

**Stimmrechtsberater
als Verstärker des Klimaschutzes
in deutschen Publikumsgesellschaften**

Eine Untersuchung der Stimmrechtsberatung und ihrer Grenzen
im Lichte des Sustainable Shareholder Activism in Deutschland

Inaugural-Dissertation
zur
Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Universität zu Köln

vorgelegt von

Nicole Schneider

aus: Gummersbach

Referent: Prof. Dr. Dr. h.c. Barbara Dauner-Lieb

Korreferent: Prof. Dr. Moritz Pöschke, LL.M. (Harvard)

Tag der mündlichen Prüfung: 13. Januar 2026

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Jahr 2025 von der Universität zu Köln als Dissertation angenommen und befindet sich auf dem Stand vom 25. März 2025.

An erster Stelle gilt mein herzlicher Dank meiner Doktormutter Prof. Dr. Dr. h.c. Barbara Dauner-Lieb, die mich während meines gesamten Studiums begleitet hat. Als Programmbeauftragte des Deutsch-Französischen Studiengangs der Rechtswissenschaften der Universität zu Köln und der Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne („DFM“) war sie stets elementarer Bestandteil meiner juristischen Ausbildung. Es ist mir daher eine große Ehre, dass mein Studium im Wintersemester 13/14 mit ihr begann und nun durch Abschluss meiner Promotion unter ihrer Betreuung endet.

Großer Dank gilt außerdem meinem Zweitgutachter Prof. Dr. Moritz Pöschke, LL.M. (Harvard), der sein Gutachten nicht nur zügig erstellt hat, sondern auch die Disputation zu einer bereichernden Erfahrung werden ließ.

Ebenfalls von Herzen danke ich meinem Mann Dr. Marius Lange für die jahrelange Begleitung und das gewissenhafte Lektorat. Auch meiner Freundin Büşra Leyla Şimşir, die mich des Öfteren vor Nervenkrieg bewahrt hat, gilt besonderer Dank. Meiner gesamten Familie – vor allem meinen Eltern Beate und Klaus Schneider – sowie meiner Freundin Karen Roth danke ich für ihre mentale Unterstützung. Ihr alle habt zu dieser Promotion auf wertvolle Weise beigetragen.

Im Sinne der Nachhaltigkeit freue ich mich zudem, diese Dissertation in elektronischer Form publizieren zu können.

Nicole Schneider

Köln, im Januar 2026

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	X
Einleitung.....	1
A. Anlass der Untersuchung	2
B. Forschungsfrage und Ziel der Untersuchung	7
C. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes.....	11
D. Gang der Untersuchung.....	15
Erster Teil: Verknüpfung institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater im ESG-Lichte.....	17
A. Institutionelle Investoren als Hauptakteure des Kapitalmarkts.....	17
I. Begriff der institutionellen Investoren	17
II. Zunehmender Einfluss institutioneller Investoren	19
B. Wachsender Einfluss der Stimmrechtsberater	22
I. Grundlegendes zur Stimmrechtsberatung.....	22
II. Zunahme der Stimmrechtsberatung	27
C. Anstieg des Sustainable Shareholder Activism.....	32
I. Definition und Abgrenzung vom Shareholder Activism	35
II. Gründe für den Nachhaltigkeitsaktivismus institutioneller Investoren	37
III. Auswirkungen auf die Stimmrechtsberatung.....	45
IV. Vorteile der Stimmrechtsberatung in ESG-Belangen.....	47
D. Zwischenergebnis zum Ersten Teil	49
Zweiter Teil: Möglichkeiten klimaaktivistischer Aktionäre in der Hauptversammlung	51
A. Zuständigkeit der Hauptversammlung in Klimaangelegenheiten?	51
I. Klimaschutz als Geschäftsführungsangelegenheit	51
II. Keine ungeschriebene Kompetenz der Hauptversammlung in Klimaangelegenheiten....	52
III. Zwischenergebnis	54
B. Kompetenzen der Hauptversammlung zur Verstärkung des Klimaschutzes	54
I. „Klassische“ Beschlussgegenstände als Einfallstor für klimabewusste Aktionäre	55
II. Der Say on Climate-Beschluss	79
III. Zwischenergebnis	93
C. Zwischenergebnis zum Zweiten Teil	93
Dritter Teil: Verstärkung des Klimaschutzes durch Stimmrechtsberater.....	95
A. Anknüpfungspunkte	95
I. Stimmrecht des beratenen Aktionärs	95
II. Faktische Möglichkeiten.....	97
III. Zwischenergebnis	103
B. Status Quo des Klimaschutzes in ISS- und Glass Lewis-Abstimmungsrichtlinien	104
I. ISS.....	105
II. Glass Lewis.....	108
III. Auswertung des Status Quo.....	110

IV. Intensivierungsmöglichkeiten.....	112
C. Zwischenergebnis zum Dritten Teil	114
Vierter Teil: Schranken und Haftungsrisiken der klimaengagierten	
Stimmrechtsberatung	116
A. Schranken der klimaengagierten Stimmrechtsberatung.....	116
I. Aktienrechtliche Schranken.....	116
II. Übertragung kapitalmarktrechtlicher Schranken	145
B. Haftung für eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung	158
I. Haftung gegenüber dem beratenen Aktionär	159
II. Haftung gegenüber der Gesellschaft.....	214
III. Haftung gegenüber anderen Aktionären.....	245
IV. Keine spezialgesetzliche Haftung (zu erwarten)	251
V. Keine Auswirkungen auf Beschlüsse	252
C. Zwischenergebnis zum Vierten Teil	253
Fünfter Teil: Zusammentragung der Ergebnisse	255
A. Ergebnis 1.....	255
B. Ergebnis 2.....	256
C. Ergebnis 3.....	258
D. Ergebnis 4.....	259
Literaturverzeichnis	263

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	X
Einleitung.....	1
A. Anlass der Untersuchung	2
B. Forschungsfrage und Ziel der Untersuchung	7
C. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes.....	11
D. Gang der Untersuchung.....	15
Erster Teil: Verknüpfung institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater im ESG-Lichte.....	17
A. Institutionelle Investoren als Hauptakteure des Kapitalmarkts.....	17
I. Begriff der institutionellen Investoren	17
II. Zunehmender Einfluss institutioneller Investoren	19
1. Zunahme des institutionell verwalteten Vermögens.....	19
2. Geringe Hauptversammlungspräsenz	20
B. Wachsender Einfluss der Stimmrechtsberater	22
I. Grundlegendes zur Stimmrechtsberatung.....	22
1. Gegenstand der Stimmrechtsberatung	22
2. Einfluss der Stimmrechtsberater auf das Abstimmungsverhalten	24
II. Zunahme der Stimmrechtsberatung	27
1. Institutionelle Investoren als Hauptkunden	27
2. Gründe für die Beauftragung von Stimmrechtsberatern.....	28
a. Globalisierung	28
b. Diversifikation der Portfolios.....	30
c. Kosteneffizienz	30
d. Treuhänderische Pflichten der Finanzintermediäre	31
C. Anstieg des Sustainable Shareholder Activism.....	32
I. Definition und Abgrenzung vom Shareholder Activism	35
II. Gründe für den Nachhaltigkeitsaktivismus institutioneller Investoren	37
1. Transparenzpflichten	39
2. Klimaschutz als Anlagestrategie.....	42
III. Auswirkungen auf die Stimmrechtsberatung.....	45
IV. Vorteile der Stimmrechtsberatung in ESG-Belangen.....	47
1. Kompensation fehlenden Fachwissens	47
2. Abschwächung der rationalen Apathie	48
D. Zwischenergebnis zum Ersten Teil	49
Zweiter Teil: Möglichkeiten klimaaktivistischer Aktionäre in der Hauptversammlung	51
A. Zuständigkeit der Hauptversammlung in Klimaangelegenheiten?	51
I. Klimaschutz als Geschäftsführungsangelegenheit	51
II. Keine ungeschriebene Kompetenz der Hauptversammlung in Klimaangelegenheiten....	52
III. Zwischenergebnis	54

B. Kompetenzen der Hauptversammlung zur Verstärkung des Klimaschutzes	54
I. „Klassische“ Beschlussgegenstände als Einfallstor für klimabewusste Aktionäre	55
1. Bestellung und Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern	55
2. Gewinnverwendung	59
3. Vergütung des Vorstandes	60
a. Nachhaltigkeitsfaktoren in der Vorstandsvergütung	61
b. Rechtliche Unverbindlichkeit und faktische Wirksamkeit des Say on Pay- Beschlusses	63
c. Zwischenergebnis	65
4. Entlastung des Vorstandes und des Aufsichtsrats	65
5. Vertrauensentzug des Vorstandes	68
6. Satzungsänderungen	69
a. Corporate Purpose-Klauseln und Unternehmensgegenstand	69
b. Andere Satzungsbestandteile	73
c. Zwischenergebnis	74
7. Vorlage des Jahres-/Konzernabschlusses	75
8. Kapitalmaßnahmen	76
9. Strukturmaßnahmen	76
10. Zwischenergebnis	78
II. Der Say on Climate-Beschluss	79
1. Ursprünge	79
2. Nutzen für Sustainable Shareholder Activists	81
a. Say on Climate auf Aktionärsinitiative?	81
b. Say on Climate auf Vorstandsinitiative	84
aa. (Un-)Verbindlichkeit des Say on Climate auf Vorstandsinitiative	84
bb. <i>De lege lata</i> nur Vorlage im Ermessen des Vorstandes	86
(1) Erwartungshaltung der Anleger	87
(2) Zumutbarer Mehraufwand aufgrund nichtfinanzieller Berichterstattung	89
(3) Aktionärsdialog	90
(4) Zwischenergebnis	91
cc. Zwischenergebnis	92
c. Zwischenergebnis	92
3. Zwischenergebnis	93
III. Zwischenergebnis	93
C. Zwischenergebnis zum Zweiten Teil	93
Dritter Teil: Verstärkung des Klimaschutzes durch Stimmrechtsberater	95
A. Anknüpfungspunkte	95
I. Stimmrecht des beratenen Aktionärs	95
II. Faktische Möglichkeiten	97
1. Kundenkonzentration	98
2. Veröffentlichung konkreter Abstimmungsempfehlungen	99

3. Veröffentlichung der Abstimmungsrichtlinien.....	101
4. Zwischenergebnis	103
III. Zwischenergebnis	103
B. Status Quo des Klimaschutzes in ISS- und Glass Lewis-Abstimmungsrichtlinien	104
I. ISS.....	105
II. Glass Lewis.....	108
III. Auswertung des Status Quo.....	110
IV. Intensivierungsmöglichkeiten.....	112
C. Zwischenergebnis zum Dritten Teil	114
Vierter Teil: Schranken und Haftungsrisiken der klimaengagierten	
Stimmrechtsberatung	116
A. Schranken der klimaengagierten Stimmrechtsberatung.....	116
I. Aktienrechtliche Schranken.....	116
1. §§ 134a ff. AktG	117
a. Räumlicher Anwendungsbereich (§ 134a Abs. 2 Nr. 3 AktG)	117
b. Schranken durch Kodex (§ 134d Abs. 1 AktG)	120
c. Veröffentlichungspflichten (§ 134d Abs. 2 AktG)	123
d. § 135 AktG.....	125
aa. Handeln im Interesse des Aktionärs	125
(1) Inhalt des Aktionärsinteresses	126
(a) Interesse eines Durchschnittsaktionärs	126
(aa) Klimaschutz als hypothetisches Interesse eines	
Durchschnittsaktionärs?	126
(bb) Zwischenergebnis	131
(b) Konkretes Aktionärsinteresse	131
(c) Zwischenergebnis	132
(2) Übertragung in die Praxis	132
(a) Erster Fall: Aktionär ohne geäußerte Position zum Klimaschutz.....	133
(b) Zweiter Fall: Klimabewusster Aktionär	133
(c) Dritter Fall: Anti-ESG-Aktionär.....	134
(d) Zwischenergebnis	136
bb. Vermeidung von Interessenkonflikten	137
cc. Konsequenzen bei einem Verstoß gegen § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG.....	139
dd. Zwischenergebnis	140
2. Informationeller Gleichbehandlungsgrundsatzes (§§ 53a, 131 Abs. 4 AktG).....	140
3. Übertragung des Gleichbehandlungsgrundsatzes nach Ziff. 6.1. S. 2 DCGK.....	142
4. Übertragung der Verschwiegenheitspflicht (§ 93 Abs. 1 S. 3 AktG).....	143
5. Zwischenergebnis	144
II. Übertragung kapitalmarktrechtlicher Schranken	145
1. Beteiligungspublizität (§ 33 Abs. 1 S. 1 WpHG)	145
a. Zurechnung nach § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 WpHG	146

b. Zurechnung nach § 34 Abs. 2 S. 1 WpHG.....	148
aa. Zurechnung zum Stimmrechtsberater	149
bb. Zurechnung der beratenen Aktionäre untereinander.....	151
cc. Zwischenergebnis	154
c. Zwischenergebnis.....	155
2. Pflichten nach § 35 Abs. 1, Abs. 2 WpÜG	155
3. Insiderrecht	156
4. Zwischenergebnis	158
B. Haftung für eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung	158
I. Haftung gegenüber dem beratenen Aktionär	159
1. Vertraglicher Schadensersatz (§ 280 Abs. 1 BGB)	159
a. Anwendbares Recht	159
b. Natur des Stimmrechtsberatungsvertrags.....	162
aa. Kein Geschäftsbesorgungsvertrag	162
bb. Abgrenzung zwischen Werkvertrag und Dienstvertrag	164
cc. Zwischenergebnis	165
c. Pflichtverletzung	166
aa. Mangelhafte Stimmrechtsempfehlung	166
(1) Maßstab der „Warentest-Rechtsprechung“	167
(a) Neutralität	168
(b) Objektivität	169
(c) Sachkunde.....	171
(2) Zwischenergebnis	172
bb. Nachweisbarkeit der Pflichtverletzung	172
(1) Nachweisbarkeit der Missachtung des Aktionärsinteresses	173
(a) Keine Beweislastumkehr	174
(b) Deep Uncertainty bei Prognosen mit Klimabezug	175
(c) Zwischenergebnis	178
(2) Nachweisbarkeit anderer Mängel	178
cc. Zwischenergebnis	179
d. Vertretenmüssen.....	180
aa. Verschuldensmaßstab	180
bb. Keine vertragliche Haftungsbeschränkung	184
cc. Haftungsbegründende Kausalität	186
dd. Zwischenergebnis	186
e. (Vermögens-)Schaden des beratenen Aktionärs	187
aa. Beratervergütung.....	187
bb. Niedrigere Dividendenausschüttung.....	188
cc. Belastung mit Schadensersatzpflicht	189
(1) Haftung des Aktionärs wegen Verletzung der Treuepflicht (§ 280 Abs. 1 S. 1 BGB).....	190

(2) Haftung des Aktionärs nach § 117 AktG	192
(3) Haftung des Aktionärs nach § 242 BGB	194
(4) Haftung des Aktionärs nach § 826 BGB	194
(5) Zwischenergebnis	195
dd. Wertverlust der Beteiligung an der Gesellschaft	195
ee. Gewinnverlust des institutionellen Investors	196
ff. Zwischenergebnis	197
f. Haftungsausfüllende Kausalität	197
aa. Äquivalenz und Adäquanz	197
bb. Schutzzweck der Norm	200
(1) Psychisch vermittelte Kausalität: Stimmrechtsausübung	200
(2) Dazwischentreten eines Dritten: Vorstandshandeln	201
(3) Zwischenergebnis	202
g. Mitverschulden	203
h. Zwischenergebnis	203
2. Deliktische Haftung	204
a. Anwendbares Recht	204
b. § 823 Abs. 1 BGB	205
c. § 823 Abs. 2 BGB	206
aa. Schutzgesetz	206
(1) § 134d AktG	206
(2) § 135 AktG	207
bb. Weitere Voraussetzungen	208
cc. Zwischenergebnis	208
d. § 824 BGB	208
e. § 826 BGB	211
aa. Schädigungsvorsatz	211
bb. Sittenwidrigkeit	211
cc. Zwischenergebnis	213
f. Zwischenergebnis	213
3. Zwischenergebnis	214
II. Haftung gegenüber der Gesellschaft	214
1. Verletzung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht	214
2. Vertragsähnliche Haftung	216
a. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	216
aa. Anwendbares Recht	216
bb. Leistungsnähe	217
cc. Gläubigernähe	219
(1) Keine Gläubigernähe bei gegenläufigen Interessen	219
(2) Keine Übertragung der Grundsätze der Expertenhaftung	220
(3) Zwischenergebnis	222

dd. Erkennbarkeit	222
ee. Schutzbedürftigkeit	222
ff. Zwischenergebnis	224
b. Sachwalterhaftung (§§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 3 S. 2 BGB).....	224
c. Zwischenergebnis.....	225
3. Deliktische Ansprüche.....	225
a. Anwendbares Recht	226
b. § 823 Abs. 1 BGB.....	226
aa. Haftungsbegründender Tatbestand	226
(1) Verhalten des Stimmrechtsberaters	227
(2) Rechtsgutsverletzung	228
(a) Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb	228
(b) Allgemeines Persönlichkeitsrecht der Gesellschaft.....	230
(3) Haftungsbegründende Kausalität.....	231
(4) Rechtswidrigkeit	231
(5) Verschulden	234
(6) Zwischenergebnis	235
bb. Haftungsausfüllender Tatbestand.....	236
(1) Schaden.....	236
(2) Haftungsausfüllende Kausalität	237
(3) Vorteilsanrechnung und zeitliche Dimension des Schadens	239
(4) Zwischenergebnis	240
cc. Zwischenergebnis	241
c. § 823 Abs. 2 BGB.....	241
d. § 117 Abs. 1 AktG	242
e. § 824 BGB	244
f. § 826 BGB	244
g. Zwischenergebnis.....	244
4. Zwischenergebnis	245
III. Haftung gegenüber anderen Aktionären	245
1. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter.....	245
a. Anwendbares Recht	245
b. Leistungsnähe.....	246
c. Gläubignähe	247
d. Erkennbarkeit	249
e. Schutzbedürftigkeit	249
f. Weitere Voraussetzungen	250
g. Zwischenergebnis.....	250
2. Deliktische Haftung	251
3. Zwischenergebnis	251
IV. Keine spezialgesetzliche Haftung (zu erwarten)	251

V. Keine Auswirkungen auf Beschlüsse	252
C. Zwischenergebnis zum Vierten Teil	253
Fünfter Teil: Zusammentragung der Ergebnisse	255
A. Ergebnis 1.....	255
B. Ergebnis 2.....	256
C. Ergebnis 3.....	258
D. Ergebnis 4.....	259
Literaturverzeichnis	263

Abkürzungsverzeichnis

A. A.	Anderer Auffassung
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a. F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
AGM	Annual General Meeting
AI	Artificial Intelligence
AktG	Aktiengesetz
AktG-E	Entwurf eines Aktiengesetzes
AR	Aufsichtsrat
ARRL	Aktionärsrechte-Richtlinie
ARRL II	Zweite Aktionärsrechte-Richtlinie
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechte-Richtlinie
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der Zweiten Aktionärsrechte-Richtlinie
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BCG	Boston Consulting Group
Bd.	Band
BdW	Blätter der Wohlfahrtspflege
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BPP	Best Practice Principles for Shareholder Voting Research
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache

BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
bzw.	beziehungsweise
°C	Grad Celsius
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CB	Compliance Berater
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CEO	Chief executive officer
CMS	CMS Hasche Sigle (Cameron - McKenna - Hasche Sigle)
CNN	Cable News Network
CO ₂	Kohlenstoffdioxid
Corp.	Corporation
CSDDD	Corporate Sustainability Due Diligence Directive
CSDDD-E	Entwurf der Corporate Sustainability Due Diligence Directive
CSR	Corporate Social Responsibility
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	DER BETRIEB
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Dass.	Dasselbe
Ders.	Derselbe
Dies.	Dieselbe(n)
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband
DJT	Deutscher Juristentag
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DStR	Deutsches Steuerrecht
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
EBA	European Union Banking Authority
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortization
ECL	European Company Law

ECFR	European Council on Foreign Relations
ECLI	European Case Law Identifier
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
EMEA	Europe, the Middle East and Africa
ESG	Environmental Social Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRS	European Sustainability Reporting Standards
<i>et al.</i>	<i>et altera</i>
ETF	Exchange Traded Funds
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EuGVVO	Verordnung (EG) 44/2001
EuR	Zeitschrift für Europarecht
EUR	Euro
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
e. V.	Eingetragener Verein
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EY	Ernst & Young
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende Seite
ff.	folgende Seiten
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen
GAO	United States Government Accountability Office
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	GmbH & Compagnie Kommanditgesellschaft
Grds.	Grundsatz
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

HGB	Handelsgesetzbuch
h. M.	herrschende Meinung
HP	Hewlett-Packard
Hs.	Hauptsatz
HV	Hauptversammlung
ICS	ISS Corporate Solutions
i. d. F.	in der Fassung
i. d. R.	in der Regel
IIGCC	The Institutional Investors Group on Climate Change
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporation
IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change
IPR	Internationales Privatrecht
IPRax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
IR	Investor Relations
IRRC	Investor Responsibility Research Center
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
i. S. d.	im Sinne des
IT	Information Technology
i. V. m.	in Verbindung mit
ISS	Institutional Shareholder Services
JZ	JuristenZeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KG	Kammergericht
KlimaRZ	Zeitschrift für materielles und prozessuales Klimarecht
KlimR	Klima und Recht
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KPI	Key Performance Indicators
KSG	Bundes-Klimaschutzgesetz

LG	Landgericht
lit.	<i>litera</i>
LkSG	Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz
Ltd.	Limited
M&A	Mergers & Acquisitions
m. Anm.	mit Anmerkung
MDAX	Mid-Cap-DAX
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NBIM	Norges Bank Investment Management
NFRD	Non-Financial Reporting Directive
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report
No.	Nummer
Nr.	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NStZ-RR	Neue Zeitschrift für Strafrecht Rechtsprechungs-Report
N.V.	Naamloze Vennootschap
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o. ä.	oder ähnlich
OECD	The Organisation for Economic Co-operation and Development
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
OLGZ	Entscheidungen der Oberlandesgerichte in Zivilsachen
PIRC	Pensions & Investment Research Consultants Ltd.
PRI	Principles for Responsible Investment
PWC	PricewaterhouseCoopers International Limited

RegE	Gesetzesentwurf der Bundesregierung
RefE	Referentenentwurf
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
S.	Seite
s.	siehe
S.A.	Société Anonyme
S&P	Standard and Poor's
SBTi	Science Based Targets Initiative
SDAX	Small-Cap-DAX
SE	Societas Europaea
sog.	sogenannt(e)
SRD2	Shareholder Rights Directive II
SRI	Socially Responsible Investing
StGB	Strafgesetzbuch
TCFD	Task Force on Climate-Related Financial Disclosures
TLJ	Transatlantic Law Journal
TOP	Tagesordnungspunkt
u. a.	und andere / unter anderem
UK	United Kingdom
UN	United Nations
UmwG	Umwandlungsgesetz
US	United States
USA	United States of America
v.	von / vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
Vgl.	Vergleiche

VGR	Wissenschaftliche Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht e. V.
VO	Verordnung
Vol.	Volume
vs.	versus
WM	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Bankrecht
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpIG	Wertpapierinstitutsgesetz
WpÜG	Wertpapierübernahmegesetz
WWF	World Wildlife Fund
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZCG	Zeitschrift für Corporate Governance
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZfU	Zeitschrift für Umweltpolitik & Umweltrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPG	Zeitschrift für das Recht der Personengesellschaften
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZUR	Zeitschrift für Umweltrecht
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Einleitung

Der anthropogene Klimawandel ist eines der zentralen Probleme des 21. Jahrhunderts.¹ Es ist wissenschaftlich belegt, dass sich das Klimasystem unserer Erde seit Beginn der Industrialisierung erwärmt hat und dass diese Erwärmung hauptsächlich durch erhöhte Treibhausgaskonzentrationen verursacht wird.² Dabei sind Großunternehmen die – mit Abstand – größten Treibhausgasemittenten.³ Allein die deutschen DAX 40-Konzerne emittierten im Jahr 2023 neun Prozent der weltweiten Treibhausgase (3,5 Milliarden Tonnen von weltweit 37,6 Milliarden Tonnen).⁴ So wird der Klimawandel als das größte Marktversagen, das die Welt je gesehen habe, bezeichnet.⁵

In der Folge sind in den letzten Jahrzehnten insbesondere der Einfluss der Wirtschaft auf den Klimawandel (sog. Inside-Out-Perspektive) sowie die Auswirkungen des Klimawandels auf die Wirtschaft (sog. Outside-In-Perspektive) zunehmend (auch) in den rechtswissenschaftlichen Fokus gerückt.⁶ Mit dem Pariser Klimaabkommen⁷ haben sich am 12. Dezember 2015 insgesamt 197 Industrie-, Schwellen- und Entwicklungsländer erstmals verbindlich verpflichtet, die Erderwärmung auf deutlich unter 2 Grad Celsius, idealerweise auf 1,5 Grad Celsius, verglichen mit dem vorindustriellen Niveau zu begrenzen, um die Risiken und Auswirkungen des Klimawandels deutlich zu reduzieren.⁸

¹ Weller, Gutachten F zum 74. Deutschen Juristentag Stuttgart 2024, F11; Ockenfels/Rostalski, KlimR 2024, 258; Rodi/Kalis, KlimR 2022, 5; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 5.

² IPCC, Klimawandel 2021, Naturwissenschaftliche Grundlagen, Beitrag von Arbeitsgruppe I zum Sechsten Sachstandsbericht, Zusammenfassung für die politische Entscheidungsfindung, Schlüsselerkenntnis A.4.1.

³ Allein 20 Unternehmen waren für 35 Prozent des weltweiten Treibhausgasausstoßes zwischen 1965 und 2017 verantwortlich, Climate Accountability Institute, Carbon Majors: Update of Top Twenty Companies 1965-2017, Press Release, 9. Oktober 2019. 71 Prozent der zwischen 1988 und 2015 globalen industriellen Treibhausgase ist allein auf 100 Unternehmen weltweit zurückzuführen, CDP, The Carbon Majors Report 2017, Juli 2017, S. 8. In Deutschland produzierten im Jahr 2022 lediglich 30 Industrieanlagen acht Prozent der gesamten Treibhausgasemissionen, WWF/Öko-Institut e. V., Dirty Thirty – Emissionen des Industriesektors in Deutschland, Mai 2023, S. 7.

⁴ Die Angabe bezieht sich auf die Scopes 1 bis 3, EY, Auswertung der Nachhaltigkeitsberichterstattung der DAX-40-Unternehmen für das Geschäftsjahr 2023, öffentlich abrufbare Zusammenfassung vom 16. August 2024.

⁵ Stern, The Economics of Climate Change: The Stern Review, 2007, S. 27; diese Feststellung hat noch immer aktuelle Bedeutung, siehe etwa Schön, ZfPW 2022, 207, 223.

⁶ Kehrel, Sustainable Finance, 2023, S. 40 f.; siehe dazu auch die sogleich vorgestellten legislativen Maßnahmen der Europäischen Union.

⁷ United Nations, Paris Agreement, 12. Dezember 2015.

⁸ Art. 2 Abs. 1 lit. (a) des Pariser Klimaabkommens.

Bis 2050 soll dementsprechend die Treibhausgasneutralität aller Staaten erreicht werden.⁹ Zur Umsetzung dieser Ziele entwickelte die Europäische Union (EU) mit dem European Green Deal eine Wachstumsstrategie,¹⁰ die insbesondere durch das Maßnahmenpaket „Fit für 55“ flankiert wird, welches die Klimaziele des Grünen Deals in zahlreichen Rechtsakten verankert.¹¹ Als Teil dessen sieht die EU in ihrem Europäischen Klimagesetz¹² als Zwischenziel die Senkung der Treibhausgasemissionen bis 2030 um mindestens 55 Prozent vor und verpflichtet die Mitgliedstaaten zur Klimaneutralität bis 2050.¹³ Dabei setzt die EU in Art. 2 Abs. 1 ihres Klimaschutzgesetzes die Klimaneutralität mit der Treibhausgasneutralität gleich. Deutschland geht mit seinem Bundes-Klimaschutzgesetz (KSG)¹⁴ noch über die europäischen Ziele hinaus. Auf nationaler Ebene sieht § 3 Abs. 1 KSG die Emissionsreduktion bis zum Jahr 2030 um mindestens 65 Prozent und bis zum Jahr 2040 um mindestens 88 Prozent vor. Bereits im Jahr 2045 soll in Deutschland gemäß § 3 Abs. 2 KSG die Netto-Treibhausgasneutralität und nach 2050 sollen sogar negative Treibhausgasemissionen erreicht werden.

A. Anlass der Untersuchung

Bislang geltende Normen instaurieren keine unmittelbaren Klimaschutzverpflichtungen für Unternehmen selbst.¹⁵ Der Gesetzgeber hat bisher eine

⁹ Art. 4 Abs. 1 des Pariser Klimaabkommens.

¹⁰ Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Der europäische Grüne Deal, Brüssel, 11. Dezember 2019, COM(2019) 640 final, S. 2; *Weller/Fischer*, ZIP 2022, 2253, 2255.

¹¹ Detaillierte Informationen zum Paket „Fit für 55“ finden sich auf der Seite des Europäischen Rats und des Rats der Europäischen Union: <https://www.consilium.europa.eu/de/policies/green-deal/fit-for-55-the-eu-plan-for-a-green-transition/#package> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

¹² Verordnung (EU) 2021/1119 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Juni 2021 zur Schaffung des Rahmens für die Verwirklichung der Klimaneutralität und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 401/2009 und (EU) 2018/1999, ABl. L 243/1.

¹³ Art. 2 Abs. 1 des Europäischen Klimaschutzgesetzes; siehe auch Rat der EU, „Fit für 55“: Rat verabschiedet wichtige Rechtsakte zur Verwirklichung der Klimaziele für 2030, Pressemitteilung vom 25. April 2023; *Weller/Hößl/Seemann*, ZGR 2024, 180, 199; *Schlacke/Köster/Thierjung*, EuZW 2021, 620 ff.

¹⁴ Bundes-Klimaschutzgesetz vom 12. Dezember 2019, BGBl. I S. 2513, das durch Art. 1 des Gesetzes vom 18. August 2021, BGBl. I S. 3905, geändert worden ist.

¹⁵ Sowohl das Pariser Klimaabkommen als auch die Rechtsakte der Europäischen Union verpflichten nur die Staaten dazu, Maßnahmen zu ergreifen, die die Umsetzung der Klimaziele gewährleisten. Auch im nationalen Recht werden private Unternehmen *in puncto* Klimaschutz bislang nicht selbst adressiert. So werden private Unternehmen durch das KSG nicht dazu verpflichtet, Maßnahmen für die Erreichung der Klimaneutralität zu ergreifen.

lediglich mittelbare Verhaltenssteuerung der Unternehmensverantwortlichen bevorzugt.¹⁶ Im Rahmen des European Green Deals erarbeitete die Kommission eine Sustainable-Finance-Strategie für ein nachhaltiges Finanzwesen, mit der Kapitalflüsse hin zu nachhaltigen Wirtschaftstätigkeit gelenkt werden sollen.¹⁷ Im Jahr 2018 veröffentlichte die EU diesbezüglich den „Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums“¹⁸, der u. a. ein EU-weit einheitliches Klassifikationssystem für nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten vorsieht.¹⁹ Die darauf fußende Taxonomie-Verordnung²⁰ verpflichtet Unternehmen zur Veröffentlichung, wie und in welchem Umfang die Tätigkeiten des Unternehmens mit Wirtschaftstätigkeiten verbunden sind, die als ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten im Sinne der Taxonomie-Verordnung

Insbesondere enthält das KSG lediglich Höchstemissionsmengen für verschiedene Wirtschaftssektoren, ohne konkrete Pflichten für entsprechende sektorenangehörige Unternehmen vorzusehen (Anl. 2 zu § 4); Begr. RegE KSG, BT-Drucks. 19/14337, S. 18 („Das Gesetz verpflichtet die öffentliche Hand, entfaltet hingegen keine Rechtswirkung für Private.“); hierzu auch *Steuer*, ZIP 2023, 13, 18; *Weller/Fischer*, ZIP 2022, 2253, 2255 mit Fn. 36. Das Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz (LkSG) vom 16. Juli 2021 normiert zwar auch für in Deutschland ansässige Unternehmen Pflichten in Bezug auf umweltbezogene Risiken. Diese umfassen *per definitionem* jedoch keine Risiken in Bezug auf den Klimawandel, denn das Pariser Klimaabkommen wurde in der abschließenden Liste der für das LkSG relevanten Umweltübereinkommen nicht aufgenommen, *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 27; *Steuer*, ZIP 2023, 13, 18.

¹⁶ *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S. 135; *Hell*, Offenlegung nichtfinanzieller Informationen, 2020, 96 f.; *Koch*, in: ders., AktG, § 76 Rn. 86 (Vorgaben zur Unternehmensberichterstattung als „mittelbare Wirkungspfade“ für ESG-Belange); *Bachmann*, ZGR 2018, 231, 233; *Ehrl*, NZG 2021, 1521, 1522; *Fleischer*, AG 2017, 509, 522; *Holle*, ZHR 188 (2024), 98, 100; *Koch*, AG 2023, 553 Rn. 23; *Krause*, ZHR 2023, 581, 586 f.; *Nietsch*, CCZ 2023, 61, 63; *Simons*, ZGR 2018, 316, 322 ff.; *Steuer*, ZIP 2023, 13, 17; *Habersack*, AcP 2022, 594, 629; *Velte*, DSr 2022, 440; *Weller/Fischer*, ZIP 2022, 2253, 2255 f.; *Weller/Höbl/Seemann*, ZGR 2024, 180, 188; *Paefgen*, in: FS Seibert, 2019, 629, 650 f.; *Durner*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 8 Rn. 3; *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 60; *Veil*, in: ders., Kapitalmarktrecht, § 2 Rn. 41; weitergehend hingegen *Schön*, ZfPW 2022, 207, 256 „materielle Pflicht [...] das Gemeinwohl – namentlich den Kampf gegen die Klimakatastrophe – zu unterstützen“; kritisch zur Wirksamkeit der Verhaltenssteuerung *Kolter*, Nachhaltigkeit durch Transparenz, 2023, S. 65 ff.

¹⁷ Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Strategie zur Finanzierung einer nachhaltigen Wirtschaft, 6. Juli 2021, COM(2021) 390 final, S. 1 ff.; hierzu auch *Kaufhold*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 14 Rn. 14.

¹⁸ Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, 8. März 2018, COM(2018) 97 final.

¹⁹ Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, Brüssel, 8. März 2018, COM(2018) 97 final, S. 5; ausführlich hierzu auch *Möslein/Mittwoch*, WM 2019, 481 ff.

²⁰ Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, ABl. L 198/13.

eingestuft werden.²¹ Durch diese Taxonomie sollen Anleger mithilfe klarer Aussagen über die wirtschaftliche Tätigkeit eine informierte Entscheidung über ihre Investitionen treffen können und dadurch Investitionen in eine nachhaltige Tätigkeit erleichtert werden.²² Daran ansetzend sind die nachhaltigkeitsbezogenen Publizitätspflichten der Offenlegungsverordnung²³, nach denen Finanzmarktteilnehmer über Nachhaltigkeitsauswirkungen und -risiken ihrer Anlagetätigkeiten informieren müssen.²⁴ Ein weiteres Kernstück der Sustainable Finance ist die am 5. Januar 2023 in Kraft getretene Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)²⁵, nach der sämtliche Unternehmen, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt der Europäischen Union zugelassen sind,²⁶ in ihrem Lagebericht oder einem gesondertem Nachhaltigkeitsbericht Angaben aufnehmen müssen, die für das Verständnis der Auswirkungen der Unternehmenstätigkeiten auf Nachhaltigkeitsaspekte sowie von Nachhaltigkeitsaspekten auf den Geschäftsverlauf, das Geschäftsergebnis und die Lage des Unternehmens erforderlich sind.²⁷ So sind gemäß Art. 19 Abs. 2 lit. b) CSRD Pläne offenzulegen, mit denen die

²¹ Art. 8 Abs. 1 Taxonomie-Verordnung. Die Veröffentlichungspflicht betrifft alle Unternehmen, die nichtfinanzielle Angaben nach Artikel 19a oder Artikel 29a der sog. Bilanzrichtlinie veröffentlichen müssen, mithin sämtliche Unternehmen, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt der Europäischen Union zugelassen sind, siehe Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen und zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates, ABl. L 182/19 (Bilanzrichtlinie).

²² Taxonomie-Verordnung, Erwägungsgründe 6 und 11.

²³ Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, ABl. L 317/1.

²⁴ Finanzmarktteilnehmer müssen darüber informieren, welche nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen ihre Anlagetätigkeit hat (wobei diese Tätigkeit sowohl die eigene sowie die dadurch finanzierten Unternehmungen umfasst), zum anderen müssen sie darüber informieren, welchen Nachhaltigkeitsrisiken ihre angebotenen Finanzprodukte ausgesetzt sind, Art. 4, Art. 7 Offenlegungsverordnung zu den Nachhaltigkeitsauswirkungen; Art. 3, Art. 4 und Art. 6 Offenlegungsverordnung zu den Nachhaltigkeitsrisiken; dazu auch *Weller/Hößl/Seemann*, ZGR 2024, 180, 191.

²⁵ Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, ABl. L 322/15. Die CSRD geht zurück auf die zwei Richtlinien, die bereits vor dem European Green Deal bestanden: auf die o.g. Bilanzrichtlinie sowie auf ihrer Nachfolgerin, Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen, ABl. L 330/1 (Non-Financial Reporting Directive, NFRD).

²⁶ Ausgenommen sind lediglich Kleinstunternehmen, Art. 1 Nr. 4 CSRD i. V. m. Art. 19a Abs. 1, Art. 2 Nr. 1 Bilanzrichtlinie; Erwägungsgrund 17 und 21 CSRD.

²⁷ Art. 19a Abs. 1 Bilanzrichtlinie. Zu dieser sog. doppelten Wesentlichkeit *Rogg/Rothenburg*, NZG 2024, 1349 Rn. 9 f.; *Schön*, ZfPW 2022, 207, 235; *Velte*, DStR 2023, 2358, 2361.

