

## J. Greta BlackRock? Institutionelle Investoren als Klimaaktivisten

Markus Lieberknecht\*

### I. Einleitung

Der menschengemachte Klimawandel stellt eine Bedrohung von existentiellen Ausmaßen dar. Trotzdem gelingt es Regierungen bislang nicht, die globale Wirtschaftsordnung mit dem nötigen Nachdruck umzugestalten. Private Akteure<sup>1</sup> mit hinreichender Marktmacht und einem rationalen Interesse daran, langfristige und systemische Risiken für die Gesamtwirtschaft zu minimieren, könnten dieses Defizit in Teilen ausgleichen. Als vielversprechendste Kandidaten für eine solche treibende Rolle bei der Dekarbonisierung werden derzeit institutionelle Investoren<sup>2</sup> gehandelt, die sich mittlerweile zunehmend als Klimaaktivisten gerieren. Der vorliegende Beitrag untersucht die wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen dieses Phänomens mit einem Fokus darauf, ob die gesellschaftsrechtlichen Pflichten auf Ebene verschiedener Akteure bei der effektiven Umsetzung derartiger Strategien eher als bremsende oder treibende Kräfte wirken.

---

\* Der Verf. ist akademischer Mitarbeiter und Habilitand am Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht der Universität Heidelberg, Lehrstuhl Prof. Dr. *Marc-Philippe Weller*, Licencié en droit (Montpellier) sowie akademischer Mitarbeiter am European Legal Studies Institute (ELSI) der Universität Osnabrück. Der Beitrag beruht auf einer von Prof. *Jesse Fried* (Harvard Law School) betreuten Arbeit. Für hilfreiche Kommentare sei diversen Teilnehmenden am gemeinsamen Kolloquium der Universitäten Osnabrück und Heidelberg im Juli 2022 gedankt.

- 1 Aus Gründen der Lesbarkeit wird im Folgenden das generische Maskulinum verwendet, ohne damit nach sozialen oder biologischen Geschlechtern zu differenzieren.
- 2 Dieser Sammelbegriff umfasst diverse Arten von Investoren, von Pensions- und Staatsfonds über Versicherungskonzerne bis hin zu Vermögensverwaltern. Dieser Beitrag behandelt vornehmlich letztere. Instruktiv zur Begrifflichkeit einschließlich deren Konzeption im Aufsichtsrecht und DCGK *M. Brellocks*, Institutionelle Investoren (ETF-Fonds, Versicherungen, Pensionskassen) im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZHR 185 (2021), 319 (321 ff.).

## II. Klimaaktivismus durch institutionelle Investoren

Institutionelle Investoren mit breit gestreutem Anlagevermögen haben am Aktienmarkt eine derart dominante Stellung erreicht (1.), dass die Wertsteigerung breit diversifizierter Portfolios inzwischen als eigenständiges Leitmotiv neben die Wertsteigerung des Einzelunternehmens getreten ist (2.). Daraus erwächst ein Anreiz für Klimaaktivismus, der sich auch bereits vereinzelt in der Unternehmenspraxis manifestiert (3.), an dessen mittelfristigen Effekten aber durchaus Zweifel erlaubt sind (4.).

### 1. Konzentration des Aktienbesitzes bei institutionellen Investoren

Der Siegeszug von passiven und breit diversifizierten Anlagestrategien wie insbesondere Indexfonds in den vergangenen Jahren<sup>3</sup> hat institutionellen Investoren eine dominante Position<sup>4</sup> in der Aktionärsstruktur großer Unternehmen verschafft.<sup>5</sup> Allein die sogenannten *Big Three* unter den Vermögensverwaltern – BlackRock, Vanguard und State Street – vereinigen inzwischen ein Viertel der Stimmrechte in den S&P500-Unternehmen auf sich.<sup>6</sup> Auch die Anteile an DAX-Unternehmen werden inzwischen immerhin zu 13,3 % von den *Big Three* sowie dem deutschen Vermögensverwalter DWS Group gehalten.<sup>7</sup> Diese Konzentration des Aktienbesitzes sucht in der jüngeren Geschichte ihresgleichen.<sup>8</sup> Kritische Stimmen befürchten vor diesem Hintergrund bereits heute Wettbewerbsbeeinträchtigungen<sup>9</sup> und mittelfristig ein Oligopol weniger Vermögensverwalter, das praktisch alle börsenno-

---

3 Zu den Hintergründen siehe C. Weber/B. Kebekus, Diversifizierung und Corporate Governance, ZHR 184 (2020), 324 (326 ff.).

4 Detaillierte Zahlen bei Brellocks, Institutionelle Investoren (Fn. 2), 326 f.

5 Vgl. L. Klöhn, Passive Investoren, Aktivistinnen und die Reform des deutschen Hauptversammlungrechts, ZHR 185 (2021), 182 (185 f.).

6 Vgl. L. Bebchuk/S. Hirst, The Specter of the Giant Three, 99 B. U. L. Rev. 721 (2019).

7 Siehe Klöhn, Passive Investoren (Fn. 5), 183, der allerdings (auf S. 185) richtigerweise auch darauf hinweist, dass in Deutschland im Vergleich mehr Gesellschaften einen strategisch beteiligten Aktionär haben, ohne dessen Partizipation andere Aktionäre kaum Initiativen durchsetzen können.

8 Manche Stimmen vergleichen die Konzentration von Kapital bereits mit der US-amerikanischen *gilded age*, dem Zeitalter der ersten Industriearbäre, siehe Weber/Kebekus, Diversifizierung (Fn. 3), 330.

9 Siehe E. Elhauge, Horizontal Shareholding, 129 Harv. L. Rev. 1267, 1268 (2016); E. Posner/F. Scott Morton/E. Weyl, A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors, 81 Antitrust L. J. 669 (2017); skeptisch D. O'Brien/K. Waehrer,

tierten Großunternehmen kontrolliert.<sup>10</sup> Das Phänomen zählt somit derzeit zu den größten Herausforderungen für die Corporate Governance.<sup>11</sup>

## 2. Portfolio Primacy als Triebfeder für Klimaaktivismus

Obwohl institutionelle Investoren zumindest besser als Kleinaktionäre in der Lage sind, Einfluss auf die Unternehmenspolitik zu nehmen,<sup>12</sup> haben sie angesichts der enormen Zahl von Beteiligungen<sup>13</sup> zumeist kein rationales Interesse und nicht die nötigen Ressourcen, in den einzelnen Portfoliounternehmen als aktive oder gar aktivistische Aktionäre in Erscheinung zu treten.<sup>14</sup> Weil dadurch ein wichtiges Element der Corporate Governance zu verkümmern droht, ist zwischenzeitlich der Ruf lauter geworden, dass institutionelle Investoren ihre Eigentumsrechte aktiver ausüben mögen.<sup>15</sup> Jene haben diese Forderung angenommen und mit dem Versprechen beantwortet, sich in Portfoliounternehmen verstärkt zu engagieren, was gemeinhin mit dem Schlagwort *stewardship* umrissen wird.<sup>16</sup> Insoweit lässt

