungserscheinungen“ bei den Unternehmen gebe, sich über die

Einhaltung der regulatorischen Mindeststandards hinaus mit Diversität als strategisches Thema zu beschäftigen. In vielen Unternehmen ist kaum noch eine intrinsische Motivation zu beobachten, über die gesetzlichen Pflichten hinaus das Thema Diversität fortzuentwickeln. Unsere Frage, ob die zu erwartende Umsetzung der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) in deutsches Recht zu weiteren Bemühungen bezüglich Diversität führte, wurde von unseren Gesprächspartner:innen verneint.

DIE FRAUENQUOTE VON 40 PROZENT DER FÜPO-RICHTLINIE ENTWICKELT SICH AUCH FÜR DEUTSCHE UNTERNEHMEN ZUM ZIELWERT

Im Dezember 2022 trat die europäische Richtlinie zur Gewährleistung einer ausgewogeneren Vertretung von Frauen und Männern unter den Direktoren börsennotierter Gesellschaften und über damit zusammenhängende Maßnahmen in Kraft („FüPo-Richtlinie“).²³ Künftig müssen in EU-Mitgliedstaaten grundsätzlich 40 Prozent der Mitglieder in Aufsichtsräten oder 33 Prozent in Aufsichtsräten und Vorständen weiblich sein.²⁴ Die FüPo-Richtlinie sieht jedoch sogenannte „Aussetzungsmöglichkeiten“ für solche Mitgliedstaaten vor, die bereits Maßnahmen für

Deutsche Unternehmen müssen sich verstärkt darauf einstellen, zukünftig an der 40-Prozent-Quote gemessen zu werden, wenn diese in anderen EU-Mitgliedstaaten gilt.

eine ausgewogenere Vertretung von Männern und Frauen in Leitungsorganen getroffen haben. Mit Verweis auf das Führungspositionengesetz I+II hat Deutschland von dieser Aussetzungsklausel Gebrauch gemacht. Eine Frauenquote von 40 Prozent in Aufsichtsräten muss in Deutschland somit nicht eingeführt werden.

Auch wenn ein Frauenanteil von 30 Prozent in den Aufsichtsräten deutscher Unternehmen den rechtlichen

Anforderungen genügt, legen international tätige Investoren die Latte zunehmend höher. Ihre Abstimmungsrichtlinien finden in der Regel global oder für gesamt (Kontinental-) Europa Anwendung. Zudem werden die Richtlinien häufig zentral in Großbritannien oder den USA entwickelt, ohne dass die Verantwortlichen mit den Rechtssystemen der abgedeckten EU-Mitgliedstaaten genauer vertraut wären. Deutsche Unternehmen müssen sich deshalb verstärkt darauf einstellen, zukünftig an der 40-Prozent-Quote gemessen zu werden, wenn diese – nach Umsetzung der FüPo-Richtlinie – in anderen EU-Mitgliedstaaten gilt.

Mit der von den Investoren beschriebenen Behandlung von Diversität in den Führungsgremien als reines Compliance-Thema („Tick-the-box“ bei der Erreichung von 30 Prozent Frauenanteil) laufen börsennotierte Unternehmen hierzulande Gefahr, im europäischen Vergleich noch weiter zurückzufallen. Zur Erreichung dieser höheren Anforderungen sind eine strukturierte Nachfolgeplanung mit diversen Kandidat:innen und eine konsequente Verfolgung einer Diversitätsstrategie unerlässlich.

WEITERHIN HANDLUNGSBEDARF BEI DEN INVESTOREN SELBST

So wie in vielen börsennotierten Unternehmen Maßnahmen zur Erhöhung der (Geschlechter-)Diversität in den letzten Jahren getroffen wurden, gibt es zunehmend auch im Asset Management Maßnahmen für mehr Diversität in Leitungsfunktionen.²⁵ Wie eine aktuelle Erhebung von Citywire 2024 zeigt, besteht hier weltweit und insbesondere in Deutschland noch sehr großer Handlungsbedarf. Der Anteil weiblicher Fondsmanager beträgt weltweit nur 12,5 Prozent. Deutschland schneidet im internationalen Vergleich besonders schlecht ab. Hier sind nach wie vor nur sechs Prozent der Fondsmanager weiblich. Seit 2020 gab es hier keine Steigerung des Frauenanteils.²⁶ Damit ist Deutschland Schlusslicht unter den europäischen Ländern, weit abgeschlagen hinter Spanien (23 Prozent), Schweden (19 Prozent) oder Italien (18 Prozent).

Der geringe Frauenanteil in Deutschland bleibt problematisch für die Glaubwürdigkeit der Investoren, wenn sie die Diversitätserwartungen an ihre Portfoliounternehmen weiter anziehen, sich selbst aber nicht weiterentwickeln. Die Bemühungen der Investoren in ihren eigenen Reihen sollten konsequent fortgesetzt und auch verstärkt werden.

²³ Richtlinie (EU) 2022/2381 - <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2381>

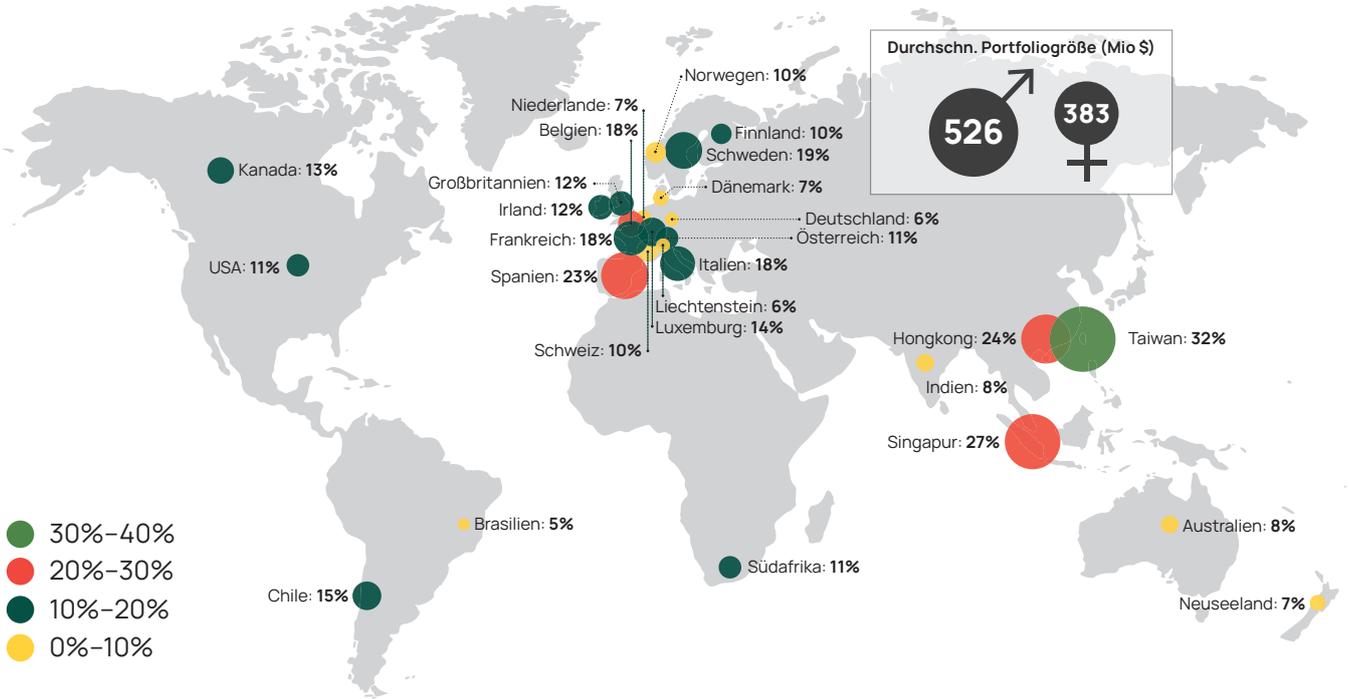
²⁴ Mind. 40 % der „nicht geschäftsführenden Direktoren“ – gem. Art. 3 Nr. 5 FüPo-RL sind dies in einem dualistischen System die Aufsichtsratsmitglieder – oder 33 % aller Direktoren, wozu sowohl die „geschäftsführenden Direktoren“ – gem. Art. 3 Nr. 4 FüPo-RL sind dies in einem dualistischen System die Vorstandsmitglieder – als auch die „nicht geschäftsführenden Direktoren“ zählen, sollen dem unterrepräsentierten Geschlecht angehören.