Vereinbarkeit des Geschäftsmodells und der Geschäftsstrategie mit dem Ziel der Begrenzung der Erderwärmung auf 1,5 Grad Celsius sowie des Erreichens der Klimaneutralität bis 2050 im Einklang stehen.²⁸ National umgesetzt werden die Nachhaltigkeitsberichtspflichten in den §§ 289b ff. sowie § 315b ff. HGB.²⁹ Dadurch müssen die Verwaltungen großer Kapitalgesellschaften in der nichtfinanziellen Erklärung als Teil des Lageberichts bzw. in dem gesonderten nichtfinanziellen Bericht gemäß §§ 289c Abs. 2 Nr. 1, Abs. 3, 289b Abs. 3 Nr. 1 HGB auch über ihre Klimaschutzaktivitäten berichten.³⁰

Die mittelbare Verhaltenssteuerung über Transparenzpflichten führt zwar dazu, dass sich Unternehmen oftmals selbst Klimaschutz- und Emissionsreduktionsziele stecken, um ihren Berichtspflichten eine gewisse Substanz zu verleihen.³¹ Dieser Nudging-Effekt³² und die damit einhergehende extrinsisch motivierte Selbstauflegung von Zielen scheinen aber nicht ausreichend verbindlich zu sein, da zahlreiche Unternehmen ihre eigens gesteckten Klimaziele Jahr für Jahr verfehlen.³³ In der Folge schrauben immer mehr Konzerne ihre eigenen Klimaziele wieder herunter.³⁴ Bei den derzeitigen Bemühungen der Unternehmen ist die Begrenzung der globalen Erderwärmung auf 1,5 Grad Celsius nicht mehr erreichbar.³⁵ Bis 2030 wäre laut Weltklimarat

²⁸ Siehe dazu auch CSRD, Erwägungsgrund 30.

²⁹ Die Berichtspflichten gelten bereits seit der Umsetzung der Vorgängerrichtlinie, RegE CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 18/9982, S. 8 ff. Monografisch dazu *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S. 121 ff.; *Hell*, Offenlegung nichtfinanzieller Informationen, 2020, S. 129. Die Umsetzung der CSRD in nationales Recht hätte bis zum 6. Juli 2024 vorgenommen werden sollen (Art. 5 Abs. 1 CSRD). Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der CSRD (BT-Drucks. 20/12787) wurde zuletzt am 16. Oktober 2024 im Rechtsausschuss diskutiert. Weitere Informationen finden sich auf der Webseite des Deutschen Bundestages unter <https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2024/kw42-pa-recht-nachhaltigkeit-1023418> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

³⁰ *Kleindiek*, in: BeckOGK HGB, § 289c Rn. 33 ff.; *Ott*, NZG 2020, 99, 102; *Vetter*, AG 2023, 564, 573; ausführlich *Schön*, ZfPW 2022, 207, 230 ff.; *Wentrup*, in: MHdB GesR IV, § 19 Rn. 28.

³¹ Schon im Geschäftsjahr 2020 haben beinahe alle DAX 30-Unternehmen in ihrer nichtfinanziellen Erklärung ihre CO₂-Emissionen veröffentlicht und Maßnahmen zur Erreichung ihrer Emissionsreduktionsziele dargelegt, PWC, Klimaberichterstattung börsennotierter Unternehmen, Studie 2020; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 8.

³² *Koch*, AG 2023, 553 Rn. 22; *Fleischer*, AG 2017, 509, 522; *Seibt*, DB 2016, 2707; kritisch zum Nudging-Effekt durch Berichtspflichten *Kolter*, Nachhaltigkeit durch Transparenz, 2023, S. 331 ff, insb. S. 334 f.

³³ Laut einer aktuellen Studie haben nur 11 Prozent der untersuchten Unternehmen weltweit im Geschäftsjahr 2024 ihre eigenen Emissionsreduktionsziele eingehalten; im Geschäftsjahr 2023 waren es 14 Prozent, BCG/CO₂ AI, Boosting Your Bottom Line Through Decarbonization: Carbon Emissions Survey Report 2024, S. 2.

³⁴ *Fröndhoff/Witsch/Hubik u. a.*, Immer mehr Konzerne kappen Klimaziele – Was den Wandel bremst, Handelsblatt, 12. Juni 2024.

³⁵ Corporate Climate Responsibility Monitor, Assessing the Transparency and Integrity of Companies' Emission Reduction and Net-Zero Targets, April 2024, S. 17.

eine Reduzierung von 48 Prozent des CO₂-Ausstoßes erforderlich, während Unternehmen im Schnitt nur eine Reduzierung um 30 Prozent anpeilen.³⁶ Die Kassierung des prominenten Urteils der Rechtsbank Den Haag, welches den Ölkonzern Shell zu einer CO₂-Reduzierung um netto 45 Prozent im Vergleich zu 2019 verpflichtet hatte, mit dem Verweis auf die alleinige gesetzgeberische Zuständigkeit zur Schaffung konkreter Emissionsziele,³⁷ zeigt eindringlich den Spielraum, den Unternehmen derzeit im Hinblick auf ihre Klimaschutzbestrebungen haben.

Die EU hat den Mitgliedstaaten zwar in manchen Sektoren Möglichkeiten eröffnet, um gewissen Unternehmen Beschränkungen für ihre Geschäftstätigkeiten vorzugeben, wie etwa Grenzwerte für Fahrzeughersteller³⁸, die sich ab 2035 zu einem „Verbrennerverbot“ für Neufahrzeuge verdichten.³⁹ Erste tätigkeitsübergreifende Verhaltenspflichten für Unternehmen im Hinblick auf den Klimaschutz werden jedoch erst zukünftig durch die Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)⁴⁰ geschaffen.⁴¹ Neben der Aufstellung von Lieferkettenrechtlichen Regelungen zu Sorgfaltspflichten im Bereich der Menschenrechte und der Umwelt in den Art. 5 ff. CSDDD müssen die Mitgliedstaaten gemäß Art. 22 Abs. 1 CSDDD sicherstellen, dass die der CSDDD unterfallenden Unternehmen „einen Plan zur Minderung der Folgen des Klimawandels annehmen und umsetzen, mit dem gewährleistet werden soll, dass sie alles in ihrer Macht stehende tun, um ihr Geschäftsmodell und ihre Strategie mit dem Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft und

³⁶ Corporate Climate Responsibility Monitor, Assessing the Transparency and Integrity of Companies' Emission Reduction and Net-Zero Targets, April 2024, S. 17.

³⁷ Rechtsbank Den Haag – HA ZA 19-379, ECLI:NL:RBDHA:2021:5339 – *Milieudefensie et al. vs. Shell*; kassiert durch Gerichtshof Den Haag – 200.302.332/01, ECLI:NL:GHDHA:2024:2100.

³⁸ Verordnung (EU) 2019/631 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2019 zur Festsetzung von CO₂-Emissionsnormen für neue Personenkraftwagen und für neue leichte Nutzfahrzeuge und zur Aufhebung der Verordnungen (EG) Nr. 443/2009 und (EU) 510/2011, ABl. L 111/13; Verordnung (EU) 2019/1242 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019 zur Festlegung von CO₂-Emissionsnormen für neue schwere Nutzfahrzeuge und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 595/2009 und (EU) 2018/956 des Europäischen Parlaments und des Rates sowie der Richtlinie 96/53/EG des Rates, ABl. L 198/202.

³⁹ Verordnung (EU) 2023/851 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. April 2023 zur Änderung der Verordnung 2019/631 im Hinblick auf eine Verschärfung der CO₂-Emissionsnormen für neue Personenkraftwagen und für neue leichte Nutzfahrzeuge im Einklang mit den ehrgeizigeren Klimazielen der Union, ABl. L 110/5.

⁴⁰ Richtlinie (EU) 2024/1760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juni 2024 über die Sorgfaltspflichten von Unternehmen im Hinblick auf Nachhaltigkeit und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937 und der Verordnung (EU) 2023/2859, ABl. L.

⁴¹ Harbarth, AG 2022, 633 Rn. 20; Balke, AG 2023, 732 Rn. 13.

der Begrenzung der Erderwärmung auf 1,5 Grad Celsius, wie im Übereinkommen von Paris festgeschrieben, sowie mit dem Ziel, Klimaneutralität zu erreichen [...] in Einklang zu bringen“. Die CSDDD sollte ursprünglich gemäß Art. 37 bis Juli 2026 in nationales Recht umgesetzt werden, allerdings befürwortet die Europäische Kommission in ihrem sog. Omnibus-Paket jüngst eine Entlastung der Unternehmen im Nachhaltigkeitsbereich und schlug u. a. einen Umsetzungsaufschub der CSDDD bis Juli 2027 vor.⁴²

Die unmittelbaren Verhaltenspflichten aus der CSDDD gelten zudem gemäß Art. 2 Abs. 1 CSDDD nur für solche europäischen Unternehmen, die im letzten Geschäftsjahr durchschnittlich mehr als 1.000 Beschäftigte und einen weltweiten Nettoumsatz von mehr als 450 Millionen EUR erzielt haben oder die oberste Muttergesellschaft einer Gruppe sind, die diese Schwellenwerte im letzten Geschäftsjahr erreicht hat. Dadurch ist der Anwendungsbereich der klimabezogenen Verhaltenspflichten beschränkt.⁴³ Außerdem sieht die CSDDD keinerlei Konsequenzen für den Fall vor, dass ein Unternehmen keinen oder lediglich einen mangelhaften Klimafahrplan erarbeitet, sodass die Effektivität der klimabezogenen Verhaltenspflichten zweifelhaft erscheint.⁴⁴

B. Forschungsfrage und Ziel der Untersuchung

Aufgrund der derzeit noch nicht in deutsches Recht umgesetzten europäischen Vorgaben zu verhaltensbezogenen Klimaschutzpflichten sowie ihrer

⁴² European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards the dates from which Member States are to apply certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements, COM(2025) 80 final, Art. 2 Abs. 1.

⁴³ Ursprünglich sah Art. 2 CSDDD-E (Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Sorgfaltspflichten von Unternehmen im Hinblick auf Nachhaltigkeit und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937, COM(2022) 71 final) noch vor, dass europäische Unternehmen erfasst seien, die im Schnitt mehr als 500 Beschäftigte und einen weltweiten Nettoumsatz von mehr als 150 Millionen EUR im letzten Geschäftsjahr hatten sowie Unternehmen aus Branchen mit einem hohen Schadenspotenzial i. S. d. Art. 2 Abs. 1 lit. b) CSDDD-E mit mindestens 250 Mitarbeitern und einem weltweiten Nettoumsatz von über 40 Millionen EUR.

⁴⁴ Insbesondere da die Verknüpfung der variablen Vergütung an die Nachhaltigkeit des Unternehmens in Art. 15 Abs. 3 CSDDD-E ersatzlos gestrichen wurde, wird vertreten, dass die Nichterarbeitung eines Klimafahrplans für das Unternehmen und seine Leitung keine Konsequenzen haben, *Steuer*, ZIP 2023, 13, 23. Da außerdem das Haftungsregime des Vorstandes für Versäumnisse bezüglich des Klimaschutzes im Rahmen seiner Sorgfaltspflichten ersatzlos aus Art. 25 Abs. 1 CSDDD-E gestrichen wurde, verstärkt sich dieser Eindruck, *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 46. Zum ehemaligen Entwurf des Art. 25 CSDDD-E ausführlich *Fest*, AG 2023, 713.

angezweifelte Effektivität stellt sich die Frage nach weiteren Anreizen für mehr Klimaschutz in Unternehmen, die derweil anstelle gesetzlicher Vorgaben bestehen und diese nach Umsetzung der CSDDD flankieren können. Einen faktischen Anreiz bietet zunächst der Druck von Anlegern, die vermehrt Klimaengagement ihrer Anlageobjekte fordern.⁴⁵ So gaben in einer Studie des Deutschen Aktieninstituts (DAI) 85 Prozent der befragten Unternehmen an, dass sie die geänderte Erwartungshaltung von Investoren zu nachhaltigerem Wirtschaften motiviere.⁴⁶ Diese Erwartungshaltung steigert sich auch in Deutschland zunehmend zu einem Verhalten, das seit kurzem unter dem Begriff des Sustainable Shareholder Activism bekannt ist.⁴⁷ Er beschreibt das Phänomen, nach dem Minderheitsaktionäre versuchen, die Nachhaltigkeitsbestrebungen ihrer Beteiligungsgesellschaften zu beeinflussen.⁴⁸ Zu den Vertretern dieses Sustainable Shareholder Activism werden insbesondere institutionelle Investoren gezählt, die ihren Kunden wiederum nachhaltige Investmentmöglichkeiten anbieten möchten (bzw. müssen).⁴⁹ Der Nachhaltigkeitsaktivismus der Aktionäre fokussiert sich überwiegend auf Klimaschutzbestrebungen (insbesondere bezüglich des Erreichens der CO₂-Neutralität) und auf

⁴⁵ Beispielhaft genannt sei für diese Erwartungshaltung der „ESG Plan 2025“ der Amundi S.A., dem größten Vermögensverwalter Europas, der bis 2025 über 1000 Unternehmen u. a. durch entsprechendes Stimmverhalten zu mehr Treibhausgasemissionen bewegen möchte, Amundi S.A., New „ESG Plan 2025“, Pressemitteilung vom 8. Dezember 2021. Zum klimaengagierten Druck von Anlegern auch *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 1; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 5 ff., 56; *Rieckers*, DB 2023, 306 (310); kritisch zum Druck auf die Corporate Governance und „harte“ Vorgaben bezüglich des Klimaschutzes bevorzugend *Spindler*, NZG 2021, 994, 994.

⁴⁶ DAI/Hengeler Müller, ESG Study: Companies in the Transformation Process – Challenges and Opportunities of Sustainability, Mai 2022, S. 5.

⁴⁷ *Koch*, in: ders., AktG, § 119 Rn. 13d; *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S. 300; *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 1; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 4; *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1585; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 7; *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 62; ähnliche Begriffe bei *Vetter*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 82 („Environmental Shareholder Activism“); *Hell*, ZVglRWiss 119 (2020), 314, 317 („nachhaltigkeitsorientierter Aktionärsaktivismus“); *Link*, ZGR 2021, 904 („ESG-Aktivismus“); *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 7 („Shareholder Sustainability Activism“).

⁴⁸ *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 1; *Illert/Schneider*, DB-Beil 2/2022, 33; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 8; *Rieckers*, DB 2024, 439, 444; *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 62 f.

⁴⁹ Die IIGCC, eine Vereinigung von über 400 überwiegend institutionellen Investoren, veröffentlicht regelmäßig Positionspapiere, in denen die Erwartung ihrer Mitglieder in Bezug auf die Klimapolitik ihrer Anlageobjekte zum Ausdruck gebracht wird, siehe auf der Homepage der IIGCC <https://www.iigcc.org/resources/tag/position-paper> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025]; *Brellocks/Stark*, ZHR 185 (2021), 319, 325; *Dilenge*, BB 2023, 2819; *Ekkenga*, WM 2022, 1765; *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 1; *Fovaccia/Maier*, AG 2024, 148 Rn. 2; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 1; *Hell*, NZG 2019, 338, 339 f.; *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1585; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 8 ff.; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 7; *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 62 f.; *Velte*, DSStR 2022, 440, 441; *Vetter*, AG 2023, 564, 569; nach anderem Verständnis des Shareholder Activism können sogar nur institutionelle Aktionäre aktivistisch handeln, *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 342.

die Klimaresilienz der Geschäftsmodelle ihrer Beteiligungsgesellschaften.⁵⁰ Vereinzelt findet sich daher auch der Begriff des Climate Shareholder Activism als Unterströmung des Sustainable Shareholder Activism.⁵¹ Die Ursprünge dieses Klimaaktionärsaktivismus finden sich in den USA in den sog. Climate-Related Shareholder Proposals, während in Europa mit dem sog. Say on Climate der Grundstein gelegt wurde, aufgrund dessen Aktionäre die Unternehmensverwaltung zwingen können, umfassende Klimafahrpläne auszuarbeiten und zur Abstimmung der Aktionäre zu stellen.⁵²

Der Sustainable Shareholder Activism wird zunehmend auch in deutschen Gesellschaften beobachtet.⁵³ Sogar erste Say on Climate-Beschlüsse finden seit der Hauptversammlungssaison 2023 Eingang auf deutsche Tagesordnungen.⁵⁴ Der Markt rechnet mit einer weiteren Intensivierung des aktionärsseitigen Nachhaltigkeitsaktivismus,⁵⁵ nicht zuletzt aufgrund umfassender Transparenzpflichten der institutionellen Anleger und ihrer veränderten Anlagestrategien.⁵⁶ Da ein Großteil der institutionellen Investoren zur informierten Stimmrechtsausübung auf Stimmrechtsberater zurückgreift,⁵⁷ liegt es nahe, die Tätigkeit jener Stimmrechtsberater im Lichte des zunehmenden Sustainable Shareholder Activism als mögliche Verstärkung des Klimaengagements in Unternehmen zu untersuchen. Diese können mittels Beratung aktivistischer Aktionäre ihre Analyseergebnisse und Überzeugungen in die Hauptversammlung der Gesellschaft als Beratungsobjekt einspeisen, ohne selbst an dieser beteiligt zu sein.⁵⁸ Diese Verzahnung von Sustainable

⁵⁰ *Fest*, AG 2024, 269; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 1 ff.; *Koch*, AG 2023, 553 Rn. 39; *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 3.

⁵¹ *Laasch/Wernick*, Climate Change: Why Companies Should Embrace Disruptive Climate Activism, Harvard Business Review, 30. August 2024 zum deutschen Begriff des Klima-Aktionärsaktivismus *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1585.

⁵² Siehe Zweiter Teil, B.II.

⁵³ Diese Fälle werden in den entsprechenden Abschnitten im Zweiten Teil, B., behandelt.

⁵⁴ Siehe Zweiter Teil, B.II.

⁵⁵ Skadden/Mergermarket, *Activist Investing in Europe*, 2025, S. 15.

⁵⁶ Die Gründe werden im Zweiten Teil, C.II., dargestellt. Siehe auch *Fleischer*, DB 2022, 37, 42; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 8; *Velte*, DStR 2022, 440, 441; *Walden*, NZG 2020, 50, 58; allgemein wird erwartet, dass Shareholder Activism in den nächsten Jahren zunehmen wird, siehe die Studie von Skadden und Mergermarket, *Activist Investing in Europe*, 2025, S. 5; *Bunz*, NZG 2014, 1049; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49; *Rieckers*, DB 2023, 439, 444.

⁵⁷ S&P Market Intelligence/DIRK, *Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX in 2023*, Joint study, Juni 2024, S. 14; Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. L 132/1 (ARRL II), Erwägungsgrund 25; *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1588.

⁵⁸ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 251; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 5; *Koch*, in: ders., AktG, § 134d Rn. 2; *Hell*, NZG 2019, 338, 340; *Hell*, ECL 2019, 185, 186; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 384; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 295.

Shareholder Activism und Stimmrechtsberatung bietet das enorme Potenzial, zu einem außergesetzlichen Treiber des Kapitalmarktes in eine klimafreundlichere Richtung zu werden. Erste klimabewusste Abstimmungen in deutschen Hauptversammlungen wurden bereits durch Stimmrechtsberater unterstützt.⁵⁹ Einer der prominentesten Erfolge der Zusammenarbeit von institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern ist die Aufnahme von Nachhaltigkeitsaspekten in der variablen Vorstandsvergütung zahlreicher Unternehmen seit der Hauptversammlungssaison 2020.⁶⁰

Ziel dieser Arbeit ist das Aufzeigen einer möglichen Unterstützung des Corporate Climate Enforcements durch die Stimmrechtsberatung in deutschen Aktiengesellschaften. Hierzu wird erstmals in der deutschen Rechtswissenschaft untersucht, ob Stimmrechtsberater die Klimaschutzbestrebungen in der Corporate Governance deutscher Aktiengesellschaften verstärken können und wenn ja, wie sie diese Verstärkung erreichen können. Dazu wird ebenfalls erstmalig untersucht, ob bzw. ab welchem Grad der Intensität des vom Beratungsobjekt geforderten Klimaengagements dem Stimmrechtsberater aktien- oder kapitalmarktrechtliche Schranken bzw. haftungsrechtliche Grenzen gesetzt sind.⁶¹ Vor diesem Hintergrund stellt sich diese Arbeit auch die Frage, ob ihre Ergebnisse auch im Hinblick auf die sog. Anti-ESG-Bewegung, die derzeit in den USA vermehrt zu beobachten ist,⁶² künftig fortbestehen können. Auch in Anbetracht der Kritik, der Stimmrechtsberater oftmals gegenüberstehen,⁶³ drängt sich eine Beleuchtung der Tätigkeit der

⁵⁹ Diese Fälle werden im Dritter Teil: Verstärkung des Klimaschutzes durch Stimmrechtsberater behandelt.

⁶⁰ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 247; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 202; *Arnold/Herzberg/Zeh*, NZA 2024, 1521, 1522; *Dörrwächter*, NZG 2022, 1083; *Rieckers*, DB 2022, 172, 178; *Rieckers*, DB 2023, 306, 308; *Velte*, DStR 2022, 440, 444, 446; *Walden*, NZG 2020, 50, 58.

⁶¹ Grenzen der Stimmrechtsberatung im Allgemeinen haben insbesondere *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020; *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015; und *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, zwar beleuchtet, allerdings untersuchen ihre Arbeiten einen mittlerweile veralteten Rechtsstand zu Zeiten vor dem Gesetz zur Umsetzung der ARRL II vom 12. Dezember 2019 (ARUG II), BGBl. I 2019, S. 2637, und/oder sie gehen nicht auf nachhaltigkeitsbezogene Besonderheiten ein.

⁶² *Böhringer/Döding*, AG 2022, R304, R306; *Fassbach/Schneiders*, GWR 2023, 210 f.; *Habersack*, NZG 2023, 1103, 1104; *Koch*, AG 2023, 553 Rn. 1, Rn. 45; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 40; *Vetter*, AG 2023, 564, 568 f.; *Fröndhoff*, Hedgefonds: Aktivistische Investoren fordern hohe Renditen statt Klimaschutz, Handelsblatt, 3. Juli 2024.

⁶³ Aufzählungen der Kritikpunkte u. a. bei *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 5; *Koch*, in: ders., AktG, § 134d Rn. 2; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134d Rn. 2; *Rieckers*, BeckOGK AktG, § 134d Rn. 6; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134a Rn. 4; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 33 ff.

Stimmrechtsberater mit Bezug zum Klimaschutzmanagement der Unternehmen auf, um zu evaluieren, ob diese Kritik auch dort verfängt.

C. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes

Zur klaren Konturierung der Forschungsfrage gebietet sich eine Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes. Diese Eingrenzung erfordert insbesondere im Themenkomplex der Nachhaltigkeit zwingend eine Definition verschiedener Begrifflichkeiten, die in dieser Arbeit verwendet werden. Denn obwohl die Begriffe des ESG (Environmental Social Governance) und der Nachhaltigkeit in aller Munde sind, werden sie in Ermangelung gesetzlicher Definitionen nicht einheitlich verwendet.⁶⁴

Sofern in dieser Untersuchung von ESG gesprochen wird, ist jenes Akronym als Überbegriff für sämtliche Aspekte im ökologischen, sozialen und unternehmensführungstechnischen Sinn zu verstehen, deren Beachtung von einer ordnungsgemäßen Unternehmensleitung erwartet wird.⁶⁵ Nachhaltigkeit wird grundsätzlich unter dem Drei-Säulen-Ansatz als Handlungsmaxime verstanden, nach der jedes Handeln auf Ökologie, Soziales und Ökonomie ausgerichtet sein muss, damit auch künftige Generationen ihre Bedürfnisse erfüllen können.⁶⁶ Auf europäischer Ebene werden allerdings auch die Faktoren der guten Unternehmensführung, die im Rahmen des Drei-Säulen-Modells nicht vorhanden sind, neben Umwelt- und Sozialfaktoren unter dem Begriff der Nachhaltigkeit (Sustainability) zusammengefasst.⁶⁷ Unter Umweltfaktoren versteht die EU insbesondere den Klimaschutz und die

⁶⁴ Anstatt vieler *Kalss*, JZ 17/2024, 766, 769; *Ekkenga/Schirmmacher/Schneider*, NJW 2021, 1509 Rn. 14; *Mittwoch/Wetenkamp/Bleier*, NJW 2022, 3601 Rn. 5; *Möllers*, ZHR 185 (2021), 881, 885 ff.; *Harbarth/Reichenbach*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 6 Rn. 1; *Nietsch*, in: Nietsch, Corporate Social Responsibility Compliance, § 1 Rn. 2.

⁶⁵ *Regelin*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 41, 46 f.; *Schön*, ZfPW 2022, 207, 210 f.; *Köndgen*, in: FS Schmidt, S. 671, 673; *König/Petermann*, DSfR 2023, 1150; *Mittwoch/Wetenkamp/Bleier*, NJW 2022, 3601 Rn. 5; *Podszun/Rohner*, NJW 2024, 3017 Rn. 13; *Harbarth/Reichenbach*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 6 Rn. 1.

⁶⁶ *Rottenecker*, NZG 2024, 665 Rn. 23; *Poseck*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 11; *Regelin*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 41, 46; *Pufé*, Nachhaltigkeit, 2017, S. 99 ff.; *Möslein/Mittwoch*, WM 2019, 481, 482; *Nietsch*, CCZ 2023, 61, 62; *Podszun/Rohner*, NJW 2024, 3017 Rn. 13 ff.; *Harbarth/Reichenbach*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 6 Rn. 2; *Velte*, DB 2023, 1041; *Nietsch*, in: Nietsch, Corporate Social Responsibility Compliance, § 1 Rn. 4; das Drei-Säulen-Modell um eine raumzeitliche Dimension ergänzend *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht, 2022, S. 38.

⁶⁷ Vgl. CSRD, Erwägungsgrund 50; hierzu auch *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 2 i. V. m. Fn. 1.

Anpassung der Unternehmen an den Klimawandel.⁶⁸ Da im Fokus dieser Arbeit das „E“ aus ESG bzw. die Umweltfaktoren der Nachhaltigkeit stehen, ist eine weitere Unterscheidung zwischen ESG und Nachhaltigkeit an dieser Stelle nicht erforderlich. ESG und Nachhaltigkeit werden in dieser Arbeit aufgrund ihrer gemeinsamen Schnittmenge in ökologischen Aspekten, wie auch im Schrifttum durchaus üblich,⁶⁹ als Synonyme verwendet.

Der Schwerpunkt dieser Arbeit beschränkt sich auf die Auswirkungen der Stimmrechtsberatung auf die Klimaschutzbemühungen von Unternehmen und ihre Anpassung der Unternehmenstätigkeit an den Klimawandel, Letzteres auch unter dem Begriff der Klimaresilienz. Das hat den Hintergrund, dass sich auch Nachhaltigkeits- und ESG-Debatten in den letzten Jahren überwiegend auf den Klimaaspekte konzentrieren.⁷⁰ Diese Konzentration ist nicht nur wissenschaftlichen Erkenntnissen bezüglich der Dringlichkeit der Abschwächung des Klimawandels geschuldet,⁷¹ sondern auch dem

⁶⁸ Siehe Art. 9 lit. a) und lit. b) der Taxonomie-Verordnung. Eine Tätigkeit wird sodann gemäß Art. 17 Abs. 1 lit. a) der Taxonomie-Verordnung als erheblich beeinträchtigend für das Umweltziel des Klimaschutzes klassifiziert, wenn diese Tätigkeit zu erheblichen Treibhausgasemissionen führt. Demgegenüber sieht Art. 10 der Taxonomie-Verordnung vor, dass eine Wirtschaftstätigkeit dann als wesentlicher Beitrag zum Klimaschutz eingestuft wird, wenn sie wesentlich dazu beiträgt, die Treibhausgaskonzentrationen in der Atmosphäre auf einem Niveau zu stabilisieren, das eine gefährliche anthropogene Störung des Klimasystems verhindert, indem im Einklang mit dem langfristigen Temperaturziel des Übereinkommens von Paris Treibhausgasemissionen vermieden oder verringert werden oder die Speicherung von Treibhausgasen verstärkt wird, einschließlich durch Prozess- oder Produktinnovationen.

⁶⁹ Auch der DCGK verwendet den Begriff der Nachhaltigkeit als Synonym zu ESG, vgl. Regierungskommission DCGK, Kodexreform 2022 hebt Bedeutung von ESG hervor, Pressemitteilung vom 17. Mai 2022; *Bachmann*, in: Kremer u. a., DCGK, A.3 Rn. 7; *Vetter*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 72; *Weiland/Rölike*, DB-Beil 2/2021, 2; *Harbarth/Reichenbach*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 6 Rn. 1 i. V. m. Fn. 6; VGR, AG 2022, 239 Rn. 4; für eine gemeinsame Schnittmenge von Nachhaltigkeit und ESG in Bezug auf Ökologie und Soziales auch *König/Petermann*, DStR 2023, 1150; *Mittwoch/Wetenkamp/Bleier*, NJW 2022, 3601 Rn. 5; *Nietsch*, CCZ 2023, 61, 62; *Podszun/Rohner*, NJW 2024, 3017 Rn. 13; *Schön*, ZfPW 2022, 207, 210 f.; *Harbarth/Reichenbach*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 6 Rn. 2.

⁷⁰ *Kleiner*, Umweltfinanzmarktrecht, 2024, S. 23 f., S. 168 f.; *Pufé*, Nachhaltigkeit, 2017, S. 75; *Fleischer*, DB 2022, 37; *Habersack*, NZG 2023, 1103; *Schön*, ZfPW 2022, 207, 209; *Weller/Höfl/Seemann*, ZEuP 2024, 575; *Suckale*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 8 Rn. 22; lange Zeit stand hingegen unter dem Stichwort CSR der soziale Aspekte im Vordergrund, *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 4 ff.

⁷¹ IPCC, Klimawandel 2022, Minderung des Klimawandels, Beitrag von Arbeitsgruppe III zum Sechsten Sachstandsbericht, Zusammenfassung für die politische Entscheidungsfindung, Schlüsselerkenntnis B.6.

rechtswissenschaftlichen Diskurs⁷² sowie klimaaktivistischen Bestrebungen der Aktionäre.⁷³ Sofern diese Arbeit die Termini ESG und Nachhaltigkeit benutzt, werden an diesen Stellen bewusst über den Klimaschutz hinaus gültige Aussagen getroffen. Da der Begriff des Klimaaktivismus im deutschen Sprachgebrauch oftmals mit rein ideellen Vorstellungen verknüpft ist, benutzt diese Arbeit neben dem Begriff des „Klimaaktivismus“ zudem den Terminus des „Klimabewusstseins“ oder des „Klimaengagements“, um an geeigneten Stellen zu verdeutlichen, dass nicht die Durchsetzung des Klimaschutzes aus rein ideologischen Gründen verfolgt wird, sondern vielmehr die langfristige Rentabilität des Unternehmens durch die Treibhausgasreduzierung und Klimaresilienz im Vordergrund der Motivation zu stehen.

Der Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit fokussiert sich auf die Verstärkung des Klimaschutzes mithilfe der Stimmrechtsberatung nach dem Leitbild des § 134a Abs. 1 Nr. 3 AktG. Jene Norm konzentriert sich auf die Beratungstätigkeit der Proxy Advisors von der Informationsbeschaffung über deren Analyse bis hin zur Abgabe der Stimmrechtsempfehlung an den beratenen Kunden. Ausgeklammert ist dementsprechend die Tätigkeit, in der Stimmrechtsberater auch das Stimmrecht des Kunden ausüben, da der Stimmrechtsberater in diesem Fall als geschäftsmäßiger Stimmrechtsvertreter auftritt.⁷⁴ Diese Stimmrechtsvertretung ebenfalls in den Blick zu nehmen, würde den Fokus der Arbeit zu weit verschieben. Gleichsam über das Ziel dieser Arbeit hinausgehen würde es, Nachhaltigkeitsratings als weitere Leistung mancher Stimmrechtsberater in den Blick zu nehmen. Diese Ratings beeinflussen als Gatekeeper bereits die Anlageentscheidung an sich und setzen

⁷² Auch die EU beschränkt sich oftmals auf die ökologische Nachhaltigkeit, insbesondere in der Taxonomie-Verordnung, *Rodi*, KlimR 2022, 207, 211; *Schön*, ZfPW 2022, 207, 244 f. Ebenso wurde auf dem 74. Deutschen Juristentag (DJT) im Jahr 2024 mit großer Mehrheit beschlossen, dass gesetzgeberische Maßnahmen insbesondere zur Eindämmung des Klimawandels im Vergleich zu anderen Nachhaltigkeitsaspekten vorrangig seien, 74. Deutscher Juristentag, Beschlüsse zum Wirtschaftsrecht, Beschluss I.1.

⁷³ *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 44 f.; *Grisar/Volhard*, NZG 2024, 515 Rn. 34; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 2 ff.; *Nietsch*, CCZ 2023, 61, 62; *van Olffen/Breukink*, ECFR 2023, 745, 749; *Vetter*, AG 2023, 564; *Weller/Höfl/Seemann*, ZGR 2024, 180, 197.

⁷⁴ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 46; *Heinen*, institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater, 2018, S. 66; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 4; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134a Rn. 26; *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 20; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 91.

nicht erst an der Verbesserung der ESG-Performance nach Beteiligungsaufbau an.⁷⁵ Sie bedürfen daher einer eigenen Untersuchung.⁷⁶

Der Markt der Stimmrechtsberatung wird von den beiden US-amerikanischen Stimmrechtsberatern Institutional Shareholder Services (ISS) und Glass Lewis dominiert.⁷⁷ Ihr Marktanteil wird global auf rund 90 Prozent geschätzt.⁷⁸ In den USA liegt der Marktanteil mittlerweile bei 97 Prozent, wobei 61 Prozent davon auf ISS fallen.⁷⁹ Aufgrund der Duopolstellung dieser beiden Hauptakteure nimmt die hiesige Untersuchung exemplarisch die Stimmrechtsberatung durch ISS und Glass Lewis in den Blick, allerdings gelten insbesondere rechtliche Ausführungen für die Stimmrechtsberatung im Allgemeinen, ohne auf konkrete Beratungsunternehmen beschränkt zu sein.⁸⁰ Da Stimmrechtsberater zudem größtenteils institutionelle Investoren beraten, deren Portfolien wiederum überwiegend aus börsennotierten Aktiengesellschaften bestehen,⁸¹ ist der Untersuchungsgegenstand auf Publikumsgesellschaften am deutschen Kapitalmarkt beschränkt.

Aktivistische Aktionäre gehen verschiedentlich vor, z. B. über informelle Kontaktaufnahmen zur Unternehmensverwaltung, öffentliche Kampagnen gegen das Management oder auch die Erhebung von Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen.⁸² Die Leistung des Stimmrechtsberaters knüpft

⁷⁵ *Stumpp*, Nachhaltigkeitsratingagenturen, 2022, S. 46; *Veil*, in: *Veil*, Kapitalmarktrecht, § 27 Rn. 2; *Ihlau/Zwenger*, BB 2020, 2091, 2093; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 6; *Kreft/Schemmer*, EuZW 2024, 1133, 1134.

⁷⁶ *Kreft/Schemmer*, EuZW 2024, 1133; *Veil*, in: *ders.*, Kapitalmarktrecht, § 27; monografisch *Stumpp*, Nachhaltigkeitsratingagenturen, 2022; *Heuser*, Haftung von Ratingagenturen, 2019.

⁷⁷ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 39; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134a Rn. 29; ausführlich zu den Hintergründen der Marktdominanz der beiden Anbieter *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 93 ff.

⁷⁸ *Shu*, The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced, *Journal of Financial Economics*, Vol. 154, April 2024, Article 103810; ESMA/EBA, Report: Implementation of SRD2 provisions on proxy advisors and the investment chain, ESMA32-380-267, 27. Juli 2023, Ziff. 24; *Holzborn*, in: *Bürgers/Lieder*, AktG, § 134d Rn. 1; *Stüber*, WM 2020, 211, 214; *Groth*, Abstimmung auf Hauptversammlungen – Stimmrechtsberater: Die heimliche Macht im Hintergrund, *WirtschaftsWoche*, 21. Mai 2023.

⁷⁹ House of Representatives, Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017, Report 115-451, 7. Dezember 2017, S. 3; *Copland/Larcker/Tayan*, The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry, Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 18-27 (2018), S. 2.

⁸⁰ Für eine Vorstellung weiterer Stimmrechtsberatungsunternehmen siehe u. a. bei *Heinen*, institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater, 2018, S. 67; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 22 ff.; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 150.

⁸¹ ARRL II, Erwägungsgrund 15; *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 46; *Wentz*, WM 2019, 906, 913.

⁸² *Brückner*, Aktivistische Aktionäre, 2023, S. 197 f.; *Heuser*, Shareholder Activism, 2012, S. 89, S. 159; *Ekkenga*, in: FS Cahn, 2023, 71 ff.; *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 72 ff.; *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050 f.; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 53;

jedoch vordergründig an das Stimmrecht seines Kunden an.⁸³ Der Forschungsfrage ist daher immanent, dass diese Arbeit gezielt den Einfluss des Stimmrechtsberaters über die Mitgliedschaftsrechte eines Wertpapierinhabers untersucht. Weitere Ausprägungen des Aktionärsaktivismus, an die der Stimmrechtsberater nicht anknüpft, stehen nicht im Fokus dieser Behandlung.

D. Gang der Untersuchung

Zur Vermittlung der erforderlichen Grundlagen beginnt die hiesige Untersuchung ihren ersten Teil mit der Darstellung der Verknüpfung institutioneller Investoren und ihrer Stimmrechtsberater im ESG-Lichte. Dazu wird der Begriff der institutionellen Investoren beleuchtet und ihr zunehmender Einfluss empirisch dargelegt. Daran schließt sich eine Beleuchtung der Stimmrechtsberatung sowie eine empirische Darstellung ihres wachsenden Einflusses an, der insbesondere aus dem Bedeutungszuwachs institutioneller Investoren resultiert. Es folgt eine Einführung in den Sustainable Shareholder Activism, der von dem klassischen Shareholder Activism abzugrenzen ist. Die empirische Darlegung der Zunahme des Nachhaltigkeitsaktionärsaktivismus wird von einer Untersuchung der Gründe der institutionellen Investoren, die Haupttreiber dieses Aktionärsaktivismus sind, begleitet. Der erste Teil schließt ab mit den Auswirkungen des Sustainable Shareholder Activism auf die Stimmrechtsberatung und den Vorteilen, die eine Inanspruchnahme der Stimmrechtsberatung in ESG-Belangen für Aktionäre haben kann.

Daran anknüpfend wird im zweiten Teil dieser Abhandlung beleuchtet, wie klimaaktivistische Aktionäre kraft ihres mitgliedschaftlichen Stimmrechts vorgehen können. Hierzu werden zunächst die Möglichkeiten der Hauptversammlung untersucht, die jener im Rahmen des aktienrechtlichen Kompetenzgefüges in ESG-Angelegenheiten zustehen. Nach einer Untersuchung der generellen Zuständigkeit der Hauptversammlung in Klimaangelegenheiten werden verschiedene Beschlussgegenstände untersucht, die sich aktivistische Aktionäre bereits in der Vergangenheit für ihre Zwecke zunutze gemacht haben und mit entsprechenden Beispielfällen aufbereitet. Daran

Illert/Schneider, DB-Beil 2/2022, 33, 34; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 13; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 299 f.