- 
- The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less Than We Think, 81 *Antitrust L. J.* 729, 761 ff. (2017).
- 10 Siehe J. Coates, The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve, Harvard Law School Program on Corporate Governance, Discussion Paper No. 2019-5 (2018) [<https://perma.cc/A4XM-BGJC>]. Teils wird ein Anstieg der Beteiligungen der *Big Three* an S&P 500-Unternehmen auf 40 % binnen zweier Jahrzehnte prognostiziert, vgl. L. Bebchuk/S. Hirst, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, 119 *Colum. L. Rev.* 2029, 2069 (2019).
  - 11 Siehe V. Battocletti/L. Enriques/A. Romano, Dual Class Shares in the Age of Common Ownership, ECGI Law Working Paper No. 628/2022 (2022) [<https://perma.cc/93XM-PGWM>].
  - 12 Vgl. B. S. Black, Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, 39 *UCLA L. Rev.* 811, 813 (1992).
  - 13 Die Portfolios der *Big Three* umfassen jeweils deutlich über 10.000 Unternehmen, vgl. P. Hell, Institutionelle Investoren, Stewardship und ESG, NZG 2019, 338 (341); Klöhn, Passive Investoren (Fn. 5), 192.
  - 14 Dies gilt jedenfalls für Investmentfonds, Versicherungen und Unternehmen der betrieblichen Altersvorsorge, vgl. Brellocks, Institutionelle Investoren (Fn. 2), 326. Zu den dahinterstehenden Gründen siehe L. Bebchuk/A. Cohen/S. Hirst, The Agency Problems of Institutional Investors, 31 *J. Econ. Persp.* 89, 103 (2017).
  - 15 Vgl. auch die Präambel des DCGK: „Institutionelle Anleger sind für die Unternehmen von besonderer Bedeutung. Von ihnen wird erwartet, dass sie ihre Eigentumsrechte aktiv und verantwortungsvoll auf der Grundlage von transparenten und die Nachhaltigkeit berücksichtigenden Grundsätzen ausüben.“
  - 16 Vgl. Hell, Stewardship (Fn. 13), 340.

sich eine wichtige Differenzierung treffen: Passive Investoren haben zwar kaum Anlass zu firmenspezifischer *stewardship*, aber gute Gründe, markt- bzw. portfolioweite *stewardship* zu betreiben.<sup>17</sup> Innerhalb dieses Trends zu einer aktiveren Haltung auf Makroebene nehmen ESG-Belange und insbesondere das Thema Nachhaltigkeit eine herausgehobene Stellung ein. Zuletzt haben auffällig viele Großinvestoren die Absicht bekundet, sich aktiv für klimafreundliche Unternehmenspolitik einzusetzen. Angesichts ihrer enormen Kapitalfülle haben sie damit die Hoffnung geweckt, dass Großinvestoren eine quasi-regulatorische Funktion einnehmen<sup>18</sup> und Portfoliounternehmen auf breiter Front zu konsequenteren Klimaschutzmaßnahmen bewegen könnten, als dies staatliche Maßnahmen oder freie Marktkräfte bisher vermocht haben.

Die entscheidende Motivation dahinter bildet ein Konzept, das unter dem Stichwort *portfolio primacy* diskutiert wird. In Bezug auf den Klimawandel versteht man darunter folgende Idee: Viele Großunternehmen mit bedenklicher CO<sub>2</sub>-Bilanz sind zwar weiterhin hochprofitabel,<sup>19</sup> wälzen aber negative Externalitäten auf die Allgemeinheit ab und schädigen damit langfristig die Gesamtwirtschaft.<sup>20</sup> Diese Dynamik widerspricht den Interessen der breit diversifizierten *universal owners*.<sup>21</sup> Diese halten nämlich Anteile an praktisch allen börsennotierten Großunternehmen und sind damit nicht mehr für Risiken mit Bezug zu Einzelunternehmen, sondern nur für systemische Risiken anfällig,<sup>22</sup> wie der Klimawandel eines ist.<sup>23</sup> Kurzum: Die

---

17 Vgl. Klöhn, Passive Investoren (Fn. 5), 190 ff.

18 Siehe D. Lund, Asset Managers as Regulators, 171 U. Penn. L. Rev., 2 f., 22 ff. (im Erscheinen) [https://perma.cc/FHU7-M6RL].

19 Teils wird gar eine systematisch höhere Bewertung solcher Unternehmen (*carbon premium*) konstatiert, vgl. P. Bolton/M. Kacperczyk, Do Investors Care about Carbon Risk?, ECGI Finance Working Paper No. 711/2020 (2020) [https://perma.cc/Y4XX-XNN9].

20 Siehe R. Bansal/M. Ochoa/D. Kiku, Climate Change and Growth Risks, NBER Working Paper No. 23009 (2016), [https://perma.cc/TR26-CZSB]; N. Pankratz/R. Bauer/J. Derwall, Climate Change, Firm Performance, and Investor Surprises (2021) [https://perma.cc/DZ99-MXSP]; J. Addoum/D. Ng/A. Ortiz-Bobea, Temperature Shocks and Establishment Sales, 33 The Review of Financial Studies 1331 (2020); M. Krutli/B. Roth Tran/S. Watugala, Pricing Poseidon: Extreme Weather Uncertainty and Firm Return Dynamics, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2021-23 (2021) [https://perma.cc/5AGN-QGV6].

21 J. Hawley/A. Williams, The Rise of Fiduciary Capitalism, 2000, S. 3.

22 Siehe Weber/Kebekus, Diversifizierung (Fn. 3), 327.

23 Vgl. H. Fleischer, Klimaschutz im Gesellschafts-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, DB 2022, 37 (39).

Zerstörung des Planeten ist aus der Perspektive dieser Akteure schlecht für die langfristige Wertentwicklung<sup>24</sup> und klimaschädliche Unternehmen schädigen, selbst wenn sie isoliert betrachtet hochprofitable Investments darstellen, in der Gesamtschau den Rest des Portfolios.

Trotzdem halten institutionelle Investoren oftmals – bei Indexfonds sogar unausweichlich<sup>25</sup> – weiterhin umfangreiche Positionen in klimaschädlichen Industrien und besitzen somit nicht nur einen rationalen Anreiz, sondern auch eine potentiell überaus einflussreiche Position, um in Portfoliounternehmen ambitionierte Emissionsreduktionen durchzusetzen.<sup>26</sup> Weil diversifizierte Aktionäre damit sogar ein Interesse an selbstschädigendem Verhalten bestimmter Portfoliounternehmen haben, weicht die *portfolio primacy* vom klassischen Paradigma der *shareholder primacy*<sup>27</sup> ab, demzufolge die Aktionäre homogen die Steigerung des Unternehmenswerts

---

24 Empirische Daten hierzu bei P. Krueger/Z. Sautner/L. Starks, The Importance of Climate Risks for Institutional Investors, 33 *The Review of Financial Studies* 1067, 1069 f. (2020).