²⁵ Bezogen auf deutsche Investoren siehe KPMG Deutschland/ Fondsfrauen/ Universität Mannheim (2023): Gender Diversity in der Asset Management Industrie.

²⁶ Siehe 2020er Citywire-Studie: https://citywire.com/Publications/WEB_Resources/alpha-female/alpha-female-2020-sterling.pdf

GRAFIK 4

Anteil der Frauen an der Gesamtheit der Portfoliomanager:innen nach Land (Quelle: Citywire, 2024)



5. Handlungsempfehlungen

In puncto Geschlechterdiversität sind in deutschen Aufsichtsräten in den letzten Jahren deutliche Fortschritte zu verzeichnen. Das Zusammenspiel von Gesetzgeber, Kapitalgebern und Unternehmen sowie verschiedenen Interessenverbänden und gesellschaftlichen Gruppierungen hat dazu geführt, dass zumindest auf der Ebene des Aufsichtsrats eine kritische Masse von über einem Drittel Frauen in börsennotierten Unternehmen erreicht ist. Die Investoren waren in den letzten Jahren dafür ein wichtiger Treiber. Ohne ihren Druck hätten sich viele Unternehmen in Deutschland deutlich weniger intensiv mit dem Thema Diversität auseinandergesetzt.

In unseren bisherigen Studien haben wir bereits umfassende Empfehlungen an die Investoren und Stimmrechtsberater, den Gesetzgeber, die Kodexkommission sowie an die Emittenten formuliert. Diese Empfehlungen haben weitestgehend ihre Gültigkeit behalten. Nur in einigen Punkten möchten wir diese ergänzen beziehungsweise mit praktischen Anregungen die Bemühungen um mehr Diversität unterstützen.

Auch in Zeiten einer Wirtschaftskrise in Deutschland sollte bei den Bemühungen um Diversität in Aufsichtsräten und Vorständen nicht nachgelassen werden. Diversität ist und bleibt ein wichtiges Element für eine gute und effektive Unternehmensführung. Die diverse Zusammensetzung von Führungsgremien kann gerade in Krisenzeiten bei der Risikofrüherkennung unterstützen, da einem Gruppendenken durch zu homogene Perspektiven entgegengewirkt wird. Die folgenden Empfehlungen zielen darauf ab, die unterschiedlichen Stakeholder auch in herausfordernden Zeiten dabei zu unterstützen, auf diese positiven Effekte hinzuwirken.

EMPFEHLUNGEN FÜR INVESTOREN UND STIMMRECHTSBERATER

Ihre Rolle als Treiber weiterhin nutzen

Für Unternehmen sind Investoren insbesondere bei Börsengängen und Kapitalerhöhungen essenziell. Umgekehrt haben institutionelle Investoren qua ihrer Stimmrechtsanteile erhebliche Einflussmöglichkeiten, nicht zuletzt auf die Unternehmensführung. Mit diesen Einflussmöglichkeiten geht eine große Verantwortung einher. Wie in unseren Studien seit 2021 gezeigt, waren Investoren ein wichtiger Treiber für die Erhöhung der Diversität in den Aufsichtsräten und Vorständen börsennotierter Unternehmen. Trotz oder gerade wegen wirtschaftlicher Krisenzeiten sollten sie diese Treiberrolle aufrechterhalten. Auch wenn eine diverse Zusammensetzung von Gremien als Element effektiver Überwachung bekannt ist, besitzt Diversität immer noch keine Selbstläufereigenschaft. Auf der Exekutivebene – in den Vorständen – hinkt Deutschland im europäischen Vergleich immer noch hinterher.

Schon aus Gründen ihres eigenen Risikomanagements sollten Investoren weiterhin mit aktivem Shareholder-Engagement ihre Portfoliounternehmen zu mehr Aktivität im Bereich Diversität bewegen, damit die Unternehmen nicht bei einem reinen Compliance Ansatz stehenbleiben, sondern eine aktive Diversitätsstrategie verfolgen. In den Gesprächen mit dem Aufsichtsrat können Investoren darauf hinwirken, dass Diversität mehr bedeutet als die Erfüllung von Frauenquoten, dass auch Ausschüsse divers besetzt werden und dass eine systematische Nachfolgeplanung für den Vorstand und den Aufsichtsrat unter der Berücksichtigung der Diversitätsstrategie aufgesetzt wird. Für die Nachfolgeplanung für den Vorstand bedeutet dies insbesondere, dass der Empfehlung B.2 des DCGK nachgekommen wird, wonach der Aufsichtsrat gemeinsam mit dem Vorstand für eine langfristige Nachfolgeplanung sorgen und die Vorgehensweise in der Erklärung zur Unternehmensführung beschrieben werden soll. Dies setzt voraus, dass der Aufsichtsrat Einblicke in die oberen Führungsebenen des Unternehmens hat und Möglichkeiten zur Beobachtung, zum Kennenlernen und zur Einschätzung interner Kandidat:innen einfordert. Ebenfalls sollte eine langfristige Beziehung mit ausgewählten Personalberatern bestehen, um perspektivisch auch externe Kandidat:innen sondieren zu können. Sowohl interne als auch externe potenzielle Kandidat:innen müssen in regelmäßigen Abständen anhand des Kompetenz- und Diversitätsanforderungsprofils evaluiert werden. Bei der Nachfolgeplanung für den Aufsichtsrat muss der Aufsichtsrat beziehungsweise ein mit der Nachfolgeplanung betrauter Ausschuss einen Überblick über die kurz- und mittelfristig endenden Aufsichtsratsmandate haben. Darauf aufbauend können Anforderungs- und Diversitätsprofile für potenzielle Kandidat:innen entwickelt und ein Pool potenziell möglicher Kandidat:innen aufgebaut werden, der sich aus Vorschlägen von aktiven Aufsichtsratsmitgliedern und Personalberatern

speisen und auch ehemalige Vorstandsmitglieder, gegebenenfalls nach einer Cooling-off Period, einschließen kann. Der Pool kann dann mit ausreichender Vorlaufzeit zu einer anstehenden Aufsichtsratswahl aktiviert werden.