⁸³ Vgl. § 134a Abs. 1 Nr. 3 AktG. Siehe auch *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 245 f.; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 271; *Hell*, NZG 2019, 338, 340; *Vaupel*, AG 2011, 63, 70.

schließt sich die Darstellung des im deutschen Recht bisher nicht kodifizierten Say on Climate-Beschlussgegenstandes an, bevor im dritten Teil dieser Arbeit untersucht wird, inwieweit die Stimmrechtsberatung klimabewusste Aktionäre nicht nur im Hinblick auf deren Stimmrechte, sondern auch aufgrund ihrer faktischen Macht unterstützen kann. Dafür werden die aktuellen Abstimmungsrichtlinien der beiden einflussreichsten Stimmrechtsberater im Hinblick auf die Gewichtung des Klimaschutzes in den einzelnen Beschlussgegenständen beleuchtet und untersucht, ob der Status Quo der Richtlinien bereits für eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung ausreicht.

Der vierte Teil dieser Untersuchung evaluiert sodann, ob der Unterstützung klimabewusster Aktionäre durch Stimmrechtsberater aktienrechtliche oder kapitalmarktrechtliche Schranken gesetzt sind. Weitere Grenzen der klimaengagierten Stimmrechtsberatung könnten sich zudem aus möglichen Haftungsrisiken der Stimmrechtsberater gegenüber ihren Kunden, der Gesellschaft als Beratungsobjekt selbst oder auch gegenüber den Mitaktionären der Kunden ergeben, die daran anschließend beleuchtet werden. Insbesondere im Rahmen der Haftungsfrage wird das Interesse des Aktionärs, von dem sich der Stimmrechtsberater seit der Umsetzung der Zweiten Aktionärsrechte-Richtlinie (ARRL II)⁸⁴ aufgrund § 135 Abs. 2 S. 2 AktG leiten lassen muss, zu untersuchen sein. Nicht nur der Inhalt dieses Aktionärsinteresses bedarf einer Analyse, sondern auch die Frage, ob bzw. unter welchen Voraussetzungen ggfs. kostspielige Klimaschutzmaßnahmen eines Unternehmens in dieses Aktionärsinteresse fallen. Für diese Untersuchung gebietet sich die Unterscheidung dreier Fälle von Aktionären, die dem Stimmrechtsberater als Kunden begegnen können: Dem in Klimafragen nicht positionierten Aktionär (Fall 1), dem klimaaktivistischen Aktionär (Fall 2) sowie dem kurzfristig renditeorientierten „Anti-ESG“-Aktionär (Fall 3). Diese drei Sachverhalte werden unter die denkbaren Haftungstatbestände subsumiert, bevor die hiesige Untersuchung ihre Ergebnisse in einem fünften Teil zusammenträgt.

⁸⁴ Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. L 132/1.

Erster Teil: Verknüpfung institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater im ESG-Lichte

A. Institutionelle Investoren als Hauptakteure des Kapitalmarkts

Da institutionelle Investoren den Großteil des deutschen Kapitalmarktes innehaben, bedarf es zunächst einer Beleuchtung derjenigen, die unter diesem Begriff verstanden werden (I.), bevor zu untersuchen ist, warum institutionelle Investoren stetig an Einfluss gewinnen (II.).

I. Begriff der institutionellen Investoren

Mit der ARRL II setzte die Europäische Union den Mitgliedstaaten Vorgaben zur Steigerung der Transparenz von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern.⁸⁵ Beiden ist gemein, dass sie nicht im eigenen, sondern im Interesse Dritter in Wertpapiere investieren und Anteile an den Gesellschaften halten.⁸⁶ Im deutschen Recht definiert § 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG, der Art. 2 lit. e) ARRL II umsetzt, den „institutionellen Anleger“ als solche Unternehmen, die eine Lebensversicherung (lit. a))⁸⁷ oder eine Rückversicherung, die sich auf Lebensversicherungsverpflichtungen bezieht (lit. b))⁸⁸, betreiben dürfen sowie Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (lit. c))⁸⁹. Die Leistungen sämtlicher genannter Anleger dienen vordringlich der Altersvorsorge, sodass ihr Anlagehorizont ein langfristiger ist.⁹⁰

Den „Vermögensverwalter“ definiert § 134a Abs. 1 Nr. 2 AktG, der Art. 2 lit. f) ARRL II umsetzt, als Finanzdienstleistungsinstitute, die Finanzportfolioverwaltung erbringen dürfen (lit. a))⁹¹, Wertpapierinstitute, die

⁸⁵ ARRL II, Erwägungsgründe 15–24; dazu auch *Wentz*, WM 2019, 906; zu Definitionsversuchen vor der Umsetzung in nationales Recht *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 35 ff.

⁸⁶ *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134a Rn. 1; *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 42 f.

⁸⁷ Lebensversicherung i. S. d. § 8 Abs. 1 i. V. m. Anl. 1 Nr. 19–24 Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG). Lebensversicherer bilden in Deutschland den Großteil der Kapitalanlagen des Versicherungssektors, hierzu *Brellocks/Stark*, ZHR 185 (2021), 319, 334.

⁸⁸ Rückversicherung i. S. d. § 8 Abs. 1 und 4 VAG.

⁸⁹ Betriebliche Altersversorgung gemäß den §§ 232–244d VAG (insb. Pensionskassen, § 232 VAG, und Pensionsfonds, § 236 VAG), *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134a Rn. 9.

⁹⁰ *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 63 f.; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 16; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134a Rn. 20.

⁹¹ Finanzportfolioverwaltung i. S. d. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 Gesetz über das Kreditwesen (KWG).

Finanzportfolioverwaltung erbringen dürfen (lit. b))⁹², sowie Kapitalverwaltungsgesellschaften mit Erlaubnis nach § 20 Abs. 1 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) (lit. c))⁹³. Im Gegensatz zu institutionellen Anlegern halten Vermögensverwalter die Anlagen nicht im eigenen Namen, sondern verwalten die Portfolios, die dinglich ihren Kunden zugeordnet bleiben.⁹⁴ Das umfasst nicht nur das Asset Management der Banken,⁹⁵ sondern auch die sich immer größerer Beliebtheit erfreuenden Robo Advisors, welche vor allem Exchange-Traded Funds (ETF)-Portfolios managen.⁹⁶

Sowohl institutionelle Anleger als auch Vermögensverwalter greifen vielfach auf die Dienste der Stimmrechtsberater zurück.⁹⁷ Die Definition der sog. „institutionellen Investoren“ ist jedoch nicht auf diese beiden Finanzintermediäre begrenzt. Unter dem Begriff der institutionellen Investoren im weiteren Sinne, die aufgrund der Einfachheit lediglich als institutionelle Investoren bezeichnet werden, versteht man regelmäßig sämtliche Kapitalmarktakteure, die professionell im Interesse ihrer Kunden Vermögen in Wertpapieren anlegen.⁹⁸ Folglich erfasst der Begriff auch private Versicherer und betriebliche Altersvorsorgen nach dem VAG, wie Pensionsrückstellungen, berufsständische Versorgungswerke und Private Equity-Fonds, soweit sie Anteile am Kapitalmarkt halten.⁹⁹ Obwohl Verwalter von Hedgefonds nicht unter § 134a Abs. 1 Nr. 2 lit. c) AktG fallen, da sie keine Zulassung i. S. d.

⁹² Finanzportfolioverwaltung i. S. d. § 2 Abs. 2 Nr. 9 Wertpapierinstitutsgesetz (WpIG).

⁹³ Aufgrund der Anknüpfung an die Erlaubnis nach § 20 Abs. 1 lit. b) KAGB werden zahlreiche Formen der Fondsverwaltung erfasst, etwa der Spezial-AIF (§§ 273–292 KAGB), der Publikums-AIF (§§ 214–272 KAGB) sowie offene Aktien- und Mischfonds (§§ 192–213 KAGB) und Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW), *Schoch*, Interessenkonflikte, 2021, S. 103 ff.; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134a Rn. 22; *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134a Rn. 3; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134a Rn. 11; *Brellocks/Stark*, ZHR 185 (2021), 319, 336.

⁹⁴ *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 21a; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134a Rn. 10; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134a Rn. 25; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134a Rn. 16.

⁹⁵ *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134a Rn. 10.

⁹⁶ *Splinter*, in: Grigoleit, AktG § 134a Rn. 16.

⁹⁷ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 98; ARRL II, Erwägungsgrund 25; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 166.

⁹⁸ Vgl. Europäische Kommission, Grünbuch: Europäischer Corporate Governance-Rahmen, COM(2011) 164 final, 5. April 2011, S. 13 Fn. 46; vgl. auch die Definition der OECD, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Corporate Governance, 2011, S. 9: “Institutional investors are financial institutions that accept funds from third parties for investment in their own name but on such parties’ behalf.”; *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 45; *Arnold*, ZHR 185 (2021), 281, 282; in diese Richtung auch *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 704 ff.

⁹⁹ Eine Aufzählung findet sich bei *Kolat*, Shareholder Activism durch institutionelle Investoren, 2014, S. 13 ff.; *Bassen*, Institutionelle Investoren, 2002, S. 14 ff.; zu den nicht vom Anwendungsbereich des § 134a AktG erfassten Investoren siehe auch *Splinter*, in: Grigoleit, § 134a Rn. 22 ff.

§ 20 KAGB haben,¹⁰⁰ werden sie als aktiv verwaltete Investmentfonds ebenfalls als institutionelle Investoren angesehen,¹⁰¹ die sich durch Stimmrechtsberater unterstützen lassen.¹⁰²

II. Zunehmender Einfluss institutioneller Investoren

Institutionelle Investoren haben in den vergangenen Jahrzehnten weltweit an Bedeutung gewonnen.¹⁰³ Dies liegt zum einen an der Zunahme institutionell verwalteten Vermögens (1.), aber auch an geringen Hauptversammlungspräsenzen, aufgrund derer die Stimmmacht institutioneller Investoren reflexartig steigt (2.).

1. Zunahme des institutionell verwalteten Vermögens

Das weltweit verwaltete Vermögen steigt seit zwei Jahrzehnten kontinuierlich. Waren es im Jahr 2005 noch 37,5 Billionen US-Dollar, stieg es bis zum 2023 auf 118,7 Billionen US-Dollar an.¹⁰⁴ In Europa ist seit dem Jahr 2005 ein Zuwachs des verwalteten Vermögens von 11,8 Billionen US-Dollar auf 25,3 Billionen US-Dollar zu verzeichnen.¹⁰⁵

Das verwaltete Vermögen in Deutschland steigt seit Jahrzehnten ebenfalls signifikant. Im Jahr 1990 wurden umgerechnet „lediglich“ rund 599 Milliarden US-Dollar institutionell verwaltet.¹⁰⁶ Ende des Jahres 2024 betrug das verwaltete Vermögen rund 4,472 Billionen Euro.¹⁰⁷ Insgesamt hat das verwaltete Vermögen in Deutschland trotz einiger krisenbedingter Rückschläge seit 2022 ein höheres Niveau als noch 2021 erreicht.¹⁰⁸ Institutionelle Investoren hielten im Jahr 2023 mit 56,8 Prozent die Mehrheit der Anteile im

¹⁰⁰ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134a Rn. 23; *Zetzsche*, AG 2020, 637 Rn. 26; *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 9.

¹⁰¹ Siehe zum Begriff des Hedgefonds *Arnold*, ZHR 185 (2021), 281, 286; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 705.

¹⁰² *Schockenhoff*, NZG 2015, 657.

¹⁰³ Anstatt vieler *Drechsler*, ZVglRWiss 123 (2024), 231, 242; *Fleischer*, AG 2012, 2, 3; *Hommelhoff*, ZIP 2013, 2177, 2179; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 378.

¹⁰⁴ BCG, Global Asset Management Report 2024: AI and the Next Wave of Transformation, S. 4.

¹⁰⁵ BCG, Global Asset Management Report 2024: AI and the Next Wave of Transformation, S. 25.

¹⁰⁶ Zu dem Anstieg institutionell verwalteten Vermögens infolge des Wegfalls der „Deutschland AG“ Anfang der 90er Jahre siehe *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 16 f.; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 81.

¹⁰⁷ BVI, Investmentstatistik, 31. Dezember 2024, S. 1.

¹⁰⁸ BVI, Investmentstatistik, 31. Dezember 2024, S. 1.

DAX 40.¹⁰⁹ Aufgrund der wirtschaftlichen Situation Deutschlands war ein Rückgang der institutionellen Investoren im DAX 40 von 1,4 Prozentpunkten zu verzeichnen.¹¹⁰ Dieser krisenbedingte Rückgang soll jedoch über die bisherige Bedeutungszunahme institutioneller Investoren nicht hinwegtäuschen. Es ist zu erwarten, dass der Einfluss institutioneller Investoren hierzulande weiter steigen wird, da aufgrund der zunehmenden Bedeutung der privaten Altersvorsorge mit einem zunehmenden Finanzfluss in Pensionsfonds und Investmentgesellschaften zu rechnen ist.¹¹¹ Auch nehmen passive institutionelle Investoren, deren Portfolios Indizes nachbilden, einen immer größeren Teil des Kapitalmarktes für sich ein.¹¹²

2. Geringe Hauptversammlungspräsenz

Grundsätzlich erfolgt die Beschlussfassung auf der Hauptversammlung gemäß § 133 Abs. 1 AktG mit einfacher Stimmenmehrheit. Niedrige Teilnahmequoten in den Hauptversammlungen führen zwangsläufig dazu, dass das Stimmrecht teilnehmender Aktionäre mehr Gewicht erhält.¹¹³ Daher galt lange Zeit die geringe Hauptversammlungspräsenz als ein wichtiger Faktor für den signifikanten Einfluss der institutionellen Investoren.¹¹⁴ In den vergangenen Jahren war die Quote der Aktionäre, die an den Hauptversammlungen ihrer deutschen Anlageobjekte teilnahmen, auffallend niedrig. Im damaligen DAX 30 lag die Aktionärspräsenz auf Hauptversammlungen im Jahr 2003 bei rund 49 Prozent, im Jahr 2006 bei knapp 55 Prozent und im Jahr 2013 wieder knapp unter 50 Prozent.¹¹⁵ Die Bedeutung geringer Hauptversammlungspräsenzen zeigte sich besonders deutlich im Jahr 2020, als der

¹⁰⁹ S&P Market Intelligence/DIRK, Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX in 2023, Joint study, Juni 2024, S. 8.

¹¹⁰ S&P Market Intelligence/DIRK, Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX in 2023, Joint study, Juni 2024, S. 5.

¹¹¹ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 92; *Roth*, ZRP 2023, 2, 3 f.

¹¹² BCG, Global Asset Management Report 2024: AI and the Next Wave of Transformation, S. 5; *Drechsler*, ZVglRWiss 123 (2024), 231, 242; *Klöhn*, ZHR 185 (2021), 182 ff.; *Weber/Kebekus*, ZHR 184 (2020), 324 ff.; *Torggler*, in: Tountopoulos/Veil, Transparency of stock corporations, 2019, 143, 144.

¹¹³ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 61; *Kolat*, Shareholder Activism durch institutionelle Investoren, 2014, S. 149; *Gerlicher*, Shareholder Activism, 2017, S. 14 f.; *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 10; *Koch*, in: ders., AktG, § 118 Rn. 5; in diese Richtung auch *Bachmann*, in: FS Roth, 2011, S. 50 f.

¹¹⁴ *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S. 283 f.; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 61; *Kolat*, Shareholder Activism durch institutionelle Investoren, 2014, S. 146 ff.; *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 10; *Koch*, in: ders., AktG, § 118 Rn. 5.

¹¹⁵ Siehe die empirische Auswertung von *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 60 f.

Präsenzdurchschnitt im DAX 30 bei 48 Prozent lag.¹¹⁶ Der Vermögensverwalter BlackRock, Inc. war zu diesem Zeitpunkt an 20 Gesellschaften mit jeweils mehr als 4,9 Prozent der Stimmrechte beteiligt. In Anbetracht des niedrigen Präsenzdurchschnitts machte dies für BlackRock, Inc. einen tatsächlichen Stimmanteil von über 10,2 Prozent aus.¹¹⁷ Niedrige Hauptversammlungspräsenzen führten für BlackRock, Inc. mithin zu einer mehr als doppelt so starken Stimmmacht.

In letzter Zeit nimmt die Hauptversammlungspräsenz in deutschen Aktiengesellschaften jedoch zu.¹¹⁸ In der Hauptversammlungssaison 2019 stieg die Präsenz der Aktionäre auf 65 Prozent und war damit so hoch wie seit 15 Jahren nicht mehr.¹¹⁹ In der Saison 2023 waren die Teilnahmequoten noch deutlich höher. In 24,4 Prozent der physischen und 24,1 Prozent der virtuellen Hauptversammlungen waren über 80 Prozent des Kapitals vertreten; in 31,1 Prozent (physisch) bzw. 20,4 Prozent (virtuell) waren es 71 bis 80 Prozent des Kapitals. Nur bei 6,7 Prozent der physischen Hauptversammlungen waren unter 40 Prozent des Kapitals vertreten.¹²⁰ Erklärt wird die Zunahme der Teilnahmequoten mit der vermehrten Wahrnehmung der Mitgliedschaftsrechte durch institutionelle Investoren.¹²¹

Im Vergleich zu früheren Jahren sind die Teilnahmequoten zwar deutlich angestiegen, allerdings liegt in virtuellen Hauptversammlungen die Teilnahmequote mehrheitlich (51,9 Prozent) noch immer weit unter 70 Prozent; in physischen Hauptversammlungen sind es ebenfalls 41,9 Prozent, die eine unter 70-prozentige Präsenz verzeichnen.¹²² Dadurch ist noch immer von einer Verstärkung des Stimmrechts institutioneller Investoren aufgrund der fehlenden Teilnahme ihrer Mitaktionäre auszugehen, wenn auch nicht mehr in einem solchen Ausmaß wie vor einigen Jahren.

¹¹⁶ Klöhn, ZHR 185 (2021), 182, 221 ff.; ausgewertet durch Hemeling, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 21.

¹¹⁷ Klöhn, ZHR 185 (2021), 182, 221 ff.; ausgewertet durch Hemeling, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 21.

¹¹⁸ Illhardt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 1; Orlik/Gebauer, HV-Magazin 03/2019, S. 10 f.

¹¹⁹ Orlik/Gebauer, HV-Magazin 03/2019, S. 10 f.

¹²⁰ Taylor Wessing/Edelman Smithfield, Studie Hauptversammlung: Ergebnisse einer Befragung im DAX 40, MDAX, SDAX und Prime Standard, September 2023, S. 17.

¹²¹ Kehrel, Sustainable Finance, 2023, S. 285; Orlik/Gebauer, HV-Magazin 03/2019, S. 10; siehe zum gestiegenen Aktionärsaktivismus institutioneller Investoren und dessen Gründen Erster Teil, C.II.

¹²² Taylor Wessing/Edelman Smithfield, Studie Hauptversammlung: Ergebnisse einer Befragung im DAX 40, MDAX, SDAX und Prime Standard, September 2023, S. 17.

B. Wachsender Einfluss der Stimmrechtsberater

Um die Verknüpfung zwischen institutionellen Investoren und ihrer Stimmrechtsberater adäquat herstellen zu können, bedarf es zunächst einiger Grundlagen zur Stimmrechtsberatung (I.), bevor das Zusammenspiel der beiden Kapitalmarkakteure untersucht wird (II.).

I. Grundlegendes zur Stimmrechtsberatung

Im Folgenden wird der Gegenstand der Stimmrechtsberatung (1.), die immer weiter zunimmt (2.), beleuchtet.

1. Gegenstand der Stimmrechtsberatung

Stimmrechtsberatung ist im Vergleich zum Rating oder Investmentbanking eine relativ neue Dienstleistung auf dem Kapitalmarkt, die 1972 mit der Gründung des Investor Responsibility Research Center (IRRC) begann. Die Gründer, allesamt US-amerikanische Universitätsstiftungen, setzten sich zum Ziel, die Auswirkungen von Abstimmungen auf der Hauptversammlung auf Umwelt- und Sozialaspekte zu untersuchen. Daraus entwickelte sich bald die Inanspruchnahme der Dienste des IRRC durch zahlreiche institutionelle Investoren. Allerdings gab das IRRC zu diesem Zeitpunkt lediglich seine Recherchen heraus, ohne konkrete Stimmrechtsempfehlungen abzugeben. Solche Stimmrechtsempfehlung wurden erstmals im Jahr 1984 durch den Stimmrechtsberater Proxy Monitor, Inc. und 1985 durch ISS abgegeben.¹²³

Heutzutage bieten Stimmrechtsberatungsunternehmen oftmals eine breite Palette an Dienstleistungen an. Schon vor der Tätigkeit einer Anlageentscheidung unterstützen Stimmrechtsberater potentielle Anleger bei ihrer Entscheidungsfindung, indem sie diverse Ratings und Rankings anbieten.¹²⁴ Neben der Beratung von Anlegern übernimmt ein Teil der Stimmrechtsberater auch die Stimmrechtsausübung für ihre Kunden, mithin die

¹²³ Ausführlich zur Geschichte der Stimmrechtsberatung *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 8.
¹²⁴ Beispielhaft genannt seien hier ESG Rating und Ranking durch ISS: <https://www.issgovernance.com/esg/ratings/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025]; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 46 f.; ausführlich zu den Tätigkeiten der Stimmrechtsberater auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 50 ff.

Stimmrechtsvertretung.¹²⁵ Schwerpunkt der Tätigkeit der Stimmrechtsberatungsunternehmen ist jedoch, wie ihr Name vermuten lässt, die Beratung von Anlegern zwecks Ausübung ihrer Stimmrechte auf der Hauptversammlung.¹²⁶ Auf diesen Tätigkeitsbereich fokussiert sich auch das deutsche Aktienrecht, wenn es Stimmrechtsberater adressiert. So definiert § 134a Abs. 1 Nr. 3 AktG, der Art. 3g-3j ARRL II umsetzt,¹²⁷ den Stimmrechtsberater als „ein Unternehmen, das gewerbsmäßig und entgeltlich Offenlegungen und andere Informationen von börsennotierten Gesellschaften analysiert, um Anleger zu Zwecken der Stimmausübung durch Recherchen, Beratungen oder Stimmempfehlungen zu informieren“.¹²⁸

Stimmrechtsberater sind damit hauptsächlich Informationsintermediäre.¹²⁹ Sie werden durch institutionelle Investoren beauftragt, um die Informationsasymmetrie zwischen der Verwaltung der Gesellschaft und jenen auszugleichen.¹³⁰ Sie sammeln, verifizieren und evaluieren (öffentlich verfügbare) Informationen zu einem konkreten Unternehmen als Beratungsobjekt.¹³¹ Nach Durchsicht und Bewertung aller Unterlagen erstellen sie einen Hauptversammlungsbericht, der die Erkenntnisse zusammenfassend darstellt und eine dementsprechende Stimmempfehlung, die sie ihren Kunden zur Verfügung stellen.¹³² Diese Stimmempfehlungen erarbeitet der jeweilige Stimmrechtsberater auf Grundlage seiner Abstimmungsrichtlinien (voting policies).¹³³

¹²⁵ *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 135 Rn. 16; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 20; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 89.

¹²⁶ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 46; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 2; *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134a Rn. 4; *Stüber*, WM 2020, 211, 214; *Hoffmann-Becking*, in: MHdB GesR IV, § 39 Rn. 6.

¹²⁷ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 100; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134a Rn. 1.

¹²⁸ Hierzu auch *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 23; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134a Rn. 12.

¹²⁹ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 31; *Leyens*, Informationsintermediäre, 2017, S. 183; *Fleischer*, AG 2012, 2 ff.; *Poelzig*, ZHR 184 (2021), 373 ff.; *Tröger*, ZGR 2019, 126, 129; *Hopt/Leyens*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 1 Rn. 124 ff.

¹³⁰ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 30; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 31; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 397; kritisch *Tröger*, ZGR 2019, 126, 147 ff.

¹³¹ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 43; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 31; *Stiegler*, in: Wachter, AktG, § 134d Rn. 2; *Hoffmann-Becking*, in: MHdB GesR IV, § 39 Rn. 6.

¹³² *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 49 f.; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 2; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134a Rn. 12.

¹³³ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 37; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 47; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134a Rn. 12; *Stüber*, WM 2020, 211, 214; siehe auch die jährlichen Auswertungen der Abstimmungsrichtlinien exemplarisch für die Hauptversammlungssaison 2024, *Rieckers*, DB 2025, 374; und für die Hauptversammlungssaison 2023, *Kuthe*, AG 2023, R8.

Zu unterscheiden sind dabei abstrakte und konkrete Abstimmungsrichtlinien.¹³⁴ Abstrakte Abstimmungsrichtlinien erarbeitet der Stimmrechtsberater jährlich in einem mehrstufigen Prozess unter Befragung von Investoren, Emittenten, Industrieverbänden und anderen Marktteilnehmern.¹³⁵ Der Aufbau der Abstimmungsrichtlinien der verschiedenen Stimmrechtsberater ist weitgehend vergleichbar. So decken sie zahlreiche Corporate Governance-Themen ab und folgen einem Regel-Ausnahme-Prinzip.¹³⁶ Zunächst erfolgt eine enumerative Aufzählung von Punkten, die zu einer zustimmenden Empfehlung führen, bevor solche aufgezählt werden, die eine negative Empfehlung nach sich ziehen. In manchen Fällen behält sich der Berater eine einzel-fallbezogene Evaluierung (vote on a case by case basis)¹³⁷ und steht damit im Ermessen des Stimmrechtsberaters.¹³⁸ Da die abstrakten Stimmrechtsrichtlinien das regionale Wertempfinden und gesetzgeberische Unterschiede einzelner Jurisdiktionen nicht hinreichend abdecken können, passen international agierende Stimmrechtsberater ihre Richtlinien bestenfalls auf die jeweilige Region an. Gerade die beiden großen Marktführer ISS und Glass Lewis sehen dementsprechend neben Voting Guidelines u. a. für die USA oder Kanada auch solche für Europa vor.¹³⁹ Konkrete Stimmrechtsrichtlinien werden in individueller Absprache mit einem bestimmten Kunden entwickelt und sind auf spezielle Anlagewünsche zugeschnitten (sog. Custom Policy).¹⁴⁰

2. Einfluss der Stimmrechtsberater auf das Abstimmungsverhalten

Der Einfluss der Stimmrechtsberater, mithin die Auswirkungen ihrer Arbeit auf das Abstimmungsverhalten der Aktionäre auf den Hauptversammlungen,¹⁴¹ wurde in diversen Studien untersucht. Aus einer US-amerikanischen Studie aus dem Jahr 2018 folgte, dass unter 175 erfassten

¹³⁴ Schoch, Interessenkonflikte, 2021, S. 184.

¹³⁵ Siehe die Erläuterungen des Policy Formulation Process der ISS, abrufbar unter <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/policy-formulation-application/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025]; Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 41; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 47.

¹³⁶ Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 38 f.; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 48.

¹³⁷ Siehe zu diesem einzel-fallbezogenen Abstimmen auch im Kontext des Klimaschutzes so-gleich unter Dritter Teil, B.

¹³⁸ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 48; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 1.

¹³⁹ Siehe hierzu im Kontext des Klimaschutzes Dritter Teil, B.

¹⁴⁰ Schoch, Interessenkonflikte, 2021, S. 135; Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 38; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 1; Stüber, WM 2020, 211, 214; Hell, ECL 2019, 185, 187.

¹⁴¹ Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 41.

Vermögensverwaltern mehr als 95 Prozent entsprechend der Empfehlung ihres Beraters ISS abstimmten.¹⁴² Eine weitere Studie, die den Einfluss der Stimmrechtsberatung auf die Vergütungssystemvoten untersuchte, kam zu dem Ergebnis, dass negative Empfehlungen von ISS zu einer Steigerung der ablehnenden Stimmen des Say on Pay um rund 25 Prozent führen.¹⁴³ In Deutschland verringerte sich im Zeitraum von 2013 bis 2015 die Zustimmungsrates für betroffene Tagesordnungspunkte um rund elf Prozent im Falle einer negativen Abstimmungsempfehlung durch ISS.¹⁴⁴ Dadurch wird der Einfluss insbesondere bei knappen Mehrheitsverhältnissen bedeutsam.¹⁴⁵

An diesen Studien wird kritisiert, dass der Einfluss der Stimmrechtsberater trotz der getroffenen Feststellungen schwer einzuschätzen sei.¹⁴⁶ Diese Unabwägbarkeit wird mit der fehlenden Erkennbarkeit von Korrelation und Kausalität erklärt.¹⁴⁷ Die Studien würden nicht abbilden, welche verschiedenen Faktoren letztlich zu der konkreten Stimmrechtsabgabe beigetragen haben.¹⁴⁸ Insbesondere sei nicht nachvollziehbar, ob ein Aktionär sein Abstimmungsverhalten „blind“ an der Empfehlung seines Stimmrechtsberaters ausrichte, ob er nach einer Überprüfung der Empfehlung zum gleichen Ergebnis gekommen wäre oder ob er bereits eine zuvor gefasste Einstellung hatte, die nur mittels Stimmempfehlung bestätigt wurde.¹⁴⁹

Dennoch wird allgemein von einem signifikanten Einfluss der Stimmrechtsberater ausgegangen.¹⁵⁰ Bereits aufgrund der Marktanteile der beiden Duopolisten ISS und Glass Lewis kann auf eine gewisse Quantifizierbarkeit

¹⁴² Doyle, Realities of Robo-Voting, November 2018, S. 7.

¹⁴³ Malenko/Shen, The Review of Financial Studies, Vol. 29, Issue 12, 2016, 3394, 3427 (für den Zeitraum 2010 bis 2011); Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 57 f.

¹⁴⁴ Heinen/Koch/Scharfbillig, Exporting Corporate Governance: Do Foreign and Local Proxy Advisors Differ?, 2018, S. 16.

¹⁴⁵ Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 64.

¹⁴⁶ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 74 ff.; Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 63; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 86 ff.; Rieckers, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 5; Tröger, ZGR 2019, 126, 152.

¹⁴⁷ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 56; ausführlich hierzu Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 57 ff.

¹⁴⁸ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 56; Tröger, ZGR 2019, 126, 152; Velte, AG 2019, 893, 895 ff.

¹⁴⁹ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 56.

¹⁵⁰ DIRK, HV-Saison 2024 – Entwicklungen im DAX 40 und Trends bei den Stimmrechtsberatern und institutionellen Anlegern, 1. Juli 2024, S. 3; ESMA, Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, ESMA/2013/84, 19. Februar 2013, S. 13; Binder-Tietz, Kommunikation, 2022, S. 87, S. 360; Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 129; Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 49 ff.; Splinter, in: Grigoleit, AktG, § 134a Rn. 3; Habersack, NZG 2023, 1103, 1104; Velte, AG 2019, 893, 895 ff.; Langenbucher, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733; Hemeling, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 21.

ihrer Einflüsse geschlossen werden.¹⁵¹ So beträgt der Marktanteil dieser beiden in den USA 97 Prozent.¹⁵² In der Zeit zwischen 2008 und 2010 soll ihr Anteil am europäischen Markt bereits bei 66 Prozent gelegen haben.¹⁵³ Seitdem wurden zum europäischen Marktanteil keine weiteren Zahlen veröffentlicht.¹⁵⁴ Die OECD schätzte bereits im Jahr 2011, dass in Deutschland über 80 Prozent der ausländischen institutionellen Investoren den Stimmrechtsempfehlungen ihrer Stimmrechtsberater folgen.¹⁵⁵ Da insbesondere der DAX 40 zu großen Teilen von ausländischen institutionellen Investoren beherrscht wird und ihr Marktanteil weiter ansteigt (siehe Erster Teil, B.II.2.a), ist der Einfluss der Stimmrechtsberater auch in Deutschland enorm.¹⁵⁶ Aufgrund der steigenden Nachfrage¹⁵⁷ nach passiv gemanagten Fonds wird noch mit einem weiteren Anstieg der Bedeutung der Stimmrechtsberatung gerechnet.¹⁵⁸ Hinzu kommt der Einfluss, den Stimmrechtsberater indirekt, insbesondere über die Veröffentlichung ihrer Abstimmungsrichtlinien, auf Unternehmen ausüben. Dieser wird noch deutlich höher geschätzt.¹⁵⁹

Dass der Einfluss der Stimmrechtsberater auf die Abstimmungsergebnisse in den Hauptversammlungen nicht in Abrede gestellt werden kann, wird

¹⁵¹ Kritisch zur Quantifizierbarkeit *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 60.

¹⁵² House of Representatives, Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017, Report 115-451, 7. Dezember 2017, S. 3; *Copland/Larcker/Tayan*, The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry, Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 18-27 (2018), S. 2.

¹⁵³ *Hitz/Lehmann*, Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets, *European Accounting Review*, Taylor & Francis Journals, Vol. 27, Issue 4, 2018, S. 713-745.

¹⁵⁴ Vgl. etwa ESMA/EBA, Report: Implementation of SRD2 provisions on proxy advisors and the investment chain, ESMA32-380-267, 27. Juli 2023, Ziff. 380, in der nur Zahlen zum globalen Marktanteil dargestellt werden, obwohl der Bericht die Notwendigkeit der Regulation von Stimmrechtsberatern auf dem europäischen Markt betrifft.

¹⁵⁵ OECD, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 121.

¹⁵⁶ DAI, Stellungnahme zu ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisory: Deutsches Aktieninstitut's response, 25. Juni 2012, S. 2; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 9; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 59; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 2; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 1; *Koch*, in: ders., AktG, § 134d Rn. 1; *Bunz*, NZG 2014, 1049 f.; *Fleischer*, AG 2012, 2, 3; *Hommelhoff*, ZIP 2013, 2177, 2179; *Poelzig*, ZHR 195 (2021), 373, 374 ff.; *Schaefer*, NZG 2007, 900, 901; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 165; *Vaupel*, AG 2011, 63 f.; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 294; *Hoffmann-Becking*, in: MHB GesR IV, § 39 Rn. 6; *Hopt/Leyens*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 1 Rn. 124, § 39 Rn. 1 f.; § 38 Rn. 54.

¹⁵⁷ S&P Market Intelligence/DIRK, Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX in 2023, Joint study, Juni 2024, S. 15.

¹⁵⁸ *Vetter*, AG 2023, 564, 565.

¹⁵⁹ *Schoch*, Interessenkonflikte, 2021, S. 156; *Tuch*, Proxy Advisor Influence in a Comparative Light, Boston University Law Review, Vol. 99, 2019, Issue 1459, 1459, 1465; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 64 f.

häufig auch anhand der Kasuistik illustriert.¹⁶⁰ International wird oftmals das prominente Beispiel der Zusammenschluss von Hewlett Packard und Compaq im Jahr 2002 genannt, an dem der Einfluss der Stimmrechtsberater erstmals öffentlich sichtbar wurde. Obwohl die Verschmelzung in der Kritik stand, sprach sich ISS für den Zusammenschluss aus und viele Aktionäre schwenkten daraufhin um.¹⁶¹ Auch in Deutschland bestehen zahlreiche Beispiele im übernahmerechtlichen Kontext seit den 2000er Jahren, die von ISS beeinflusst wurden.¹⁶²

II. Zunahme der Stimmrechtsberatung

Nachdem der steigende Einfluss der institutionellen Investoren nicht nur auf dem internationalen Parkett, sondern ebenfalls auf dem deutschen Kapitalmarkt dargestellt wurde, muss diese Zunahme nun im Hinblick auf die Bedeutung der Stimmrechtsberater untersucht werden. Dafür ist zunächst der Rückgriff institutioneller Investoren auf Stimmrechtsberater darzulegen (1.), bevor die Gründe für diese Inanspruchnahme aufgearbeitet werden (2.).

1. Institutionelle Investoren als Hauptkunden

Da institutionelle Investoren, deren Bedeutung stetig zunimmt, regelmäßig auf die Dienste der Stimmrechtsberater zurückgreifen, wächst zwangsläufig auch der Einfluss der Stimmrechtsberater.¹⁶³ Zwar werden eigene Abstimmungsrichtlinien der institutionellen Investoren bedeutsamer, allerdings verzichten nur 3,1 Prozent aller institutionellen Investoren auf eine zusätzliche

¹⁶⁰ Beispielhaft *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 79 ff.; *Schockenhoff/Nußbaumq*, ZGR 2019, 163, 165; *Velte*, AG 2019, 893 f.; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 2; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134a Rn. 1.

¹⁶¹ *Beltran*, ISS could kill HP-Compaq, CNN Money News, 4. März 2002; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 4; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 90.

¹⁶² Mehrere Beispiele finden sich bei *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 90; *Holzborn*, in: Bürger/Lieder, AktG, § 134d Rn. 1.

¹⁶³ *Schoch*, Interessenkonflikte, 2021, S. 144; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 9; *Kolat*, Shareholder Activism durch institutionelle Investoren, 2014, S. 150 f.; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 2; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 1; *Hell*, ECL 2019, 185; *Bunz*, NZG 2014, 1049 f.; *Fleischer*, AG 2012, 2, 3; *Hommelhoff*, ZIP 2013, 2177, 2179; *Poelzig*, ZHR 195 (2021), 373, 374; *Schaefer*, NZG 2007, 900, 901; *Vaupel*, AG 2011, 63 f.; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 294; *Hoffmann-Becking*, in: MHdB GesR IV, § 39 Rn. 6; *Hopt/Leyens*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 1 Rn. 124, § 39 Rn. 1 f.; § 38 Rn. 54.

Stimmrechtsberatung.¹⁶⁴ Nach eigenen Angaben zählt ISS mittlerweile 4.200 Kunden weltweit, darunter zahlreiche global führende institutionelle Investoren.¹⁶⁵ Glass Lewis gibt an, mehr als 1.300 Kunden weltweit zu beraten.¹⁶⁶ Im DAX 30 griffen im Jahr 2018 bereits knapp 70 Prozent der 100 größten Investoren auf Stimmrechtsberatung zurück.¹⁶⁷ Im Jahr 2023 berieten die Proxy Advisors sogar 87,2 Prozent der institutionellen Investoren des DAX 40.¹⁶⁸

2. Gründe für die Beauftragung von Stimmrechtsberatern

Die Gründe für die Inanspruchnahme der Stimmrechtsberatung durch institutionelle Investoren sind mannigfaltig. Hervorzuheben sind die Globalisierung der Kapitalmärkte (a.), die Diversifikation der Portfolios (b.), die Kosteneffizienz (c.) sowie die Sorgfaltspflichten der Anlageintermediäre (d.).

a. Globalisierung

Infolge der Globalisierung internationalisieren auch institutionelle Investoren ihre Portfolios.¹⁶⁹ Der von ihnen gehaltene Aktienanteil stieg auf dem deutschen Markt von 14 Prozent im Jahr 1999 auf knapp 30 Prozent im Jahr 2007.¹⁷⁰ Die Internationalisierung der Aktionärsstruktur ist auch im DAX stetig zu verfolgen.¹⁷¹ Heute halten ausländische Investoren den Großteil der Anteile an Gesellschaften, die im DAX notiert sind.¹⁷² Im Jahr 2023 betrug

¹⁶⁴ S&P Market Intelligence/DIRK, Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX in 2023, Joint study, Juni 2024, S. 14.