25 Vgl. nur Klöhn, Passive Investoren (Fn. 5), 188. Vielfach wird angenommen, dieser Umstand werte den Stimmrechtsgebrauch („voice“) gegenüber dem Anteilsverkauf („exit“) als Instrument der Managementkontrolle auf, vgl. J. Ekkenga, Investmentfonds als neue Kontrollagenten einer „nachhaltigen“ Realwirtschaft: Sinnvolle Instrumentalisierung oder schrittweise Demontage der Kapitalmärkte in Europa?, WM 2020, 1664 (1665); E. Broccardo/O. Hart/L. Zingales, in: A. Engert, L. Enriques, W.-G. Ringe, U. Varottil, T. Wetzer (Hrsg.), *Business Law and the Transition to a Net Zero Economy*, München/Oxford/Baden-Baden/New York 2022, S. 27 ff.; insoweit skeptisch Hell, Stewardship (Fn. 13), 340 f. Anderen institutionellen Investoren steht ein Rückzug durchaus offen, vgl. exemplarisch zum Rückzug des norwegischen Staatsfonds aus Beteiligungen in der Ölindustrie T. Kretschmar/M. Ringel/D. Schiereck, Nachhaltige Entwicklung und Klimaschutz durch große Investoren? – Der Rückzug des norwegischen Staatsfonds aus Aktienanlagen in der Ölindustrie, ZfU 2020, 347.

26 J. Coffee, The Coming Shift in Shareholder Activism: From ‘Firm-Specific’ to ‘Systematic Risk’ Proxy Campaigns (and How to Enable Them), S. 1 ff. (2021) [<https://perma.cc/Z2DM-G8FG>]; M. Condon, Externalities and the Common Owner, 95 *Wash. L. Rev.* 1, 6 ff., 10 ff. (2020); J. Gordon, Systematic Stewardship, ECGI Law Working Paper No. 566/2021 (2021) [<https://perma.cc/HM9M-U5L8>]; R. Hansen/J. Lott, Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholders/Consumers, 31 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 43, 47 ff. (1996); krit. R. Tallarita, The Limits of Portfolio Primacy, Working Draft, S. 17 ff. (2022) [<https://perma.cc/4QYW-8MZ4>].

27 Vgl. H. Hansmann/R. Kraakman, The End of History for Corporate Law, 89 *Geo. L. J.* 439, 440 f. (2001). Davon unabhängig ist die vieldiskutierte Frage, welchen Stellenwert man dem Interesse der (oder auch: bestimmter) Aktionäre im Gesellschaftsrecht einräumt.

anstreben.<sup>28</sup> Insoweit bestehen aus deutscher Sicht gewisse Parallelen zum Konzernkonflikt, in dem das herrschende Unternehmen ebenfalls geneigt sein kann, das Konzerninteresse über dasjenige einzelner beherrschter Gesellschaften zu stellen.<sup>29</sup> Anders als dort nähern sich allerdings bei der *portfolio primacy* die Prioritäten der Großinvestoren in Bezug auf Nachhaltigkeit den Interessen der Allgemeinheit an.<sup>30</sup> Mit den Worten von BlackRock-CEO *Larry Fink*: „We focus on sustainability not because we're environmentalists, but because we are capitalists and fiduciaries to our clients.“<sup>31</sup>

### 3. Klimaaktivismus in der Unternehmenspraxis

Die Folgen dieser Dynamik lassen sich bereits in der Unternehmenspraxis beobachten. Neben Anpassungen ihrer Anlagestrategie,<sup>32</sup> Bemühungen um die Offenlegung von Klimarisiken<sup>33</sup> und ESG-Compliance<sup>34</sup> dringen

---

28 *Condon*, Externalities (Fn. 26), 3 ff. Allgemeiner bereits *I. Anabtawi*, Some Skepticism About Increasing Shareholder Power, 53 UCLA L. Rev. 561, 583 ff. (2006).

29 Vgl. *Weber/Kebekus*, Diversifizierung (Fn. 3), 350.

30 Vgl. *Gordon*, Stewardship (Fn. 26). Die Interessen sind allerdings nicht deckungsgleich, weil institutionelle Investoren nur in eine Teilmenge der Gesamtwirtschaft – vereinfacht gesagt: in Großunternehmen – investieren, vgl. *Tallarita*, Limits (Fn. 26), S. 25 ff.

31 *L. Fink*, The Power of Capitalism (2022) [<https://perma.cc/WY4B-UTNB>].

32 *A. Hoepner/I. Oikonomou/Z. Sautner/L. Starks/X. Zhou*, ESG Shareholder Engagement and Downside Risk, ECGI Finance Working Paper No. 671/2020 (2022) [<https://perma.cc/UK2H-MBVU>]; *R. Gibson/P. Krueger/S. Mitali*, The Sustainability Footprint of Institutional Investors: ESG Driven Price Pressure and Performance, ECGI Finance Working Paper No. 571/2018 (2018) [<https://perma.cc/P99N-8M5Q>]; *R. Jagannathan/A. Ravikumar/M. Sammon*, Environmental, Social, and Governance Criteria: Why Investors are Paying Attention, NBER Working Paper No. 24063 (2017) [<https://perma.cc/92KB-9FG9>].

33 Vgl. *Lund*, Regulators (Fn. 18), 2 f., 22 ff. Die SEC hat zuletzt kapitalmarktrechtliche Offenlegungspflichten zu Klimarisiken ins Spiel gebracht, vgl. SEC, The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors, 17 CFR 210, 229, 232, 239 und 249; krit. hierzu *P. Mahoney/J. Mahoney*, The New Separation of Ownership and Control: Institutional Investors and ESG, 2021 Colum. Bus. L. Rev. 840 (2021); aus deutscher Sicht *S. Bartz/J.-B. Schenkel/N. Reda*, Aktuelle Entwicklungen in den USA – Neue ESG-Task Force der SEC, CCZ 2021, 189. In der EU ergeben sich klimabezogene Berichtspflichten etwa aus der CSR-Richtlinie von 2014 (umgesetzt in den §§ 289b ff. HGB) und den Leitlinien der Kommission über die Berichterstattung über nichtfinanzielle Informationen: Nachtrag zur Klimabezogenen Berichterstattung, 2019/C 209/01. Noch weiter der Richtlinienvorschlag der Kom-

institutionelle Investoren in Portfoliounternehmen sowohl über informelle Konsultationen als auch über formelle Aktionärsrechte auf Dekarbonisierung.<sup>35</sup> Diese Einflussnahme erfolgt zunehmend über Zusammenschlüsse wie Climate Action 100+, die Portfolio Decarbonization Coalition oder die Global Investor Coalition on Climate Change.<sup>36</sup>