Damit ihre Anforderungen an Geschlechterdiversität in Aufsichtsräten weiterhin ambitioniert bleiben, sollten sich Investoren durchweg trauen, die Frauenquote mittelfristig auf mindestens 40 Prozent hochzusetzen und ihre Erwartungshaltung schon heute aktiv zu kommunizieren.

Abstimmungsrichtlinien hinsichtlich einer ganzheitlichen Diversitätsstrategie spezifizieren

Um die mittel- und langfristigen Erwartungen an Diversität klarer zu kommunizieren, empfehlen wir den Investoren und Stimmrechtsberatern ihre Abstimmungsrichtlinien in diesem Punkt weiter zu schärfen. Aus den Hintergrundgesprächen ging hervor, dass Investoren in einer Übergangszeit Abweichungen akzeptieren, wenn sie ein „klares Commitment“ der Unternehmen für Diversität erkennen. Aus den meisten Abstimmungsrichtlinien geht jedoch häufig nicht hervor, woran Investoren diesen Fortschritt messen würden und was eine ambitionierte und dennoch realistische Diversitätsstrategie für sie wäre. Ihre Abstimmungsrichtlinien sollten die Anforderung an eine systematische, nachhaltige und langfristige Diversitätsstrategie enthalten (Diversitätsstrategie mit Zeithorizonten, konkrete Maßnahmen für den mittel- und langfristigen Aufbau eines diversen internen und externen Kandidatenpools, Nachfolgeplanung). Zudem empfehlen wir, Aspekte rund um eine diverse und inklusive Belegschaft nicht allein in der Unterstützung entsprechender Aktionärsanträge (shareholder proposals) zu thematisieren, da diese Themen bei deutschen Unternehmen kaum jemals in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen und daher Aktionärsanträge auf diesem Gebiet keine Rolle spielen.

EMPFEHLUNGEN FÜR EMITTENTEN

Nicht bei Compliance stehen bleiben

Die großen börsennotierten Unternehmen haben fast ausnahmslos die gesetzlichen Anforderungen an Geschlechterdiversität erfüllt: Die Frauenquote von mindestens 30 Prozent für den Aufsichtsrat ist in einigen Unternehmen

schon deutlich überschritten und die unter das Mindestbeteiligungsgebot fallenden Unternehmen haben bis auf wenige Ausnahmen mindestens eine Frau in den Vorstand berufen.²⁷ Um dieses Level zu halten und auch darüber hinaus zu wachsen, bedarf es nun weiterer Anstrengungen.

Wie im vorangegangenen Kapitel dargestellt, sollten sich große Unternehmen mittelfristig auf die Zielvorgabe von 40 Prozent Frauenanteil in den Aufsichtsräten vorbereiten. Da Europa von den internationalen Investoren häufig als eine einheitliche Region wahrgenommen wird, wird die 40-Prozent-Quote der FöPo-Richtlinie auch auf Deutschland abstrahlen, ohne dass sie derzeit hierzulande umgesetzt werden muss.

Auch Unternehmen, die bisher noch nicht vom FöPoG betroffen sind, sollten ihre Diversitätsbemühungen von sich aus verstärken. Da Unternehmen im Anwendungsbereich der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) über die gesamte Wertschöpfungskette hinweg berichten müssen, könnten potenzielle Auftragnehmer, die keine Diversitätsziele verfolgen, bei der Auftragsvergabe künftig nicht mehr zum Zug kommen.

EMPFEHLUNGEN FÜR DIE KODEXKOMMISSION

Diversitätskriterien in die Qualifikationsmatrix aufnehmen

Der DCGK sieht vor, dass Unternehmen über den Stand der Umsetzung ihres Kompetenzprofils in Form einer Qualifikationsmatrix berichten. Bei der Erarbeitung des Kompetenzprofils soll der Aufsichtsrat auf Diversität achten. In der Begründung zum DCGK 2019 wurde ausgeführt, dass Diversität beispielsweise durch Alter, Geschlecht, Bildungs- und Berufshintergrund sowie Internationalität definiert werde. Konkretere Empfehlungen dazu liegen bis dato nicht vor.

Im Sinne der Vereinheitlichung von Informationen sollten die Diversitätskriterien Geschlecht, Nationalität, Ausbildung und Alter in die Qualifikationsmatrix aufgenommen werden. Dies trüge ohne Mehraufwand für Unternehmen zu einer Standardisierung der Informationen bei. Vier fest definierte Diversitätskriterien könnten so einheitlich zentral an einem Ort offengelegt werden. Diese vier Diversitätskriterien würden auch das breitere Diversitätsverständnis der Investoren widerspiegeln.

²⁷ Siehe FidAR (2024): Women on Board Index. Nur drei Vorstände der unter das Mindestbeteiligungsgebot fallende Unternehmen hatten das Gesetz bis Anfang 2024 nicht erfüllt.

Ausweitung des FöPoG gemäß dem Anwendungsbereich der FöPo-Richtlinie

Auch wenn die Bundesregierung von der Aussetzungsklausel der FöPo-Richtlinie Gebrauch macht, empfehlen wir, den Anwendungsbereich des FöPoG auf solche Unternehmen auszuweiten, die in den Anwendungsbereich der FöPo-Richtlinie fallen. Bislang gilt die deutsche 30-Prozent-Quote im Aufsichtsrat nur für 104 Unternehmen, die börsennotiert und zugleich paritätisch mitbestimmt sind. Das Mindestbeteiligungsgebot für Vorstände gilt nur für 65 Unternehmen, die börsennotiert und

zugleich paritätisch mitbestimmt sind und deren Vorstand aus mindestens vier Mitgliedern besteht. Die Anstrengungen der großen börsennotierten Unternehmen entfalten mittlerweile eine deutliche Wirkung bei der Erhöhung des Frauenanteils in den Führungsgremien. Eine flächendeckende Fortentwicklung in der deutschen Wirtschaft bleibt jedoch noch aus. Gerade in den kleineren börsennotierten Unternehmen stagnieren die Entwicklungen, insbesondere im Vorstand.²⁸ Wir empfehlen daher eine Harmonisierung des Anwendungsbereichs der festen Geschlechterquote im Aufsichtsrat und des Mindestbeteiligungsgebots im Vorstand mit dem Anwendungsbereich der FöPo-Richtlinie. Die feste Geschlechterquote im Aufsichtsrat würde dann bei allen börsennotierten Unternehmen mit mehr als 250 Mitarbeitenden und einem mindestens vierköpfigen Vorstand Anwendung finden.

²⁸ Siehe FidAR (2024): Women-on-Board Index, S. 32.