¹⁶⁵ Siehe auf der Homepage der ISS, <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

¹⁶⁶ Siehe auf der Homepage der Glass Lewis, <https://www.glasslewis.com/company-overview/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

¹⁶⁷ Ipreo Ltd./DIRK, Investoren der Deutschland AG 5.0: Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30, Gemeinschaftsstudie 2018, S. 13; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134a Rn. 2.

¹⁶⁸ S&P Market Intelligence/DIRK, Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX in 2023, Joint study, Juni 2024, S. 14.

¹⁶⁹ *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 100; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 6; *Hell*, ZGR 2021, 50, 55; *Schneider*, ZGR 2012, 518, 519 f.

¹⁷⁰ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 87; *Köndgen*, in: FS K. Schmidt, Band I, 2019, 671, 672; *Kretschmar/Ringel/Schiereck*, ZfU 2020, 347, 350; *Seibert*, BB 1998, 2536, 2538 f.

¹⁷¹ Siehe hierzu die ausgewerteten Daten zwischen 1995 bis 2010 von *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 88 f.

¹⁷² *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134d Rn. 1; *Koch*, in: ders., AktG, § 134d Rn. 1; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 5.

der Anteil ausländischer Investoren am DAX 87,3 Prozent. Der größte Aktienanteil fiel dabei auf institutionelle Investoren aus Nordamerika (39 Prozent), gefolgt vom Vereinten Königreich und Irland (zusammen 18,8 Prozent). Dabei handelt es sich bereits um krisenbedingt niedrige Werte. Allein der Anteil nordamerikanischer Investoren sank im Vergleich zu 2022 um 4,3 Prozent.¹⁷³ Unter den zehn größten institutionellen Investoren des DAX, denen insgesamt 30,6 Prozent aller DAX-Anteile gehören, befinden sich nur zwei deutsche institutionelle Investoren, die davon 4,1 Prozent halten.¹⁷⁴

Attraktiv wird die grenzüberschreitende Beteiligung am deutschen Kapitalmarkt auch dank der verbesserten Möglichkeiten, das Stimmrecht in der deutschen Hauptversammlung auszuüben.¹⁷⁵ So können Aktionäre gemäß § 118 Abs. 2 S. 2 AktG ihre Rechte – bei entsprechender Satzungsregelung – auch ohne physische Anwesenheit im Wege elektronischer Kommunikation ausüben.¹⁷⁶ Die Einberufung börsennotierter Gesellschaften, die nach § 121 Abs. 3 S. 2 AktG sämtliche Tagesordnungspunkte zu enthalten hat, muss gemäß § 121 Abs. 4a AktG über solche Medien veröffentlicht werden, dass die Information in der gesamten EU verbreitet wird.¹⁷⁷ Auch sind die Einberufungsunterlagen gemäß § 124a AktG auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich zu machen.¹⁷⁸ Indem die heutigen Hauptversammlungen auch ausländischen Aktionären einfache Möglichkeiten bieten, ihre Stimmrechte auszuüben, bietet es sich sodann an, auf die Stimmrechtsberatung zurückzugreifen, um sich nicht detailliert mit der jeweiligen Tagesordnung oder gar mit dem deutschen Recht befassen zu müssen.¹⁷⁹

¹⁷³ S&P Market Intelligence/DIRK, Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX in 2023, Joint study, Juni 2024, S. 9.

¹⁷⁴ S&P Market Intelligence/DIRK, Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX in 2023, Joint study, Juni 2024, S. 14.

¹⁷⁵ Ausführlich hierzu *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 90 ff.

¹⁷⁶ § 118 Abs. 2 S. 2 AktG in heutiger Fassung geht zurück auf das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2007/36/EG über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften vom 30. Juli 2009, ABl. L184/17 (Aktionärsrechterichtlinie, ARRL), zurück; BGBl. I S. 2479, 2481 (ARUG); siehe dazu auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 92; *Kolat*, Shareholder Activism durch institutionelle Investoren, 2014, S. 11 ff.

¹⁷⁷ Das gilt für börsennotierte Gesellschaften, die nicht ausschließlich Namensaktien ausgegeben haben oder die die ihr namentlich bekannten Aktionäre mit eingeschriebenem Brief einberufen haben.

¹⁷⁸ § 121 Abs. 3 S. 2 AktG, § 121 Abs. 4a AktG und § 124a AktG gehen ebenfalls auf das ARUG zurück.

¹⁷⁹ *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 102; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 6.

b. Diversifikation der Portfolios

Aus Gründen der Risikominimierung und der Globalisierung sind Portfolios institutioneller Investoren regelmäßig hoch diversifiziert und bestehen oftmals aus mehreren hundert Beteiligungen weltweit.¹⁸⁰ Infolge dieser Diversifikation ist es den institutionellen Investoren entweder strukturell nicht mehr möglich, ihr Stimmrecht informiert auszuüben oder es wäre infolge der Informationskosten nicht mehr wirtschaftlich.¹⁸¹ Der Rückgriff auf externe Informationsintermediäre ist in der Folge regelmäßig unausweichlich.¹⁸²

c. Kosteneffizienz

Die Stimmrechtsausübung ist in Anbetracht der diversifizierten Portfolios der institutionellen Investoren und den damit verbundenen Tagesordnungspunkten zahlreicher Hauptversammlung mit signifikantem Aufwand und erheblichen Kosten verbunden.¹⁸³ Die zur Beurteilung der Unternehmenstätigkeit in Bezug auf den konkreten Tagesordnungspunkt erforderlichen Informationen müssen zunächst recherchiert, verifiziert und anschließend analysiert werden.¹⁸⁴ Diese Analyse erfordert fachlich qualifiziertes Personal und geeignete Modelle, um zu vertretbaren Ergebnissen zu gelangen.¹⁸⁵ Der Rückgriff auf die Dienstleistungen eines Stimmrechtsberaters reduziert diese Informationskosten,¹⁸⁶ indem der Stimmrechtsberater als spezialisierter Informationsintermediär das nötige Know How für die Recherche, Verifizierung und Analyse bereithält und dieses für eine Vielzahl von Gesellschaften bzw. deren Hauptversammlungen verwenden kann. Die Kosten werden dadurch auf zahlreiche

¹⁸⁰ *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 64 ff.; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 2; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 33; *Eßers*, BB 2025, 450, 452 mit empirischen Nachweisen.

¹⁸¹ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 84; *Holzborn*, in: *Bürgers/Lieder*, AktG, § 134d Rn. 1; *Fleischer*, AG 2012, 2; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 52.

¹⁸² *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 84; *Binder-Tietz*, Kommunikation, 2022, S. 86; *Holzborn*, in: *Bürgers/Lieder*, AktG, § 134d Rn. 1; *Fleischer*, AG 2012, 2 f., *Kalss*, EuZW 2014, 441.

¹⁸³ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 31; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 63; *Fleischer*, AG 2012, 2 f., *Kalss*, EuZW 2014, 441.

¹⁸⁴ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 63

¹⁸⁵ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 30 f.; *Fleischer*, AG 2012, 2 f.

¹⁸⁶ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 63; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 32, S. 98 f.; *Zetzsche*, in: *KK-AktG*, Nach § 135 Rn. 4; *Fleischer*, AG 2012, 2 f.; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152; *Hopt/Leyens*, in: *Hommelhoff/Hopt/Leyens*, Unternehmensführung, § 1 Rn. 125.

Kunden verteilt (sog. Skaleneffekt).¹⁸⁷ Die Kostenreduzierung wird noch dadurch verstärkt, dass einmal gewonnene Erkenntnisse in weiteren Anwendungsfällen verwendet werden können, sowohl für mehrere Aktionäre einer Gesellschaft als auch für mehrere Gesellschaften aufgrund thematischer Überschneidungen, bestenfalls auch über mehrere Jahre hinweg (sog. Verbundeffekt).¹⁸⁸ Ein Einkauf externer Expertise kann daher für institutionelle Investoren auch aus diesem Blickwinkel lukrativ erscheinen.¹⁸⁹

d. Treuhänderische Pflichten der Finanzintermediäre

Institutionelle Investoren sind im wirtschaftlichen Interesse ihrer Kunden tätig.¹⁹⁰ Als Finanzintermediäre sind sie ihren Kunden gegenüber treuhänderisch verpflichtet und müssen das ihnen anvertraute Vermögen sorgfältig anlegen bzw. verwalten.¹⁹¹ Aufgrund dieses Verhältnisses zwischen den Anlageintermediären und ihren Kunden ist umstritten, ob institutionelle Investoren sogar verpflichtet sind, ihre bzw. die aus den Aktien in ihrem Fondsvermögen resultierende Stimmrechte auszuüben, um so auf eine bestmögliche Corporate Governance ihrer Beteiligungsgesellschaften hinzuwirken.¹⁹² Ungeachtet dieser dogmatischen Diskussion besteht über die Transparenzpflicht des § 134b Abs. 3 AktG jedenfalls eine indirekte Verhaltenssteuerung zur Stimmrechtsausübung durch institutionelle Investoren in ihren Portfoliounternehmen, da institutionelle Anleger und Vermögensverwalter über ihr

¹⁸⁷ Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 32, S. 98 f.; zu Skalen- und Verbundeffekten der Stimmrechtsberater ausführlich Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 64 ff.

¹⁸⁸ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 63.

¹⁸⁹ Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 32 f.; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 4; zu dem Vorwurf, dass Stimmrechtsberater zur eigenen Kostenreduzierung oberflächliche One size fits it all-Empfehlungen abgeben, siehe im Kontext des Klimaschutzes Dritter Teil, A.II.1.

¹⁹⁰ Steuer, Passive Investoren, 2022, S. 325; Heinen, S. 71 ff.; Illhardt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 8; Rieckers, in: BeckOGK AktG, § 134a Rn. 5; Splinter, in: Grigoleit, AktG, § 134a Rn. 1; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 10; Ekkenga/Schirrmacher/Schneider, NJW 2021, 1509 Rn. 5.

¹⁹¹ Mittwoch, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht, 2022, S. 224 („treuhänderische Pflicht“); Köndgen, in: FS K. Schmidt, Band I, 2019, 671, 698 ff.; Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 272; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 356; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 69 ff.; Harnos, in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennot. AG, § 2 Rn. 2.27; Fleischer, ZGR 2011, 155, 166 („treuhänderische Investmentbeziehung“); Wilsing, ZGR 2012, 291, 298; Veil, in: ders., Kapitalmarktrecht, § 30 Rn. 17 (für Wertpapierdienstleistungsunternehmen).

¹⁹² Eine solche Pflicht bejahend Winkler, Die Verantwortung institutioneller Anleger, 2008, S. 164 f.; dagegen Kehrel, Sustainable Finance, 2023, S. 91; Schoch, Interessenkonflikte, 2021, S. 280; Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 18; Bachmann, AG 2012, 565, 575; Schneider, ZGR 2012, 518, 526 f.; Schmolke, ZGR 2007, 701, 739.

Abstimmungsverhalten berichten müssen.¹⁹³ Ein institutioneller Investor, der nicht die Möglichkeit ergreift, seinen Einfluss auf das Management seiner Portfoliogesellschaften geltend zu machen, dürfte hinter der Erwartungshaltung seiner Kunden zurückbleiben.¹⁹⁴ Auch wenn die Transparenzpflichten gemäß § 134a Abs. 2 AktG nicht für institutionelle Investoren außerhalb der EU gelten, die bekanntlich den Großteil der Anteile am deutschen Kapitalmarkt halten,¹⁹⁵ treffen diese in ihren Herkunftsstaaten regelmäßig strenge Treuepflichten, die sie unmittelbar zur Stimmrechtsausübung verpflichten.¹⁹⁶

Sofern institutionelle Investoren ihre Stimmrechte ausüben, muss diese Ausübung entsprechend der Pflicht zur Wahrung der Kundeninteressen auch informiert erfolgen.¹⁹⁷ Daraus entspringt zwar nicht zwangsweise eine Pflicht zur Beauftragung eines Stimmrechtsberaters, allerdings bietet die Befolgung einer Stimmempfehlung eines etablierten Beraters dem institutionellen Investor eine Art Absicherung durch Outsourcing, denn er hat mit der Einholung einer Empfehlung eines professionellen Anbieters sein Möglichstes zur Erfüllung seiner Pflichten getan.¹⁹⁸

C. Anstieg des Sustainable Shareholder Activism

Nachdem nun im Allgemeinen belegt wurde, dass institutionelle Investoren und dadurch zwangsläufig auch ihre Stimmrechtsberater an Einfluss gewinnen, ist der Fokus als nächstes auf den Sustainable Shareholder Activism jener institutionellen Investoren zu richten. Das Jahr 2024 war das zweite Jahr in Folge, in dem die Anzahl der Kampagnen aktivistischer Aktionäre weltweit

¹⁹³ EFAMA, Stewardship Code: Principles for asset managers' monitoring of, voting in, engagement with investee companies, 2018, S. 8; auch der BVI empfiehlt eine Ausübung der Stimmrechte in Portfoliounternehmen entsprechend der EFAMA, siehe BVI, Wohlverhaltensregeln, Stand: 1. Juli 2019, S. 9.

¹⁹⁴ In diese Richtung auch schon vor Einführung des § 134b AktG *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 36.

¹⁹⁵ Siehe Erster Teil, A.II.1.

¹⁹⁶ Beispielhaft genannt sei hier die Pflicht zur Stimmrechtsausübung für US-amerikanische institutionelle Investoren gemäß Rule § 275.206(4)-6 lit. (a) des Investment Advisers Act of 1940 und Rule §270.30b1-4 des Investment Company Act of 1940. Für britische institutionelle Investoren siehe *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 35.

¹⁹⁷ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 33; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 306.

¹⁹⁸ *Heinen*, S. 62, S. 71 ff.; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 31, S. 36; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 64, S. 66; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 306; in diese Richtung auch *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152.

ein neues Rekordhoch erreichte.¹⁹⁹ Auch Deutschland stand in der Hauptversammlungssaison 2023 so stark im Fokus aktivistischer Aktionäre wie nie zuvor.²⁰⁰ Gleichzeitig stieg die Anzahl ESG-aktivistischer Kampagnen in den letzten Jahren signifikant an; im Jahr 2023 wurden global 132 Kampagnen gezählt, während es 2022 noch 114 waren. Schon 2022 fand beinahe eine Verdopplung im Vergleich zu 2021 statt, als es noch 79 ESG-Kampagnen waren.²⁰¹ Institutionelle Investoren werden dabei als Haupttreiber verstanden.²⁰² Dass institutionelle Investoren Druck auf die Verwaltungen ihrer Anlageobjekte zu mehr ESG ausüben, ist spätestens seit den offenen Briefen des CEO des weltweit größten Vermögensverwalters BlackRock, Inc. bekannt. Dieser forderte bereits im Jahr 2021 in einem veröffentlichten Brief an die Vorstände der Beteiligungsunternehmen mehr ESG-Verantwortung und verlangte von diesen ausdrücklich mehr Klimaschutz bis hin zu Net Zero.²⁰³ Es ist eine steigende Anzahl an Organisationen zu verzeichnen, die ein besonderes Augenmerk auf den Klimaschutz legen und die von bedeutenden (deutschen) Asset Managern und institutionellen Investoren unterstützt werden. Beispielhaft genannt sei hier die auch in der EU agierende Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC),²⁰⁴ die über 400 Mitglieder mit vertretenen Assets im Wert von insgesamt 65 Trillionen US-Dollar zählt und zu deren Unterstützern auch zwei der größten deutschen institutionellen

¹⁹⁹ Laut einer Auswertung der US-Investmentbank Lazard fanden im Jahr 2024 insgesamt 255 Kampagnen statt, im Jahr 2023 waren es 252 Kampagnen. Eine öffentlich einsehbare Zusammenfassung der Auswertung findet sich bei *Lazard*, Annual Review of Shareholder Activism 2024, 7. Januar 2025, abrufbar unter <https://www.lazard.com/research-insights/annual-review-of-shareholder-activism-2024/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

²⁰⁰ *Lazard*, Shareholder Activism Update: Early Look at 2023 Trends, Studienzusammenfassung, 18. April 2023.

²⁰¹ DMI/Olshan Frome Wolosky, Shareholder Activism Annual Review 2024, S. 24.

²⁰² *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 42 f.; *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S. 300 f.; *Lieberknecht*, in: Bayer/Butz/Langlet u. a., Nachhaltigkeitsrecht, 2023, 189; *Arnold*, ZHR 185 (2021), 281, 282; *Kelly*, J Corp L Stud, Vol. 21, No. 2, 467, 484; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 342; *Klöhn*, ZHR 185 (2021), 182, 202; *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1585; *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 62 f.; *Eberius*, WM 2019, 2143; *Gelter/Langenbucher*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 38 Rn. 8 ff.; allgemein zu institutionellen Investoren als aktivistische Aktionäre *Kolat*, Shareholder Activism durch institutionelle Investoren, 2014, S. 124 ff.; *Heuser*, Shareholder Activism, 2012, S. 7 ff.

²⁰³ *Fink*, Letter to CEOs, 2021.

²⁰⁴ Die IIGCC veröffentlichte am 30. Juli 2021 das „Investor Position Statement: A Call for Corporate Net Zero Transition Plans“, in dem Unternehmen dazu aufgerufen wurden, einen Plan zur Erreichung der Klimaneutralität zu veröffentlichen, einen für diesen Plan verantwortlichen Direktor zu benennen und den Investoren die Möglichkeit für jährliche Say on Climate-Beschlüsse zu geben. Das Statement wurde auf der Internetpräsenz der IIGCC mittlerweile gelöscht. Eine grobe Wiedergabe des Inhalts bei *Vetter*, AG 2023, 564. Im Jahr 2023 veröffentlichte die IIGCC einen Bericht, in dem wesentliche Komponenten eines Climate Transition Plans definiert wurden, siehe IIGCC, Investor Expectations of Corporate Transition Plans: From A to Zero, 2023; hierzu auch *Rieckers*, DB 2023, 439, 444.

Investoren, namentlich die Allianz und die DWS-Group, zählen.²⁰⁵ Auch die Initiative der Climate Action 100+, die von Unternehmen verstärkte Klimaschutzbemühungen fordert und aus über 600 institutionellen Investoren besteht, reiht sich in diese Entwicklung ein.²⁰⁶

Nicht nur global, sondern auch in der EU nimmt die Zahl der ESG-Kampagnen, mit einigen Ausreißern nach unten, stetig zu.²⁰⁷ Seit ein paar Jahren sind zudem zahlreiche Beschlüsse im Hinblick auf Klimaangelegenheiten, sog. Say on Climate, in europäischen Gesellschaften zu verzeichnen.²⁰⁸ Deutschland kann sich diesem internationalen Trend nicht verschließen und erfährt insbesondere seit 2019 nachhaltigkeitsbezogene Kampagnen durch aktivistische Aktionäre.²⁰⁹ Seit der Hauptversammlungssaison 2023 finden auch in Deutschland bereits vereinzelt Say on Climate-Beschlüsse statt, obwohl für diesen Beschlussgegenstand im deutschen Recht bisher keine spezielle Norm existiert.²¹⁰

Um diese empirischen Befunde besser einordnen zu können, bedarf es zunächst eines besseren Verständnisses des Begriffs des Sustainable Shareholder Activism sowie einer Abgrenzung zum allgemeinen Aktionärsaktivismus (I.), bevor die Gründe der institutionellen Investoren beleuchtet werden, die sie zu mehr Nachhaltigkeit bewegen (II.). Anschließend daran werden die Auswirkungen des institutionellen Nachhaltigkeitsaktivismus auf die Stimmrechtsberatung dargestellt (III.) sowie die Vorteile, die eine

²⁰⁵ *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 45.

²⁰⁶ Weitere Informationen unter <https://www.climateaction100.org/>; *van Olfen/Breukink*, ECFR 2023, 745, 748; *Ott*, NZG 2020, 99, 103.

²⁰⁷ Während es im Jahr 2013 noch 40 ESG-aktivistische Kampagnen in Europa waren, stieg die Zahl im Jahr 2020 auf ihr Rekordhoch von 102 Kampagnen und sank 2022 auf 66 ab, *Insightia*, ESG Activism 2022, S. 5.

²⁰⁸ In der Hauptversammlungssaison 2024 haben 22 Unternehmen in Europa ihren Klimafahrplan zur Abstimmung ihrer Anteilseigner vorgelegt. In der Saison 2023 waren es 24 Unternehmen und in der Saison 2022 sogar 36 Beschlüsse, *Georgeson*, European AGM Season Review 2024, S. 15. Zu den Hintergründen des Say on Climate siehe Zweiter Teil, B.II.

²⁰⁹ Beispielhaft genannt sei hier der Gegenantrag des Dachverbandes der Kritischen Aktionärinnen und Aktionäre zur ordentlichen Hauptversammlung der RWE AG im Jahr 2020, mit dem erreicht werden sollte, den Bilanzgewinn des Geschäftsjahres 2019 nicht als Dividende auszuschütten, sondern u. a. „zur Errichtung eines Fonds für die Auswirkungen des Klimawandels“ zu verwenden. Ein weiteres populäres Beispiel sind die Gegenanträge zur Verweigerung der Entlastung des Vorstandes der Bayer AG im Jahr 2019, da diesem aufgrund der Monsanto-Übernahme mangelndes Klimabewusstsein attestiert wurde. Weitere Beispiele werden im Zweiten Teil, B., aufgeführt.

²¹⁰ Pionierin war in der Hauptversammlungssaison 2023 die Alzchem Group AG, gefolgt von der GEA Group AG in der Saison 2024. Für die Saison 2025 hat nun die Bayer AG als erster DAX 40-Konzern angekündigt, in der Hauptversammlung über ihren Klimafahrplan abstimmen zu lassen, siehe Zweiter Teil, B.II.

Stimmrechtsberatung in ESG-Angelegenheiten für institutionelle Investoren mit sich bringen kann (IV.).

I. Definition und Abgrenzung vom Shareholder Activism

Shareholder Activism ist kein neues Phänomen und bereits seit Jahrzehnten nicht nur auf dem US-amerikanischen Markt zu beobachten.²¹¹ In Deutschland tritt Aktionärsaktivismus erst seit rund 20 Jahren auf.²¹² Als bekanntestes Beispiel gilt die geplante Übernahme der London Stock Exchange durch die Deutsche Börse AG im Jahr 2005, die auf Druck von Hedgefonds letztlich nicht durchgeführt werden konnte.²¹³ Auch wenn es keine einheitliche Definition dieses Aktionärsaktivismus gibt, lässt sich zusammenfassen, dass es sich hierbei um Minderheitsaktionäre handelt, die teilweise mittels aggressivem Vorgehen das Machtgefüge im Unternehmen verschieben möchten.²¹⁴ Mithilfe einer Mischung aus der ihnen zur Verfügung stehenden Aktionärsrechten, medialem Druck und der Suche nach überzeugbaren Mitaktionären verschaffen sie sich einen im Vergleich zu ihrem Stimmrecht überproportional großen Einfluss auf die Verwaltung der Gesellschaft.²¹⁵ Sie sind daher von bloß „aktiven“ Aktionären zu unterscheiden, die zwar ebenfalls die Geschicke der Gesellschaft mitbestimmen möchten, dafür aber allein die ihnen zur Verfügung stehenden Mitgliedschaftsrechte nutzen, ohne weiteren Druck aufzubauen.²¹⁶ Da institutionelle Investoren regelmäßig Minderheitsaktionäre sind, sind sie zur Erreichung ihrer Ziele allerdings praktisch auf darüber

²¹¹ *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 60; *Arnold*, ZHR 185 (2021), 281, 286; *Graßl/Nikolayczik*, AG 2017, 49; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 342.

²¹² *Brückner*, Aktivistische Aktionäre, 2023, S. 30; *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 309; eine Darstellung prominenter Beispielfälle aus Deutschland findet sich bei *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 299.

²¹³ *Gerlicher*, Shareholder Activism, 2017, S. 131 f.; *Kolat*, Shareholder Activism durch institutionelle Investoren, 2014, S. 129; *Bunz*, NZG 2014, 1049; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341; *Schiessl*, in: BeckHdB M&A, § 7 Rn. 2.

²¹⁴ *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 54; *Brückner*, Aktivistische Aktionäre, 2023, S. 25; *Kubis*, in: MüKoAktG, § 118 Rn. 24; *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 309; *Gelter/Langenbucher*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 38 Rn. 17.

²¹⁵ *Brückner*, Aktivistische Aktionäre, 2023, S. 25; *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 89; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 189; *Inci*, Shareholder Engagement, 2018, S. 95 f.; *Heuser*, Shareholder Activism, 2012, S. 17 f.; *Ekkenga*, in: FS Cahn, 2023, 71, 79; *Kubis*, in: MüKoAktG, § 118 Rn. 24; *Gelter/Langenbucher*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 38 Rn. 17; *Arnold*, ZHR 185 (2021), 281, 285; *Brellocks/Stark*, ZHR 185 (2021), 319, 361; *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 342; *Klöhn*, ZHR 185 (2021), 182, 203; *Mohamed*, NZG 2024, 1583 Rn. 3; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297 f.; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301 f.; *Wentz*, WM 2019, 906, 910; *Gelter/Langenbucher*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 38 Rn. 1.

²¹⁶ *Inci*, Shareholder Engagement, 2018, S. 94 f.; *Hell*, NZG 2019, 338, 339.

hinausgehende Maßnahmen angewiesen und agieren daher häufig nicht nur aktiv, sondern auch aktivistisch.²¹⁷

Der „klassische“ Aktionärsaktivismus ist grundsätzlich kurzfristig orientiert (sog. Short-termism)²¹⁸ und verfolgt eine schnellstmögliche Renditesteigerung um jeden Preis, regelmäßig auf Kosten der Mitaktionäre oder der Gesellschaft.²¹⁹ Insbesondere Hedgefonds wird zugeschrieben, dass sie eine oftmals signifikante Minderheitsbeteiligung an einer Publikumsgesellschaft erwerben und diese unter Zuhilfenahme weiterer Druckmittel nutzen, um Einfluss auf die Verwaltung der Gesellschaft zu nehmen.²²⁰ Sämtlicher Kritik zum Trotz kann sich Aktionärsaktivismus jedoch auch positiv auf die Corporate Governance eines Unternehmens auswirken. Die Identifizierung von Schwachstellen in der Unternehmensführung, wenn auch nicht als Selbstzweck, sondern zur Steigerung der Profite, führt zur Behebung von Betriebsblindheit und eingefahrener Strukturen und kann auch auf längere Sicht zum Vorteil der Gesellschaft und ihrer Akteure sein.²²¹

Über die Zielrichtung ist von diesem Aktionärsaktivismus der Sustainable Shareholder Activism abzugrenzen.²²² Auch hier versuchen Minderheitsaktionäre, in börsennotierten Gesellschaften einen für ihren

²¹⁷ Vgl. *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 42 f.; *Lieberknecht*, in: Bayer/Butz/Langlet u. a., Nachhaltigkeitsrecht, 2023, 189; *Arnold*, ZHR 185 (2021), 281, 282; *Kelly*, J Corp L Stud, Vol. 21, No. 2, 467, 484; *Gerlicher*, Shareholder Activism, 2017, S. 141 f.; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 342; *Klöhn*, ZHR 185 (2021), 182, 202; *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1585; *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 62 f.; *Gelter/Langenbucher*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 38 Rn. 8 ff.; in diese Richtung auch *Ekkenga*, in: FS Cahn, 2023, 71.

²¹⁸ *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S. 52 ff.; *Inci*, Shareholder Engagement, 2018, S. 39; Ausführlich zur Entwicklung des Short-termism in Deutschland *Bueren*, Short-termism, 2022, S. 275 ff.

²¹⁹ *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 71 f.; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341; *Schäfer/Wucherer*, AG 2023, 483 Rn. 7 f.; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301; *Çapa*, Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse, 2021, S. 29; *Arnold*, ZHR 185 (2021), 281, 288 f., in diese Richtung auch *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 60.

²²⁰ *Steuer*, Passive Investoren, 2022, S. 178 ff.; *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 37 ff.; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 12; *Langenbucher*, in: FS Baums, 2017, 743 ff.; *Arnold*, ZHR 185 (2021), 281, 282; *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 58; *Schäfer/Wucherer*, AG 2023, 483 Rn. 1; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 717; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297; *Gelter/Langenbucher*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 38 Rn. 18; allgemein zum Short-termism institutioneller Anleger: *Krebs*, in: Hölter/Weber, AktG, § 134a Rn. 2.

²²¹ *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 116 f.; *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 343; *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1585; *Gelter/Langenbucher*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 38 Rn. 19; *Langenbucher*, in: FS Bergmann, 2018, 443, 455.

²²² *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 1; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 4; *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1585; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 7; *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 62.

Beteiligungsanteil überproportionalen Einfluss auf die Verwaltung auszuüben, allerdings nicht zur kurzfristigen Gewinnmaximierung, sondern zur Etablierung und Durchsetzung von ESG im Unternehmen.²²³ Da sich der Nachhaltigkeitsaktionärsaktivismus derweil überwiegend auf Klimaschutzbestrebungen konzentriert,²²⁴ wird der Sustainable Shareholder Activism größtenteils nicht weiter differenziert; nur vereinzelt findet sich der Begriff des Climate Shareholder Activism.²²⁵ Diese Begrifflichkeiten sollen jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass der nachhaltigkeitsbezogene Aktionärsaktivismus aufgrund der Verfolgung langfristiger Rentabilität des Anlageobjekts regelmäßig (auch) monetäre Interessen verfolgt, sodass kaum von einem ideellen Aktivismus gesprochen werden kann.²²⁶ Eine starre Abgrenzung von anderen Shareholder Activism-Strömungen, wie dem Financial Shareholder Activism, ist dadurch nicht immer möglich.²²⁷

II. Gründe für den Nachhaltigkeitsaktivismus institutioneller Investoren

Schon in ihrem Grünbuch vom 5. April 2011²²⁸ hat die Europäische Kommission erwogen, institutionelle Investoren mittels Transparenzpflichten zu einer aktiven Ausübung ihrer mitgliedschaftlichen Rechte anzuhalten, um die Corporate Governance ihrer Beteiligungsgesellschaften zu verbessern.²²⁹ Dieser sog. Stewardship-Gedanke²³⁰ hat dazu geführt, dass institutionelle Investoren

²²³ *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 1; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 5 ff., 56; *Rieckers*, DB 2023, 306, 310; *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 62 f.; *Gelter/Langenbacher*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 38 Rn. 23.

²²⁴ Wie bereits erläutert, ist dies damit zu begründen, dass auch Nachhaltigkeit als Terminus im aktuellen Diskurs schwerpunktmäßig auf Klimaschutz beschränkt wird, siehe beispielhaft *Fest*, AG 2024, 269; *Koch*, AG 2023, 553 Rn. 39.

²²⁵ *Laasch/Wernick*, Climate Change: Why Companies Should Embrace Disruptive Climate Activism, Harvard Business Review, 30. August 2024; zum deutschen Begriff des Klima-Aktionärsaktivismus *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1585.

²²⁶ Zum ideellen Aktivismus *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 50.

²²⁷ So verschreiben sich die Principles for Responsible Investment, eine Initiative institutioneller Investoren mit mittlerweile mehr als 5.000 Unterzeichnern, der Nachhaltigkeit ausdrücklich aus finanziellen Interessen, siehe hierzu *Kuntz*, ZIP 2023, 1336, 1338. Zu weiteren Formen des Shareholder Activism *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 342; *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 62 ff.

²²⁸ Europäische Kommission, Grünbuch: Europäischer Corporate Governance-Rahmen, COM(2011) 164 final; 5. April 2011.

²²⁹ Europäische Kommission, Grünbuch: Europäischer Corporate Governance-Rahmen, COM(2011) 164 final; 5. April 2011, S. 13 f.; hierzu auch *Wilsing*, ZGR 2012, 291.

²³⁰ Angelehnt an den UK Stewardship Code, siehe Europäische Kommission, Grünbuch: Europäischer Corporate Governance-Rahmen, COM(2011) 164 final, 5. April 2011, S. 13 Fn. 45; *Hannigan*, in: FS Baums, 2017, 561, 563.

nicht nur vermehrt aktiv ihre Mitgliedschaftsrechte wahrnehmen (sog. Shareholder Engagement),²³¹ sondern dass sie oftmals auch darüber hinaus versuchen, durch bereits beschriebene Praktiken Einfluss auf die Verwaltung zu nehmen. Während Aktionäre vor einigen Jahren noch die „Love ‘em or leave ‘em“-Strategie der Wallstreet verfolgten und ihre Anteile an solchen Gesellschaften veräußerten, die nicht mehr ihrer Anlagestrategie entsprachen (Exit),²³² ist immer öfters der von der EU incentivierte Active Ownership bei institutionellen Investoren zu beobachten,²³³ in dessen Rahmen das Stimmrecht in zugespitzter Form zur Ausübung von Druck auf die Verwaltung genutzt wird (Voice).²³⁴

In jüngerer Zeit verlangen institutionelle Investoren dabei ehrgeizigere ESG-Ziele von den Verwaltungsorganen.²³⁵ Diese Erwartungshaltung kann zum einen mit dem bereits beschriebenen, steigenden Anteil institutioneller Beteiligungen begründet werden,²³⁶ zum anderen tragen auch die mittlerweile kodifizierten Transparenzpflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter (1.) sowie deren geänderte Anlagestrategien (2.) zu diesem institutionellen Sustainable Shareholder Activism bei.

²³¹ *Inci*, Shareholder Engagement, 2018, S. 99 ff.; *Brellochs/Stark*, ZHR 185 (2021), 319, 366; *Hell*, NZG 2019, 338, 340 f.; *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1123.

²³² *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 67; *Keltsch*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S. 63; so auch noch *Engert*, ZIP 2006, 2105 f.; *Hell*, NZG 2019, 338, 440; *Freitag*, AG 2014, 647, 648; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 713; heute noch *Wentz*, WM 2019, 906, 910; für passive Investoren *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 54.

²³³ Beispielhaft genannt sei hier die Investoreninitiative UN Principles for Responsible Investment (PRI), die sechs Prinzipien für verantwortungsvolle Investments aufgestellt hat. Das zweite Prinzip verpflichtet die Unterzeichner über einen Active Ownership zur Integration von ESG-Aspekten in ihrer Beteiligungspraxis, siehe PRI, Introductory Guides to Responsible Investment – An introduction to responsible investment: listed equity, 13. Januar 2025; *Keltsch*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S. 34; *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 1; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 8 f.; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 8; *Köndgen*, in: FS K. Schmidt, Band I, 2019, 671, 699.

²³⁴ *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 49; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 9; für passive Investoren *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 61 f.; *Steuer*, Passive Investoren, 2022, S. 127 f., 182 ff. („Voice-Governance“).

²³⁵ Thinking Ahead Institute, The Asset Owner 100: The Most influential capital on the planet, November 2023, S. 9; *Ekkenga*, in: FS Cahn, 2023, 71; *Hell*, NZG 2019, 338; *Hannigan*, in: FS Baums, 2017, 561, 574; *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 3; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 9 ff.

²³⁶ Siehe Erster Teil, A.II.1.; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 83; *Arnold*, ZHR 185 (2021), 281, 286 f.; *Bassen*, Institutionelle Investoren, 2002, S. 56 ff.

1. Transparenzpflichten

Nachhaltigkeitsbestrebungen institutioneller Anleger und Vermögensverwalter werden durch die Transparenzpflichten nach §§ 134b f. AktG verstärkt,²³⁷ in denen die Vorgaben der ARRL II umgesetzt wurden.²³⁸ § 134b Abs. 1 AktG legt institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern die Pflicht zur Veröffentlichung ihrer Mitwirkungspolitik auf, mithin der Art und Weise wie institutionelle Anleger und Vermögensverwalter in ihren Portfoliogesellschaften mitwirken.²³⁹ Diese Offenlegungspflichten dienen entsprechend dem Stewardship-Gedanken u. a. dem Zweck, Anlageintermediäre zu einem Einsatz für eine langfristig orientierte Corporate Governance zu incentivieren.²⁴⁰ Während gemäß § 134b Abs. 1 Nr. 1 AktG über das Abstimmungsverhalten berichtet werden muss, haben die Normadressaten nach Nr. 2 darüber zu berichten, ob und wie sie „wichtige Angelegenheiten der Portfoliogesellschaften“ überwachen, zu denen gemäß Art. 3g Abs. 1 lit. a) ARRL II auch „soziale und ökologische Auswirkungen sowie die Corporate Governance“ gehören.²⁴¹ § 134b Abs. 2 und Abs. 3 AktG ergeben darüber hinaus die Veröffentlichungspflicht eines „konkret-vergangenheitsbezogenen“ Mitwirkungsberichts.²⁴² Insbesondere müssen die Verpflichteten nicht nur über die generellen Maßstäbe ihres Abstimmungsverhaltens berichten, sondern auch im Hinblick auf die konkret vorgenommenen Abstimmungen auf den Hauptversammlungen der einzelnen Portfoliogesellschaften.²⁴³ Sofern Veröffentlichungsvorgaben nicht oder nicht vollständig umgesetzt wurden, müssen nach dem Comply or explain-Grundsatz des § 134b Abs. 4 AktG die

²³⁷ *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S. 300; *Dörrwächter*, NZG 2022, 1083, 1087; *Kelly*, J Corp L Stud, Vol. 21, No. 2, 467, 484 f.; *Ruppel*, ZGR 2022, 219 ff.; *Koch*, AG 2023, 553 Rn. 30; *Sethe*, in: Schäfer/Sethe/Lang, Vermögensverwaltung-HdB, § 5 Rn. 394 ff.

²³⁸ Siehe dazu bereits Erster Teil, A.I.

²³⁹ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134b Rn. 5; *Koch*, in: ders., AktG, § 134b Rn. 1; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134b Rn. 2; *Kremer*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 9 Rn. 37.

²⁴⁰ ARRL II, Erwägungsgrund 15; *Kleiner*, Umweltfinanzmarktrecht, 2024, S. 213 f.; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 7; *Brellocks/Stark*, ZHR 185 (2021), 139, 366; *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 8; kritisch dazu, dass der Gesetzgeber Corporate Governance-Missstände durch eine Steigerung der Berichtspflichten zu beheben versucht *Koch*, BKR 2020, 1, 8 f.

²⁴¹ Begr. ReGE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 101; *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134b Rn. 2; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134b Rn. 5; *Koch*, in: ders., AktG, § 134b Rn. 2; *Stiegler*, in: Wachter, AktG, § 134b Rn. 7.

²⁴² *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134b Rn. 12; *Koch*, in: ders., AktG, § 134b Rn. 3; so auch *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134b Rn. 14.

²⁴³ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134b Rn. 16; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134b Rn. 13; *Koch*, in: ders., AktG, § 134b Rn. 3.

Gründe erläutert werden.²⁴⁴ Der Mitwirkungsbericht muss gemäß § 134b Abs. 5 S. 1 AktG für mindestens drei Jahre auf der Internetseite des institutionellen Anlegers oder Vermögensverwalters öffentlich zugänglich gehalten und jährlich aktualisiert werden.