Der bislang lauteste Paukenschlag in diesem Zusammenhang ertönte Mitte 2021 auf der Hauptversammlung des Ölkonzerns ExxonMobil. Dort gelang es dem klimaaktivistischen Hedgefond Engine No. 1<sup>37</sup> gegen den Widerstand des Managements zwei unabhängige Kandidaten im Direktorium der Gesellschaft zu installieren.<sup>38</sup> Weil Engine No. 1 selbst lediglich 0,02 % der Stimmrechte kontrollierte, konnte es diesen spektakulären Putsch nur durchführen, indem es sich zunächst die Unterstützung zweier großer Pensionsfonds, einflussreicher Stimmrechtsberater und schließlich einer Mehrheit der Aktionäre, einschließlich der *Big Three*, sicherte.<sup>39</sup>

Der Umstand, dass die großen Vermögensverwalter bereit sind, unter dem Banner des Klimaaktivismus das Management eines Weltunternehmens auszutauschen, dürfte in Vorstandsetagen aufmerksam registriert worden sein und könnte ein Grund dafür sein, dass sich sogar viele Unternehmen, deren Geschäftsmodelle intrinsisch klimaschädlich sind, inzwi-

---

mission vom 21.4.2021 für eine überarbeitete Nachhaltigkeitsberichterstattung, siehe COM(2021) 189 final. Umfassend zu unionsrechtlichen Nachhaltigkeitsbestrebungen im Kapitalmarktrecht L. Klöhn/J. Jochmann, Nachhaltigkeit im Kapitalmarktrecht, KlimaRZ 2022, 12.

- 34 Spezifisch zu ESG-Rechtspflichten für institutionelle Investoren siehe R. Eberius, Verrechtlichung der ESG-Compliance: Pflichten für Fondsmanager und institutionelle Investoren, WM 2019, 2143.
- 35 Zur Relevanz einzelner Kanäle Krueger/Sautner/Starks, Importance (Fn. 24), 1071. Zu den aus Informationsasymmetrien resultierenden Problemen aus deutscher Sicht J. Koch, Informationsweitergabe und Informationsasymmetrien im Gesellschaftsrecht, ZGR 2020, 183.
- 36 Das Zusammenwirken verschiedener Aktionäre kann als sog. *acting in concert* kapitalmarkt- und wertpapierrechtlichen Pflichten auslösen, vgl. M. Arnold, Beteiligung von Investmentgesellschaften und Hedgefonds an börsennotierten Gesellschaften, ZHR 185 (2021), 281 (295).
- 37 Vgl. Engine No. 1, Reenergize ExxonMobil, S. 14 ff. (2021) [<https://perma.cc/X52H-E MBN>].
- 38 Siehe ExxonMobil loses a proxy fight with green investors, The Economist, 29.5.2021 [<https://perma.cc/NY4P-VFRY>].
- 39 Siehe BlackRock, Vote Bulletin: ExxonMobil Corporation, S. 1 (2021) [<https://perm a.cc/RU82-CMFZ>]; R. Kerber, Top Exxon investors State Street, Vanguard backed activist nominees, in: Reuters vom 27.5.2021, [<https://www.reuters.com/business/energy/state-street-backed-two-activist-hedge-fund-nominees-exxon-board-2021-05-27/>].

schen ambitionierte Emissionsziele auf die Fahnen schreiben. So haben sich die Hälfte der 50 größten Öl- und Gasproduzenten signifikante Emissionsreduktionen verordnet<sup>40</sup> und in der Gruppe der größten westlichen Ölkonzerne hat sich inzwischen sogar jedes einzelne Unternehmen auf das langfristige Emissionsziel *net zero* festgelegt.<sup>41</sup> Neben dem steigenden Risiko von Klimaklagen in vielen Rechtsordnungen<sup>42</sup> und klimafreundlichen Anreizen bei der Managervergütung<sup>43</sup> ist es plausibel, dass die Interessen institutioneller Investoren eine gewichtige Rolle bei diesen Entscheidungen gespielt haben.

#### 4. Praktische Konsequenzen

Die Emissionsziele CO<sub>2</sub>-basierter Industrien müssen kritisch hinterfragt werden<sup>44</sup> und der Verdacht des *greenwashing* liegt nahe.<sup>45</sup> Nimmt man die *net zero*-Verpflichtungen der Produzenten ernst und geht zugleich davon aus, dass mittelfristig noch ein Markt für fossile Energieträger existiert, lohnt gleichwohl ein Nachdenken über die praktischen Konsequenzen. Ein emissionsreduzierendes Divestment ist schwerlich auf andere Weise denkbar als durch die Veräußerung CO<sub>2</sub>-lastiger Geschäftszweige an weniger klimabewegte Akteure.<sup>46</sup> Ferner besteht die Option eines *delistings*

---

40 Siehe S. Dietz/D. Gardiner/V. Jahn/J. Noels, How ambitious are oil and gas companies' climate goals?, 374 *Science* 405 (2021).

41 Siehe C. Matthews, Exxon Pledges to Reduce Carbon Emissions From Operations to 'Net Zero', in: *The Wall Street Journal* vom 18.1.2022 [https://perma.cc/EE7L-DBGH].

42 Instruktive Überblicke bei W. Kahl/M.-P. Weller (Hrsg.), *Climate Change Litigation, 2021*; M.-P. Weller/M.-L. Tran, Klimawandelklagen im Rechtsvergleich – private enforcement als weltweiter Trend?, *ZEuP* 2021, 573. Das bislang spektakulärste Urteil erging in den Niederlanden gegen Shell, siehe *Rechtbank Den Haag, Urt. v. 26.5.2021 – C/09/571932 / HA ZA 19-379*.

43 Siehe hierzu R. Ritz, Climate targets, executive compensation, and corporate strategy, *EPRG Working Paper No. 2029 (2020)* [https://perma.cc/L7CX-5MHK]. Auch in Deutschland werden bereits routinemäßig ESG-Ziele berücksichtigt, vgl. H. Fleischer, *Green Boardrooms: Klimaschutz und Corporate Governance, AR 2022*, 26 (27).

44 Ausführlich Dietz/Gardiner/Jahn/Noels, *Goals* (Fn. 40), 406 f.

45 Zu dieser Problematik siehe etwa R. Veil, Europa auf dem Weg zu einem Green Bond Standard, *WM 2020*, 1093; M. Condon, in: A. Engert, L. Enriques, W.-G. Ringe, U. Varrotil, T. Wetzler (Hrsg.), *Business Law and the Transition to a Net Zero Economy*, München/Oxford/Baden-Baden/New York 2022, S. 6.