Anhang: Methodik und Scope

I. BERECHNUNG DER RELEVANTEN UNTERNEHMEN IM DEUTSCHEN MARKT (UNTERNEHMENSCOPE)

In der Analyse haben wir uns auf die Unternehmen konzentriert, deren Anteile in den deutschen Leitindizes DAX® und MDAX® der Deutschen Börse gelistet sind, da hier eine ausreichend breite Eigentümerstruktur besteht. Eine Ausweitung auf die im SDAX®-gelisteten Unternehmen wurde verworfen, da hier häufig Familien, Einzelpersonen oder Stiftungen als große Anteilseigner zu finden sind und damit die Eigentümerstruktur weniger divers ist. Hinzu kommt, dass die Qualität der öffentlich verfügbaren Daten in diesem Segment hinsichtlich Aktualität und Tiefe meist weniger gut ist. Die Zusammensetzung der Unternehmen in den beiden Indizes ist Änderungen unterworfen. Für Zwecke der Auswertung und für eine bessere Vergleichbarkeit mit anderen Daten, beispielsweise über die Höhe der Beteiligung von Investoren, das zugrundeliegende Kapital oder die Zusammensetzung der Führungsgremien, haben wir diejenigen Unternehmen in unserem Unternehmensscope erfasst, deren Aktien (oder bestimmte Aktiengattungen) zum Stichtag 30.06.2024 dem Index DAX® oder MDAX® der Deutsche Börse zugeordnet waren.²⁹

Zum Stichtag Ende Juni 2024 waren im DAX® 40 Unternehmen und im MDAX® 50 Unternehmen gelistet. Diese hatten zum Stichtag 31.12.2023 eine Gesamtmarktkapitalisierung von 1.636,51 Mrd. EUR im DAX® (beziehungsweise 1.586,34 Mrd. EUR bezogen auf die im DAX® gelisteten Aktiengattungen). Im MDAX® betrug die gelistete Gesamtmarktkapitalisierung zum 31.12.2023 256,51 Mrd. EUR (beziehungsweise 254,26 Mrd. EUR bezogen auf die im MDAX® gelisteten Aktiengattungen).

Damit umfasste der Unternehmensscope der Studie (zum 31.12.2023) eine Gesamtmarktkapitalisierung von 1.893,03 Mrd. EUR (beziehungsweise 1.840,60 Mrd. EUR bezogen auf die im DAX® oder MDAX® gelisteten Aktiengattungen). Die in den Scope einbezogenen Unternehmen sind in Anlage I einzeln aufgelistet.

II. DIE EINFLUSSREICHSTEN INVESTOREN IM DEUTSCHEN MARKT

In einem zweiten Schritt haben wir überprüft, welche Investoren bezogen auf unseren Unternehmensscope den größten Einfluss haben oder haben könnten. Der Einfluss der Investoren auf das jeweilige Unternehmen drückt sich im Wesentlichen durch die Höhe seiner Beteiligung an dem Unternehmen und dem in der Regel daraus resultierendem Umfang seiner Stimmrechte aus. Besonderheiten ergeben sich in Fällen, in denen nur die nicht mit Stimmrechten ausgestatteten Vorzugsaktien in DAX® oder MDAX® gelistet sind.

Die Berechnung der Top-30-Investoren basiert auf den Daten aus der sogenannten Ownership-Datenbank der EQS Group. Von der EQS Group wird eine umfangreiche Datenbank über die Besitzstruktur von Unternehmen gepflegt, deren Daten uns für diese Studie entsprechend dem von uns vorab definierten Unternehmensscope zur Verfügung gestellt wurden. Die 30 größten institutionellen Investoren wurden anhand ihrer kombinierten Gesamtstimmrechtsanteile an DAX®- und MDAX®-Unternehmen ausgewählt. Hierbei wurde eine prozentuale Gewichtung der Stimmrechtsanteile über die 90 Firmen, die in den Indizes vertreten sind, durchgeführt. Wie bereits zuvor beschrieben, ist somit nicht die Investitionssumme (Anteil an der Marktkapitalisierung) von Bedeutung, sondern der Anteil an den Stimmrechten. Deshalb nahmen wir in den Fällen von mehreren Aktiengattungen (Stammaktien (ST) und Vorzugsaktien (VZ)) nur Stammaktien, die mit Stimmrechten einhergehen, in den Blick. Nicht-stimm-berechtigte Vorzugsaktien wurden für diese Einordnung außer Betracht gelassen. Die Daten der Ownership-Datenbank wurden mit dem Erfassungsstand bis Ende Juni 2024 für alle zum Stichtag 31.12.2023 relevanten Daten in dieser Studie verarbeitet.

Die 30 ausgewählten institutionellen Investoren spiegelten zum 31.12.2023 insgesamt rund 24 Prozent der Gesamtstimmrechtsanteile wider und gleichzeitig rund 22 Prozent der Gesamtmarktkapitalisierung in DAX® und MDAX®. Im Hinblick auf die unterschiedliche Anzahl von

²⁹ Siehe Ranglisten: <https://www.dax-indices.com/de/web/dax-indices/ranglisten>

Unternehmen und die unterschiedliche Höhe der Marktkapitalisierungen bildet der „Gesamtwert“ für DAX® und MDAX® nicht die Summe, sondern den gewichteten Durchschnitt ab. Die resultierenden Werte der Indizes sind in Tabelle 1 zu finden.

Die Top-30-Investoren des Investorenscores sind in Anlage II (alphabetisch sortiert und mit „Ultimate Parent“) aufgelistet.

III. ABSTIMMUNGSRICHTLINIEN/ PROXY VOTING GUIDELINES

Abstimmungsrichtlinien

Die Proxy Voting Guidelines (Abstimmungsrichtlinien) wurden von den offiziellen Webseiten der jeweiligen Investoren abgerufen. Gleiches gilt für die Voting Guidelines der beiden weltweit einflussreichsten Stimmrechtsberater (Proxy Advisors) ISS und Glass Lewis. Ein Großteil der

Investoren hat globale Abstimmungsrichtlinien. Wo möglich, wurden die jeweils regional spezifischsten Richtlinien für den deutschen Markt für die Analyse abgerufen: für Glass Lewis beispielsweise Richtlinien für Deutschland oder im Fall von BlackRock die Richtlinien für Europa. Für die Analyse der Abstimmungsrichtlinien wurden fünf Dimensionen angelegt (siehe Kapitel 3). Anhand dieser Dimensionen wurde überprüft, ob und in welchem Umfang relevante Designaspekte zu Diversität in den Richtlinien explizit thematisiert werden. Tabelle 9 legt das neue Bewertungsraster im Detail sowie Beispiele zur Illustration dar.

Tabellen 10-12 stellen ergänzend zu den Tabellen 5-7 auch die Bewertungen der Jahre 2020 und 2022 auf Basis des ursprünglichen Bewertungsrasters dar. Wie im Kapitel 3 ausführlich beschrieben, wurde das Bewertungsraster für die vorliegende Studie angepasst. In alphabetischer Reihenfolge werden sowohl die „alten“ Bewertungen als auch die „angepassten“ Bewertungen der Jahre 2020 und 2022 dargestellt und mit 2024 verglichen.

Tabelle 9: Raster zur Bewertung der Abstimmungsrichtlinien (inkl. Beispiele zur Illustration)