Über die konkrete Mitwirkungspolitik hinaus sind die Endbegünstigten, mithin Beitragszahler, Versicherungsnehmer, (künftige) Rentner sowie Anleger, die ihr Vermögen den institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern anvertrauen,²⁴⁵ zudem gemäß § 134c AktG über die Anlagestrategien und den Anlagehorizont der Intermediäre zu informieren.²⁴⁶ Institutionelle Anleger müssen nach § 134c Abs. 1 AktG offenlegen, „inwieweit die Hauptelemente ihrer Anlagestrategie dem Profil und der Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten entsprechen und wie sie zur mittel- bis langfristigen Wertentwicklung ihrer Vermögenswerte beitragen“. Die „Verbindlichkeiten“ sind dabei die Vertrags- und Treueverhältnisse zum jeweiligen Endbegünstigten bzw. Anleger.²⁴⁷ Diese Offenlegungspflicht wird gemäß § 134c Abs. 2 S. 1 AktG erweitert, wenn der institutionelle Anleger eine Vereinbarung mit einem Vermögensverwalter dahingehend trifft, dass Letzterer für den institutionellen Anleger handeln soll.²⁴⁸ In diesem Fall umfasst die Berichtspflicht des institutionellen Anlegers gemäß § 134c Abs. 2 S. 2 AktG u. a. Angaben „zur Berücksichtigung der mittel- bis langfristigen Entwicklung der Gesellschaft bei der Anlageentscheidung“ (Nr. 1). Hierunter sind finanzielle sowie nichtfinanzielle Leistungen der Portfoliogesellschaft zu fassen und mithin auch ESG-Faktoren.²⁴⁹ Nach § 134c Abs. 3 S. 1 AktG sind die Informationen grundsätzlich im Bundesanzeiger oder auf der Internetseite des Finanzintermediärs für mindestens drei Jahre öffentlich zugänglich zu halten und mindestens jährlich zu aktualisieren.²⁵⁰

²⁴⁴ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134b Rn. 18; *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134b Rn. 4; *Koch*, in: ders., AktG, § 134b Rn. 4.

²⁴⁵ Zum Begriff des Endbegünstigten *Ruppel*, ZGR 2022, 219; grob auch *Koch*, BKR 2020, 1, 4.

²⁴⁶ *Koch*, in: ders., AktG, § 134c Rn. 1; *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134c Rn. 1; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134c Rn. 1.

²⁴⁷ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 33; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134c Rn. 2.

²⁴⁸ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134c Rn. 5; *Koch*, in: ders., AktG, § 134c Rn. 3; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134c Rn. 5.

²⁴⁹ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 103; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134c Rn. 9; *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134c Rn. 3; *Koch*, in: ders., AktG, § 134c Rn. 4; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134c Rn. 10; *Brellochs/Stark*, ZHR 185 (2021), 139, 366.

²⁵⁰ Versicherungsunternehmen können die entsprechenden Angaben auch in den Solvabilitäts- und Finanzbericht gemäß § 40 Abs. 2 S. 4 VAG aufnehmen, *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134c Rn. 18.

Auch Vermögensverwalter, die eine Vereinbarung mit einem institutionellen Anleger gemäß § 134c Abs. 2 AktG abgeschlossen haben, müssen diesem Anleger gemäß § 134c Abs. 4 S. 1 AktG jährlich u. a. darüber berichten, wie ihre Anlagestrategie und deren Umsetzung zur mittel- bis langfristigen Weiterentwicklung der Vermögenswerte beitragen.²⁵¹ Der Bericht enthält insbesondere Angaben über die wesentlichen mittel- bis langfristigen Risiken (§ 134c Abs. 4 S. 3 Nr. 1 AktG) und zur mittel- und langfristigen Entwicklung der Gesellschaft bei der Anlageentscheidung (§ 134c Abs. 4 S. 3 Nr. 3 AktG). Auch hierunter fallen nachhaltigkeitsbezogene Aspekte.²⁵²

Die Effektivität der Transparenzpflichten wird teilweise aufgrund der mangelhaften Sanktionsmöglichkeiten angezweifelt.²⁵³ Verstöße der institutionellen Anleger gegen ihre Pflichten aus § 134b Abs. 5 S. 1 AktG und § 134c AktG sind zwar bußgeldbewährt, allerdings wird in § 304 Abs. 2a Nr. 8, Abs. 4 AktG lediglich eine moderate Bußgeldhöhe von 25.000 EUR angedroht.²⁵⁴ Für Vermögensverwalter bestehen keine Sanktionen bei Verstößen gegen § 134c Abs. 4 AktG.²⁵⁵ Zudem sind nur unterlassene und verspätete Veröffentlichungen bußgeldbewehrt, inhaltlich fehlerhafte Berichte hingegen nicht.²⁵⁶ Dennoch sollte berücksichtigt werden, dass die Transparenzpflichten dazu dienen, die Endbegünstigten über Mitwirkungspolitik und Anlagestrategien der institutionellen Anleger und Vermögensverwalter zu informieren.²⁵⁷ Dies ermöglicht die Einsichtnahme der Endbegünstigten darin, ob sich ihre Intermediäre entsprechend der Kundeninteressen verhalten und schürt bei den Begünstigten durchaus eine gewisse

²⁵¹ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134c Rn. 19; *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134c Rn. 6; *Koch*, in: ders., AktG, § 134c Rn. 7.

²⁵² *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134c Rn. 23; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134c Rn. 4; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134c Rn. 43; *Ekkenga*, WM 2020, 1664, 1665; siehe auch Art. 3 ff. Offenlegungs-Verordnung.

²⁵³ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134a Rn. 15; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 11; *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 54.

²⁵⁴ Hierzu auch *Koch*, in: ders., AktG, § 134b Rn. 6; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134c Rn. 49.

²⁵⁵ *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134c Rn. 24; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134c Rn. 50; *Zetzsche*, AG 2020, 637, 655.

²⁵⁶ *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134b Rn. 6; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 11; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134c Rn. 49; nur die Information zu Interessenkonflikten nach § 134d Abs. 4 AktG muss auch inhaltlich zutreffend erfolgen; *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 54.

²⁵⁷ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 33; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134c Rn. 20; *Koch*, in: ders., AktG, § 134a Rn. 1; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 175.

Erwartungshaltung, was den Verhaltensdruck der Anlageintermediäre verstärkt.²⁵⁸ Insbesondere in Anbetracht der öffentlich verfügbaren Nachhaltigkeitsinformationen, zu deren Veröffentlichung die Unternehmen gemäß §§ 289b f. HGB verpflichtet sind,²⁵⁹ dürfte sich der Druck auf die institutionellen Investoren verdichten, jene Informationen zu verwerten.²⁶⁰

Die deutschen Transparenzvorschriften gelten jedoch nicht für institutionelle Investoren aus außereuropäischen Zulassungsorten gemäß § 134a Abs. 2 Nr. 1, Nr. 2 AktG.²⁶¹ Dadurch fallen insbesondere US-amerikanische Investoren aus dem Anwendungsbereich heraus, obwohl sie einen bedeutenden Teil der Anteilseigner unter den institutionellen Investoren in Deutschland ausmachen.²⁶² Allerdings gelten für ausländische institutionelle Investoren anderweitige hohe Transparenzregeln, z. B. nach dem US-amerikanischen Investment Advisers Act of 1940 und dem Investment Company Act of 1940 sowie nach dem UK Stewardship Code, die institutionelle Investoren nicht zu weniger Transparenz verpflichten.²⁶³

2. Klimaschutz als Anlagestrategie

Institutionelle Investoren sind als Finanzintermediäre dazu angehalten, ihre Portfolios an den Interessen ihrer Kunden zu orientieren.²⁶⁴ Vor allem private Kapitalgeber möchten immer öfter die Aussicht auf eine finanzielle Rendite mit der Absicht, messbare ökologische oder soziale Wirkungen zu erzielen, verbinden (sog. Impact Investing oder wirkungsorientiertes Investieren).²⁶⁵

²⁵⁸ *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134c Rn. 1; die „gewünschte Steuerwirkung“ ablehnend *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134a Rn. 16.

²⁵⁹ Siehe dazu bereits Einleitung, A.; monografisch zur nichtfinanziellen Berichterstattung *Hell*, Offenlegung nichtfinanzieller Informationen, 2020, insb. S. 129 ff.

²⁶⁰ In diese Richtung auch *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134b Rn. 6, der betont, dass die Regelungsadressaten auf öffentlich zugängliche Informationen angewiesen sind, um ihre Pflichten aus § 134b AktG zu erfüllen.

²⁶¹ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 99.

²⁶² *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134a Rn. 5, Rn. 14; hierzu auch *Koch*, in: ders., AktG, § 134a Rn. 5; *Baums*, ZHR 183 (2019), 605, 608.

²⁶³ *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 52; zum UK Stewardship Code siehe *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 124 ff.; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 35; *Schoch*, Interessenkonflikte, 2021, S. 200 f.

²⁶⁴ *Heinen*, S. 71 ff.; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 8; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134a Rn. 5; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134a Rn. 1; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 10; *Ekkenga/Schirrmacher/Schneider*, NJW 2021, 1509 Rn. 5.

²⁶⁵ Nähere Informationen finden sich auf der Webseite der Bundesinitiative Impact Investing, abrufbar unter <https://bundesinitiative-impact-investing.org/impact-investing/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025]; *Alberg-Seberich/Suwanprateep*, BdW 2015, 103, 104;

Insbesondere jüngere Menschen und Millennials bewerten die umwelt- und klimabewusste Ausrichtung der Portfoliogesellschaften positiv.²⁶⁶ So berücksichtigen auch die sog. Big Three unter den Vermögensverwaltern, BlackRock, Inc., The Vanguard Group, Inc. und State Street Corp., klimabezogene Risiken in ihren Anlagen.²⁶⁷ Ferner bieten die Anlagegesellschaften großer Versicherer und Pensionsfonds (z. B. CalPERS) nachhaltige Investmentprodukte an.²⁶⁸ Allerdings kann nicht automatisch davon ausgegangen werden, dass institutionelle Investoren dadurch wirkungsorientiert anlegen würden.²⁶⁹ Denn zu der mittlerweile weit verbreiteten Definition des Impact Investing gehört die Intentionalität, mithin die erklärte Absicht, eine klar definierte Wirkung zu erzielen.²⁷⁰ So geht ein wirkungsorientiertes Investment über eine reine ESG-Anlage hinaus, da bei Letzterer zwar ebenfalls nachhaltige Finanzprodukte bevorzugt werden, allerdings sind die dahinterstehenden Gründe zweitrangig und es muss keine genaue Messung der Wirkungen erfolgen.²⁷¹

Nachhaltigkeit wird als Anlagestrategie bei institutionellen Investoren immer beliebter, auch ohne die Anforderungen des Impact Investing zu erfüllen. An ESG orientierte Beteiligungsgesellschaften stellen sich zunehmend als wirtschaftlich attraktiv dar.²⁷² So ermittelte eine Befragung von 600 institutionellen Investoren, dass die große Mehrheit unter ihnen Nachhaltigkeit

Nagel/Lorenz/El-Qalqili, BKR 2022, 360 f.; *Andrae*, in: Heithecker, HdB Nachhaltige Finanzwirtschaft, Kap. E.VII.2 Rn. 1703 ff.

²⁶⁶ *Vetter*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 109; *Fleischer*, AR 2022, 26, 27; *Hollerung*, ZHR 188 (2024), 148, 170; *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 430; *Gelter/Langenbucher*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 38 Rn. 14; vgl. auch die Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen: Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen - neuer Aktionsplan, 24. September 2020, COM(2020) 590 final.

²⁶⁷ Für Blackrock, Inc.: BlackRock Investment Stewardship – Proxy voting guidelines for Benchmark Policies – U.S. securities, effective as of January 2025, S. 19; für The Vanguard Group, Inc.: Proxy voting policy for U.S. portfolio companies, effective February 2024, S. 7 und S. 11; für State Street Corp.: Global Proxy Voting and Engagement Policy, effective March 25, 2024, for voting decisions as of March 26, 2024, S. 24 ff.

²⁶⁸ CalPERS stellt seine nachhaltigen Finanzprogramme auf der Homepage vor, abrufbar unter <https://www.calpers.ca.gov/investments/sustainable-investments-program> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025]; siehe dazu auch *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 10.

²⁶⁹ A. A. wohl *Veil*, in: ders., Kapitalmarktrecht, § 24 Rn. 8.

²⁷⁰ Bundesinitiative Impact Investing, Was ist Impact Investing?, abrufbar unter <https://bundesinitiative-impact-investing.org/impact-investing/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025]; FNG, Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2024: Deutschland und Österreich, S. 33; *Andrae*, in: Heithecker, HdB Nachhaltige Finanzwirtschaft, Kap. E.VII.2 Rn. 1711.

²⁷¹ *Andrae*, in: Heithecker, HdB Nachhaltige Finanzwirtschaft, Kap. E.VII.2 Rn. 1712; *Brandes*, Impact Investing geht über ESG hinaus, Börsen-Zeitung. 9. Oktober 2024.

²⁷² *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 15; *Lieberknecht*, ELSI Osnabrück 22-04, 1, 4; *Brellocks/Stark*, ZHR 185 (2021), 319, 363.

aufgrund der wirtschaftlichen Bedeutung verfolgt.²⁷³ Diese wirtschaftliche Attraktivität resultiert auch daraus, dass Unternehmen, die im klimasensiblen Bereich wirtschaften, aufgrund der aktuellen Trends zunehmend zu einem finanziellen Risiko für institutionelle Investoren werden.²⁷⁴ Ende September 2024 hielten private und institutionelle Investoren erstmalig mehr als eine Billion Euro in Fonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen gemäß der Offenlegungsverordnung.²⁷⁵ Institutionelle Investoren erhoffen sich dadurch unmittelbare positive Effekte auf den Wert ihrer Portfolien und zugleich einen Vorteil im Vergleich zu anderen Wettbewerbern.²⁷⁶

Ohne einen wesentlichen Teil dieser Arbeit vorwegzunehmen, sei an dieser Stelle bereits erwähnt, dass sich eine ertragsorientierte Sicht auf ESG-Belange im Vordringen befindet, nach der sich Gewinn- und Nachhaltigkeitsinteressen nicht gegenseitig ausschließen, sondern im Sinne einer langfristigen Rentabilität gleichlaufen.²⁷⁷ 93 Prozent der Investoren geben an, dass Klimarisiken die finanzielle Performance ihrer Investments beeinflussen.²⁷⁸ Unattraktiv werden dadurch insbesondere solche Anlageobjekte, deren Geschäftsmodelle durch den Klimawandel bedroht werden.²⁷⁹ Investoren berücksichtigen daher nicht nur aufgrund der regulatorischen Lenkung, sondern auch aus wirtschaftlichen Interessen diverse Nachhaltigkeitsrisiken, die die Rentabilität ihrer Produkte beeinträchtigen können.²⁸⁰ Forderungen nach ESG-Aspekten in der Corporate Governance werden in die längerfristige Anlagestrategie der institutionellen Investoren integriert.²⁸¹ Es ist daher nur folgerichtig, dass zahlreiche institutionelle Investoren fordern, dass sie im

²⁷³ *Eccles/Kastrapeli*, The Investing Enlightenment: How Principle and Pragmatism can create Sustainable Value through ESG, 2017, S. 7 f.; *Schmidt*, in: Ghassemi-Tabar, DCGK, Empfehlung A.1 Rn. 10.

²⁷⁴ *Schön*, in: FS K. Schmidt, 2019, 391; *Lieberknecht*, ELSI Osnabrück 22-04, 1, 5.

²⁷⁵ BVI, Fokus Nachhaltigkeit: Der nachhaltige Fondsmarkt im dritten Quartal 2024, S. 1.

²⁷⁶ *Fleischer*, DB 2023, 44, 52.

²⁷⁷ Siehe ausführlich hierzu Vierter Teil, A.I.1.d.aa(1)(a)(aa).

²⁷⁸ Stanford Graduate School of Business/Hoover Institution/Rock Center for Corporate Governance/MSCI Sustainability Institute, Institutional Investor Survey on Sustainability, Joint survey 2024, S. 6.

²⁷⁹ *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 9; in diese Richtung auch *Fleischer*, DB 2022, 37, 42, wonach für institutionelle Investoren „der Klimaschutz inzwischen an vorderer Stelle steht“.

²⁸⁰ *Kleiner*, Umweltfinanzmarktrecht, 2024, S. 47 ff., S. 64, S. 67 f.

²⁸¹ *Köndgen*, in: FS K. Schmidt, Band I, 2019, 671, 695 f.; *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 1; *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 25; kritisch *Hell*, NZG 2019, 338, 342, der den Exit für institutionelle Investoren für ökonomischer hält; ebenfalls kritisch *Lieberknecht*, in: Bayer/Butz/Langlet u. a., Nachhaltigkeitsrecht, 2023, 189, 204, der Klimaaktivismus von Vermögensverwaltern gegenüber ihren weniger nachhaltig orientierten Anlegern als Treuepflichtverletzung ansieht.

Rahmen eines Say on Climate mehr Mitspracherechte in Klimaangelegenheiten erhalten.²⁸² Selbst Hedgefonds, denen regelmäßig pure Renditeinteressen nachgesagt werden, werden zunehmend ESG-aktivistisch aktiv.²⁸³ Das erklärt sich durch die nachweisbare Rentabilität des Sustainable Shareholder Activism. Einer Studie zufolge nahm das Umsatzwachstum bei den untersuchten Unternehmen um 7,6 Prozent zu, als Investoren ESG-aktivistisch tätig wurden.²⁸⁴ Unternehmen, die bis zum ESG-aktivistischen Angriff keine gute ESG-Performance aufwiesen, erzielten im Anschluss eine vergleichsweise hohe Rendite.²⁸⁵

III. Auswirkungen auf die Stimmrechtsberatung

Für die Leistung des Stimmrechtsberaters ist gemäß § 135 Abs. 2 S. 2 AktG das Interesse des Aktionärs maßgeblich.²⁸⁶ Da sich das Interesse zahlreicher institutioneller Investoren und damit auch der Kunden der Stimmrechtsberater nachweislich zu mehr ESG hinwendet, ist es bereits im Sinne der Kundenzufriedenheit notwendig, dass sich die Stimmrechtsberatung der geänderten Erwartungshaltung anpasst. Eine verstärkte Berücksichtigung des Klimaschutzes in der Stimmrechtsberatung beruht damit vordergründig nicht auf der eigenen Motivation des Stimmrechtsberaters, da das Klimaengagement jedenfalls aufgrund der Erwartungshaltung institutioneller Investoren extrinsisch motiviert ist. Diese Erwartungshaltung erfahren Stimmrechtsberater jedoch nicht nur im Rahmen der Kundenbeziehung „hinter verschlossenen Türen“. ISS selbst bekamen jüngst den aktivistisch-öffentlichkeitswirksamen Druck durch Investoren zu spüren. Im Jahr 2023 schrieben 36 institutionelle Anleger und Vermögensverwaltung unter der Federführung der Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) Proxy Advisor Working Group einen offenen Brief an ISS und forderten von dem Stimmrechtsberater ab der

²⁸² Die IIGCC forderte von Unternehmen in ihrem „Investor Position Statement: A call for Corporate Net Zero Transition Plans“ vom 28. Juli 2021, dass diese die Möglichkeit schaffen, dass Anleger über den Klimafahrplan des Unternehmens abstimmen können; hierzu auch *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1585; allgemein zum Aktivismus um den Say on Climate *Hell*, ZVglRWiss 119 (2020), 314; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 52; *Weller/Benz*, ZGR 2022, 563, 596.

²⁸³ *Hollerung*, ZHR 188 (2024), 148, 169; *Jaspers*, AG 2022, 145, 148 Rn. 10.

²⁸⁴ *Barko/Cremers/Renneboog*, J Bus Ethics 180 (2022), 777, 792; *Kühle*, AG 2023, 1583, 1585.

²⁸⁵ *Barko/Cremers/Renneboog*, J Bus Ethics 180 (2022), 777, 803; *Kühle*, AG 2023, 1583, 1585.

²⁸⁶ Siehe ausführlich Vierter Teil, A.I.1.d.aa. Hierzu auch *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 266.

Hauptversammlungssaison 2024 eine Specialty Net Zero Policy.²⁸⁷ Zwar hatten ISS bereits seit der Hauptversammlungssaison 2023 an zwei Stellen Klima-Benchmarks in ihre Richtlinien aufgenommen,²⁸⁸ allerdings forderte der Brief weitergehende Ambitionen von ISS, wie etwa die Berücksichtigung der Scope 3-Emissionen des Unternehmens im Rahmen der Entscheidung über die Vorstandsentslastung und einen klareren Bewertungsrahmen für Klimatransitionspläne, insbesondere im Zusammenhang mit Say on Climate-Beschlüssen. Ebenso verlangten die Unterzeichner, dass Klimaaspekte in die Vorstandsvergütung einfließen.²⁸⁹

Die hinter diesen klimaengagierten Forderungen stehende Erwartungshaltung institutioneller Investoren kann auch im Zusammenspiel mit der Transparenzpflicht der Stimmrechtsberater gemäß § 134d Abs. 2 AktG zu einer verstärkten Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten in den Abstimmungsrichtlinien und -empfehlungen führen, um den Erwartungen der Kunden gerecht zu werden. Gemäß § 134d Abs. 2 AktG, der Art. 3j Abs. 2 Unterabs. 1 ARRL II umsetzt, müssen Stimmrechtsberater jährlich Informationen u. a. zu den wesentlichen Methoden und Modellen sowie den Hauptinformationsquellen (Nr. 1) und zur Qualifikation der beteiligten Mitarbeiter (Nr. 3) veröffentlichen.²⁹⁰ Das betrifft im Klimaschutzkontext auch die nichtfinanziellen Angaben der börsennotierten Anlageobjekte nach § 289b f. HGB als Informationsquellen sowie die ESG-Fachkompetenz des Personals der Stimmrechtsberater. Diese Informationen sind gemäß § 134d Abs. 3 AktG für mindestens drei Jahre auf der Internetseite öffentlich zugänglich zu machen und jährlich zu aktualisieren.

Es lässt sich somit festhalten, dass sich die Zunahme des aktionärsseitigen Nachhaltigkeitsaktivismus auch auf die Stimmrechtsberatung auswirken und diese in eine ESG-fokussierte Richtung bewegen kann. Sustainable Shareholder Activism und Stimmrechtsberatung sind dadurch zwangsläufig miteinander verzahnt.²⁹¹ Inwieweit die Stimmrechtsberater diesen

²⁸⁷ IIGCC, Letter to ISS: Net Zero Proxy Advice, 30. August 2023.

²⁸⁸ ISS, Proxy Voting Guidelines: Benchmark Policy Recommendations: United States, 2023, S. 17, S. 66.

²⁸⁹ IIGCC, Letter to ISS: Net Zero Proxy Advice, 30. August 2023, S. 2 ff.

²⁹⁰ Zur Anwendbarkeit der §§ 134a ff. AktG auf ISS und Glass Lewis aufgrund ihrer deutschen Niederlassungen siehe Vierter Teil, A.I.1.a.

²⁹¹ Kühle, NZG 2023, 1583, 1585; allgemein zur Verzahnung institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater (ohne ESG-Bezug): Koch, in: ders., AktG, § 134d Rn. 1; Fleischer, AG 2012, 2, 3; Klöhn/Schwarz, ZIP 2012, 149, 151 f.

Erwartungen nachkommen und ESG-Aktivismus damit unterstützen, wird im Rahmen dieser Arbeit noch genauer zu zeigen sein.²⁹²

IV. Vorteile der Stimmrechtsberatung in ESG-Belangen

Das verstärkte Bewusstsein der Stimmrechtsberater insbesondere in Klimabelangen und auch generell in ESG-Angelegenheiten hat den Vorteil, dass das oftmals komplexe Fachwissen bei dem Stimmrechtsunternehmen konzentriert wird (1.). Das wiederum hat den positiven Effekt dahingehend, dass die sog. rationale Apathie, die auch außerhalb von Nachhaltigkeitsbelangen ein Problem in Hauptversammlungen darstellt, abgemildert werden kann (2.).

1. Kompensation fehlenden Fachwissens

Insbesondere seitdem in Deutschland der Say on Climate-Beschluss vermehrt in der rechtswissenschaftlichen Diskussion auftaucht, mehrt sich bei Kritikern gleichsam der Vorwurf, dass die Hauptversammlung aufgrund fehlenden Fachwissens über komplexe Nachhaltigkeitsthemen nicht in versierter Weise abstimmen könne und sie überfrachte.²⁹³ Dass ESG ein komplexes Thema darstellt, ist nicht von der Hand zu weisen. Allein mit der Delegierten Verordnung zu den Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung (European Sustainability Reporting Standards, ESRS) vom 31. Juli 2023²⁹⁴ hat die EU ein 284 Seiten umfassendes Regelwerk zur Nachhaltigkeitsberichterstattung veröffentlicht. Auch dadurch sind die Informationsunterlagen zur Hauptversammlung nicht nur umfangreicher, sondern auch vielschichtiger.²⁹⁵ Selbst die EU-Kommission hat am 26. Februar 2025 einen Entwurf zur Vereinfachung von EU-Vorgaben und zum Abbau von Bürokratie veröffentlicht, das

²⁹² Siehe Dritter Teil, B.

²⁹³ *Cahn*, NZG 2023, 299, 302; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 23; dies anführend, wenn auch ablehnend: *Vetter*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 119 f.; *Drinhausen*, ZHR 186 (2022), 201, 212; *Vetter*, AG 2023, 563 Rn. 455; *Vetter*, in: FS Seibert, 2019, 1021, 1033.

²⁹⁴ Delegierte Verordnung (EU) 2023/2772 der Kommission vom 31. Juli 2023 zur Ergänzung der Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung (ESRS-Verordnung), ABl. L.

²⁹⁵ Siehe hierzu auch *Heichl/Henselmann*, IRZ 2024, 75, 76 ff.; *Thoms*, in: Moosmayer/Lösler, Corporate Compliance, § 17 Rn. 56 ff.

insbesondere den Bereich der Nachhaltigkeitsberichterstattung nach der CSRD, der CSDDD und der EU-Taxonomie betrifft.²⁹⁶

Der institutionelle Investor ist auch aufgrund des Zeitdrucks auf spezialisierte Stimmrechtsberatung angewiesen.²⁹⁷ Erst mit Beginn der 30-tägigen Einberufungsfrist gemäß § 123 Abs. 1 S. 1 AktG muss den Aktionären Zugang zu den notwendigen Unterlagen gemäß §§ 124a Nr. 3, 176 Abs. 1 S. 1, 175 Abs. 2 AktG gewährt werden, zu denen auch der Lagebericht nebst nichtfinanzieller Erklärung bzw. der gesonderte nichtfinanzielle Bericht gehören.²⁹⁸ Dadurch ist der Aktionär gezwungen, fundierte Recherchen und Analysen der umfassenden Nachhaltigkeitsberichte nahezu *ad hoc* durchzuführen, sodass eine fundierte Stimmrechtsausübung praktisch unmöglich erscheint.²⁹⁹ Über die Inanspruchnahme einer professionellen Stimmrechtsberatung, die ausreichende Ressourcen und geschultes Personal aufweisen kann, kann der Vorwurf des fehlenden Sachverstandes entkräftet werden.³⁰⁰

2. Abschwächung der rationalen Apathie

Gesellschaften, an denen eine Vielzahl von Anteilseignern beteiligt ist, erfahren in der Regel das Phänomen der rationalen Apathie.³⁰¹ Gemeint ist damit das Kollektivhandlungsproblem, dass die Maßnahmen eines Aktionärs zur

²⁹⁶ European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards the dates from which Member States are to apply certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements, COM(2025) 80 final – *Omnibus I*; European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2015/1017, (EU) 2021/523, (EU) 2021/659 and (EU) 2021/1154 as regards increasing the efficiency of the EU guarantee under Regulation (EU) 2021/523 and simplifying reporting requirements, COM(2025)84 final – *Omnibus II*. Die Vorschläge werden nun dem Europäischen Parlament und dem Rat vorgelegt.

²⁹⁷ *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 53.

²⁹⁸ Der Hauptversammlung müssen gemäß § 176 Abs. 1 S. 1 AktG die Unterlagen nach § 175 Abs. 2 AktG zugänglich gemacht werden. Dadurch muss die nichtfinanzielle Erklärung nach § 289b Abs. 1 HGB als Teil des Lageberichts unstreitig zugänglich gemacht werden. Nach h. M. ist auch der an dessen Stelle tretende gesonderte Nachhaltigkeitsbericht i. S. d. § 289b Abs. 3 HGB zugänglich zu machen, auch wenn der Wortlaut des § 175 Abs. 2 den gesonderten Nachhaltigkeitsbericht nicht erfasst, *Hoffmann-Becking*, in: MHdB GesR IV, § 25 Rn. 89; *Schwieters*, in: Kubis/Tödtmann, Vorstand-HdB, § 10 Rn. 24.

²⁹⁹ In diese Richtung auch *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 32.

³⁰⁰ *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1589; *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 22, 225 f.; in diese Richtung auch *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 53; *Vetter*, AG 2023, 564, 570; *Vetter*, in: FS Seibert, 2019, 1021, 1036.

³⁰¹ *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S. 151 ff.; *Gerlicher*, Shareholder Activism, 2017, S. 157 ff.; *Tröger*, in: KK-AktG, § 134 Rn. 18 f.; *Hell*, NZG 2019, 338, 340; *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 11 ff.; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 380; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 707.

Überwachung der Corporate Governance diesem allein sämtliche Kosten verursachen, während jedoch alle Aktionäre als „Trittbrettfahrer“ von diesen Anstrengungen profitieren (sog. Free Rider Problem).³⁰² Dieses Kollektivhandlungsproblem führt zu einer Verantwortungsdiffusion: Jeder Aktionär spekuliert darauf, dass ein anderer Aktionär aktiv wird und die Kosten trägt. Da diese einseitige Kostenlast der Managementkontrolle oftmals den Nutzen des Anteilswertes übersteigt,³⁰³ bleiben vor allem kleinere Aktionäre passiv.³⁰⁴ Das gilt denknotwendigerweise umso mehr, je kostenintensiver die Analyse des Managementverhaltens ist, was insbesondere die Prüfung in komplexen Nachhaltigkeitsthemen umfasst. Die Beauftragung von Stimmrechtsberatern kann dieses Phänomen abschwächen, da diese die Informationen für eine Gesellschaft einmalig zusammentragen und analysieren, während die darauf fußende Empfehlung oftmals für eine Mehrzahl an Aktionären mit gleichen Interessen verwendet werden kann.³⁰⁵ Nicht zuletzt deswegen wird auch Stimmrechtsberatern zugeschrieben, für die festgestellte Steigerung der Präsenz in den Hauptversammlungen verantwortlich zu sein.³⁰⁶

D. Zwischenergebnis zum Ersten Teil

Da bis *dato* keine unmittelbaren Verhaltenspflichten im Hinblick auf Treibhausgasreduktionen und Klimaschutz für Unternehmen bestehen und ihre nationale Kodifizierung aufgrund des Omnibus-Verfahrens der EU weiter verschoben werden, ist die Frage nach alternativen Anreizen für mehr Klimaengagement in Unternehmen so akut wie lange nicht mehr.

Eine solche Alternative bietet die Stimmrechtsberatung institutioneller Investoren, die als Hauptvertreter des Sustainable Shareholder Activism mehr Nachhaltigkeit von ihren Anlageobjekten verlangen. Dieser Aktivismus

³⁰² *Steuer*, Passive Investoren, 2022, S. 129 f.; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 34 f.; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 67; *Heuser*, Shareholder Activism, 2012, S. 20; *Hell*, NZG 2019, 338, 340; *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 165; *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 224 f.; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 707; *Hirte*, Kapitalgesellschaftsrecht, § 1 Rn. 1.30 f.

³⁰³ *Kolat*, Shareholder Activism durch institutionelle Investoren, 2014, S. 156; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 35; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 68; *Hirte*, Kapitalgesellschaftsrecht, § 1 Rn. 1.30.

³⁰⁴ *Steuer*, Passive Investoren, 2022, S. 130; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 68; *Tröger*, in: KK-AktG, § 134 Rn. 18 f.; *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1589.

³⁰⁵ *Steuer*, Passive Investoren, 2022, S. 175; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 19 f.; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 33; *Langenbacher*, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 4; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 380; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 166 f.

³⁰⁶ *Heuser*, Shareholder Activism, 2012, S. 33; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 89.

nimmt in den letzten Jahren unter institutionellen Investoren zu, da diese wiederum aufgrund gesetzlicher Transparenzpflichten gegenüber ihren Endbegünstigten mittelbar zu mehr Nachhaltigkeitsbewusstsein animiert werden. Auch im Eigeninteresse neigen sie aufgrund der langfristigen Wirtschaftlichkeit klimaresilienter Geschäftsmodelle der Portfoliogesellschaften zu mehr Klimaengagement. Angesichts der Ausrichtung der Stimmrechtsberatung am Interesse des Aktionärs führt der Anstieg des Sustainable Shareholder Activism reflexartig auch zu einer Verstärkung der Nachhaltigkeit in der Leistung der Stimmrechtsberater, die ebenfalls über Transparenzpflichten zu mehr ESG veranlasst werden.

Da institutionelle Investoren als Hauptakteure des Kapitalmarktes zunehmend an Einfluss auf dem internationalen und deutschen Parkett gewinnen, wächst dadurch zwangsläufig auch der Einfluss ihrer Stimmrechtsberater. Zudem sind institutionelle Investoren umso stärker auf externe Berater angewiesen, je größer der institutionelle Einfluss aufgrund der Globalisierung und Diversifikation ihrer Portfolios wird. Mit zunehmendem Einfluss der institutionellen Investoren erhält der Sustainable Shareholder Activism ebenfalls wachsenden Nährboden, was wiederum auch die Stimmrechtsberatung zu mehr Nachhaltigkeit in ihren Abstimmungsrichtlinien und Stimmrechtsempfehlungen animiert.

Zweiter Teil: Möglichkeiten klimaaktivistischer Aktionäre in der Hauptversammlung

Nachdem im Ersten Teil festgestellt wurde, dass die Stimmrechtsberatung nur mithilfe des Stimmrechts nachhaltigkeitsaktivistischer Aktionäre zu mehr Klimaengagement in den Unternehmen führen kann, sind in einem Zweiten Teil nun die Möglichkeiten der institutionellen Investoren zur ESG-Implementierung in ihren Beteiligungsgesellschaften zu beleuchten. Dementsprechend ist zu untersuchen, ob die Hauptversammlung überhaupt in Klimaangelegenheiten der Gesellschaft zuständig ist (A.) und wie der Klimaschutz im Rahmen der organschaftlichen Zuständigkeiten seinen Weg in die Hauptversammlung finden kann (B.), in deren Rahmen seit kurzer Zeit ein neues Instrument, der sog. Say on Climate-Beschluss, hinzutritt (C.).

A. Zuständigkeit der Hauptversammlung in Klimaangelegenheiten?

Es ist daher zunächst zu untersuchen, ob die Hauptversammlung in Klimaangelegenheiten der Gesellschaft eine eigene Zuständigkeit haben könnte, die wiederum dem Stimmrechtsberater ein breites Feld zur Verstärkung des Klimaschutzes in der Gesellschaft vermitteln würde. Problematisch ist jedoch, dass der Klimaschutz einer Gesellschaft als Geschäftsführungsangelegenheit grundsätzlich in die Zuständigkeit des Vorstandes fällt (I.). Möglicherweise kommt jedoch eine ungeschriebene Zuständigkeit der Hauptversammlung in Betracht (II.).

I. Klimaschutz als Geschäftsführungsangelegenheit

Die Zuständigkeit der Hauptversammlung ergibt sich insbesondere aus § 119 Abs. 1 AktG, wonach sie in gesetzlich oder satzungsmäßig ausdrücklich bestimmten Fällen beschließt. Die gesetzlich bestimmten Fälle umfassen im Wesentlichen zwei Arten von Angelegenheiten: die regelmäßig wiederkehrende Kontrolle zentraler Geschäftsbereiche (§ 119 Abs. 1 Nr. 1 bis 5 AktG) und außerordentliche Grundlagenentscheidungen (§ 119 Abs. 1 Nr. 6 bis 9

AktG).³⁰⁷ Eine Kompetenz der Hauptversammlung in Klimaangelegenheiten der Aktiengesellschaft sieht das Gesetz nicht ausdrücklich vor.³⁰⁸

Währenddessen leitet der Vorstand gemäß § 76 Abs. 1 AktG die Gesellschaft unter eigener Verantwortung und führt gemäß § 77 Abs. 1 AktG ihre Geschäfte.³⁰⁹ Der Vorstand kann nach § 119 Abs. 2 AktG verlangen, dass die Hauptversammlung über Fragen der Geschäftsführung abstimmt. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass die Hauptversammlung von Entscheidungen in Geschäftsführungsangelegenheiten grundsätzlich ausgeschlossen ist.³¹⁰ Geschäftsführung meint dabei jedes Handeln zur Förderung des Gesellschaftszwecks, sei es tatsächlicher oder rechtlicher Art.³¹¹ Da dies – unbestritten – auch Umwelt- und Klimabelange umfasst, fällt der Klimaschutz der Gesellschaft in die alleinige Zuständigkeit des Vorstands.³¹²

II. Keine ungeschriebene Kompetenz der Hauptversammlung in Klimaangelegenheiten

Allgemein für ESG-Angelegenheiten wird jedoch im Schrifttum auch die Herleitung einer ungeschriebenen Zuständigkeit der Hauptversammlung diskutiert. So wird vereinzelt eine Analogie zu § 120a AktG aufgeworfen, jedoch richtigerweise infolge einer fehlenden planwidrigen Regelungslücke abgelehnt.³¹³ Diskutiert wird ferner eine ungeschriebene Kompetenz der Hauptversammlung in Umweltbelangen auf Grundlage der Holzmüller-³¹⁴ und

³⁰⁷ Koch, in: ders., AktG, § 119 Rn. 5 ff.; Kubis, in: MüKoAktG, § 119 AktG Rn. 10; Müllert, in: GroßKommAktG, § 119 Rn. 12 ff.; Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 8 ff.; Tröger, in: KK-AktG, § 119 Rn. 38 ff.; Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 10.

³⁰⁸ Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 59; Ott, NZG 2020, 99, 100; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 24; für ESG generell: Illert/Schneider, DB-Beil 2/2022, 33, 34; Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 22.

³⁰⁹ Zur Unterscheidung zwischen Geschäftsführung und Geschäftsleitung Koch, in: ders., AktG, § 76 Rn. 10; Spindler, in: MüKoAktG, § 77 Rn. 5 ff.

³¹⁰ Koch, in: ders., AktG, § 76 Rn. 6; Kubis, in: MüKoAktG, § 119 Rn. 18; Tröger, in: KK-AktG, § 119 Rn. 45.

³¹¹ Koch, in: ders., AktG, § 77 Rn. 3; Spindler, in: MüKoAktG, § 77 Rn. 6; Tröger, in: KK-AktG, 119 Rn. 49; Weber, in: Hölter/Weber, AktG, § 77 Rn. 3.