46 So erreichte etwa BP seine Klimaziele durch die Veräußerung seiner Ölfelder in Alaska an das Unternehmen Hilcorp, vgl. *Lund, Regulators* (Fn. 18), 43.

klimaschädlicher Unternehmen, um aktivistische Aktionäre auf Abstand zu halten.<sup>47</sup> Selbst wenn die derzeitigen Emittenten ihre Klimaziele erreichen sollten, indem sie ihre Geschäftsmodelle neu erfinden<sup>48</sup> oder auslaufen lassen, könnten die effektiven Treibhausgas-Emissionen davon also unberührt bleiben. Zugleich ist es aber denkbar, dass machtvolle institutionelle Investoren auch auf die potentiellen Käufer CO<sub>2</sub>-lastiger Geschäftszweige einwirken und klimaschädlichen Industrien ein empfindlicher Kapitalschwund droht.<sup>49</sup>

### III. Rechtliche Pflichten als limitierender Faktor?

Institutionelle Investoren sind, wie oben gezeigt, grundsätzlich inzentiviert, Portfoliounternehmen auch gegen deren Interessen zur Verringerung von CO<sub>2</sub>-Emissionen anzuhalten. Diese wirtschaftliche Dynamik existiert freilich nicht in einem rechtlichen Vakuum.<sup>50</sup> Vielmehr unterliegen die Entscheidungsträger sowohl auf Ebene der institutionellen Investoren (1.) als auch auf Ebene der Portfoliounternehmen (2.) gesellschaftsrechtlichen Treue- und Sorgfaltspflichten, die mit dem Leitbild der *portfolio primacy* konfliktieren können.

#### 1. Pflichten auf Ebene großer Vermögensverwalter

Aus der vielfältigen Gruppe institutioneller Investoren sollen hier exemplarisch die wirtschaftlich bedeutendsten Anteilseigner beleuchtet werden, nämlich die großen Vermögensverwalter. Diese trifft nach US-amerikani-

---

47 Vgl. Tallarita, Limits (Fn. 26), S. 48 ff. Viele der bedeutendsten Emittenten sind zudem staatliche Energieunternehmen, deren Anteile von vornherein nicht an der Börse gehandelt werden, vgl. etwa C. Krauss, As Western Oil Giants Cut Production, State-Owned Companies Step Up, New York Times vom 14.10.2021 [<https://perma.cc/GD5N-TH75>].

48 Die völlige Transformation von Geschäftsmodellen kommt in der Realität zuweilen vor. So entstand der Ölkonzern Shell aus einem Kolonialwarenhandel für dekorative orientalische Muscheln, vgl. Shell plc, Company History, 1833–1892 [<https://perma.cc/L3TX-X7ML>].

49 Zu letzterem siehe Mahoney/Mahoney, Separation (Fn. 33), 850.

50 Hier nicht thematisiert werden aufsichtsrechtliche Anforderungen an institutionelle Investoren, siehe insoweit zum deutschen Recht den Überblick bei Brellocks, Institutionelle Investoren (Fn. 2), 321 ff.

schem Gesellschaftsrecht<sup>51</sup> keine generelle Pflicht zur Rücksichtnahme auf die Interessen der übrigen Aktionäre von Portfoliounternehmen, die der Verfolgung von Portfoliointeressen entgegenstünde. Nach deutschem Recht ist zwar eine Haftung gegenüber Mitaktionären gemäß § 117 Abs. 1 AktG für gesellschaftsschädigendes Verhalten grundsätzlich denkbar, in der Praxis aber wegen des Vorsatzerfordernisses schon aufgrund von Beweisschwierigkeiten überaus unwahrscheinlich.<sup>52</sup> Unabhängig davon unterliegen allerdings die in den USA inkorporierten *asset manager* im Hinblick auf ihre eigenen Anleger einer Treuepflicht (*duty of good faith*).<sup>53</sup> Weil diese Pflicht gegenüber sämtlichen Anlegern gleichermaßen gilt,<sup>54</sup> kann es zu Pflichtenkollisionen kommen, wenn eine bestimmte Strategie für manche Anlegerklassen günstige, für andere aber nachteilige Folgen zeitigt.<sup>55</sup> Es existiert nämlich strenggenommen nicht ‚das‘ Portfolio, sondern eine Vielzahl von Fonds mit unterschiedlichen geographischen und industriespezifischen Schwerpunkten unter dem Dach eines Vermögensverwalters.<sup>56</sup> In der Folge variiert der Anteil klimaschädlicher (wie auch infolge des Klimawandels besonders vulnerabler) Unternehmen von Fonds zu Fonds erheblich.<sup>57</sup> Eine

51 Siehe stellvertretend *Zahn v. Transamerica Corp.*, 162 F.2d 36, 45 (3d Cir.1947). Denkbar wäre allerdings eine Anwendung der sog. *controlling shareholders doctrine*, die Treuepflichten gegenüber Minderheitsgesellschaftern statuiert, vgl. *Tallarita, Limits* (Fn. 26), S. 45 f. Allgemein zu dieser Doktrin *S. Bainbridge, Corporate Law*, 3. Aufl. 2015, S. 184 ff. Der Übersichtlichkeit halber bezieht sich der Beitrag allein auf das praktisch dominante Gesellschaftsrecht von Delaware.

52 Siehe *Weber/Kebekus, Diversifizierung* (Fn. 3), 351 f. Diskutieren lässt sich eine Treuepflichtbindung bei Groß- und Ankeraktionären mit Stimmrechtsanteilen von regelmäßig 20–30 %, vgl. *C. Schäfer, Rechte und Pflichten des privaten Großaktionärs*, ZHR 185 (2021), 226 (242 ff.). Diese Beteiligungsschwelle erreichen institutionelle Investoren in aller Regel jedoch nicht, zumal insoweit sogar regulatorische Vorgaben den Stimmrechtsanteil begrenzen können; hierzu und auch zu konzernrechtlichen Überlegungen mit Blick auf § 17 AktG siehe wiederum *Weber/Kebekus, Diversifizierung* (Fn. 3), 350, 360.

53 Siehe SEC, *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, 17 CFR, 239, 249, 270 und 274.

54 Vgl. *Investment Company Act § 1(b)(2)*, 15 U.S.C. 80a-1(b)(2); SEC, *Investment Company Governance*, Exchange Act Release No. IC-26520 vom 27.7.2004.

55 Dieses Problem tritt auch in anderen Kontexten auf, vgl. *S. Griffith/D. Lund, Conflicted Mutual Fund Voting in Corporate Law*, 99 B. U. L. Rev. 1151, 1168 ff. (2019).

56 Vgl. *A. Lipton, Family Loyalty: Mutual Fund Voting and Fiduciary Obligation*, 19 *Transactions: Tenn. J. Bus. L.* 175, 178 f. (2017).