A	<ul style="list-style-type: none"> • Mind. drei Diversitätskriterien erwähnt (darunter das Kriterium Geschlecht) • Forderung Frauenanteil von mind. 33% oder höher • Diversitätstrategie wird mit konkreten Maßnahmen erläutert (Veröffentlichung eines Plans, Definierung von Diversitätszielen, Festsetzung eines zeitlichen Rahmens für die Ziele, Nachfolgeplanung unter Berücksichtigung von Diversität) • Mind. drei konkrete Aspekte für einen transparenten und strukturierten Nominierungsprozess werden gefordert (z.B. Nominierungsausschuss, Kompetenzprofile, Kompetenzmatrix, Berücksichtigung von Diversität in der Auswahl, Hinzunahme einer Personalberatung, strukturierte Nachfolgeplanung) • Diversität als Ziel für alle Beschäftigten zum Aufbau einer diversen Pipeline (z.B. Policies, Monitoring, interne Grundsätze, Informationen zum Gender Pay Gap) 	<p>Boards should aim for a diversity of perspectives and experience, including professional experience, gender, ethnicity, as well as national, cultural and social background that would add value to board and management deliberations and decision-making (...) We strongly encourage disclosure of specific diversity targets set by the board and reporting on performance against these targets (...) Hence, we expect all companies to disclose: the names, core competencies and qualifications of the candidates, diversity characteristics and skills the candidates bring to the board, as well as professional and other background, recent and current board and management mandates (AGI 2024)</p> <p>Bzgl. Mindestanforderung: In puncto Geschlechtervielfalt erwartet MFS von allen Unternehmen in allen Märkten und Ländern, dass das Board immer zu mindestens einem Drittel aus Frauen besteht. Vermutlich werden wir diese Leitlinie nach und nach straffen. (MFS 2024)</p> <p>Über die Diversity-Politik, auch das ganze Unternehmen im weiteren Sinne betreffend, soll regelmäßig berichtet werden. Diversitätsziele und deren Erreichungsgrad sollen offengelegt werden (...) Der Nominierungsausschuss soll ausschließlich mit Vertretern der Anteilseigner besetzt werden. Spätestens aus der Tagesordnung soll die Qualifikation von Kandidaten für den Aufsichtsrat und Vorstand ersichtlich werden (u.a. Werdegang, Alter, Nationalität, Zeitpunkt der Erstbestellung, Dauer und Ende der aktuellen Bestellung, weitere Mandate). Eine Kompetenzmatrix mit eindeutiger Zuordnung der einzelnen Mitglieder soll die Abdeckung relevanter Kompetenzen veranschaulichen. (Union Invest 2024)</p>
---	---	---

<p style="text-align: center;">B</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Mind. zwei Diversitätskriterien erwähnt • Forderung Frauenanteil von mind. 30% oder Verweis auf nationale Gesetzgebung • Diversitätsstrategie wird erwähnt, jedoch weniger konkret • Für einen transparenten Nominierungsprozess werden zwei der oben genannten Aspekte erwähnt • Diversität zielt auf gesamte Belegschaft ab, mind. eine Maßnahme wird gefordert, z.B. Informationen zum Gender Pay Gap 	<p>In markets where there are regulatory expectations, listing standards or minimum quotas for board diversity, Invesco will generally apply the same expectations. (...) The board should reflect the diversity of the workforce, customers, and the communities in which a business operates (...) In addition, boards should have a robust succession plan in place for key management and board personnel (...) Invesco supports the highest standards in corporate transparency and believes that these disclosures should be made available ahead of the voting deadlines for an annual general meeting or special meeting to allow for timely review and decision-making. (...) With respect to contested director elections, we consider the following factors, among others, when evaluating the merits of each list of nominees: (...) the qualifications of the respective lists of director nominees (Invesco 2024)</p> <p>Bzgl. Ganzheitlichem Verständnis: We believe that companies should be representative of the communities in which they operate, and that a diverse workforce improves company culture and innovation (...) We encourage companies to develop a policy and implementation plan to increase diversity at board level, in senior positions and in the workforce more widely (UBS 2024)</p>
<p style="text-align: center;">C</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Nur ein Diversitätskriterium erwähnt bzw. keine Spezifizierung • Forderung Frauenanteil unter 30% (oder nur eine Frau) • Unspezifische Formulierung zu einer Diversitätsstrategie • Nur ein Aspekt zum Nominierungsprozess erwähnt • Erwähnung von sozialen Rahmenbedingungen für die Gesamtbelegschaft ohne spezifischen Bezug zu Diversität 	<p>Bzgl. Mindestanforderung Frauenanteil: Geode will vote against the chair of a Company's nominating/governance committee if no woman serves on the board and no woman was serving on the board at the previous shareholder meeting. (Geode 2024)</p> <p>Bzgl. Nominierungsprozess: Election of Directors: AGAINST if: Adequate disclosure has not been provided in a timely manner. Vote AGAINST the entire board if, at a minimum, the names of the director nominees are not disclosed in advance of the meeting (T. Rowe Price 2024)</p> <p>Bzgl. Nominierungsprozess und ganzheitlichem Verständnis/Rahmenbedingungen: Lack of timely biographical details. BpfBOUW may oppose or withhold support from board candidates if insufficient information is available on the candidate ahead of a vote. (...) BpfBOUW expects companies to have policies, processes, and practices in place to systematise their human rights approach and disclose how they respond to serious allegations (bpfBOUW 2024)</p>
<p style="text-align: center;">D</p>	<ul style="list-style-type: none"> • keine Angaben zu Diversität 	

Tabelle 10: Analyse der Top-30-Investoren in ihrer Entwicklung 2020-2024
(sowohl nach dem aktuellen als auch nach dem 2022-er Bewertungsraster)

INVESTOR	2020	2020 ANGEPASST	2022	2022 ANGEPASST	2024	ENTWICKLUNG
Allianz Global Investors	A (1,4)	B (1,8)	A (1,0)	A (1,4)	A (1,4)	↑
Ameriprise	D (4,0)	D (4,0)	D (4,0)	D (4,0)	D (4,0)	→
Amundi	C (3,2)	C (3,0)	C (2,8)	B (2,4)	B (1,6)	↑
Baillie Gifford	B (2,0)	C (2,6)	A (1,2)	A (1,4)	B (2,0)	↑
BlackRock	B (2,4)	C (3,0)	A (1,2)	A (1,4)	A (1,2)	↑
BNP Paribas	C (3,2)	C (3,4)	C (3,0)	C (3,0)	B (1,6)	↑
The Capital Group	D (3,8)	D (4,0)	B (2,2)	C (2,6)	C (2,6)	↑
DEKA Investment	C (2,6)	C (2,8)	B (1,8)	B (2,0)	B (1,6)	↑
Dimensional Fund Advisors	D (3,8)	C (3,4)	B (2,2)	B (1,8)	B (1,8)	↑
DWS	B (2,0)	C (3,0)	A (1,4)	B (1,6)	B (2,2)	↑
Fidelity International	B (1,8)	B (2,0)	A (1,2)	B (1,6)	A (1,4)	↑
FMR	C (2,6)	C (3,0)	B (2,2)	C (2,8)	C (3,2)	↓
Flossbach von Storch	D (3,8)	D (3,8)	C (3,2)	C (3,2)	B (1,8)	↑
Franklin Templeton	D (3,8)	D (3,8)	C (2,8)	C (3,2)	C (3,2)	↑
Geode	-	-	C (3,4)	D (3,6)	C (3,4)	↑
Goldman Sachs	-	-	-	-	B (2,2)	
Invesco	D (4,0)	D (4,0)	B (2,4)	C (2,6)	B (1,8)	↑
JP Morgan	A (1,0)	A (1,4)	A (1,0)	A (1,4)	A (1,2)	↑
MFS	C (2,8)	C (3,2)	C (2,6)	C (3,2)	C (2,8)	↑
Ostrum (Natixis)	-	-	B (2,0)	C (2,6)	A (1,4)	↑
Norges	C (2,6)	C (3,2)	C (2,8)	C (3,0)	C (2,8)	↑