³¹² Vetter, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71; Hoffmann, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 72; Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 59; Arnold/Herzberg/Zeh, NZA 2024, 1521, 1525; Fleischer, AR 2022, 26, 27; Fleischer, DB 2022, 37, 43; Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 46; Harnos/Holle, AG 2021, 853 Rn. 46; Kühle, NZG 2023, 1583; Langenbucher, ZHR 185 (2021), 414, 422; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 24; Steuer, ZIP 2023, 13, 19; Ott, NZG 2020, 99, 100; Vetter, AG 2023, 564, 566; Bungert, in: MHDG GesR IV, § 35 Rn. 58.

³¹³ Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 59; Harnos/Holle, AG 2021, 853 Rn. 12; Illert/Schneider, DB-Beil 2/2022, 33, 34; Grisar/Volhard, NZG 2024, 215 Rn. 36.

³¹⁴ BGHZ 83, 122 = NJW 1982, 1703 – Holzmüller.

Gelatine-Doktrin³¹⁵ des BGH.³¹⁶ Hiernach ist der Vorstand infolge einer Ermessensreduktion auf Null verpflichtet, der Hauptversammlung bestimmte Geschäftsführungsmaßnahmen zur Entscheidung nach § 119 Abs. 2 AktG vorzulegen, damit die Hauptversammlung sodann in dieser Angelegenheit für den Vorstand verbindlich entscheidet.³¹⁷ Welche Gegenstände unter diese ungeschriebene Kompetenz fallen, ist nicht abschließend geklärt.³¹⁸ Angesichts der „wohlaustarierten Kompetenzverteilung zwischen den Organen der Gesellschaft durch das AktG“³¹⁹ muss eine ungeschriebene Kompetenz der Hauptversammlung jedoch die Ausnahme bleiben.³²⁰ Dadurch werden ungeschriebene Zuständigkeiten nur bei fundamentalen Strukturentscheidungen angenommen, bei denen die angestrebten Maßnahmen die Mitverwaltungs- und Vermögensrechte der Aktionäre verwässern könnten.³²¹ Indem der Vorstand Maßnahmen in Klimabelangen des Unternehmens ohne Vorlage an die Hauptversammlung vornimmt, werden die Aktionärsrechte jedoch nicht entwertet. Zwar könnte man argumentieren, dass das Geschäftsmodell der Gesellschaft je nach Geschäftsführung des Vorstandes nicht zukunftsfähig sei, wodurch Verwaltungs- bzw. Vermögensrechte der Aktionäre gefährdet seien, allerdings erreicht diese indirekte Beeinträchtigung nicht die durch den BGH aufgestellte Schwelle der Mediatisierung.³²² Da Klimaschutzaspekte zudem in jeden Geschäftsbereich ausstrahlen, würde es sich bei der Vorlagepflicht nicht um eine Ausnahme handeln und die Annahme einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz das vom AktG konzipierte

³¹⁵ BGHZ 159, 30 = NJW 2004, 1860 – *Gelatine I*; NZG 2004, 575 – *Gelatine II*.

³¹⁶ Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen wurden von *Lutter* bereits in den 1970er Jahren entwickelt, *Lutter*, in: FS Barz, 1974, 199, 209 ff.

³¹⁷ BGHZ 83, 122, 140 = NJW 1982, 1703, 1707 – *Holzmüller*; *Koch*, in: ders., AktG, § 119 Rn. 16 ff.; *Becker/Horn*, JuS 2005, 1067, 1069.

³¹⁸ *Herrler*, in: Grigoleit, AktG, § 119 Rn. 24 ff.; *Koch*, in: ders., AktG, § 119 Rn. 19; *Kocher*, in: Wachter, AktG, § 119 Rn. 26 ff.; *Kubis*, in: MüKoAktG, § 119 Rn. 32; *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 119 Rn. 14 f.; *Ott*, NZG 2020, 99, 100; *Çapa*, Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse, 2021, S. 49.

³¹⁹ *Ott*, NZG 2020, 99, 100.

³²⁰ BGH NZG 2004, 575, 577 – *Gelatine II*; *Kocher*, in: Wachter, AktG, § 119 Rn. 19; *Kubis*, in: MüKoAktG, § 119 Rn. 34; *Reger*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 119 Rn. 15.

³²¹ BGHZ 83, 122, 142 = NJW 1982, 1703, 1708 – *Holzmüller*; BGHZ 159, 30, 40 = NJW 2004, 1860, 1863 – *Gelatine I*; BGH NZG 2004, 575, 577 – *Gelatine II*; *Kubis*, in: MüKoAktG, § 119 Rn. 34; *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 119 Rn. 13; *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 30; *Fleischer*, NJW 2004, 2335, 2336; *Kort*, AG 2006, 272, 274 f.

³²² *Tröger*, in: KK-AktG, § 119 Rn. 183a; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 58; *Ott*, NZG 2020, 99, 100; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 26.

Zuständigkeitsgefüge in Frage stellen.³²³ Bereits aufgrund ihrer Struktur ist die Hauptversammlung nicht geeignet, sich in breit gestreute Geschäftsführungsangelegenheiten einzumischen.³²⁴ Eine Vorlagepflicht des Vorstandes dürfte nur dann zu bejahen sein, wenn der Vorstand das Geschäftsmodell radikal ändern möchte und dadurch eine Mediatisierung der Aktionärsrechte drohen würde.³²⁵ Das wäre etwa bei der Planung massiver Desinvestitionen aus profitablen Geschäftsbereichen denkbar, was zum Beispiel den Mineralölkonzern betreffen könnte, der seine Produktion kurzfristig auf erneuerbare Energien umstellen will.³²⁶ Eine ungeschriebene Kompetenz der Hauptversammlung in Klimafragen ist daher, mit Ausnahme von praktisch nicht vorkommenden Extremfällen, abzulehnen.³²⁷

III. Zwischenergebnis

Da der Vorstand in Klimaschutzfragen grundsätzlich allein zuständig ist, muss der klimabewusste Aktionär anderweitige Möglichkeiten finden, um die Aktiengesellschaft in eine klimabewusste und -resilientere Richtung zu bewegen.

B. Kompetenzen der Hauptversammlung zur Verstärkung des Klimaschutzes

Um herauszufiltern, welcher Möglichkeiten sich der klimabewusste Aktionär bedienen kann, um die Klimastrategie des Unternehmens zu beeinflussen, ist zu beleuchten, inwieweit die Kompetenzen der Hauptversammlung ein Einfallstor für klimabewusste Aktionäre bieten. Dementsprechend sind „klassische“ Beschlussgegenstände (I.) sowie das kürzlich auftretende Say on Climate (II.) zu betrachten.

³²³ Ott, NZG 2020, 99, 100; *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 46, für die eine Vorlagepflicht für Klimabeschlüsse „abwegig“ erscheint.

³²⁴ *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 58; in diese Richtung auch *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 26.

³²⁵ *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 59.

³²⁶ *Tröger*, in: KK-AktG, § 119 Rn. 183a; a. A. *Bachmann*, ZHR 187 (2023), 166, 187.

³²⁷ *Koch*, in: ders., AktG, § 119 Rn. 24b; *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 59; *Tröger*, in: KK-AktG, § 119 Rn. 183a; *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 46; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 46; *Jaspers*, AG 2022, 145, 150 Rn. 20; *Illert/Schneider*, DB-Beil 2/2022, 33, 34; *Jaspers*, AG 2022, R240; *Ott*, NZG 2020, 99, 100; *Vetter*, AG 2023, 564, 567; *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 10; für ESG generell: *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 22.

I. „Klassische“ Beschlussgegenstände als Einfallstor für klimabewusste Aktionäre

Damit bleibt Aktionären mangels genuiner Hauptversammlungszuständigkeit in Klimaschutzbelangen nur die Möglichkeit, die Klimastrategie des Unternehmens im Zusammenhang mit solchen Beschlussgegenständen zu thematisieren, für die die Hauptversammlung gesetzlich zuständig ist.³²⁸ Im Folgenden werden daher solche Beschlussgegenstände vorgestellt, die zwar „klassischerweise“ keinen Bezug zu Klimabelangen aufweisen, aber klimabewussten Aktionären dennoch als Einfallstor für die Behandlung der Klimastrategie der Gesellschaft dienen können.³²⁹ Das betrifft vor allem die Besetzung des Aufsichtsrats (1.), die Gewinnverwendung (2.), die Vergütung der Vorstands (3.), die Entlastung der Verwaltungsorgane (4.), der Vertrauensentzug des Vorstandes (5.), Satzungsänderungen (6.), die Vorlage des Jahres- bzw. Konzernabschlusses (7.) sowie Kapital- (8.) und Strukturmaßnahmen (9.).

1. Bestellung und Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern

Soweit Aufsichtsratsmitglieder nicht zu entsenden sind oder als Arbeitnehmervertreter gewählt werden, beschließt die Hauptversammlung über die Bestellung und Abberufung der Mitglieder des Aufsichtsrats gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 1, 101 Abs. 1, 103 Abs. 1 AktG. Indem der Aktionär für oder gegen einen bestimmten Aufsichtsratskandidaten stimmt, kann er die Besetzung des Aufsichtsrats beeinflussen. Während die Abberufung einer Mehrheit von drei Vierteln der abgegebenen Stimmen umfasst und damit eine hohe Hürde aufstellt (§ 103 Abs. 1 S. 2 AktG), kann die Bestellung mit einfacher Stimmenmehrheit erfolgen, soweit nicht die Satzung andere Bestimmungen trifft (§ 133 Abs. 2 AktG). In der Bestellung und Abberufung erschöpft sich der Einfluss des klimabewussten Aktionärs jedoch noch nicht. So können Aktionäre gemäß § 127 S. 1 AktG i. V. m. § 126 AktG selbst Vorschläge für mögliche Aufsichtsratskandidaten einbringen, über die bei Erreichen eines

³²⁸ *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 60; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 25; *Ott*, NZG 2020, 99, 102; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 20; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 27; ohne Bezug zu ESG auch *Gröntgen*, Operativer shareholder activism, 2020, S. 21; *Gerlicher*, Shareholder Activism, 2017, S. 183 ff.; *Heuser*, Shareholder Activism, 2012, S. 79 ff.

³²⁹ Rechte des Aktionärs außerhalb der Hauptversammlung (z. B. Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen, §§ 241 ff. AktG) bleiben außen vor, da sie keinen Bezug zum Stimmrecht haben.

gewissen Quorums nach § 137 AktG noch vor dem Wahlvorschlag des Aufsichtsrats beschlossen werden muss.³³⁰ Bei entsprechender Beteiligungsquote könnte die Wahl oder Abwahl eines Aufsichtsratsmitglieds sogar über ein Ergänzungsverlangen nach § 122 Abs. 2 AktG in Betracht kommen, obwohl eine Änderung im Mitgliederbestand des Aufsichtsrats nicht auf der Tagesordnung stand.³³¹

Dieser Einfluss auf die Besetzung des Aufsichtsrats eröffnet Aktionären die Möglichkeit, mehr Klimabewusstsein in die Verwaltung einzubringen.³³² Generell können sich ESG-Kompetenzen dadurch in den Qualifikationsanforderungen der Aufsichtsratsmitglieder niederschlagen.³³³ Zwei internationale Beispiele hierzu bietet die amerikanische ExxonMobil Corporation. Auf der Hauptversammlung des Ölkonzerns wurde im Jahr 2017 die Klimaforscherin Susan Avery auf Nachdruck einiger Aktionäre in den Verwaltungsrat gewählt.³³⁴ Im Jahr 2021 wurden drei durch den aktivistischen Hedgefonds Engine No. 1 aufgestellte Kandidaten mithilfe der Unterstützung der Big Three und der Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis in den Verwaltungsrat der ExxonMobil gewählt, um eine Abkehr von fossilen Energieträgern einzuleiten.³³⁵ Für deutsche Aktiengesellschaften schlägt der sog.

³³⁰ Erforderlich ist eine Aktionärsminorität von zehn Prozent des vertretenen Grundkapitals; siehe allgemein hierzu *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 137 Rn. 1; *Koch*, in: ders., AktG, § 137 Rn. 1; zu Wahlvorschlägen und Gegenanträgen durch aktivistische Aktionäre allgemein *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 165 ff.

³³¹ *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 45; zum Gebrauch des § 122 AktG durch aktivistische Aktionäre generell *Albath*, Shareholder Activism, 2022, S. 147 ff.; *Brückner*, Aktivistische Aktionäre, 2023, S. 141 f.; *Gröntgen*, Operativer shareholder activism, 2020, S. 22 f.; *Koch*, in: ders., AktG, § 122 Rn. 1; *Kuthe/Beck*, AG 2019, 898.

³³² So auch allgemein zum Einfluss (ohne Bezug zum Klimabewusstsein): *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 330; *Fovaccia/Maier*, AG 2024, 148 Rn. 14; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 41.

³³³ *Bachmann*, ZHR 187 (2023), 166, 188; *Fleischer*, AR 2022, 26, 27; *Fleischer*, DB 2022, 37, 42; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 42; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 22; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 33; VGR, AG 2022, 239 Rn. 41; *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 30; auch die Empfehlung C.1 des DCGK 2022 sieht vor, dass das Kompetenzprofil des Aufsichtsrats Expertise zu Nachhaltigkeitsfragen umfassen soll.

³³⁴ ExxonMobil Corporation, Susan Avery elected to ExxonMobil board, Pressemitteilung vom 25. Januar 2017; *Hasemyer*, Exxon's Nod to Climate Change: A Board Member Who's an Expert on It, Inside Climate News, 26. Januar 2017.

³³⁵ Engine No. 1: Engine No. 1 Responds to ExxonMobil Board Announcement, Pressemitteilung vom 24. Mai 2021; *Döding*, AG 2021, R249; *Fleischer*, DB 2022, 37, 42; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 7. Auch in Deutschland steht die Aufsichtsratswahl im Visier aktivistischer Aktionäre; bisher waren deren Beweggründe jedoch nicht an Nachhaltigkeitsinteressen ausgerichtet; siehe beispielhaft die Hauptversammlung der Aeral Bank im Jahr 2021, in der der aktivistische Aktionär Petrus Advisers zur Abwahl von drei Aufsichtsratsmitgliedern führte, für die Wahl seiner eigenen Kandidaten aber keine Mehrheit fand; *Osman*, Missglückte Hedgefonds-Revolution sorgt für Chaos im Aufsichtsrat, Handelsblatt, 9. Dezember 2021.

Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung sogar vor, einen Sustainability Expert nach dem Vorbild des Financial Experts gemäß § 100 Abs. 5 AktG als Mitglied des Aufsichtsrats einzusetzen.³³⁶

Die Besetzung des Aufsichtsrats und die darin vorhandene Nachhaltigkeits-Expertise ist in der dualistischen Verwaltungsstruktur der deutschen Aktiengesellschaft keine reine Formalität,³³⁷ da Vorstandsmitglieder gemäß § 84 Abs. 1 S. 1 AktG wiederum vom Aufsichtsrat bestellt werden.³³⁸ Kandidaten, die die gewünschte Expertise in Nachhaltigkeitsbelangen nicht aufweisen, könnte die Bestellung bereits verwehrt bleiben.³³⁹ Vorstandsmitgliedern, die sich nicht an dem klimabewussten Kurs des Aufsichtsrats orientieren, könnte die Verweigerung der Wiederbestellung drohen.³⁴⁰

Auch über diese Personalhoheit hinaus stehen dem Aufsichtsrat Instrumente beiseite, um die Geschicke der Gesellschaft in eine klimabewusste Richtung zu lenken. Da der Aufsichtsrat gemäß § 111 Abs. 1 AktG die Geschäftsführung des Vorstandes überwacht, hat er vergangene Maßnahmen zu kontrollieren und künftige Maßnahmen des Vorstandes zu beraten und zu überwachen.³⁴¹ Um der präventiven Überwachung und Beratung gerecht werden zu können, muss der Vorstand den Aufsichtsrat gemäß § 90 AktG über dort genannte Aspekte informieren.³⁴² Auch wenn Auswirkungen von Nachhaltigkeitsrisiken auf die Geschäftsentwicklung dort noch nicht ausdrücklich erwähnt werden, wie es der Sustainable-Finance-Beirat bereits vorschlägt,³⁴³ so wird aus § 90 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 AktG bereits jetzt geschlossen, dass die Geschäftspolitik und Unternehmensplanung auch wesentliche

³³⁶ Sustainable-Finance-Beirat, *Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation*, 2021, S. 95; *Fleischer*, AR 2022, 26, 27; *Fleischer*, DB 2022, 37, 42.

³³⁷ In diese Richtung jedoch *Grisar/Volhard*, NZG 2024, 215 Rn. 32.

³³⁸ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 224; *Heuser*, *Shareholder Activism*, 2012, S. 80 f.; *Inci*, *Shareholder Engagement*, 2018, S. 114.

³³⁹ *Verse/Tassius*, in: *Hommelhoff/Hopt/Leyens*, *Unternehmensführung*, § 7 Rn. 36.

³⁴⁰ *Habersack*, in: *Burgi/Habersack*, *Unternehmens ÖffR HdB*, § 4 Rn. 72; hingegen die Abberufung eines Vorstandsmitglieds aus wichtigem Grund gemäß § 84 Abs. 4 S. 2 AktG dürfte aufgrund des Ermessensspielraums des Vorstandes eher die Ausnahme bleiben, siehe auch *Grisar/Volhard*, NZG 2024, 515 Rn. 30.

³⁴¹ BGHZ 114, 127, 130 = NJW 1991, 1830, 1831; *Kruchen*, in: *Backhaus/Tielmann*, AR, § 111 Rn. 366 ff.; *Spindler/Veil*, in: *BeckOGK AktG*, § 111 Rn. 12.

³⁴² *Backhaus*, in: *Backhaus/Tielmann*, AR, § 90 Rn. 1 ff.; *Koch*, in: *ders.*, *AktG*, § 90 Rn. 1; *Spindler*, in: *MüKoAktG*, § 90 Rn. 1.

³⁴³ Sustainable-Finance-Beirat, *Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation*, 2021, S. 96, vorgeschlagen wird hier die Einfügung von § 90 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 AktG, der eine Berichtspflicht des Vorstandes an den Aufsichtsrat auch über „die Auswirkungen ökologischer und sozialer Nachhaltigkeitsrisiken auf die Geschäftsentwicklung der Gesellschaft“ vorsieht.

Nachhaltigkeitsaspekte umfassen, da sie nach § 289c Abs. 3 Nr. 1 HGB Teil der nichtfinanziellen Erklärung sind.³⁴⁴ Ebenso hat der Aufsichtsrat gemäß § 111 Abs. 2 S. 4 AktG die Befugnis, die nichtfinanzielle Erklärung bzw. den nichtfinanziellen Bericht extern prüfen zu lassen.³⁴⁵

Um das Handeln des Vorstandes in eine nachhaltige Richtung zu lenken, könnte der Aufsichtsrat die Verfolgung des Klimaschutzes und die Verstärkung der Klimaresilienz des Geschäftsmodells gemäß § 77 Abs. 2 S. 1 AktG in der Geschäftsordnung des Vorstandes verankern.³⁴⁶ Das kann beispielsweise durch die Einsetzung eines Chief Sustainability Officer oder eines Chief Climate Officer auf Vorstandsebene geschehen.³⁴⁷ Daneben kann der Aufsichtsrat nach Maßgabe des § 111 Abs. 4 S. 2 AktG bestimmte Maßnahmen, die Gefahren für Nachhaltigkeitsbelange der Gesellschaft bergen, unter den Vorbehalt seiner Zustimmung stellen, sofern dadurch die Kompetenz des Vorstandes nicht ausgehöhlt wird.³⁴⁸ Ferner kann der Aufsichtsrat ESG-Parameter in die variable Vorstandsvergütung integrieren,³⁴⁹ um diesen zu einem klimabewussten Handeln zu animieren.³⁵⁰

Der klimabewusste Aktionär hat daher mehrere Möglichkeiten, auf die Besetzung des Aufsichtsrats einzuwirken. Er kann nicht nur von der Verwaltung vorgeschlagene Kandidaten unterstützen bzw. ablehnen, sondern auch selbst Kandidaten vorschlagen. Sollte ihm die Einbringung klimabewusster

³⁴⁴ *Habersack*, in: MüKoAktG, § 111 Rn. 101; *Hommelhoff*, NZG 2017, 1361, 1363; *Fleischer*, AR 2022, 26 f.; *Walden*, NZG 2020, 50, 56; *Verse/Tassius*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 7 Rn. 30; auch Empfehlung A.1 des DCGK 2022 sieht nachhaltigkeitsbezogene Ziele als Teil der Unternehmensplanung an; Grundsatz 6 des DCGK 2022 sieht vor, dass die Beratung durch den Aufsichtsrat auch Nachhaltigkeitsfragen umfasst.

³⁴⁵ *Grigoleit/Tomasic*, in: Grigoleit, AktG, § 111 Rn. 60 f.; *Habersack*, in: MüKoAktG, § 111 Rn. 101; *Koch*, in: ders., AktG, § 111 Rn. 41.

³⁴⁶ *Kühn-Rittirsch/Welker*, ESG 2024, 127, 134; *Verse/Tassius*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 7 Rn. 34; in diese Richtung auch *Gabius*, CCZ 2023, 51, 57.

³⁴⁷ *Bachmann*, ZHR 187 (2023), 166, 172; *Fleischer*, AR 2022, 26, 27; *Fleischer*, DB 2022, 37, 42; *Weller/Höbl/Seemann*, ZGR 2024, 180, 197, 216; *Ruttloff/Wagner/Reischl/Skoupil*, CB 2021, 364 ff.; *Velte*, ZfU 2020, 191; *Weihe*, CCZ 2024, 85 f.; *Verse/Tassius*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 7 Rn. 34.

³⁴⁸ *Habersack*, in: MüKoAktG, § 111 Rn. 101; *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 72; *Verse/Tassius*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 7 Rn. 31; so rät auch *Gabius*, CCZ 2023, 51, 57 dazu, dass „die Mitglieder des Überwachungsgremiums die zustimmungspflichtigen Rechtsgeschäfte gemäß § 111 Abs. 4 AktG um nachhaltigkeitsbezogene Aktivitäten erweitern“; *Hell*, NZG 2019, 338, 342; *Lieder*, ZGR 2018, 523, 535 f.; in diese Richtung auch *Cahn*, NZG 299, 299; für CSR-Belange auch *Hommelhoff*, NZG 2017, 1361, 1365; kritisch *Bachmann*, ZGR 2018, 231, 241; *Grisar/Volhard*, NZG 2024, 515 Rn. 31; nach *Burgard*, in: Nietsch, Corporate Social Responsibility Compliance, § 13 Rn. 78 soll zumindest die Vorstandsentscheidung, ob ein CSR-Konzept i. S. d. § 289c Abs. 3 Hs. 2 Nr. 1 HGB eingeführt wird, keiner Zustimmung bedürfen.

³⁴⁹ Siehe auch Zweiter Teil, B.I.3.

³⁵⁰ *Verse/Tassius*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 7 Rn. 37. Ohne Bezug zum Klimabewusstsein auch *Cahn*, NZG 299, 300.

Aufsichtsratsmitglieder gelingen, haben diese wiederum zahlreiche Möglichkeiten, auf die Klimastrategie der Gesellschaft einzuwirken.

2. Gewinnverwendung

Auch die Beschlussfassung über die Gewinnverwendung nach §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 AktG ist potenziell geeignet, die Gesellschaft zu mehr Klimaschutz zu bewegen.³⁵¹ Denkbar wäre, dass sich Aktionäre dafür einsetzen, Gewinne zu thesaurieren, um eine grüne Transformation des Unternehmens zu finanzieren.³⁵² In der Regel wird ein solches Vorgehen über einen Gegenantrag in die Hauptversammlung eingebracht, der zur Annahme grundsätzlich der einfachen Stimmenmehrheit der Hauptversammlung gemäß § 133 Abs. 1 AktG bedarf. So stellte beispielsweise der Dachverband der Kritischen Aktionärinnen und Aktionäre e. V. einen Gegenantrag zur ordentlichen Hauptversammlung der RWE AG im Jahr 2020, nach dem der Bilanzgewinn des Geschäftsjahres 2019 in Höhe von knapp 500 Millionen Euro nicht als Dividende ausgeschüttet, sondern u. a. „zur Einrichtung eines Fonds für die Auswirkungen des Klimawandels“ verwendet werden sollte.³⁵³ Auch ein Minderheitsaktionär der Siemens AG stellte einen Gegenantrag für die ordentliche Hauptversammlung 2022 dahingehend, die von der Verwaltung vorgeschlagene Gewinnausschüttung zu halbieren und den einbehaltenen Gewinn „dem konzerneigenen Nachhaltigkeitsprogramm zufließen [zu lassen], um das Unternehmensziel der CO₂-Neutralität aller Produktionsstätten und Gebäude bereits vor 2030 zu erreichen“.³⁵⁴ Ein Minderheitsaktionär der Vonovia SE schlug der ordentlichen Hauptversammlung im Jahr 2023 in einem Gegenantrag zur Gewinnverwendung vor, die gesamte Dividende in die Gewinnrücklage einzustellen, um dadurch u. a. die „klimagerechte Erneuerung des Wohnungsbestandes“ zu finanzieren.³⁵⁵ Erfolgreich waren solche

³⁵¹ Fovaccia/Maier, AG 2024, 148 Rn. 11; Jaspers, AG 2022, 145 Rn. 28.

³⁵² Jaspers, AG 2022, 145 Rn. 28.

³⁵³ Dachverband der Kritischen Aktionärinnen und Aktionäre, Gegenantrag zu TOP 2 der ordentlichen Hauptversammlung der RWE AG, 2020.

³⁵⁴ Ohmer, Gegenantrag zu TOP 2 der ordentlichen Hauptversammlung der Siemens AG, 2022, S. 6; hierzu auch Jaspers, AG 2022, 145 Rn. 28.

³⁵⁵ Unger, Gegenantrag zu TOP 2 der ordentlichen Hauptversammlung der Vonovia SE, 2023, S. 4.

Beschlussvorschläge bislang nicht.³⁵⁶ Hieran zeigt sich eindringlich, dass der rechtliche Einfluss eines klimabewussten Aktionärs ohne Unterstützung weiterer Mitaktionäre begrenzt ist. Sollte einem Aktionär die Erreichung des nötigen Quorums gelingen, könnte dies der Gesellschaft jedoch zur Verbesserung ihrer Klimastrategie eine große Unterstützung sein. Allerdings bietet ein Gegenantrag dennoch die Möglichkeit, einem Anliegen Gehör zu verschaffen. Denn die Verwaltung ist verpflichtet, Gegenanträge einschließlich ihrer Begründung sämtlichen Aktionären gemäß §§ 126 Abs. 1 S. 1, 125 Abs. 1 AktG zugänglich zu machen. Bei börsennotierten Gesellschaften sind Gegenanträge nach § 126 Abs. 1 S. 3 AktG über die Internetseite der Gesellschaft zu veröffentlichen. Dadurch kann der klimabewusste Aktionär öffentlichkeitswirksam agieren und Druck auf die Verwaltung aufbauen.³⁵⁷

3. Vergütung des Vorstandes

Für börsennotierte Gesellschaften bietet die Beschlussfassung zu Vergütungssystemen des Vorstandes (§§ 87, 87a, 120a AktG)³⁵⁸ sowie die Beschlussfassung zur Vergütungsberichterstattung (§ 162) gemäß § 119 Abs. 1 Nr. 3 AktG ein weiteres ESG-Einfallstor.³⁵⁹ Insoweit ist zunächst zu untersuchen, ob inwieweit die Klimastrategie der Gesellschaft von der Vorstandsvergütung erfasst sein kann (a.) und wie wirksam der unverbindliche Say on Pay-Beschluss faktisch ist (b.).

³⁵⁶ RWE AG, Ordentliche Hauptversammlung 2020, Abstimmungsergebnisse, TOP 2 (Annahme der von der Verwaltung vorgeschlagenen Verwendung des Bilanzgewinns mit 99,99 Prozent); Siemens AG, Ordentliche Hauptversammlung 2022, Abstimmungsergebnisse, TOP 2 (Annahme der von der Verwaltung vorgeschlagenen Verwendung des Bilanzgewinns mit 99,71 Prozent); Vonovia SE, Ordentliche Hauptversammlung 2023, Abstimmungsergebnisse, TOP 2 (Annahme der von der Verwaltung vorgeschlagenen Verwendung des Bilanzgewinns mit 99,5 Prozent).

³⁵⁷ Einen ähnlichen Gedanken hat *Harnos*, AG 2024, S28 Rn. 158, der den Say on Climate gegenantragsfähig gestalten möchte, damit das Votum über die Begründung mehr Aussagekraft erlangt; kritisch zur Wirkung der Veröffentlichungspflicht von Gegenanträgen *Keltsch*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S. 374.

³⁵⁸ Die Vergütung des Aufsichtsrats bleibt bei dieser Behandlung außen vor, da das Gesetz bisweilen keine den §§ 87, 87a AktG vergleichbare Vorgaben zur Nachhaltigkeit in der Aufsichtsratsvergütung macht (vgl. § 113 AktG).

³⁵⁹ *Fovaccia/Maier*, AG 2024, 148 Rn. 13; *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 31; ausführlich zu nachhaltigen Vergütungssystemen *Velte*, DStR 2022, 440; zur Rechtslage vor dem ARUG II *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 247, 283.

a. Nachhaltigkeitsfaktoren in der Vorstandsvergütung

Der Aufsichtsrat erarbeitet ein Vergütungssystem des Vorstandes gemäß § 87 Abs. 1 S. 1 AktG.³⁶⁰ Bei der Festsetzung der Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds hat der Aufsichtsrat dafür zu sorgen, dass diese in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und Leistungen des Vorstandsmitglieds sowie zur Lage der Gesellschaft stehen. Dabei muss die Vergütungsstruktur gemäß § 87 Abs. 1 S. 2 AktG auf eine „nachhaltige und langfristige Entwicklung der Gesellschaft“ ausgerichtet sein. Hier ist jedoch fraglich, ob die Vergütung dadurch auch mit dem Klimaschutz und den Emissionsreduktionen des Unternehmens verknüpft ist. Die Aufnahme sowohl der Nachhaltigkeit als auch der Langfristigkeit sollte nach dem Gesetzgeberwillen deutlich machen, dass Erstere gerade auch soziale und ökologische Vergütungsparameter umfasse.³⁶¹ Während der Nachhaltigkeitsbegriff teilweise als „unternehmerische Nachhaltigkeit“³⁶² lediglich als Langfristigkeit der variablen Vergütungsbestandteile verstanden wird,³⁶³ müssen Aufsichtsräte nach vordringlicher Ansicht ökologische Aspekte in die Vergütungsbemessung einfließen lassen und ESG-Ziele formulieren.³⁶⁴ Auch im Hinblick auf den Vergütungsbericht ergeben sich weitere Unklarheiten, da dieser nach

³⁶⁰ Siehe bereits Zweiter Teil, B.I.1.

³⁶¹ Beschlussempfehlung und Bericht des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz zu, RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/15153, S. 55; *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht, 2022, S. 151; *Velte*, DStR 2022, 440, 442; *Verse/Tassius*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 7 Rn. 37.

³⁶² *Koch*, AG 2023, 553 Rn. 38.

³⁶³ *Regelin*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 41, 70; *Koch*, in: ders., AktG, § 87 Rn. 26; *Kort*, in: GroßKommAktG, § 87 Rn. 120; *Seibt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 87 Rn. 23 i. V. m. Fn. 61; *Weber*, in: Hölter/Weber, AktG, § 87 Rn. 30a; *Koch*, AG 2023, 553 Rn. 28; *Weitnauer*, GWR 2023, 239, 240; *Inci*, Shareholder Engagement, 2018, S. 42.

³⁶⁴ *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S. 210 f.; *Haubold*, Nachhaltige Unternehmensziele, 2024, S. 198 f.; *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht, 2022, S. 162; *Fleischer*, in: BeckOGK AktG, § 87 Rn. 36; *Schwennicke*, in: Grigoleit, AktG, § 87 Rn. 20; *Arnold/Herzberg/Zeh*, AG 2021, 141 Rn. 6; *Fleischer*, AR 2022, 26, 27; *Fleischer*, DB 2022, 37, 42; *Florstedt*, ZIP 2020, 1, 3; *Henning/Lehnen*, WM 2022, 1771, 1776; *Röttgen/Kluge*, NJW 2013, 900, 901 f.; *Rottenecker*, NZG 2024, 665 Rn. 30; *Tönnies/Tönnies*, WPg 2024, 224, 225; *Velte/Stern*, IRZ 2020, 389 f.; *Weller/Höbl/Seemann*, ZGR 2024, 180, 190; *Weller/Fischer*, ZIP 2022, 2253, 2263; *von Zehmen*, BB 2021, 628, 632 f.; *Zipperle/Lingen*, BB 2020, 131, 133; *Verse/Tassius*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 7 Rn. 37; in diese Richtung auch *Spindler*, in: MüKoAktG – Nachtrag zum ARUG II, § 87 Rn. 78; *Behrmann/Sassen*, ZfU 2018, 437, 440 f.; *Häller/Hoegen*, ZVglRWiss 120 (2021), 209, 215 ff.; *Köckeritz*, NZG 2023, 1341; *Velte*, NZG 2020, 12 ff.; *Velte*, DStR 2022, 440, 445 f. *Harbarth*, ZGR 2018, 379, 386 verweist darauf, dass ökologische Maßnahmen ohnehin mit langfristigen wirtschaftlichen Unternehmensinteressen gleichlaufen, sodass der Meinungsstreit letztlich ohne praktische Bedeutung sei. Auch der 74. DJT im Jahr 2024 hat mehrheitlich für eine Klarstellung votiert, dass auch ökologische Nachhaltigkeit von § 87 Abs. 1 S. 2 AktG erfasst ist, siehe 74. Deutscher Juristentag, Beschlüsse zum Wirtschaftsrecht, Beschluss 1.13.

§ 162 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 AktG anzugeben hat, wie die Vergütung die langfristige Entwicklung der Gesellschaft fördert und wie die Leistungskriterien angewendet wurden, ohne dabei die nachhaltige Entwicklung (im Gegensatz zu § 87 Abs. 1 AktG) überhaupt zu nennen.³⁶⁵ Noch weitere Ungewissheit herrscht für börsennotierte Gesellschaften: Gemäß § 87a Abs. 1 S. 2 Nr. 2 AktG sind bei diesen im Vergütungssystem „der Beitrag der Vergütung zur Förderung der Geschäftsstrategie und zur langfristigen Entwicklung der Gesellschaft“ und gemäß § 87a Abs. 1 S. 2 Nr. 4 AktG auch nichtfinanzielle Leistungskriterien anzugeben, deren Inhalt gleichsam umstritten ist.³⁶⁶

Diese Ungewissheiten wurden auch durch die CSDDD nicht behoben, obwohl der ursprüngliche Richtlinienentwurf vorsah, dass variable Vergütungsbestandteile auch Maßnahmen zur Eindämmung des Klimawandels berücksichtigen sollten.³⁶⁷ In der letztlich erlassenen Fassung der Richtlinie sind derartige Vergütungsbestandteile jedoch nicht mehr vorhanden.³⁶⁸ Der DCGK 2022 bezieht ebenfalls keine Stellung zur nachhaltigen Vorstandsvergütung.³⁶⁹ Einig ist man sich dennoch insoweit, dass ESG-Ziele in das Vergütungssystem aufgenommen werden *können* und dass dies infolge gestiegenen Drucks insbesondere durch institutionelle Investoren geboten ist.³⁷⁰ Zahlreiche Großinvestoren verlautbarten, mangelnde ESG-Faktoren in den Vergütungssystemen mit einem ablehnenden Votum zu quittieren.³⁷¹ In der Praxis hat die daraus resultierende Sorge vor einem Reputationsverlust dazu geführt,

³⁶⁵ *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 67; *Velte*, DStR 2022, 440, 443 f.

³⁶⁶ Ob daraus eine Pflicht zur Festsetzung von ESG-Zielen in der Vorstandsvergütung abgeleitet wird, ist umstritten, vgl. *Dörrwächter*, NZG 2022, 1083, 1087; *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 66; ausführlich zur Diskussion, ob die Nachhaltigkeitsziele im Vergütungssystem mit den nichtfinanziellen Leistungsindikatoren des Lageberichts und der nichtfinanziellen Erklärung übereinstimmen müssen: *Velte*, DStR 2022, 440, 443 ff.

³⁶⁷ Art. 15 Abs. 3 COM(2022) 71 final. Art. 15 Abs. 3 CSDDD-E sah noch vor, dass die variable Vergütung dem Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft und der Begrenzung der Erderwärmung auf 1,5 Grad Celsius Rechnung trägt.

³⁶⁸ Art. 15 COM(2022) 71 final wurde ersatzlos gestrichen, vgl. Allgemeine Ausrichtung des Rates vom 30. November 2022, 2022/0051(COD), Art. 29 lit. d).

³⁶⁹ *Mock/Velte*, AG 2022, 885 Rn. 21; *Velte*, DStR 2022, 440, 446.

³⁷⁰ *Dörrwächter*, NZG 2022, 1083, 1086 f.; *Velte*, NZG 2020, 12, 14; *Velte*, DStR 2022, 440, 442; *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 66; *Scheil*, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § 19 Rn. 34.

³⁷¹ Siehe beispielhaft Allianz Global Investors, AllianzGI will be strengthening its voting policies around pay, gender diversity and climate, Pressemitteilung vom 28. Februar 2024; BVI, Analyse-Leitlinien für Hauptversammlungen 2025, S. 4 f.; The Vanguard Group, Inc., Vanguard Investment Stewardship Insights: ESG metrics in compensation plans, September 2023, S. 1 f.; vgl. auch die Auswertung bei *Cohen/Kadach/Ormazabal/Reichelstein*, Executive Compensation Tied to ESG Performance, JAR, Vol. 61, Issue 3, S. 805 ff.; weitere Beispiele bei *Bachmann*, ZHR 187 (2023), 166, 172.

dass über 90 Prozent aller DAX- und MDAX-Gesellschaften sowie rund 80 Prozent aller SDAX-Unternehmen ESG-Faktoren als sog. Key Performance Indicators (KPI) als Teil der variablen Vergütungsbestandteile in ihre Vergütungssysteme integriert haben.³⁷² Diese ESG-Faktoren umfassen z. B. die Einhaltung der vom Unternehmen gesetzten CO₂-Ziele, die Platzierung in ESG-Ratings oder die eigene Klimabilanz im Branchenvergleich.³⁷³ Resümiert kann damit dahinstehen, ob der Aufsichtsrat verpflichtet ist, klimaschützende und nachhaltigkeitsbezogene Aspekte in das Vergütungssystem aufzunehmen. Der öffentliche Druck hat bereits faktisch zur flächendeckenden Integration diverser Nachhaltigkeitsfaktoren in die Vergütungssysteme der Aktiengesellschaften geführt, sodass Aktionäre über die Erreichung nachhaltiger Ziele durch (Miss-)Billigung des Vergütungssystems bzw. des Vergütungsberichts richten können.

b. Rechtliche Unverbindlichkeit und faktische Wirksamkeit des Say on Pay-Beschlusses

Die Hauptversammlung hat über das Vergütungssystem nach § 120a Abs. 1 S. 1 AktG bei jeder Änderung, mindestens jedoch alle vier Jahre, zu beschließen.³⁷⁴ Der Vergütungsbericht muss hingegen jährlich für das vorausgegangene Geschäftsjahr gebilligt werden (§ 120a Abs. 4 AktG). Bei diesen sog. Say on Pay-Beschlüssen handelt sich gemäß § 120a Abs. 1 S. 3 AktG jedoch um einen für den Aufsichtsrat nicht verbindlichen Beschluss. Die Sorge vor weiteren Reputationsverlusten könnte den Aufsichtsrat jedoch stets zu einer Überarbeitung des nichtgebilligten Vergütungssystems veranlassen.³⁷⁵ Da sich der Say on Pay-Beschluss allerdings nur auf die Billigung bzw. Nichtbilligung des Vergütungssystems in Gänze bezieht, während die ESG-Faktoren

³⁷² Schmidt/Pacher, ZCG 2022, 112 (Analyse der Einberufung zu den Hauptversammlungen der Jahre 2020 und 2021); hierzu auch Arnold/Herzberg/Zeh, NZA 2024, 1521, 1523; kritisch zur Bedeutung der ESG-Ziele im Vergleich zu finanziellen Zielen: Wulf/Friedrich/Kirste, ZfU 2024, 622, 642.