57 Beispielsweise beträgt der Anteil von Exxon-Anteilen im Vanguard Energy ETF 20 %, derjenige in einem S&P500-Indexfonds des gleichen Anbieters hingegen nur 1,4 %, vgl. *Condon, Externalities* (Fn. 26), 57. Eine konkrete Simulation findet sich bei *Tallarita, Limits* (Fn. 26), S. 32 ff.

klimaaktivistische Agenda droht somit die Pflichten gegenüber Anlegern zu verletzen, die sich für weniger nachhaltige Portfolios entschieden haben.

Weil eine einheitliche Strategie diese Friktionen nicht beheben kann, sind die Verwalter der Einzelfonds aufsichtsrechtlich dazu angehalten, die Vorgaben der Obergesellschaft im Interesse der Anleger ihres individuellen Fonds kritisch zu hinterfragen<sup>58</sup> und ihre Aktionärsrechte entsprechend auszuüben.<sup>59</sup> Obwohl sich die Partikularinteressen einzelner Fonds also im Abstimmungsverhalten durchaus abbilden lassen würden, dominieren in der Praxis bereits aus Gründen der ressourcenschonenden Synergie zentralisierte Strategien und uneinheitliches Stimmverhalten kommt praktisch niemals vor.<sup>60</sup> Obwohl es plausibel ist, dass dieser Ansatz in Pflichtverletzungen gegenüber einzelnen Anlegerklassen resultiert, ist das faktische Haftungsrisiko der Fondsmanager allerdings gering. Vor diesem Hintergrund dürfte es indes zumindest im wirtschaftlichen Interesse der großen Vermögensverwalter liegen, ihre klimafreundliche Agenda nicht übermäßig stark zu betonen, um Anleger, die kein gesteigertes Interesse an Nachhaltigkeit haben und sich des besagten Konfliktpotentials bewusst sind, nicht abzuschrecken.<sup>61</sup>

## 2. Pflichten auf Ebene von Portfoliounternehmen

Es lässt sich schwerlich verallgemeinern, inwieweit Emissionsreduktionen den wohlverstandenen Interessen von Portfoliounternehmen entsprechen. In Branchen wie der Automobilindustrie dürfte die Abkehr vom Verbrennungsmotor beispielsweise zwingend geboten sein, um langfristig konkurrenzfähig zu bleiben.<sup>62</sup> Es lässt sich aber nicht von der Hand weisen, dass viele Unternehmen davon profitieren oder sogar existentiell darauf angewiesen sind, im Rahmen des regulatorisch Zulässigen weiterhin möglichst hohe CO<sub>2</sub>-Emissionen zu generieren, weil diese direkt mit dem Umsatz

---

58 Vgl. SEC, Investment Company Governance, Exchange Act Release No. IC-26520 vom 27.7.2004.

59 Vgl. SEC, Proxy Voting by Investment Advisors, 68 Fed. Reg. 6585.

60 Die großen Vermögensverwalter votieren in 99 % der Fälle fondsübergreifend einheitlich, vgl. *J. Fichtner/E. Heemskerk/J. Garcia Bernardo*, Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk, 19 *Business and Politics* 298, 316 f. (2017).

61 *Tallarita*, Limits (Fn. 26), S. 44 f.

62 Siehe exemplarisch zu Klimazielen von Automobilkonzernen *Climate Action 100+*, 2019 Progress Report, S. 39 (2019) [<https://perma.cc/AR2S-95UN>].

bestimmter Produkte – wie etwa fossilen Energieträgern – korrelieren. Es sind also Zweifel angebracht, inwieweit es mit den Geschäftsleiterpflichten des Managements intrinsisch klimaschädlicher Unternehmen vereinbar ist, massive Emissionssenkungen zu propagieren, die von den *portfolio primacy*-Erwägungen institutioneller Investoren beeinflusst sind. Diese Frage lässt sich gesondert für US-amerikanische (a) und deutsche (b) Portfoliounternehmen stellen.

#### a) Geschäftsleiterpflichten in US-amerikanischen Portfoliounternehmen

Die Direktoren US-amerikanischer Unternehmen genießen im Rahmen der *business judgment rule* beträchtlichen Entscheidungsspielraum.<sup>63</sup> Eine Haftung für fahrlässige Entscheidungen zum Nachteil der Korporation ist hiernach ausgeschlossen, wenn der Direktor nicht befangen, im Eigeninteresse, treuwidrig, entgegen rationalen Geschäftsinteressen oder infolge eines grob fahrlässig konzipierten Entscheidungsprozesses handelt.<sup>64</sup> Dieser Maßstab ist überaus konzilient – im Falle von Produzenten fossiler Energieträger, die in der Sache beschließen, mittelfristig die Produktion fossiler Energieträger einzustellen, drängen sich die zugrundeliegenden rationalen Geschäftsinteressen aber zumindest nicht auf.<sup>65</sup>

Die herrschende Meinung in den USA spricht sich zwar dafür aus, im Zweifel die Interessen langfristiger Aktionäre – zu denen auch institutionelle Investoren zählen – gegenüber denjenigen kurzfristiger Anleger zu priorisieren.<sup>66</sup> Diese Ansicht nimmt aber nur isoliert die Position des Aktionärs im individuellen Unternehmen in den Blick und bedenkt nicht die Eigenart der *portfolio primacy*, dass Aktionäre an einem für das Unternehmen nachteilhaften Kurs interessiert sein können. Folglich kann sie auch nicht das Bestreben rechtfertigen, Vorteile für diversifizierte Aktionäre *außerhalb* des Unternehmens zu generieren, indem Nachteile *innerhalb* des Unternehmens internalisiert werden,<sup>67</sup> sodass klimafreundliche Strategien,

---

63 Zu den verschiedenen dogmatischen Ansätzen siehe *Bainbridge*, *Corporate Law* (Fn. 51), S. 107.

64 Siehe stellvertretend *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 264 n.66 (Del.2000).

65 Ebenso *Condon*, *Externalities* (Fn. 26), 49.

66 Vgl. etwa *S. Bainbridge*, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 547, 573 (2003); *Hansmann/Kraakman*, *History* (Fn. 27), 439; a.A. *J. Fried*, *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders*, 124 *Yale L. J.* 1554, 1575 ff. (2015).