INVESTOR	2020	2020 ANGEPASST	2022	2022 ANGEPASST	2024	ENTWICKLUNG
Schroders	A (1,2)	B (2,4)	B (1,6)	B (1,8)	A (1,0)	↑
State Street	A (1,4)	B (2,0)	A (1,4)	A (1,4)	B (1,8)	↑
bpfBOUW	D (3,8)	D (3,8)	D (4,0)	D (4,0)	C (3,2)	↑
TIAA-CREF	C (2,8)	C (3,4)	A (1,4)	B (2,2)	D (3,6)	↓
T. Rowe Price	C (2,8)	C (3,2)	C (2,6)	C (3,0)	C (2,8)	↑
UBS	B (2,0)	B (2,4)	B (1,6)	B (1,6)	A (1,4)	↑
Union Invest	C (3,0)	C (3,0)	A (1,0)	B (2,0)	A (1,2)	↑
Vanguard	B (2,2)	C (3,0)	A (1,0)	B (1,8)	B (2,0)	↑
Wellington	-	-	A (1,2)	B (1,6)	A (1,4)	↑
DURCHSCHNITT	C (2,8)	C (3,1)	B (2,1)	B (2,4)	B (2,1)	↑

Tabelle 11: Analyse der Stimmrechtsberater in ihrer Entwicklung 2020-2024 (sowohl nach dem aktuellen als auch nach dem 2022-er Bewertungsraster)

INVESTOR	2020	2020 ANGEPASST	2022	2022 ANGEPASST	2024	ENTWICKLUNG
Glass Lewis	B (1,6)	B (1,6)	A (1,0)	A (1,2)	A (1,2)	↑
ISS	C (3,2)	C (3,4)	C (3,2)	C (3,4)	C (3,0)	↑

Tabelle 12: Analyse der staatlichen Investoren in ihrer Entwicklung 2020-2024 (sowohl nach dem aktuellen als auch nach dem 2022-er Bewertungsraster)

STAATLICHER INVESTOR	2020	2020 ANGEPASST	2022	2022 ANGEPASST	2024	ENTWICKLUNG
Bund (im Fall von Minderheitsbeteiligung an börsennotierten Unternehmen)*	C (3,2)	C (3,0)	C (3,2)	C (2,8)	C (2,8)	↑
Hessen**	C (3,0)	B (2,4)	C (3,0)	C (2,6)	B (2,4)	→
Niedersachsen***	C (2,8)	C (2,8)	C (2,8)	C (2,8)	C (2,8)	→

* Dies betrifft die Unternehmen, die in den Unternehmensscope dieser Studie fallen (DAX® und MDAX®)

** Investiert in Volkswagen (DAX®) *** Investiert in Fraport (MDAX®)

IV. AUSWERTUNG DER QUALIFIKATIONSMATRIZEN

Die Auswertung der Qualifikationsmatrizen erfolgte im ersten Schritt durch das Abrufen der Geschäftsberichte des Jahres 2023 von den Webseiten der jeweiligen DAX® und MDAX® Unternehmen (Unternehmensscope der Studie). Im nächsten Schritt wurden die Qualifikationsmatrizen in der Erklärung zur Unternehmensführung auf die angegebenen Diversitätskriterien hin untersucht. Dabei umfassten die Angaben zur Diversität die Kriterien Geschlecht, Alter, Nationalität und Ausbildung. Weitere Diversitätskriterien, wie sozialer Hintergrund, kultureller Hintergrund, psychologischer Typ oder sexuelle Orientierung wurden in den Matrizen nicht angegeben und somit nicht ausgewertet.

Für jedes DAX® und MDAX® Unternehmen wurde die Anzahl der aufgeführten Diversitätskriterien erfasst. Auch Unternehmen, die keine Diversitätskriterien in ihren Qualifikationsmatrizen angaben oder keine Matrizen veröffentlichten, wurden in der Analyse berücksichtigt.

V. QUALITATIVE HINTERGRUNDGESPRÄCHE

Ergänzend zu den oben genannten Analysen führten wir mit elf Investorenvertreter:innen, einer Vertreterin einer Stimmrechtsberatung sowie einem Vertreter einer Kapitalverwaltungsgesellschaft qualitative Interviews durch. Für die Sicherung der Vertraulichkeit der Gesprächsinhalte werden die Personen in dieser Trendanalyse nicht namentlich genannt und nicht individuell zitiert.

In den Gesprächen mit Vertreter:innen der Investoren (und Stimmrechtsberater) ging es vor allem um den aktuellen Stellenwert von Diversität im Asset Management, zum Beispiel in den Investorendialogen und in der Erarbeitung ihrer Abstimmungsrichtlinien. Auf Basis welcher Überlegungen wurden die Richtlinien geschärft? Ist die Informationsbeschaffung leichter geworden? An welchen Stellen nehmen sie wie Einfluss? Auch wurden die Gesprächspartner:innen befragt, wie sie die aktuellen Entwicklungen bezüglich Diversität in ihren Portfoliogesellschaften beurteilen. Inwiefern hat sich die Diskussion verändert? Wo sehen sie Fortschritt oder Stagnation? Ein weiterer Fokus lag auf der Frage, inwiefern Transparenzpflichten wie die Qualifikationsmatrizen als hilfreiches Mittel zur Bewertung von Diversität empfunden werden. Schließlich beleuchteten wir mit den Vertreter:innen der Investoren auch die Frage, wie die Entwicklungen bezüglich Diversität in ihren eigenen Häusern verlaufen.

VI. ÜBER DIE EQS GROUP UND DIE ZUR ANALYSE VERWENDETE OWNERSHIP-DATENBANK

Die EQS Group als internationaler Cloudsoftware-Anbieter in den Bereichen Corporate Compliance, Investor Relations und ESG verfügt über eine umfangreiche sogenannte Ownership-Datenbank. Die Datenbank enthält globale Aktienbesitzdaten für circa 80.000 verschiedene Institutionen aus über 170 Ländern, 100.000 individuelle Investmentfonds-Portfolios und 360.000 Insider oder Beteiligungsinhaber aus rund 100 Ländern. Sie bietet detaillierte Preisinformationen, Unternehmensdetails, Eigentumsstatistiken, Eigentumsanalysen und Analysen von Investorenregionen für Unternehmen, deren Aktien öffentlich gehandelt werden.

Die Eigentümer („ownership holders“) werden in folgende Kategorien eingeteilt: (1) institutionelle Investoren, also Investoren, die entweder als Buy-Side- oder Sell-Side-Firma bezeichnet werden; (2) Insider/Stakeholder, die nicht in die Kategorie der unter (1) genannten institutionellen Investoren fallen; und (3) Fonds, für die Details auf Fondsebene verfügbar sind und die auf der (verwaltenden) institutionellen Ebene aggregiert werden können, um die Summe der Fondspositionen zu berechnen. Zur Erhebung der Eigentumsdaten werden öffentlich zugängliche Quellen verwendet.