³⁷³ Siehe zum Anteil von Klimaanreizen in der Vorstandsvergütung der DAX 40-Unternehmen: Union Investment Institutional GmbH, DAX 40 Klimastudie: Mühe lohnt sich, November 2024, S. 6 ff.; allgemein auch Arnold/Herzberg/Zeh, NZA 2024, 1521, 1523; Dilenge, BB 2023, 2819 f.; Fleischer, AR 2022, 26, 27; Fleischer, DB 2022, 37, 42; Köckeritz, NZG 2023, 1341; Jaspers, AG 2022, 145, 153 Rn. 39; Velte/Stern, IRZ 2020, 389, 390; von Zehmen, BB 2021, 628, 633; Habersack, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 66.

³⁷⁴ Zur Rechtslage vor und nach den Änderungen der ARRL II Heinen, S. 50 ff.

³⁷⁵ Habersack, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 69.

nur einen Aspekt unter vielen Vergütungsparametern darstellen, wird er von Kritikern nicht als adäquates Mittel betrachtet, um ESG auf der Hauptversammlung zu thematisieren.³⁷⁶ Vereinzelt wird daher sogar ein Pay for Climate gefordert.³⁷⁷

Über den bloßen Beschlussgegenstand hinaus führen Nachhaltigkeitsfaktoren als Teil der Vorstandsvergütung dazu, dass Aktionäre über Wortbeiträge zur Nachhaltigkeitsperformance der Vorstandsmitglieder ihrem Klimabewusstsein über das Auskunfts- und Rederecht Gehör verschaffen möchten. Gemäß § 131 Abs. 1 S. 1 AktG kann im Rahmen des Auskunfts- und Rederechts des Aktionärs auf der Hauptversammlung jede Angelegenheit erörtert werden, die zur sachgemäßen Beurteilung des Gegenstands der Tagesordnung erforderlich ist.³⁷⁸ Auch wenn grundsätzlich umstritten ist, ob ausgiebige Beiträge eines Aktionärs zu ESG-Themen auf der Hauptversammlung zulässig sind,³⁷⁹ so wird man annehmen müssen, dass infolge der Nachhaltigkeitsfaktoren des Vergütungssystems zumindest ein solcher Wortbeitrag des Aktionärs hinreichenden Bezug zur Tagesordnung hat, der die Nachhaltigkeitsperformance der Vorstandsmitglieder betrifft.³⁸⁰ In der Praxis entfachen auf der Hauptversammlung durchaus hitzige Debatten über die Vergütung und deren nichtfinanzielle Kriterien.³⁸¹ Durch die Wortbeiträge konkretisiert sich die Ablehnung des Vergütungssystems zudem auf bestimmte Aspekte und bezieht sich inhaltlich nicht mehr auf das gesamte Vergütungssystem.

³⁷⁶ Balke, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 32; in diese Richtung auch Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 34.

³⁷⁷ Harnos, AG 2024, S28 Rn. 189.

³⁷⁸ Zum Auskunfts- und Rederecht im ESG-Kontext siehe auch Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 58; Harnos/Holle, AR 2022, 12; Jasper, AG 2022, 145 Rn. 25 ff.; Ott, NZG 2020, 99, 102; Weller/Benz, ZGR 2022, 563, 597; Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 20; allgemein zur Nutzung des Auskunfts- und Rederecht durch aktivistische Aktionäre Albath, Shareholder Activism, 2022, S. 257 ff.; Brückner, Aktivistische Aktionäre, 2023, S. 170 f.; Keltsch, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S. 383 ff., S. 419 ff.

³⁷⁹ Teilweise wird die Verfolgung politischer Interessen mittels § 131 AktG kritisch gesehen, so etwa Decher, in: GroßKommAktG, § 131 Rn. 38 ff.; Koch, in: ders., AktG, § 131 Rn. 1.

³⁸⁰ In diese Richtung auch Jaspers, AG 2022, 145 Rn. 19; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 20; Schirmer, ZHR 188 (2024), 60, 66 f.; grundsätzlich auch Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 58.

³⁸¹ Jaspers, AG 2022, 145, 153 Rn. 39; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 22; Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 34.

c. Zwischenergebnis

Es lässt sich damit feststellen, dass die Vorstandsvergütung durchaus ein ESG-Einfallstor für den klimabewussten Aktionär darstellt, durch das dieser das Vergütungssystem bzw. den Vergütungsbericht bei mangelndem Klimaausgang des Vorstandes missbilligen kann. Rechtliche Konsequenzen folgen daraus jedoch nicht zwangsläufig. Unterstützt durch das Auskunfts- und Rederecht zu den Nachhaltigkeitsaspekten dieses Beschlussgegenstandes kann der Aktionär seinem Klimabewusstsein Nachdruck zumindest verleihen, um der Pauschalität seines ablehnenden Votums entgegenzuwirken.

4. Entlastung des Vorstandes und des Aufsichtsrats

Einen weiteren Anknüpfungspunkt für klimabezogene Angelegenheiten bietet ebenfalls die Entlastung des Vorstandes und des Aufsichtsrats nach §§ 119 Abs. 1 Nr. 4, 120 Abs. 1 S. 1 AktG.³⁸² Der Entlastungsbeschluss billigt zum einen das Verwaltungshandeln des vergangenen Geschäftsjahrs und drückt zum anderen das Vertrauen der Hauptversammlung in das künftige Handeln der Verwaltung aus.³⁸³ Auf Antrag von Aktionären, die insgesamt eine Beteiligung von einer Million Euro oder 10 Prozent des Grundkapitals erreichen, kann zudem eine Einzelentlastung der Mitglieder durchgeführt werden (§ 120 Abs. 1 S. 2 AktG). Dadurch können aktivistische Aktionäre gezielt einzelne missliebige Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder in den Fokus rücken.³⁸⁴

Rechtlich gesehen ist eine verweigte (Gesamt- oder Einzel-)Entlastung infolge mangelhafter Klimaschutzmaßnahmen auch zulässig. Denn als Teil der vergangenen Geschäftsführung sind Umweltbelange vom Gegenstand der Entlastung des Vorstandes umfasst.³⁸⁵ Ebenso fällt die Überwachung der Geschäftsführung in die Kompetenz des Aufsichtsrats, sodass auch

³⁸² BGHZ 94, 324, 362 = NJW 1986, 129, 130 f.; Koch, in: ders., AktG, § 131 Rn. 33; Poelzig, in: BeckOGK AktG, § 131 Rn. 113; Balke, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 27 ff.; Fovaccia/Maier, AG 2024, 148 Rn. 12; Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 46; Illert/Schneider, DB-Beil 2/2022, 33, 34 f.; Jaspers, AG 2022, 145, 152 Rn. 29; Ott, NZG 2020, 99, 102; Welker/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 32; kritisch Harnos/Holle, AG 2021, 853 Rn. 13 ff.

³⁸³ Koch, in: ders., AktG, § 120 AktG Rn. 2; Kubis, in: MüKoAktG, § 120 Rn. 14; Liebscher, in: Henssler/Strohn, AktG, § 120 Rn. 2.

³⁸⁴ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 226; Thaeter/Guski, AG 2007, 301, 302; Heuser, Shareholder Activism, 2012, S. 82.

³⁸⁵ Harnos/Holle, AG 2021, 853 Rn. 13; Poelzig, in: BeckOGK AktG, § 131 Rn. 113; siehe außerdem zur Einordnung von ESG als Geschäftsführungsmaßnahmen Zweiter Teil, A.I.

hier nicht ausreichend beaufsichtigte ESG-Maßnahmen im Rahmen seiner Entlastung thematisiert werden können.³⁸⁶

Wie bei der Vorstandsvergütung auch, bietet insbesondere der Beschlussgegenstand der Entlastung die Möglichkeit zur Thematisierung der Nachhaltigkeitsperformance der Verwaltung über das Auskunfts- und Rederecht des Aktionärs.³⁸⁷ Obwohl kritische Stimmen das Auskunfts- und Rederecht nicht als geeignetes Mittel für gesteigerte Nachhaltigkeit halten, da ein konzertierter Aktivismus auf Basis einzelner Beiträge nicht möglich sei,³⁸⁸ so können das Klimabewusstsein der Hauptversammlung gesteigert und letzte Mitstreiter ggfs. noch mobilisiert werden, um Unterstützung für einen (Verweigerungs-)Gegenantrag zu erhalten, mit dem ein Aktionär den Entlastungsvorschlag der Verwaltung kontern möchte.³⁸⁹

Die verweigerte Entlastung ist als Stellungnahme des gesamten Aktionariats ein starkes Statement.³⁹⁰ Auch wenn die Nichtentlastung keine Rechtsfolgen hat, so folgt aus ihr dennoch ein öffentlicher Reputationsverlust der Verwaltung.³⁹¹ Teilweise wird zwar auch hier, ähnlich wie bei der Vorstandsvergütung, bemängelt, dass der Entlastungsbeschluss für Klimabelange nicht „passgenau“ sei.³⁹² Die Verweigerung der Entlastung sei kein „genuines Statement in Sachen Klimaschutz“, da Klimaschutzbemühungen nur einen Teil der Geschäftsführung ausmachen, während sich die Entlastung auf die Geschäftsführung in ihrer Gesamtheit beziehe.³⁹³ Allerdings ist es eine Frage von Prioritäten, ob die Nachlässigkeit in ESG-Belangen eine Entlastungsverweigerung rechtfertigt. Selbst wenn die Verwaltung in allen anderen

³⁸⁶ Siehe hierzu bereits Zweiter Teil, B.I.1.

³⁸⁷ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 225; *Fleischer*, AR 2022, 26, 27; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 15, 71; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 20; allgemein zum Auskunftsrecht im Rahmen der Beschlussfassung über die Entlastung *Poelzig*, in: BeckOGK AktG, § 131 AktG Rn. 113.

³⁸⁸ *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 58; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 20; *Çapa*, Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse, 2021, 2021, S. 114.

³⁸⁹ *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 81. Zum Streitstand, ob ein Gegenantrag vorliegt, wenn allein die Ablehnung eines Verwaltungsvorschlags beantragt wird siehe *Herrler*, in: Grigoleit, AktG, § 126 Rn. 5 f; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 126 Rn. 9.

³⁹⁰ *Kubis*, in: MüKoAktG, § 120 Rn. 2; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 15.

³⁹¹ *Drinhausen*, in: Hölters/Weber, AktG, § 120 Rn. 5; *Hoffmann*, in: BeckOGK AktG, § 120 Rn. 37; *Kubis*, in: MüKoAktG, § 120 Rn. 2; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 226; *Ott*, NZG 2020, 99, 102; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 22; *Inci*, Shareholder Engagement, 2018, S. 116.

³⁹² *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 60 (der diese fehlende Zielgenauigkeit auch für die Aufsichtsratswahl und den Say on Pay feststellt); *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 16; *Harnos/Holle*, AR 2022, 12; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 32.

³⁹³ *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 28; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 16.

Geschäftsführungsmaßnahmen vorbildlich gehandelt hätte, könnte ihre Entlastung in einer Hauptversammlung, die dem Klimaschutz besonderes Gewicht beimisst, verweigert werden. In diesem Sinne wird teilweise mit einem vermehrten Aufkommen von Entlastungsverweigerungen bei klimapolitisch als nicht vertretbar bewerteten Verwaltungshandlungen gerechnet.³⁹⁴

In der Praxis findet sich bereits eine Reihe von Gegenanträgen, die die Verweigerung der Vorstandsentslastung infolge mangelhafter Nachhaltigkeitsperformance vorschlagen.³⁹⁵ So stellte beispielsweise der Dachverband Kritischer Aktionärinnen und Aktionäre e. V. einen Gegenantrag zur Hauptversammlung der DWS Group GmbH & Co. KGaA im Jahr 2023, um den Vorstand die Entlastung zu versagen, da dieser die Prozesse und Produkte des Unternehmens nachhaltiger dargestellt habe als sie tatsächlich waren.³⁹⁶ Ein Jahr später beantragte der Dachverband Kritischer Aktionärinnen und Aktionäre auf der Hauptversammlung der Siemens AG, dem Vorstand die Entlastung zu verweigern, da dieser „weiterhin seiner Verantwortung nicht gerecht [werde], Maßnahmen für nachhaltige Lieferketten und die Verringerung der mit von Siemens verursachten Treibhausgasemissionen effektiv umsetzen [sic!]“. ³⁹⁷ Ein populäres Beispiel ist zudem die Hauptversammlung im Jahr 2019 der Bayer AG, in deren Vorfeld zahlreiche Gegenanträge der Verwaltung die Entlastung für das Geschäftsjahr 2018 verweigern wollten. Die Antragsteller attestierten der Gesellschaft eine „katastrophale Klimabilanz“ infolge der Übernahme des Glyphosat-Herstellers Monsanto Company und machten geltend, dass die Verwaltungsorgane ihrer Verantwortung für wirksame Klimaschutzmaßnahmen nicht nachgekommen seien.³⁹⁸

Bisher ist es jedoch nur im Falle der Bayer AG tatsächlich zu einer verweigerten Entlastung infolge mangelhafter Nachhaltigkeitsperformance des Vorstandes gekommen.³⁹⁹ Die jüngsten Entwicklungen haben allerdings

³⁹⁴ *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 35.

³⁹⁵ Beispiele finden sich auch bei *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 29.

³⁹⁶ Dachverband der Kritischen Aktionärinnen und Aktionäre, Gegenantrag zu TOP 2 der ordentlichen Hauptversammlung der DWS Group GmbH & CO. KGaA, 2024.

³⁹⁷ Dachverband Kritischer Aktionärinnen und Aktionäre, Gegenantrag zu TOP 3 der ordentlichen Hauptversammlung der Siemens AG, 2024.

³⁹⁸ Coordination gegen BAYER-Gefahren e. V. u. a., Gegenanträge zur Hauptversammlung der Bayer AG, 2019, insb. S. 20.

³⁹⁹ Bayer AG, Ordentliche Hauptversammlung 2019, Abstimmungsergebnisse, TOP 2 (Entlastung des Vorstandes wurde mit 55,52 Prozent abgelehnt) und TOP 3 (Entlastung des Aufsichtsrats wurde hingegen mit 66,38 Prozent angenommen); hierzu auch *Drinhausen*, ZHR 186 (2022), 201, 209.

gezeigt, dass die Entlastung nicht tatsächlich erfolgreich verweigert werden muss, um mediale Aufmerksamkeit zu erzeugen und die Verwaltung gleichsam zu sanktionieren. Auch wenn der Vorstand DWS Group GmbH & Co. KGaA im Jahr 2023 von der Mehrheit der Aktionäre entlastet wurde, stimmten rund 10 Prozent der Aktionäre dagegen, was dem Vorstand öffentlich als „Schlappe“ ausgelegt wurde.⁴⁰⁰ Mediale Aufmerksamkeit gerierte auch die Ankündigung zweier Großaktionäre der Continental AG, sich bei der Abstimmung über die Entlastung des Aufsichtsratsvorsitzenden W. Reitzle mit der Begründung zu enthalten, dass dessen Rolle im Abgasskandal bisher nicht abschließend geklärt sei.⁴⁰¹

Für klimabewusste Aktionäre ist die Entlastung der Verwaltung daher ein wirksames Mittel, um Nachhaltigkeitsbelange in den Fokus der Unternehmensführung zu rücken.⁴⁰² Dabei bedarf es nicht zwingend des konzertierten Vorgehens mehrerer Aktionäre, um tatsächlich die nötige Mehrheit zur Ablehnung der Entlastung zu erreichen. Auch der einzelne Aktionär kann durch Fragen und Wortbeiträge sowie durch die mediale Aufmerksamkeit bereits Einfluss auf die Verwaltung ausüben.

5. Vertrauensentzug des Vorstandes

Ein weiteres Instrument für aktivistische Aktionäre zur Ausübung von Druck auf den Vorstand stellt der Vertrauensentzug nach § 84 Abs. 4 S. 2 AktG dar.⁴⁰³ Entzieht die Hauptversammlung dem Vorstand das Vertrauen, wozu es eines Mehrheitsbeschlusses bedarf, kann der Aufsichtsrat den Vorstand aus wichtigem Grunde abberufen, sofern das Vertrauen nicht aus offenbar unsachlichen Gründen entzogen wurde.⁴⁰⁴ Auch wenn keine Pflicht des Aufsichtsrats zur Abberufung besteht, wird er dies in der Praxis schon allein deshalb umsetzen, um nicht selbst seine Abberufung zu provozieren.⁴⁰⁵ Ohne

⁴⁰⁰ Rezmer, Schlappe für DWS-Vorstand – Zehn Prozent der Aktionäre verweigern Entlastung, Handelsblatt, 16. Juni 2023.

⁴⁰¹ Tyborski, Aktionärsvertreter verweigern Conti-Chefaufseher Wolfgang Reitzle die Entlastung, Handelsblatt, 26. April 2023.

⁴⁰² Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 225.

⁴⁰³ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 225; allgemein zum Vertrauensentzug *Fleischer*, in: BeckOGK AktG, § 84 Rn. 141 ff.; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 84 Rn. 178 ff.

⁴⁰⁴ BGH NZG 2017, 261 Rn. 11 ff.; *Fleischer*, in: BeckOGK AktG, § 84 Rn. 142; *Koch*, in: ders., AktG, § 84 Rn. 62 ff.

⁴⁰⁵ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 224; *Inci*, Shareholder Engagement, 2018, S. 117; *Langenbucher*, in: FS Bergmann, 2018, 443, 452 f.; a. A. wohl *Koch*, in: ders., AktG,

Abberufung des Vorstands wäre dessen Position künftig aufgrund des geschädigten Rufs erheblich geschwächt.⁴⁰⁶ Wenn auch in der Praxis noch nicht geschehen, ist durchaus denkbar, dass der Sustainable Shareholder Activism zu künftigen Vertrauensentzügen von Vorständen mit mangelhafter Nachhaltigkeitsperformance führen wird.⁴⁰⁷

6. Satzungsänderungen

Da die Hauptversammlung gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 6, 179 Abs. 1 AktG über inhaltliche Satzungsänderungen zu beschließen hat, könnte auch ein solcher Beschluss für Aktionäre die Möglichkeit bieten, mehr Klimaschutz in der Gesellschaft zu verankern.⁴⁰⁸ Besonderer Beachtung bedürfen dabei sog. Corporate Purpose-Klauseln sowie der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand (a.). Allerdings können auch andere Satzungsbestandteile zur Verankerung von Nachhaltigkeitsaspekten dienen (b.).

a. Corporate Purpose-Klauseln und Unternehmensgegenstand

Zur Verankerung von Gemeinwohlbelangen in der Gesellschaftsverfassung wird die Aufnahme einer Corporate Purpose-Klausel in der Satzung diskutiert.⁴⁰⁹ Nach dem Corporate Purpose-Konzept soll jedes Unternehmen einen sinnstiftenden Daseinsgrund haben, der über die Gewinnerzielung hinausgeht.⁴¹⁰ Aufgrund der Systemfremdheit der anglistischen Corporate Purpose wird in der deutschen Rechtswissenschaft diskutiert, ob es sich dabei um einen ungeschriebenen Gesellschaftszweck handelt oder ob die Corporate Purpose vielmehr als Teil des Unternehmensinteresses eine Handlungsmaxime

§ 84 Rn. 62, der Abberufung nur bei Aktiengesellschaften mit überschaubarem Aktionärskreis für praktisch relevant hält. Siehe zur Abberufung des Aufsichtsrats durch aktivistische Aktionäre bereits Zweiter Teil, B.I.1.

⁴⁰⁶ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 225; Schiessl, ZIP 2009, 689, 691; Heuser, Shareholder Activism, 2012, S. 82.

⁴⁰⁷ In diese Richtung auch Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 224 f.

⁴⁰⁸ Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 46; Jaspers, AG 2022, 145 Rn. 50; Ott, NZG 2020, 99, 100; implizit auch Dörrwächter, NZG 2022, 1083, 1090.

⁴⁰⁹ Drinhausen, ZHR 186 (2022), 201, 205; Fleischer, in: BeckOGK AktG, § 76 Rn. 49 ff.; Fleischer, DB 2022, 37, 43; Fleischer, ECFR 2021, 161 ff.; Fleischer, ZIP 2021, 5, 12; Habersack, in: FS Windbichler, 2020, 707; Harbarth, ZGR 2018, 379, 395; Vetter, ZGR 2018, 338, 371; allgemein zum Corporate Purpose Seibt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 44.

⁴¹⁰ Bruce/Jeromin, Corporate Purpose, 2020, S. 23; Fleischer, ZIP 2021, 5; Kuntz, ZHR 186 (2022), 652, 654 f.; Walden, NZG 2020, 50, 55; als Vordenker des Purpose-Konzepts werden Mayer und Edmans angesehen, Seibt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 23 Rn. 34a.

des Vorstandes zu verstehen ist.⁴¹¹ Der Gesellschaftszweck deutscher Aktiengesellschaften ist grundsätzlich kein geschriebener Satzungsinhalt; er stellt vielmehr den ungeschriebenen Zweck dar, zu dessen Erreichung sich die Anteilseigner zusammengeschlossen haben.⁴¹² Dieser wird durch die Festlegung eines bestimmten Unternehmensgegenstandes i. S. d. § 23 Abs. 3 Nr. 2 AktG konkret umgesetzt.⁴¹³ Der Unternehmensgegenstand bestimmt sodann den Schwerpunkt der Tätigkeit der Gesellschaft.⁴¹⁴ Da allgemein anerkannt ist, dass die Aktiengesellschaft gemeinnützig tätig werden kann, muss es *a maiore ad minus* möglich sein, auch anderweitige Gemeinwohlbindungen oder Mehrfachzwecke in die Satzung aufzunehmen.⁴¹⁵ Dementsprechend erkennt das Schrifttum an, dass die Aufnahme einer Corporate Purpose-Klausel in die Satzung einer Gesellschaft zulässig ist und dadurch auch der Gesellschaftszweck von reiner Gewinnerzielung zu (wenigstens teilweiser) Gemeinwohlverfolgung geändert wird.⁴¹⁶ Stimmen im Schrifttum erachten daher auch eine Klimaschutzklausel für zulässig.⁴¹⁷ Umstritten ist jedoch, ob eine solche Klausel den Gesellschaftszweck ändert, sodass entsprechend § 33 Abs. 1 S. 2 BGB ein einstimmiger Beschluss erforderlich wäre.⁴¹⁸ Dies wird

⁴¹¹ *Apfelbacher*, in: FS Krieger, 27, 36 ff.; *Haubold*, Nachhaltige Unternehmensziele, 2024, S. 65 ff.; *Fleischer*, in: BeckOGK AktG, § 76 Rn. 50; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 76 Rn. 122; *Fleischer*, ZIP 2021, 5, 11 f.; *Kuntz*, ZHR 186 (2022), 652, 680 ff.; *Verse/Tas-sius*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 7 Rn. 46.

⁴¹² OLG Hamburg BB 1968, 267; *Haubold*, Nachhaltige Unternehmensziele, 2024, S. 68; *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S. 229; *Koch*, in: ders., AktG, § 23 Rn. 22; *Pentz*, in: MüKoAktG, § 23 Rn. 71; *Fleischer*, ZIP 2021, 5, 11; *Mock/Mohamed*, NZG 2022, 350, 351; *Martens*, in: FS Kellermann, 1991, 271, 274; *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 2 Rn. 11.

⁴¹³ *A. Arnold*, in: KK-AktG, § 23 Rn. 75; *Koch*, in: ders., AktG, § 23 Rn. 22; *Röhrich/Schall*, in: GroßKommAktG, § 23 Rn. 110; *Mock/Mohamed*, NZG 2022, 350, 351.

⁴¹⁴ *Haubold*, Nachhaltige Unternehmensziele, 2024, S. 72; *A. Arnold*, in: KK-AktG, § 23 Rn. 72; *Habersack*, in: GroßKommAktG, § 82 Rn. 23; *Mock/Mohamed*, NZG 2022, 350, 351.

⁴¹⁵ OLG Braunschweig NZG 2023, 1504 Rn. 28; *Habersack*, in: FS Windbichler, 2020, 707, 716; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 76 Rn. 37; *Dörrwächter*, NZG 2022, 1083, 1090; *Fleischer*, AG 2017, 509, 514; *Fleischer*, ZIP 2021, 5, 11; *Harbarth*, ZGR 2018, 379, 395; *Kort*, NZG 2011, 929, 931; *Kuntz*, ZHR 186 (2022), 652, 686; *Steuer*, ZIP 2023, 13, 20; *Habersack*, AcP 2020, 595, 638 f.; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 371.

⁴¹⁶ *Habersack*, in: FS Windbichler, 2020, 707, 716 f.; *Bruce/Jeromin*, Corporate Purpose, 2020, S. 23 f.; *Fleischer*, in: BeckOGK AktG, § 76 Rn. 50; *Dörrwächter*, NZG 2022, 1083, 1084; *Fleischer*, ZIP 2021, 5, 11 f.; *Fleischer/Chatard*, NZG 2021, 1525, 1527; *Harbarth*, ZGR 2018, 379, 395; *Kuntz*, ZHR 186 (2022), 652, 686 ff.; *Mock/Mohamed*, NZG 2022, 350, 352; *Mülbert*, AG 2009, 766, 772; *Habersack*, AcP 2020, 595, 638 f.; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 371 f.; *Spindler*, in: FS Hommelhoff, 2012, 1133, 1141 („CSR-Klausel“).

⁴¹⁷ *Fleischer*, AR 2022, 26, 27; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 25.

⁴¹⁸ Dies bejahend *Mülbert*, AG 2009, 766, 772; *Spindler*, in: FS Hommelhoff, 2012, 1133, 1141; *A. Arnold*, in: KK-AktG, § 23 Rn. 74; *Röhrich/Schall*, in: GroßKommAktG, § 23 Rn. 126; *Kuntz*, ZHR 186 (2022), 652, 681.

überwiegend mit dem triftigen Argument abgelehnt, dass nicht jeder Gewinnverlust zu einer Abkehr von der Gewinnerzielung als Gesellschaftszweck führt.⁴¹⁹ Das gilt erst recht für die Aufnahme von Klimaschutzklauseln, da die Aufnahme von Nachhaltigkeit und Klimaschutz keine Aufgabe der erwerbswirtschaftlichen Tätigkeit darstellt, sondern lediglich eine Kodifizierung des interessenpluralistischen Ansatzes im Sinne eines moderaten Shareholder Values.⁴²⁰ Dennoch treten eigenständige Corporate Purpose- oder Klimaschutzklausel bisher praktisch kaum in Erscheinung.⁴²¹

Nachhaltige Satzungsänderungen finden daher eher über den Unternehmensgegenstand Einschlag in deutsche Aktiengesellschaftsverträge.⁴²² Der Unternehmensgegenstand der Gesellschaft wird in der Satzung definiert und lenkt damit das Verhalten der Leitungsorgane der Gesellschaft, z. B. in Richtung einer klimafreundlicheren Geschäftspolitik.⁴²³ Umstritten ist jedoch in diesem Rahmen, wie detailliert nachhaltigkeitsbezogene Vorgaben im Unternehmensgegenstand ausgestaltet sein dürfen. Denn die Geschäftsführungsbefugnis des Vorstandes wird gemäß § 82 Abs. 2 AktG durch den Unternehmensgegenstand beschränkt.⁴²⁴ Insofern führt der Grundsatz der Satzungsstrenge nach § 23 Abs. 5 AktG dazu, dass die Leitungsautonomie des Vorstandes aus § 76 Abs. 1 AktG nicht durch Satzungsvorgaben ausgehöhlt werden darf.⁴²⁵ Der Vorstand muss weiterhin die Geschäfte in *eigener* Verantwortung leiten können, ohne dass die Satzung das Leitungsermessen durch zu konkrete Vorgaben gesetzeswidrig einschränkt.⁴²⁶

⁴¹⁹ *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S. 228 ff.; *Fleischer*, ZIP 2021, 5, 11; *Fleischer*, AG 2017, 509, 514; *Müller-Michaelis/Ringel*, AG 2011, 101, 111 f.; *Wicke*, DNotZ 2020, 448, 454; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 373.

⁴²⁰ Siehe hierzu auch Vierter Teil, A.I.1.d.aa(1)(a)(aa).

⁴²¹ *Habersack*, in: FS Windbichler, 2020, 707, 717; *Paefgen*, DZWIR 2022, 555 ff.; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 373.

⁴²² *Hoffmann*, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 73; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 373; zur Verankerung der Achtung der Menschenrechte in der Satzung *Sharaf*, ZIP 2022, 1427, 1432.

⁴²³ *Hoffmann*, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 73; *Seibt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 44; *Paefgen*, DZWIR 2022, 555 ff.

⁴²⁴ *Grigoleit*, in: ders., AktG, § 82 Rn. 12; *Habersack*, in: GroßKommAktG, § 82 Rn. 23 f.; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 82 Rn. 34; differenzierend *Cahn*, in: KK-AktG, § 82 22 ff.

⁴²⁵ OLG Braunschweig NZG 2023, 1503 Rn. 21; OLG Stuttgart NZG 2006, 790 f.; *Seibt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 82 Rn. 15; *Vetter*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 86; *Dörrwächter*, NZG 2022, 1083, 1090; *Fleischer*, AR 2022, 26, 27; *Fleischer*, DB 2022, 37, 43; *Fleischer*, ZIP 2021, 5, 11; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 372; *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 25; a. A. hingegen *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 5 mit dem Argument, dass die Satzungsgewalt der Hauptversammlung gegenüber der Leitungsautonomie des Vorstandes ausweislich § 82 Abs. 2 AktG überwiege.

⁴²⁶ *Cahn*, in: KK-AktG, § 82 Rn. 27 ff.; *Habersack*, in: GroßKommAktG, § 82 Rn. 26; *Koch*, in: ders., AktG, § 82 Rn. 10; *Bachmann*, ZHR 187 (2023), 166, 184; *Drinhausen*, ZHR 186 (2022), 201, 206.

Zulässig sind nach bisheriger Rechtsprechung „allgemein gehaltene Rahmenvorgaben“ des Unternehmensgegenstandes in der Satzung.⁴²⁷ Dies ermöglicht immerhin, allgemein formulierte Nachhaltigkeitsziele in den Unternehmensgegenstand aufzunehmen.⁴²⁸ Allerdings können inhaltsoffene Begriffe wie „Nachhaltigkeit“ vom Vorstand mit entsprechender Argumentation und Auslegung leicht ausgehöhlt werden.⁴²⁹ So bleibt diskussionswürdig, wie konkret der Unternehmensgegenstand eine Richtung für nachhaltiges Handeln vorgeben darf, ohne das Kompetenzgefüge des Aktienrechts zu verletzen, zugleich aber den Unternehmensgegenstand nicht nur um leere Worthüllen zu ergänzen. Teilweise wird daher vertreten, dass diverse Klimaschutzaspekte bei der Geschäftstätigkeit des Unternehmens in der Satzung verankert werden können.⁴³⁰ Das könnte z. B. so aussehen, dass dem bisherigen Unternehmensgegenstand die Klimafreundlichkeit hinzugefügt wird, etwa bei einem Fahrzeughersteller die „*klimafreundliche* Herstellung von Kraftfahrzeugen“ oder der „*ökologischen* Landwirtschaft“ bei einem Agrarunternehmen, ohne dass daraus das Leitungsermessen hinsichtlich der Umsetzung durch den Vorstand vorgegeben würde.⁴³¹ Ob nicht nur Klimafreundlichkeit, sondern gar die Klimaneutralität der Aktiengesellschaft in den Unternehmensgegenstand festgeschrieben werden kann, ist ebenfalls umstritten.⁴³² Eine solche Änderung des Unternehmensgegenstandes hat jedoch die gleiche Wirkung wie eine Corporate Purpose- oder Klimaschutzklausel, die rechtlich zulässig sind. Andere halten sogar die Festlegung der Art der Energieerzeugung oder beispielsweise ein Verbot des Bezugs von Kernenergie für möglich.⁴³³ Kritiker wiederum bezweifeln, dass klimaschädliche Aktivitäten satzungsmäßig

⁴²⁷ So wörtlich OLG Stuttgart NZG 2006, 790, 791; ebenso OLG Braunschweig NZG 2023, 1504 Rn. 28; siehe auch *Hoffmann*, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 73.

⁴²⁸ *Hoffmann*, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 73; *Habersack*, NZG 2023, 1103, 1105; *Habersack*, AcP 2020, 595, 638 f.

⁴²⁹ *Fleischer*, ZIP 2021, 5, 11; in diese Richtung auch *Ekardt*, ZUR 2016, 463, 466; *Drinhausen*, ZHR 186 (2022), 201, 205 f.

⁴³⁰ *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S. 229; *Bachmann*, ZHR 187 (2023), 166, 184; *Drinhausen*, ZHR 186 (2022), 201, 205; *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 5.

⁴³¹ *Hoffmann*, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 73; *Wicke*, DNotZ 2020, 448, 453 f. (zur GmbH).

⁴³² Dafür: *Fleischer/Chatard*, NZG 2021, 1525, 1530; *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 46; *Ott*, NZG 2020, 99, 100, dagegen: *Hoffmann*, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 73.

⁴³³ *Fleischer*, in: BeckOGK AktG, § 82 Rn. 33; *Seibt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 82 Rn. 15; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 82 Rn. 35; *Drinhausen*, ZHR 186 (2022), 201, 206; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 50; in diese Richtung auch *Habersack*, in: GroßKommAktG, § 82 Rn. 26; *Martens*, in: FS Kellermann, 1991, 271, 275 für den Ausstieg aus der Kernenergie; kritisch und auf den Detaillierungsgrad verweisend *Koch*, in: ders., AktG, § 82 Rn. 10.

vom Unternehmensgegenstand ausgeschlossen werden können.⁴³⁴ Nach manchen Stimmen gelten bereits verbindliche jährliche CO₂-Reduktionsziele als zu engmaschig und in die Planungshoheit des Vorstands eingreifend.⁴³⁵

Ungeachtet der Ungewissheiten über die Zulässigkeit der klimafreundlichen Ausgestaltung des Unternehmensgegenstandes, erfordert eine nachhaltigkeitsbezogene Satzungsänderung die Unterstützung der breiten Masse des Aktionariats, denn die Änderung des Unternehmensgegenstandes bedarf der Zustimmung von mindestens drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals gemäß § 179 Abs. 2 AktG,⁴³⁶ die schwer zu erreichen ist.⁴³⁷

Es lässt sich damit festhalten, dass sowohl die Integration von Corporate Purpose-Klauseln in die Satzung sowie auch eine Änderung des Unternehmensgegenstandes für klimabewusste Aktionäre erst dann durchsetzbar wären, wenn die qualifizierte Mehrheit der Aktionäre die Anträge unterstützen würde. Auch dann verbleiben noch rechtliche Unsicherheiten über die Zulässigkeit der konkreten Satzungsausgestaltung.

b. Andere Satzungsbestandteile

Andere Satzungsbestandteile können, sofern die Leitungsautonomie des Vorstandes nicht verletzt wird, ebenfalls zum ESG-Einfallstor werden. Denkbar ist die Aufnahme einer Satzungsklausel gemäß § 58 Abs. 3 S. 2 AktG, die die Hauptversammlung dazu ermächtigt, über eine andere Gewinnverwendung als den Gewinnvortrag, die Einstellung in Rücklagen oder Ausschüttung an die Aktionäre abzustimmen. Dadurch könnte die Hauptversammlung beschließen, den Gewinn zur Erreichung von Klima- oder generell Nachhaltigkeitszielen zu verwenden.⁴³⁸

Vereinzelte wird die Satzungsinkorporation einer Gewinnverwendungsklausel als zulässig angesehen, die den Vorstand verpflichtet, einen Teil des

⁴³⁴ Cahn, in: KK-AktG, § 82 Rn. 29; Bachmann, ZHR 187 (2023), 166, 184; Habersack, in: FS Windbichler, 2020, 707, 714.

⁴³⁵ Hoffmann, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 73; Bachmann, ZHR 187 (2023), 166, 185; Fleischer, AR 2022, 26, 27; Fleischer, DB 2022, 37, 43; Weller/Benz, ZGR 2022, 563, 569.

⁴³⁶ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 228; Bachmann, ZHR 187 (2023), 166, 184; Drinhaußen, ZHR 186 (2022), 201, 206; Fest, AG 2024, 269 Rn. 16; Fleischer, AR 2022, 26, 27; Fleischer, ZIP 2021, 5, 12; Mock/Mohamed, NZG 2022, 350, 356; Habersack, in: FS Windbichler, 2020, S. 707; Ott, NZG 2020, 99, 100.

⁴³⁷ Vetter, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 89; Ott, NZG 2020, 99, 100.

⁴³⁸ Vetter, ZGR 2018, 338, 372 f.; Habersack, in: FS Windbichler, 2020, 707, 716; Baisch/Ivic, Gestaltung ist Haltung – Die Implementierung nachhaltiger Aspekte in die Gesellschaftsverfassung, CMS Deutschland Blog, 10. Mai 2021.