67 *Tallarita*, *Limits* (Fn. 26), S. 47.

die (allein) dieser Ratio folgen, die Geschäftsleiterpflichten verletzen.<sup>68</sup> Weil die *business judgment rule* in der Rechtsprechungspraxis äußerst wohlwollend gehandhabt wird,<sup>69</sup> dürfte das reale Haftungsrisiko von Direktoren gleichwohl überschaubar bleiben, sofern diese sich öffentlich auf die kaum justiziable Überzeugung berufen, die Energiewende mache bestimmte Industrien unweigerlich zu Auslaufmodellen.<sup>70</sup>

## b) Geschäftsleiterpflichten in deutschen Portfoliounternehmen

Die gleiche Frage lässt sich in Bezug auf deutsche Portfoliounternehmen stellen.<sup>71</sup> Auch wenn die Tradition aktivistischer Investoren in Deutschland deutlich schwächer ausgeprägt ist als in den USA, verfügen institutionellen Aktionäre auch hierzulande über einige Hebel, ihre Interessen durchzusetzen. So können sie etwa über § 119 Abs. 1 AktG die Auswechslung von Aufsichtsratsmitgliedern und über § 119 Abs. 1 Nr. 3 AktG eine Umgestaltung der Organvergütung betreiben.<sup>72</sup> Über die §§ 134a ff. AktG unterliegen (bestimmte) institutionelle Investoren zugleich der Pflicht, ihre Mitwirkungspolitik formal offenzulegen,<sup>73</sup> sodass ihr Einfluss transparent zutage tritt.

Die Vorstände deutscher Aktiengesellschaften unterliegen gemäß § 93 Abs. 1 und 2 AktG einer haftungsbewehrten Sorgfalts- und Treuepflicht, wobei sie auch nach deutschem Recht bei unternehmerischen Entscheidungen in den Genuss des Haftungsprivilegs einer *business judgment rule* kommen.<sup>74</sup> In Deutschland ist zudem die Orientierung am *shareholder*

---

68 Die gleiche Schlussfolgerung ziehen in allgemeinerem Kontext als hier *Condon, Externalities* (Fn. 26), 56; *T. A. Lambert/M. Sykuta, Calm Down About Common Ownership*, 41 *Regulation* 28, 31 (2018); *O'Brien/Waehrer, Ownership* (Fn. 9), 765 f.

69 Siehe *Bainbridge, Corporate Law* (Fn. 51), S. 115 f.

70 Für eine solche Sprachregelung vgl. etwa die Rechtfertigung für die von Shell beschlossenen Emissionsziele in *Joint statement between institutional investors on behalf of Climate Action 100+ and Royal Dutch Shell plc (Shell)* vom 3.12.2018 [<https://perma.cc/8B6Z-VPD5>].

71 Zur Übertragbarkeit der US-amerikanischen Erkenntnisse zur *portfolio primacy* auf das deutsche Wirtschaftsumfeld siehe *Weber/Kebekus, Diversifizierung* (Fn. 3), 343 f.

72 Einen Überblick bietet *Arnold, Beteiligung* (Fn. 36), 293 f.

73 De facto entsprach dies schon zuvor der geübten Praxis. Instruktiv hierzu *Brellocks, Institutionelle Investoren* (Fn. 2), 328 ff.

74 Rechtsvergleichend hierzu *A. Hellgardt, Wider die Legalitätspflicht im Kapitalgesellschaftsrecht*, in: S. Grundmann, H. Merkt, P. Mühlert et al. (Hrsg.), *Festschrift für Klaus J. Hopt*, Berlin/Boston 2020, S. 403 (420).

value weniger orthodox als in den USA<sup>75</sup> und das Leitungsermessen des Vorstands gemäß § 76 Abs. 1 AktG erlaubt – ohne dies zu gebieten – die Verfolgung von ESG-Zielen<sup>76</sup> einschließlich überobligatorischer Klimaschutzanstrengungen<sup>77</sup> sowie den Verzicht auf kurzfristige Erträge im Interesse langfristiger Perspektiven.<sup>78</sup> Zudem trifft den Vorstand nach § 91 Abs. 2 und 3 AktG eine Risikosteuerungsverantwortung, die in zahlreichen Branchen auch die adäquate Reaktion auf Klimarisiken einschließt,<sup>79</sup> gleich ob diese in regulatorischem Transformationsdruck,<sup>80</sup> den direkten Konsequenzen von Umweltereignissen oder Reputationsverlust bestehen. Die Injektion dieser nachhaltigkeitsfördernden Elemente ins Aktienrecht bedingt nicht, dass *nur* noch langfristige und nachhaltige Strategien verfolgt werden dürfen.<sup>81</sup> Sie illustriert aber, dass das deutsche Gesellschaftsrecht bereits jetzt beträchtlichen Spielraum bietet, um klimafreundliche Entscheidungen zu rechtfertigen. *De lege ferenda* könnte dieser Spielraum sogar noch ausgebaut werden.<sup>82</sup>

---

75 Vgl. jeweils m.w.N. M. Habersack, Gemeinwohlbindung und Unternehmensrecht, AcP 220 (2020), 594 (635); J. Vetter, Geschäftsleiterpflichten zwischen Legalität und Legitimität, ZGR 2018, 338 (346 ff., 360 f.). Zu einer in den USA vieldiskutierten These, wonach der *shareholder value* auch immaterielle Aktionärsinteressen – wie das Interesse an einem lebenswerten Planeten – umfasst, siehe O. Hart/L. Zingales, Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value, 2 J. L., Fin. & Accounting 247 (2017).

76 Siehe Brellocks, Institutionelle Investoren (Fn. 2), 364; H. Fleischer in: BeckOGK, AktG, Stand 1.2.2022, § 76 Rn. 38; Habersack, Gemeinwohlbindung (Fn. 75), 633 ff.; M. Habersack/M. Ehrl, Climate protection and compliance in German corporate law, in: Kahl/Weller (Hrsg.), Climate (Fn. 42), S. 447 (462 f.).

77 Siehe M. Ehrl, Klimaschutz und Compliance im deutschen Gesellschaftsrecht – der steinige Weg zu mehr Verbindlichkeit, NZG 2021, 1521 (1522); Fleischer, Klimaschutz (Fn. 23), 41.

78 Vgl. S. Zeyher/F. Mader, Organverantwortung und Zivilprozess, ZHR 185 (2021), 125 (128) m.w.N.

79 Vgl. Fleischer, Klimaschutz (Fn. 23), 41.

80 Vorstände haben gemäß § 93 Abs. 1 AktG im Rahmen ihrer Legalitätspflicht die Compliance mit öffentlich-rechtlichen Klimaschutzvorgaben sicherzustellen, vgl. nur Fleischer, Boardrooms (Fn. 43), 26.