Für Insider/Beteiligungen sind diese Quellen in der Regel durch die Offenlegungsvorschriften eines bestimmten Landes definiert. Das als „as-of“-Datum dargestellte Berichtsdatum wird aus dem zitierten Quellendokument abgeleitet. Je nach Art der Quelle kann dieses „as-of“ Datum ein Datum sein, an dem ein Geschäftsjahr endet, wie bei Quartals-, Halbjahres- und Jahresberichten von Unternehmen, das Datum einer Aktientransaktion oder das Datum der Veröffentlichung der Offenlegung oder des Berichts. In allen Fällen werden alle zusätzlichen verfügbaren Informationen, die entweder im Quelldokument oder durch andere Recherchen erfasst werden, verwendet, um zu bestimmen, wie eine Position dargestellt werden soll. Positionen, die namentlich gemeldet werden, können einer geschäftsführenden oder kontrollierenden Einheit (wie zum Beispiel einer obersten Muttergesellschaft – dem „Ultimate Parent“ – oder einem verbundenen Anlageverwaltungsinstitut) zugewiesen werden. In solchen Fällen wird die Position in der Regel mit Fußnoten versehen, um den direkten Inhaber zu identifizieren, dessen Name möglicherweise nicht mit dem Namen übereinstimmt, unter dem die Insider- oder Beteiligungsposition dargestellt wird. Ein wichtiger Teil des Rechercheprozesses besteht darin, die Identität des offenlegenden Aktionärs und seine Beziehung zu anderen Unternehmen zu verstehen, um zu wissen, ob und wie ein Anteil einem obersten kontrollierenden Unternehmen (dem „Ultimate Parent“) zugeordnet

werden sollte, und um sicherzustellen, dass verwaltete Positionen dem richtigen Buy- oder Sell-Side-Institut zugewiesen werden.

Die Aktualisierungsprioritäten basieren auf den Faktoren Marktwert, verwaltetem Vermögen (AUM), Index, Markt und ähnlichen Kategorien, je nachdem, um welchen spezifischen Datensatz und welche Quelle es sich handelt. Die zugrundeliegenden Eigentumsverhältnisse für einen bestimmten Inhaber oder eine bestimmte Position können aus 13F-Filings, Berichten von Investmentfonds, Ankündigungen von meldepflichtigen An teilern, Jahresberichten von Emittenten und von Aktienregistern zusammengestellt werden. Die Priorität wird für jede Quelle separat berechnet, da jede Quelle in einem separaten Prozess gesammelt wird.

Zu den Quellen für die Ableitung der Beteiligungen von institutionellen Investoren gehören 13F-Filings, auf Beteiligungen basierende Quellen wie UKSR, RNS, 13D/G's oder Proxies sowie die Summe der aggregierten Fondsbeteiligungen. Wenn mehrere Quellen verfügbar sind, hat die ganzheitlichere Quelle den Vorrang. So enthalten 13F-Filings zum Beispiel mehr (auf höherer Ebene angesiedelte) Informationen als die Summe der (bekannteren) Fonds.

Die Anteile der Anteilseigner werden in der Regel aus periodisch wiederkehrenden Unternehmensberichten (Geschäftsberichte, Quartalsberichte, etc.), Anteilseigner:innenlisten (Unternehmenswebseiten, Aufsichtsbehörden, Börsen, etc.) und Ereignissen oder Transaktionsankündigungen (Aufsichtsbehörden und Börsen) extrahiert.

Anlage I: Unternehmensscope

DAX®-Unternehmen

adidas AG
Airbus SE
Allianz SE
BASF SE
Bayer Aktiengesellschaft
Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft
Beiersdorf Aktiengesellschaft
Brenntag AG
Commerzbank Aktiengesellschaft
Continental Aktiengesellschaft
Covestro AG
Daimler Truck Holding AG
DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT
Deutsche Börse Aktiengesellschaft
Deutsche Post AG
Deutsche Telekom AG
Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG
E.ON SE
Fresenius SE & Co. KGaA
Hannover Rück SE
Heidelberg Materials AG
Henkel AG & Co. KGaA
Infineon Technologies AG
Mercedes-Benz Group AG
MERCK Kommanditgesellschaft auf Aktien
MTU Aero Engines AG
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft
Aktiengesellschaft in München
Porsche Automobil Holding SE
QIAGEN N.V.
Rheinmetall Aktiengesellschaft
RWE Aktiengesellschaft
SAP SE
Sartorius Aktiengesellschaft
Siemens Aktiengesellschaft
SIEMENS ENERGY AG
Siemens Healthineers AG
Symrise AG
VOLKSWAGEN AKTIENGESELLSCHAFT
Vonovia SE
Zalando SE

MDAX®-Unternehmen

AIXTRON SE
Aroundtown SA

Aurubis AG
Bechtle Aktiengesellschaft
Befesa S.A.
Bilfinger SE
Carl Zeiss Meditec AG
CTS Eventim AG & Co. KGaA
Delivery Hero SE
Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft
Encavis AG
Evonik Industries AG
Evotec SE
Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide
freenet AG
Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA
FUCHS PETROLUB SE
GEA Group Aktiengesellschaft
Gerresheimer AG
Hella GmbH & Co. KGaA
HelloFresh SE
Hensoldt AG
HOCHTIEF AG
HUGO BOSS AG
Jenoptik AG
Jungheinrich Aktiengesellschaft
K+S Aktiengesellschaft
KION GROUP AG
Knorr-Bremse Aktiengesellschaft
Krones AG
LANXESS Aktiengesellschaft
LEG Immobilien AG
Nemetschek SE
Nordex SE
PUMA SE
Rational Aktiengesellschaft
Redcare Pharmacy N.V.
RTL Group S.A.
Scout24 AG
Siltronic AG
Stabilus SE
Ströer SE & Co. KGaA
TAG Immobilien AG
Talanx AG
TeamViewer AG
thyssenkrupp AG
Traton SE
TUI AG
United Internet AG
Wacker Chemie AG

Anlage II: Investorenscope und Stimmrechtsanteile

Institutionelle Investoren (in alphabetischer Reihenfolge)

INSTITUTIONELLE INVESTOREN (ALPHABETISCH SORTIERT)		STIMMRECHTSANTEILE		
		DAX®	MDAX®	DAX® & MDAX®
		in %	in %	in %
Allianz Global Investors	Allianz SE	0,433	1,593	1,070
Ameriprise Financial, Inc.	Ameriprise Financial, Inc.	0,171	0,406	0,300
Baillie Gifford	Baillie Gifford & Co.	0,297	0,494	0,405
BlackRock, Inc.	BlackRock, Inc.	3,812	2,756	3,232
BNP Paribas Asset Management	BNP Paribas SA	0,309	0,519	0,424
Ostrum Asset Management (Natixis)	BPCE SA	0,728	0,420	0,559
Deka Investment	DekaBank Deutsche Girozentrale	0,691	0,810	0,756
DWS Investment GmbH	Deutsche Bank AG	1,688	1,882	1,795
Dimensional Fund Advisors	Dimensional Holdings, Inc.	0,410	1,070	0,773
Union Asset Management Holding AG	DZ BANK AG	0,632	0,450	0,532
Fidelity International	FIL Ltd.	0,472	0,198	0,321
Flossbach von Storch AG	Flossbach von Storch AG	0,402	0,167	0,273
Fidelity Management & Research Co. (FMR)	FMR LLC	0,614	0,350	0,469
Franklin Templeton	Franklin Resources, Inc.	0,394	0,177	0,275
Geode Holdings Trust	Geode Holdings Trust	0,552	0,168	0,341
Norges Bank Investment Management	Government of Norway	2,149	2,075	2,108
Invesco Capital Management LLC	Invesco Ltd.	0,141	0,469	0,321
JPMorgan Investment Management, Inc.	JPMorgan Chase & Co.	0,321	0,411	0,370
Amundi Asset Management	SAS Rue la Boetie	1,617	1,190	1,382
Schroders Plc	Schroders Plc	0,416	0,597	0,515
State Street Corporation	State Street Corporation	0,430	0,235	0,323
bpfBOUW (De Stichting Bedrijfstakpensioen- fonds voor de Bouwnijverheid)	Stichting Pensioenfonds ABP	0,315	0,233	0,270
MFS Investment Management, Inc.	Sun Life Financial, Inc.	1,574	0,648	1,065
T. Rowe Price Associates, Inc.	T. Rowe Price Group, Inc.	0,373	0,357	0,365
The Capital Group	The Capital Group Cos., Inc.	1,807	0,844	1,278
Goldman Sachs Asset Management	The Goldman Sachs Group, Inc.	0,150	0,584	0,389
Vanguard Group, Inc.	The Vanguard Group, Inc.	2,936	2,442	2,665
TIAA-CREF Asset Management LLC	TIAA Board of Governors	0,377	0,205	0,283
UBS Asset Management	UBS Group AG	0,421	0,706	0,578
Wellington Management	Wellington Management Group LLP	0,477	0,266	0,361
		25,109	22,721	23,797

Über die Autorinnen

Die Autorinnen haben im Jahr 2021 das Expert:innen-Netzwerk Investors4Diversity ins Leben gerufen. Als Konsortium aus Wissenschaft und Praxis erzielen sie in ihren Publikationen sowohl wissenschaftliche Stringenz als auch Praxisrelevanz. Seit 2024 wird die Initiative Investors4Diversity unter dem Dach des Berliner Instituts für Governance & Leadership fortgeführt.



Dr. Philine Erfurt Sandhu, Gründerin und Vorstandsvorsitzende, Berliner Institut für Governance & Leadership an der Hochschule für Wirtschaft und Recht

Als promovierte Wirtschaftswissenschaftlerin verfügt Dr. Philine Erfurt Sandhu über langjährige Expertise im Bereich Diversity & Governance. An der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin hat sie die akademische Leitung des seit 2014 bestehenden Aufsichtsrätinnen-Programms inne. In ihrer Forschung konzentriert sie sich auf Hebel zur Erhöhung der Diversität in deutschen Aufsichtsräten. Von 2018 bis 2020 beriet sie die Bundesregierung zum Führungspositionengesetz. Sie ist Kolumnistin für das Handelsblatt und Autorin für Fachzeitschriften (Der Aufsichtsrat, Board, Audit Committee Committee Quarterly etc.). Pressebeiträge erschienen unter anderem in Die Zeit, Süddeutsche Zeitung, Deutsche Welle, Podcasts und anderen Medien. Für ihre Arbeit wurde sie ausgezeichnet mit dem Deutschen Umwelt- und Nachhaltigkeitspreis 2022 von B.A.U.M. e. V., als Top 100 Women in Diversity 2023 und als Top 100 Wissenschaftler:innen in Berlin von Der Tagespiegel.



Daniela Heyer, CFO & Finanzexpertin, Storengy

Durch ihre Tätigkeit als Leiterin des Bereichs Finance der Deutsche Wohnen SE (DAX®/MDAX®) sowie in ihrer aktuellen Position als CFO/Head of Finance bei der Storengy Deutschland (einem Teil des ENGIE-Konzerns) verfügt sie über umfassende finanzwirtschaftliche Expertise. Hinzu kommen langjährige praktische Erfahrungen in der gesetzlichen Finanzberichterstattung bei börsennotierten und nicht gelisteten Unternehmen verschiedener Größenordnungen sowie in der Umsetzung von Investorenanforderungen und in der Berichterstattung für die Kapitalmarktkommunikation. Daneben war sie als Aufsichtsrätin bei verschiedenen Unternehmen tätig und ist seit 2019 Dozentin für Kaufmännische Rahmenbedingungen sowie Bilanzierung & Reporting im Aufsichtsrätinnen-Programm an der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin.



Türkü Özdemir, Research Assistant am Berliner Institut für Governance & Leadership (BIGL) an der Hochschule für Wirtschaft und Recht

Türkü Özdemir unterstützte die Erstellung der aktuellen Investors4Diversity-Studie als wissenschaftliche Mitarbeiterin in der Datenauswertung, im Projektmanagement und der Aufbereitung der Daten. Nach ihrem Biologiestudium an der Humboldt Universität Berlin sammelte sie erste Erfahrungen im Bereich der unternehmerischen Nachhaltigkeit während eines Praktikums bei econsense, wo sie sich mit ökologischen und sozialen Nachhaltigkeitsthemen befasste. Durch eine Werkstudententätigkeit bei der 2050 Media Project gGmbH gewann sie wertvolle Einblicke in die Klima- und Energiepolitik Deutschlands und Europas. Bei BIGL liegt ihr Fokus auf sozialen Aspekten der Nachhaltigkeit, insbesondere der Diversität in Führungsgremien.

Ein spezieller Dank der Autorinnen gilt **Dr. Gabriele Apfelbacher**, Aufsichtsrätin und Rechtsanwältin, für ihren wertvollen Input zu dieser Studie. Ebenfalls bedanken wir uns bei **Lukas Marschallek** für die Unterstützung bei der Auswertung der EQS Daten.

Kooperationspartner der Studie



Wir bedanken uns herzlich bei der EQS Group, die uns bereits zum dritten Mal für die Berechnung unseres Investorenscores die Daten aus ihrer Ownership Datenbank zur Verfügung gestellt hat. Die EQS Group ist ein führender internationaler Cloudsoftware-Anbieter in den Bereichen Corporate Compliance, Investor Relations und ESG.

Sponsoringpartner der Studie



Wir bedanken uns herzlich bei Forvis Mazars für die finanzielle Unterstützung der Studie in Ergänzung zur Förderung des BMFSFJ. Schon zum zweiten Mal hat das Unternehmen damit unserer Forschung einen unverzichtbaren Dienst erwiesen. Forvis Mazars ist eine führende internationale Prüfungs- und Beratungsgesellschaft, die auf die Bereiche Audit, Tax sowie Advisory spezialisiert ist. Diversity & Inclusion wird von der Geschäftsführung bis zu den Mitarbeiter:innen gelebt. Zur Unternehmenskultur gehört, individuelle Unterschiede nicht nur zu respektieren, sondern auch zu fördern.

Über das Berliner Institut für Governance & Leadership

Das Berliner Institut für Governance & Leadership e.V. (BIGL) schafft ein Netzwerk engagierter Personen in Aufsichtsgremien und Corporate Governance Expert:innen, die sich für eine verantwortungsvolle Unternehmensführung starkmachen. Wir sind ein unabhängiger Think Tank und entwickeln durch die drei Säulen Forschung, Dialog und eine Akademie gute Governance systematisch weiter. Aufsichtsratsmitglieder und Aktionär:innen verstehen wir als Zukunftsgestalter für den Dreiklang **Profit, People, Planet**, die Herausforderungen aktiv angehen.

Gegründet im März 2024 als gemeinnütziger Verein sind wir als An-Institut an die Hochschule für Wirtschaft und Recht assoziiert. Geleitet wird das Institut von Dr. Philine Erfurt Sandhu und Katarin Wagner.

Weiterführende Informationen unter www.bigl.org

Kontakt

Dr. Philine Erfurt Sandhu
Vorstandsvorsitzende

Berliner Institut für Governance & Leadership e.V.
An der Hochschule für Wirtschaft & Recht Berlin
Badensche Str. 50-52
10825 Berlin

office@bigl.org



www.bigl.org