81 Siehe Brellocks, Institutionelle Investoren (Fn. 2), 363 f.

82 Siehe zu § 76 Abs. 1 AktG Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung, Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation, S. 96 (2021) [<https://perma.cc/FG7V-YXZ7>]; zu § 91 Abs. 2 AktG siehe Habersack/Ehrl, Climate protection (Fn. 76), S. 464 f.; zu ähnlich gelagerten Bestrebungen auf Unionsebene siehe auch Brellocks, Institutionelle Investoren (Fn. 2), 360 f.; zur stärkeren Betonung von Nachhaltigkeit als „integrale[m] Bestandteil der Geschäftsstrategie“ im überarbeiteten DCGK siehe Regierungskommission Deutscher Corporate

Trotz alledem ist die praktische Konkordanz zwischen finanziellen und gemeinwohlorientierten Zielrichtungen nicht grenzenlos, denn die aktienrechtlich fundierte Zielbestimmung des Unternehmensinteresses lässt sich nicht in beliebiger Weise an die Partikularinteressen bestimmter Aktionäre anpassen.<sup>83</sup> Diese Abschirmung des Unternehmensinteresses von den Aktionärsinteressen wird normalerweise relevant, weil sie es dem Vorstand gestattet, auch gemeinwohlorientierte Ziele zu verfolgen, deren wirtschaftlicher Ertrag nicht auf der Hand liegt.<sup>84</sup> Umgekehrt kann die Trennung zwischen Unternehmens- und Aktionärsinteresse aber prinzipiell auch begrenzend wirken, indem sie es dem Vorstand untersagt, Nachhaltigkeitsstrategien zu verfolgen, die mit dem wohlverstandenen Unternehmensinteresse nicht mehr vereinbar sind. Weil jedenfalls die Gefährdung des Bestands und der dauerhaften Rentabilität der Gesellschaft die äußerste Grenze des Zulässigen überschreitet,<sup>85</sup> würden zumindest Strategien, die im Dienste der *portfolio primacy* auf diesen Endzustand hinauslaufen, die Organpflichten verletzen. Solche flagranten Verstöße gegen das Unternehmenswohl dürften allerdings überaus selten sein. Für weniger drastische Maßnahmen, die in Einbußen der Gesellschaft resultieren, wird im Schrifttum bereits prominent argumentiert, dass sie als Ergebnis einer interessenpluralistischen Abwägung des Vorstands zulässig sein können, denn zumindest die Kombination von Portfoliointeressen und Gemeinwohlorientierung sei von klassischen Partikularinteressen abzugrenzen.<sup>86</sup>

Schlussendlich dürften diese Abstufungen weitgehend theoretischer Natur bleiben. Angesichts der Vielzahl der genannten „Weichmacher“ zum Schutz der Entscheidungsfreiheit des Managements ist es *realiter* unwahrscheinlich, dass klimafreundliche Maßnahmen im Portfoliointeresse, sofern sie professionell kommuniziert werden, als Pflichtverstöße eingeordnet

---

Governance Kodex, Pressemitteilung vom 27.1.2022 [<https://perma.cc/U4GE-U D3T>]. Kritisch zu dieser rechtspolitischen Tendenz mit dem Argument, die Vielzahl akzeptabler Entscheidungsfaktoren weiche im Ergebnis die Verantwortlichkeit des Managements auf, J. Ekkenga/C. Schirmacher/B. Schneider, Offene Fragen zur rechtlichen Steuerung nachhaltigen Unternehmertums, NJW 2021, 1509 (1512).

83 Siehe Arnold, Beteiligung (Fn. 36), 308 ff.; die Aufnahme einer spezifischen Klimaschutz-Klausel in die Satzung erfordert gemäß § 179 Abs. 2 AktG eine Dreiviertelmehrheit, vgl. Fleischer, Boardrooms (Fn. 43), 27.

84 Siehe Habersack, Gemeinwohlbindung (Fn. 75), 647.

85 Siehe stellvertretend J. Koch in: U. Hüffer/J. Koch (Hrsg.), AktG, 16. Aufl., München 2022, § 76 Rn. 34 m.w.N.

86 Siehe Weber/Kebekus, Diversifizierung (Fn. 3), 353 ff.; a.A. T. Florstedt, Aktionärsvoten zur Vergütung und Common Ownership, ZIP 2019, 1693, 1697.

werden. Rechtsrealistisch lässt sich noch dazu in Rechnung stellen, dass ein chronisches Durchsetzungsdefizit in Bezug auf die Geltendmachung von Organhaftungsansprüchen durch den Aufsichtsrat besteht und in Deutschland, anders als in den USA, auch die Aktionärsklage (§ 148 AktG) keine praktische Relevanz besitzt.<sup>87</sup> Insgesamt sind damit kaum praxisnahe Konstellationen denkbar, in denen die Organpflichten es rechtlich oder jedenfalls faktisch verhindern würden, auf Druck institutioneller Investoren im Geiste der *portfolio primacy* klimafreundliche Einschnitte in deutschen Portfoliounternehmen zu beschließen.

#### IV. Zusammenfassung in Thesen

1. Einige wenige institutionelle Investoren kontrollieren einen beträchtlichen und konstant steigenden Anteil der Stimmrechte in börsennotierten Großunternehmen. Darin liegt eine enorme Herausforderung für die Corporate Governance.
2. Systemische Risiken wie der Klimawandel bedrohen die Wertentwicklung von breit diversifizierten Portfolios. Nach dem Prinzip der *portfolio primacy* folgt daraus ein Interesse an der Reduzierung klimaschädlicher Aktivitäten von Portfoliounternehmen.
3. Institutionelle Investoren propagieren deshalb eine klimafreundliche Agenda und setzen sich im Rahmen ihrer Aktionärsrechte auch aktiv für Nachhaltigkeit ein. Beispiele wie die Kampf abstimmung bei ExxonMobil im Jahr 2021 zeigen, dass sie ihr Stimmgewicht bereits einsetzen, um Teile des Managements auszutauschen.
4. Klimaaktivismus von Vermögensverwaltern kann mit Treuepflichtverletzungen gegenüber dem weniger nachhaltig orientierten Teil der eigenen Anlegerschaft einhergehen. Dieses Problem ließe sich durch eine uneinheitliche Ausübung der Stimmrechte lösen, die in der Praxis aber nicht stattfindet.
5. Direktoren von US-Portfoliounternehmen, die einen klimafreundlichen, aber für das Unternehmen wirtschaftlich schädlichen Kurs einschlagen, verletzen ihre Treuepflicht. Aufgrund der *business judgment rule* ist das reale Haftungsrisiko allerdings gering.
6. In deutschen Portfoliounternehmen gewährt das Leitungsermessen dem Vorstand im Vergleich noch mehr Spielraum für die Berücksichtigung

---

87 Vgl. zu beiden Punkten G. Wagner, Organhaftung im Interesse der Verhaltenssteuerung – Skizze eines Haftungsregimes, ZHR 178 (2014), 227 (241 ff.).

von Nachhaltigkeitsbelangen und untersagt klimafreundliche Strategien *realiter* allenfalls dann, wenn sie flagrante und/oder existenzbedrohende Verstöße gegen das wirtschaftliche Unternehmenswohl darstellen.

7. In den USA und erst recht in Deutschland sind somit die Organpflichten in Bezug auf klimafreundliche Maßnahmen eher nachgiebig. Weil Verstöße damit schon rechtlich unwahrscheinlich, aber jedenfalls faktisch selten justiziabel sind, setzen die Organpflichten auch ambitionierten Klimaschutzmaßnahmen kaum strikte Grenzen.