Jahresüberschusses für vordefinierte Zwecke zu verwenden.⁴³⁹ Ob die Festbeschreibung von nachhaltigkeitsbezogenen Vorstandspflichten möglich ist, darf jedoch in Anbetracht der Ausführungen zur Leitungsautonomie bezweifelt werden. Anschaulich zeigt sich dies einem gerichtlichen Verfahren anlässlich der Hauptversammlung der Volkswagen Aktiengesellschaft im Jahr 2022, zu der Aktionäre die Tagesordnung um eine Satzungsänderung in Bezug auf die nichtfinanziellen Berichterstattung des Vorstandes ergänzen wollten. Dabei strebten die Aktionäre an, dass die Satzung die gesetzlichen Vorgaben für die Nachhaltigkeitsberichterstattung (§§ 289b, 315b HGB) konkretisieren sollte. Der Vorstand sollte zu einer umfangreichen Berichterstattung über die klimabezogene Lobbyarbeit der einzelnen Konzerngesellschaften verpflichtet werden.⁴⁴⁰ Der Vorstand, der darin einen unzulässigen Eingriff in seine Leitungsautonomie sah, wurde in dieser Ansicht von den Gerichten in erster und zweiter Instanz bestätigt.⁴⁴¹ Da der angestrebte Beschluss dementsprechend gesetzeswidrig war, musste der Vorstand ihn trotz Erreichens des Quorums des § 122 Abs. 2 S. 1 AktG nicht auf die Tagesordnung der Hauptversammlung setzen.⁴⁴²

c. Zwischenergebnis

Die Möglichkeit zur Satzungsänderung bietet klimabewussten Aktionären zwar in der Theorie die Möglichkeit, die Geschicke der Gesellschaft in eine nachhaltigere Richtung zu lenken. In der Praxis stellt sich sodann jedoch nicht nur das Risiko, dass eine gewünschte Änderung aufgrund der Leitungsautonomie des Vorstandes unzulässig ist, sondern dass eine solche Änderung nicht von der qualifizierten Mehrheit der Aktionäre unterstützt wird. Trotz steigendem Sustainable Shareholder Activism ist eine solche

⁴³⁹ Vetter, ZGR 2018, 338, 372 f. mit Verweis auf § 20 Abs. 2 lit. c) der Satzung der CS Realwerte AG, wonach „der zwanzigste Teil [des Jahresüberschusses] für Zwecke des Gemeinwohls, vornehmlich zur Forthülfe [sic] derer Flüchtlinge und solcher Menschen ohne Heimat oder Obdach“ zu verwenden sind, abrufbar unter <http://csrealwerte.de/geschaeftsberichte/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

⁴⁴⁰ Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 46; Fuhrmann/Röseler, AG 2022, R153; Grisar/Volhard, NZG 2024, 515 Rn. 37; Reichert/Groh, NZG 2023, 1500.

⁴⁴¹ OLG Braunschweig NZG 2023, 1504 Rn. 34 ff.; ausführlich hierzu und zu einer Einführung einer eigenständigen statutarischen Berichtspflicht Fest, AG 2024, 269 Rn. 7 ff.

⁴⁴² Vgl. auch Volkswagen Aktiengesellschaft, Tagesordnung zur ordentlichen Hauptversammlung 2022.

Satzungsänderung aufgrund der hohen Hürde der Drei-Viertel-Mehrheit wohl nur in seltenen Fällen zu erreichen.

7. Vorlage des Jahres-/Konzernabschlusses

Auch die Vorlage des Jahres- bzw. Konzernabschlusses (oder auch die praktisch unbedeutendere Feststellung gemäß § 173 Abs. 1 AktG) ist geeignet, mithilfe des Auskunfts- und Rederechts der Aktionäre ESG zum Gegenstand der Diskussion zu machen.⁴⁴³ Dass die sachgemäße Beurteilung des Jahres- bzw. Konzernabschlusses die Thematisierung von ESG über § 131 Abs. 1 S. 1 AktG erfordert, erklärt sich aus der nichtfinanziellen Erklärung, die entweder Bestandteil des Lageberichts (§ 289b Abs. 1 S. 1 HGB) ist oder des gesonderten nichtfinanziellen Berichts, der mit dem Lagebericht im Zusammenhang steht (§ 289b Abs. 3 HGB).⁴⁴⁴ Die nichtfinanzielle Erklärung sowie der gesonderte nichtfinanzielle Bericht müssen dabei gemäß § 289c Abs. 2 Nr. 1 HGB auf Umweltbelange eingehen und insbesondere Angaben zu Treibhausgasemissionen der Gesellschaft machen.

Allerdings ist der Vorstand insbesondere in diesem Rahmen nicht in jedem Einzelfall verpflichtet, detailliert zu antworten, da der Klimaschutz nur einen kleinen Ausschnitt des Jahresabschlusses darstellt.⁴⁴⁵ Für klimabewusste Aktionäre bieten sich daher eher Gegenanträge zur Verwendung des Gewinns an,⁴⁴⁶ um ihren Anliegen Gehör zu verschaffen, da die Verwaltung in diesem Fall ihre Begründung gemäß § 126 Abs. 1 S. 3 AktG grundsätzlich veröffentlichen muss und es sodann eher im Interesse der Verwaltung liegen dürfte, eine aussagekräftige Stellungnahme nach § 126 Abs. 1 S. 1 AktG beizufügen.

⁴⁴³ *Fovaccia/Maier*, AG 2024, 148 Rn. 10; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 13; *Illert/Schneider*, DB-Beil 2/2022, 33, 35; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 26; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 20 f.

⁴⁴⁴ *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 13; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 26; eingehend zur Nachhaltigkeit in der Berichterstattung: *Schön*, ZfPW 2022, 207 und *Kühneberger/Wohlgemuth*, DStR 2022, 668. Die nichtfinanzielle Berichterstattung gilt derzeit nur für große und kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaft i. S. d. § 267 Abs. 3 S. 1 und § 264d HGB, die im Jahresdurchschnitt mehr als 500 Arbeitnehmer beschäftigen. Da Stimmrechtsberater schwerpunktmäßig institutionelle Investoren beraten, deren Portfolios überwiegend aus Kapitalgesellschaften bestehen, ist die nichtfinanzielle Berichterstattung für den Rahmen dieser Arbeit von Belang.

⁴⁴⁵ *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 13; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 21; allgemein zum Detaillierungsgrad des Auskunftsrechts *Poelzig*, in: BeckOGK AktG, § 131 Rn. 103 ff.

⁴⁴⁶ Siehe bereits Zweiter Teil, B.I.2.

8. Kapitalmaßnahmen

Beschlüsse über Maßnahmen der Kapitalbeschaffung und -herabsetzung gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 7, 182 ff., 222 ff. AktG bieten für klimabewusste Aktionäre kaum Ankerpunkte für ihre Belange. Denkbar ist die Fallgestaltung, in der Aktionäre gegen eine vom Vorstand geplante Kapitalerhöhung stimmen, die dieser vornehmen möchte, um eine andere Gesellschaft mit schlechter Klimabilanz zu übernehmen.⁴⁴⁷ Ebenso bietet eine von der Verwaltung angestrebte Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 S. 1 AktG zumindest einen Angriffspunkt über das Auskunfts- und Rederecht, da der Ausschluss einer materiellen Rechtfertigung bedarf.⁴⁴⁸ Sofern zu der Begründung des Bezugsrechtsausschlusses Nachhaltigkeitsbelange herangezogen werden, schafft dies auf Aktionärsseite allenfalls ein ESG-Einfallstor über das Auskunfts- und Rederecht.⁴⁴⁹

9. Strukturmaßnahmen

Auch Umstrukturierungsmaßnahmen bieten gesetzlich ausdrücklich bestimmte Fälle der Hauptversammlungskompetenz, die klimabewusste Aktionäre nutzen können.⁴⁵⁰ In der Praxis begehren Aktionäre immer öfter die Abspaltung u. a. von klimaschädlichen Geschäftsbereichen.⁴⁵¹ In Deutschland bieten Abspaltungen gemäß § 123 Abs. 2 UmwG auf den ersten Blick keine Angriffsfläche für nachhaltig orientierte Aktionäre, da der Spaltungsvertrag nach § 125 Abs. 1 i. V. m. § 4 Abs. 1 UmwG durch das vertretungsberechtigte Leitungsorgan geschlossen wird. Möchten Aktionäre eine Abspaltung auf die Tagesordnung setzen lassen, müssen sie berücksichtigen, dass Tagesordnungsergänzungsverlangen nach § 122 Abs. 2 AktG nur zulässig sind, sofern

⁴⁴⁷ Angelehnt an die Monsanto-Übernahme durch die Bayer AG (siehe hierzu bereits Zweiter Teil, B.I.4.); ähnlich auch *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 229; *Heuser*, Der Konzern 2012, 308, 309, der von blockierten Akquisitionen spricht.

⁴⁴⁸ *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 47; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 20; *Weller/Benz*, ZGR 2022, 563 i. V. m. Fn. 220; allgemein zur sachlichen Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses: BGHZ 71, 40, 43 ff. = NJW 1978, 1316, 1317 – *Kali & Salz*; *Koch*, in: ders., AktG, § 186 Rn. 25.

⁴⁴⁹ *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 47; dem zustimmend *Weller/Benz*, ZGR 2022, 563 i. V. m. Fn. 220.

⁴⁵⁰ Zu aktivistischen Hedgefonds in der M&A-Praxis ausführlich *Hollerung*, ZHR 188 (2024), 148, 169.

⁴⁵¹ Im Jahr 2023 waren 49 Prozent der aktivistischen Kampagnen auf Umstrukturierungsmaßnahmen ausgerichtet, Barclays Investment Banking, Review of Shareholder Activism 2023; siehe zu M&A-Aktivismus zwischen 2020 und 2022 auch *Jaspers*, AG 2022, R240.

Kompetenzen der Hauptversammlung betroffen sind. Die Hauptversammlung ist jedoch erst für den Spaltungsbeschluss zuständig, der gemäß § 125 Abs. 1 i. V. m. § 13 Abs. 1 S. 1 UmwG erst gefasst wird, wenn der Spaltungsvertrag bereits geschlossen wurde. Allerdings können die Aktionäre per Ergänzungsantrag nach § 122 Abs. 1 AktG einen Beschluss auf die Tagesordnung setzen lassen, der den Vorstand gemäß § 83 Abs. 1 AktG zur Vorbereitung einer Maßnahme nach § 123 Abs. 2 UmwG verpflichten soll.⁴⁵²

Ein Fall, in dem ein solches Verlangen den Weg auf die Tagesordnung fand, ereignete sich auf der ordentlichen Hauptversammlung 2022 der RWE AG. In deren Vorfeld verlangte der aktivistische Fonds Enkraft Impactive GmbH & Co. KG die Ergänzung der Tagesordnung um den Beschlussgegenstand des sog. Brownspinnings. Dadurch sollte der Vorstand dazu verpflichtet werden, gemäß § 83 Abs. 1 S. 1 AktG eine Abspaltung der Braunkohleaktivität des Konzerns vorzubereiten.⁴⁵³ Der Antrag wurde jedoch mit 97,56 Prozent der Stimmen abgelehnt.⁴⁵⁴ Dass ein solches Verlangen nicht notwendigerweise angenommen oder überhaupt auf die Tagesordnung gelangen muss, um wirksam zu sein, zeigt hingegen der Fall der Brenntag SE. Anlässlich ihrer ordentlichen Hauptversammlung im Jahr 2023 führten die aktivistischen Investoren Primestone Capital und Engine Capital eine öffentliche Kampagne gegen den Chemiekonzern, um dessen Vorstand zu einer Aufspaltung des Konzerns in die Sparte der Massenchemikalien sowie eine Spezialitätensparte zu bewegen.⁴⁵⁵ Ihre Forderung schaffte es zwar aufgrund der zu geringen Beteiligung der beiden Aktionäre nicht auf die Tagesordnung der ordentlichen Hauptversammlung.⁴⁵⁶ Dennoch erfuhr die Kampagne mediale Aufmerksamkeit, sodass der Vorstandsvorsitzende bereits kurze Zeit nach der Hauptversammlung ankündigte, die Aufspaltung in die zwei Geschäftsbereiche

⁴⁵² Cahn, in: KK-AktG, § 83 Rn. 4; Koch, in: ders., AktG, § 83 Rn. 3; Spindler, in: MüKoAktG, § 83 Rn. 2; Ziemons, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 122 Rn. 22; Fest, AG 2024, 269 Rn. 11; Fuhrmann/Döding, AG 2022, R168; Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 30.

⁴⁵³ Enkraft Impactive GmbH & Co. KG, Ergänzungsantrag zur Tagesordnung der ordentlichen Hauptversammlung der RWE Aktiengesellschaft, 2022; hierzu auch Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 46; Fuhrmann/Döding, AG 2022, R168; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 23.

⁴⁵⁴ RWE AG, Ordentliche Hauptversammlung 2022, Abstimmungsergebnisse, TOP 8; zu den Ablehnungsgründen, insbesondere der mangelnden Unterstützung weiterer institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater siehe Fuhrmann/Döding, AG 2022 S. R168, R169.

⁴⁵⁵ Warmington, Second shareholder asks Brenntag to split, Specialty Chemicals Magazine, 16. Februar 2023.

⁴⁵⁶ Vgl. Brenntag SE, Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2023.

entgegen der bisherigen Ablehnungshaltung vorzubereiten. Die Presse rezipierte dies als „Beugung“ vor den aktivistischen Investoren.⁴⁵⁷

Aus klimabewusster Perspektive ist allerdings zu berücksichtigen, dass durch die Auf- und Abspaltung von emissionsstarken Geschäftsbereichen keine CO₂-Einsparung erfolgt, da diese nur auf einen anderen Rechtsträger verlagert wird.⁴⁵⁸ Klimabewussten Aktionären sind Umstrukturierungsmaßnahmen daher kaum dienlich; ganz im Gegenteil verlieren sie durch die Übertragung eines emissionsstarken Geschäftsbereich auf einen anderen Rechtsträger ihre Kontrolle über die klimaschädliche Tätigkeit, die ihnen das Stimmrecht bisher vermittelt hat. Resümieren lässt sich somit, dass Strukturmaßnahmen nicht zuletzt aus praktischen Gründen kaum als Einfallstor für ESG-Belange geeignet sind.

10. Zwischenergebnis

Klassische Beschlussgegenstände, in denen das Gesetz eine Hauptversammlungskompetenz vorsieht, bieten bereits einige Möglichkeiten für Aktionäre, um ihr Stimmrecht im Sinne des Klimaschutzes auszuüben. Dies erschöpft sich in der Praxis eher darin, einen Beschlussvorschlag der Verwaltung abzulehnen und ihr mangelhaftes Klimaengagement zu quittieren. Um die Gesellschaft aktiv in eine klimabewusstere Richtung zu lenken, bedarf es vielmehr entsprechender Ergänzungsverlangen und Gegenanträge, etwa zur Besetzung des Aufsichtsrats, der Gewinnverwendung, dem Vertrauensentzug des Vorstandes oder auch Satzungsänderungen. Damit solche Vorstöße erfolgreich sind, ist der aktivistische Aktionär, der regelmäßig ein Minderheitsaktionär ist, jedoch auf die Unterstützung seiner Mitaktionäre angewiesen, um die jeweils nötige Mehrheit zu erreichen.

Neben diesem Einfluss auf die Beschlussgegenstände wird der Klimaschutz auf Initiative des Aktionärs durch Beiträge im Rahmen des Auskunfts- und Rederechts und dem Aufbau medialen Drucks in den Fokus gerückt. Neben obigen Beschlussgegenständen bieten sich dafür insbesondere der unverbindliche Say on Pay-Beschluss, die Verwaltungsentlastung, die Vorlage des

⁴⁵⁷ Salz, Was die Aufspaltung von Brenntag bedeutet, *WirtschaftsWoche*, 5. Dezember 2023; Werther, DAX-Konzern gibt Aufspaltung bekannt und beugt sich aktivistischem Investor, *Börse Online*, 6. Dezember 2023.

⁴⁵⁸ Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 30.

Jahresabschlusses sowie Kapital- und Umstrukturierungsmaßnahmen an. Insgesamt werden klassische Beschlussgegenstände daher nicht allein über das Stimmrecht eines klimabewussten Aktionärs zur Verstärkung des Klimaschutzes beitragen, wenn das Stimmrecht nicht lediglich einem Beschlussvorschlag der Verwaltung folgen möchte. Eine Steigerung des Klimaschutzes auf Initiative des Aktionariats erfordert Gegenanträge, Ergänzungsverlangen sowie einen gesteigerten Klimafokus in Beiträgen, die über das Auskunft- und Rederecht des Aktionärs erfolgen.

II. Der Say on Climate-Beschluss

Neben den klassischen Beschlussgegenständen, in denen der Aktionär sein Stimmrecht kaum in klimaschutzfördernder Weise ausüben kann, bedarf der sog. Say on Climate-Beschluss, bei welchem direkt über das Stimmrecht in Klimaangelegenheiten votiert werden kann, einer näheren Beleuchtung. Dieser Beschlussgegenstand bahnt sich seit einigen Jahren auch in europäischen Hauptversammlungen seinen Weg.⁴⁵⁹ Da es sich hierbei um ein junges Phänomen handelt, soll zunächst ein kurzer Überblick über dessen Ursprünge gegeben werden (1.), bevor untersucht wird, ob bzw. wie sich klimabewusste Aktionäre deutscher Aktiengesellschaften einen solchen Beschluss zunutze machen können (2.).

1. Ursprünge

In den USA, in denen Aktionärsaktivismus bereits seit den 1960er Jahren durch sog. Shareholder Proposals betrieben wird,⁴⁶⁰ hat sich der Sustainable Shareholder Activism schon vor einiger Zeit seinen Weg über Climate-

⁴⁵⁹ So legte schon der spanische Flughafenbetreiber Aena SME S.A. seiner Hauptversammlung einen Klimaübergangsplan im Jahr 2020 vor; in der Hauptversammlungssaison 2021 gab es in Europa schon bei zwölf Gesellschaften Say on Climate-Beschlüsse. In der Hauptversammlungssaison 2022 waren es 36 Gesellschaften; in der Hauptversammlungssaison 2023 beschlossen 24 Hauptversammlungen über den Klimafahrplan ihrer Gesellschaft und in der Saison 2024 waren es 22 Hauptversammlungen; Georgeson, *European AGM Season Review* 2022, S. 10; Georgeson, *European AGM Season Review* 2023, S. 10; Georgeson, *European AGM Season Review* 2024, S. 15; siehe hierzu auch *Bakker*, *ECFR* 2023, 276, 302; *Fleischer/Hülse*, *DB* 2023, 44, 45; *Sanders*, in: *VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion* 2022, 59 Rn. 12.

⁴⁶⁰ *Keltsch*, *Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit*, 2012, S. 90 f., S. 239 ff.; *Fleischer/Hülse*, *DB* 2023, 44 (45).

Related Shareholder Proposals in die Unternehmen gebahnt.⁴⁶¹ Die Urheber-
schaft der Say on Climate-Initiative in Europa wird dem britischen Hedge-
fonds-Manager Sir Christopher Hohn zugeschrieben.⁴⁶² Dessen originäres
Say on Climate-Konzept besteht aus drei Elementen: Das erste Element be-
inhaltet eine Berichtspflicht der Verwaltung der Gesellschaft gegenüber ihren
Aktionären über den jährlichen CO₂-Ausstoß des Unternehmens. Das zweite
Element besteht aus einem Climate Transition Action Plan, der Maßnahmen
zu deren Reduzierung vorsieht. Das dritte Element ist eine Kombination der
beiden ersten Elemente, sodass in den jährlichen Bericht auch eine Informa-
tion über den Stand der Umsetzung des Plans aufgenommen wird. Der Cli-
mate Transition Action Plan, hier auch als Klimafahrplan bezeichnet, und
dessen Umsetzung sollen der Hauptversammlung zu einer unverbindlichen
Billigung bzw. Missbilligung vorgelegt werden.⁴⁶³

Die Konstruktion erinnert zwar an den Say on Pay-Beschluss nach
§ 120a AktG, das deutsche Aktienrecht kennt den Say on Climate-Beschluss
de lege lata jedoch nicht.⁴⁶⁴ Auch das europäische Recht gibt keine Regeln-
gen vor.⁴⁶⁵ Dennoch wird der Ruf in Deutschland nach einer Regelung des
Say on Climate lauter.⁴⁶⁶ Im Jahr 2023 fand ein solcher Beschlussgegenstand

⁴⁶¹ Sanders, VGR 2023, 59 (76 Rn. 45); Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 (643 Rn. 17).

⁴⁶² von Bomhard/Redeke, in: FS Strenger, 2023, 76; Fleischer, DB 2022, 37, 43; Flei-
scher/Hülse, DB 2023, 44 f.; Vetter, AG 2023, 564.

⁴⁶³ Fleischer/Hülse, DB 2023, 44 f.; Grisar/Volhard, NZG 2024, 515 Rn. 34; Harnos/Holle,
AG 2021, 853 Rn. 2; van Olffen/Breukink, ECFR 2023, 745, 749; Vetter, AG 2023, 564;
Weller/Höbl/Seemann, ZGR 2024, 180, 197; zum genaueren Inhalt des Klimafahrplans siehe
Vetter, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 96 f.; Merkner/Schulenburg/Elix-
mann, AG 2024, 257 Rn. 21 ff.

⁴⁶⁴ Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 46; Habighorst, TLJ 2024, 261, 264; von der Linden/Winkler,
DB-Beil 2/2023, 40; Roth, NZG 2024, 1103 Rn. 29.

⁴⁶⁵ Zwar sieht Art. 22 CSDDD die Pflicht zur Aufstellung eines Climate Transition Plans vor,
allerdings beinhaltet dies nicht die Pflicht, den Plan den Aktionären vorzulegen; hierzu auch
Seibt/Vesper-Gräse, DB 2024, 1530, 1535.

⁴⁶⁶ Auf dem 74. DJT wurde der Vorschlag zur gesetzlichen Verankerung eines Say on Climate-
Beschlusses mit knapper Mehrheit angenommen, siehe 74. Deutscher Juristentag, Stuttgart
2024, Beschlüsse zum Wirtschaftsrecht, Beschluss 3.17; auch die VGR befürwortet einen
Say on Climate, siehe Habersack/J. Vetter, in: VGR, Reformbedarf im Aktienrecht 2024,
§ 1 Rn. 1.14; Koch/Redeke, in: VGR, Reformbedarf im Aktienrecht 2024, § 9 Rn. 9.53; San-
ders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 55; weitere Stimmen, die
dem Say on Climate gegenüber positiv gestimmt sind: Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG,
§ 119 Rn. 62; Bachmann, ZHR 186 (2022), 641, 650; Bachmann, ZHR 187 (2023), 166, 204;
Beneke/Heidel/Lochner, AG 2024, 528 Rn. 8; Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 53; Habersack,
NZG 2023, 1103, 1104; Habersack/Vetter, AG 2024, 377 Rn. 22 f.; Habighorst, in: TLJ
2024, 261, 267; Kneissl, ZIP 2024, 2854, 2856; Kühle, NZG 2023, 1583, 1590; Merk-
ner/Schulenburg/Elixmann, AG 2024, 257 Rn. 50 ff.; Rodi, KlimR 2022, 207, 212; Roth,
NZG 2024, 1103 Rn. 34; Vetter, AG 2023, 564 Rn. 63; Weller, NJW-Beil 2024, 58 Rn. 26;
Weller/Benz, ZGR 2022, 563, 601; Weller/Höbl/Seemann, ZEuP 2024, 575, 607; Balke, in:
Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 3; für ein Say on ESG Weller/Hoppmann, AG 2022,

zum ersten Mal Eingang in eine deutsche Hauptversammlung, indem die Alzchem Group AG als Vorreiterin diesen Tagesordnungspunkt aufnahm.⁴⁶⁷ Im Jahr 2024 folgte mit der GEA Group AG die erste MDAX-Gesellschaft, die ihren Klimafahrplan der Hauptversammlung vorlegte.⁴⁶⁸ Für die kommende Hauptversammlung im Jahr 2025 kündigte nun die Bayer AG als erster DAX 40-Konzern an, in der Hauptversammlung über ihren Klimafahrplan abstimmen zu lassen.⁴⁶⁹

2. Nutzen für Sustainable Shareholder Activists

Da sich Say on Climate-Beschlüsse in deutschen Aktiengesellschaften langsam ihren Weg bahnen, ist zu untersuchen, inwiefern sie klimaaktivistischen Aktionären von Nutzen sein könnten. Effektiv wäre der Beschluss insbesondere dann, wenn er auf Aktionärsinitiative auf die Tagesordnung gesetzt werden könnte (a.). Doch auch die Vorteile eines Say on Climate auf Vorstandsinitiative (b.) dürfen nicht vernachlässigt werden.

a. Say on Climate auf Aktionärsinitiative?

Den größten Nutzen für klimaaktivistische Aktionäre würde der Say on Climate-Beschluss haben, wenn Aktionäre diesen Tagesordnungspunkt selbst auf die Agenda setzen könnten, mithin die Beschlussfassung initiieren und den Vorstand dazu veranlassen könnten, über den Klimafahrplan und dessen kontinuierliche Umsetzung zu berichten.

Nach herrschenden Stimmen in der Literatur wird ein Initiativrecht der Aktionäre insbesondere aus Kompetenzgründen bisher abgelehnt.⁴⁷⁰ Da

640 Rn. 42; kritisch hingegen *Bachmann*, NJW 2024, 2734 Rn. 26 ff.; *Cahn*, NZG 2023, 299, 301 f.; *Reichert/Groh*, NZG 2023, 1500, 1503; *Rottenecker*, NZG 2024, 665 Rn. 67; *Heldt*, Das „Nein“ beim Say on Climate, HV-Magazin 01/2025, S. 30 f.

⁴⁶⁷ Alzchem Group AG, Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2023, Tagesordnungspunkt 8.

⁴⁶⁸ GEA Group AG, Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2024, Tagesordnungspunkt 9.

⁴⁶⁹ *Krohn*, Klimaschutzplan – Bayer ökologisch, Frankfurter Allgemeine, 20. August 2024.

⁴⁷⁰ *Hoffmann*, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 72; *Koch*, in: ders. AktG, § 119 Rn. 13; *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 46; *Grisar/Volhard*, NZG 2024, 515 Rn. 36; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 46; *Langenbacher*, ZHR 185 (2021), 414, 422; *Rieckers*, DB 2024, 439, 445; *Roth*, NZG 2024, 1103 Rn. 27; *Vetter*, AG 2023, 564, 566; *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 9; *Bungert*, in: MHdB GesR IV, § 35 Rn. 58; *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 72; allgemein zur CSR-Kompetenz *Mülbert*, AG 2009, 766, 774; a. A. *Beneke/Heidel/Lochner*, AG 2024, 528 Rn. 8; zur Darstellung des Meinungsstandes siehe auch *Habersack*, NZG 2023, 1103, 1105.

Umwelt- und Klimabelange die Geschäftsführung nach § 76 Abs. 1 AktG betreffen, fallen sie in die Zuständigkeit des Vorstands.⁴⁷¹ Eine Zuständigkeit der Hauptversammlung könne auch nicht aus § 120a AktG abgeleitet werden, da die Norm abschließend sei.⁴⁷² Die Überlegung, dass zumindest Aktionäre, deren Anteile zusammen fünf Prozent des Grundkapitals oder die zusammen einen anteiligen Betrag von 500.000 EUR erreichen, einen Beschluss in Klimafragen als Tagesordnungsergänzung nach § 122 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 AktG verlangen können sollten, wurde bislang überwiegend abgelehnt.⁴⁷³ Begründet wird diese Ablehnung damit, dass ein Tagesordnungsergänzungsverlangen nur für solche Angelegenheiten zulässig sei, die überhaupt in den Kompetenzbereich der Hauptversammlung fallen.⁴⁷⁴ Da Umweltfragen als Geschäftsführungsmaßnahme die alleine Zuständigkeit des Vorstands begründen,⁴⁷⁵ könne dieser ein Ergänzungsverlangen daher zurückweisen.⁴⁷⁶ Das gelte selbst dann, wenn der ergänzende Beschlussgegenstand lediglich konsultativer Natur wäre, da auch dort infolge faktischen Drucks Auswirkungen auf die Entscheidungsmacht des Vorstandes drohten.⁴⁷⁷ Der Vorstand

⁴⁷¹ Siehe bereits Zweiter Teil, A.I.

⁴⁷² *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 51; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 12; *Illert/Schneider*, DB-Beil 2/2022, 33, 34; *Vetter*, AG 2023, 564, 567; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 24.

⁴⁷³ *Tröger*, in: KK-AktG, § 119 Rn. 19; *Bungert*, in: MHdB GesR IV, § 35 Rn. 58; *Habersack*, NZG 2023, 1103, 1105; *Harnos/Berger*, AG 2022, R290, R293; *Vetter*, AG 2023, 564, 576, VGR, AG 2022, 239, 243 Rn. 35; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 47.

⁴⁷⁴ *Reger*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 119 Rn. 9; *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 60; *Cahn*, NZG 2023, 299, 301; *Drinhausen*, ZHR 186 (2022), 201, 204; *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 13; *Fleischer*, AR 2022, 26, 27; *Fleischer*, DB 2022, 37, 43; *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 46; *Habighorst*, in: TLJ 2024, 261, 264; *Illert/Schneider*, DB-Beil 2/2022, 33, 34; *von der Linden/Winkler*, DB-Beil 2/2023, 40 f.; *Merkner/Schulenburg/Elixmann*, AG 2024, 257 Rn. 5; *Mock/Mohamed*, NZG 2022, 350, 356; *Ott*, NZG 2020, 99, 101; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 25; *Vetter*, AG 2023, 564, 567; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 23 ff.

⁴⁷⁵ Siehe bereits Zweiter Teil, A.I.

⁴⁷⁶ *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 60; *Habighorst*, in: TLJ 2024, 261, 264; *Hell*, ZVglRWiss 119 (2020), 314, 335 ff.; *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 422 f.; *Ott*, NZG 2020, 99, 100; *Guntermann/Noack*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 37 Rn. 21; so auch noch *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 46.

⁴⁷⁷ *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 60; *Cahn*, NZG 2023, 299, 301 f.; *Drinhausen*, ZHR 186 (2022), 201, 205; *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 13; *Habighorst*, in: TLJ 2024, 261, 264; *Hell*, ZVglRWiss 119 (2020), 314, 335 ff.; *Ott*, NZG 2020, 99, 101; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 27 f.; *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 11; in diese Richtung auch *Kremer*, in: ders. u. a., DCGK, Grds. 8 Rn. 19; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 25; wohl auch *Hoffmann*, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 71 ff.; *Koch*, in: ders., AktG, § 119 Rn. 11; grundsätzlich in diese Richtung auch noch *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 47; a. A. jedoch *Harnos*, AG 2024, S28 Rn. 163 und *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 88 mit dem Argument, dass der Vorstand faktischen Erfolgsdruck aushalten können müsse.

könne den Beschluss schließlich nicht ignorieren, wenn er nicht die Verweigerung seiner Entlastung riskieren wolle.⁴⁷⁸

Jüngste Entwicklungen in der Rechtswissenschaft lassen jedoch eine Wendung des Blattes zugunsten eines Initiativrechts nach dem Vorbilde des § 122 Abs. 2 S. 1 AktG vermuten. In einem dem 74. Deutschen Juristentag (DJT) im Jahr 2024 vorgelegten Gutachten schlug der Gutachter Weller diesem vor, einen § 120b Abs. 1 in das AktG einzufügen, nach dem die Aktionäre, deren Anteile zusammen den zwanzigsten Teil des Grundkapitals erreichen, die Möglichkeit haben sollen, die Abstimmung über Klimatransformationsplan der Gesellschaft auf die Tagesordnung setzen zu lassen.⁴⁷⁹ Der DJT schloss sich dem Vorschlag mehrheitlich an.⁴⁸⁰ Obwohl das Gutachten Wellers an keiner Stelle auf die Bedenken hinsichtlich des Kompetenzgefüges hinwies,⁴⁸¹ schließen sich seitdem weitere Stimmen im Schrifttum der Forderung nach einem Initiativrecht der Aktionäre an, sofern der Say on Climate – wie auch von Weller gefordert – rein beratenden Charakter behalte.⁴⁸² Auch Harnos erkennt trotz zahlreicher Kritikpunkte am Gutachten an, dass „die faktischen und normativen Verschiebungen im Corporate-Governance-Gefüge“ eine „moderate Anpassung der aktienrechtlichen Kompetenzordnung rechtfertigen“. ⁴⁸³ Ein Initiativrecht der Aktionäre jedenfalls zur konsultativen Abstimmung über die Klimastrategie der Gesellschaft ist damit *de lege lata* noch nicht verbunden; es besteht jedoch Hoffnung für die Schaffung einer solchen Möglichkeit *de lege ferenda*.

⁴⁷⁸ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 284.

⁴⁷⁹ Weller, Gutachten F zum 74. Deutschen Juristentag, 2024, F100 f.

⁴⁸⁰ 74. Deutscher Juristentag, Stuttgart 2024, Beschlüsse zum Wirtschaftsrecht, Beschluss 3.17.

⁴⁸¹ So auch Harnos, AG 2024, S28 Rn. 34; vgl. auch Rotsch, AR 2024, 177, 178.

⁴⁸² Harnos, AG 2024, S28 Rn. 159; so bereits vor dem 74. DJT auch Bachmann, ZHR 187 (2023), 166, 204; Drinhausen, ZHR 186 (2022), 201, 212; Roth/Ekkenga, AG 2021, 409 Rn. 44 ff.; Weller/Benz, ZGR 2022, 563, 601; in diese Richtung auch Fleischer, DB 2024, 2410, 2418, der das Initiativrecht lediglich „derzeit“ nicht empfiehlt (damit aber deren grundsätzliche rechtliche Zulässigkeit anerkennt); ebenso Redeke, in: VGR, Reformbedarf im Aktienrecht 2024, § 9 Rn. 9.55, die klare zeitliche Vorgaben für die Einführung des Initiativrechts fordern; allgemein für Konsultativbeschlüsse Vetter, in: FS Seibert, 2019, 1021, 1039 f.

⁴⁸³ Harnos, AG 2024, S28 Rn. 159; in diese Richtung auch Hoffmann, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 72, nach dem es „nach geltendem Recht dabei [bleibt], dass Klima- und Nachhaltigkeitsfragen [...] dem geschützten Kompetenzbereich des Vorstandes unterfallen“ und Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 31 und Rn. 51, die eine Nachjustierung der Kompetenzen „mit Vorsicht“ anrät.

b. Say on Climate auf Vorstandsinitiative

Da ein Say on Climate derzeit nicht auf Aktionärsinitiative auf die Tagesordnung der Hauptversammlung gesetzt werden kann, bleibt *de lege lata* nur die Möglichkeit der Vorlage eines solchen Beschlussgegenstandes durch den Vorstand gemäß § 119 Abs. 2 AktG.⁴⁸⁴ In der Folge stellt sich jedoch die Frage, ob der Beschluss der Hauptversammlung über den Klimafahrplan für den Vorstands stets verbindlich ist (aa.) und unter welchen Voraussetzungen ein Say on Climate auf Initiative des Vorstandes erfolgen könnte (bb.)

aa. (Un-)Verbindlichkeit des Say on Climate auf Vorstandsinitiative

§ 119 Abs. 2 AktG eröffnet dem Vorstand die Möglichkeit, eine Geschäftsführungsmaßnahme der Hauptversammlung zur Beschlussfassung vorzulegen. Da die Hauptversammlung aufgrund der Vorlage nach § 119 Abs. 2 AktG in der vorgelegten Angelegenheit zuständig wird, ist der Vorstand gemäß § 83 Abs. 2 AktG grundsätzlich verpflichtet, eine beschlossene Maßnahme durchzuführen bzw. eine abgelehnte Maßnahme nicht durchzuführen.⁴⁸⁵ In der Praxis wird von der verbindlichen Vorlagemöglichkeit jedoch kaum Gebrauch gemacht, da sich ein Vorstand nicht freiwillig seiner eigenen Entscheidungs- und Gestaltungsspielräume entledigt.⁴⁸⁶ Dass eine solche verbindliche Vorlage in klimabezogenen Fragen der Geschäftsführung erfolgen würde, ist daher nahezu ausgeschlossen.⁴⁸⁷

⁴⁸⁴ Hoffmann, in: BeckOGK AktG, § 119 Rn. 72; Koch, in: ders., AktG, § 119 Rn. 13d; Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 59; von Bomhard/Redeke, in: FS Strenger, 2023, 76, 78; Drinhausen, ZHR 186 (2022), 201, 207; Fassbach/Schneiders, GWR 2023, 210; Fleischer, DB 2022, 37, 43; Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 46; Harnos, AG 2024, S28 Rn. 136; Harnos/Holle, AG 2021, 853 Rn. 67; Jaspers, AG 2022, 145, 151 Rn. 24; Merkner/Schulenburg/Elixmann, AG 2024, 257 Rn. 6 ff.; Reichert/Groh, NZG 2023, 1500, 1503; Schirmer, ZHR 188 (2024), 60, 80; Ott, NZG 2020, 99, 101; Rieckers, DB 2024, 439, 445; Steuer, ZIP 2023, 13, 20; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 16 f.; Theusinger/Ilg, DB 2024, 2419; Vetter, AG 2023, 564, 566; Weller, NZG 2024, 914; Weller/Hoppmann, AG 2022, 650 Rn. 35; Bungert, in: MHdB GesR IV, § 35 Rn. 59; Schäfer, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § 5 Rn. 21.

⁴⁸⁵ Koch, in: ders., AktG, § 119 Rn. 15; Kubis, in: MüKoAktG, § 119 Rn. 27; Drinhausen, ZHR 186 (2022), 201, 207; Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 35.

⁴⁸⁶ Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 59; Cahn, NZG 2023, 299, 301; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 16; Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 41; Vetter, in: FS Seibert, 2019, 1021, 1024.

⁴⁸⁷ Koch, in: ders., AktG, § 119 Rn. 13c; Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 59; Jaspers, AG 2022, 145, 150 Rn. 21; ihn als „untauglich“ bezeichnend: Drinhausen, ZHR 186 (2022), 201, 207.

Folglich stellt sich die Frage, ob der Vorstand seinen Klimafahrplan auch zur unverbindlichen Abstimmung stellen kann. Zwar spricht der Wortlaut der §§ 119 Abs. 2, 83 Abs. 2 AktG zunächst nur für eine den Vorstand bindende Vorlage.⁴⁸⁸ Dass die Hauptversammlung auf Verlangen des Vorstands in Geschäftsführungsfragen nach § 119 Abs. 2 AktG „entscheidet“, deutet auf eine Übertragung der Entscheidungszuständigkeit auf die Hauptversammlung. Dementsprechend wird vereinzelt davon ausgegangen, dass der gefasste Hauptversammlungsbeschluss in Klimafragen stets verbindlich sein müsse.⁴⁸⁹ Wenn sich aber der Vorstand gemäß § 119 Abs. 2 AktG seiner Kompetenz entledigen kann, dann muss er *a maiore ad minus* der Hauptversammlung auch Geschäftsführungsangelegenheiten für bloße Konsultationsbeschlüsse, wie einem unverbindlichen Say on Climate, vorlegen können.⁴⁹⁰ Das Kompetenzargument verfängt im Rahmen der Vorlage auf Vorstandsinitiative nicht, denn eine auf Veranlassung des Vorstandes herbeigerufene Entscheidung der Hauptversammlung geschieht gerade in seinem Willen.⁴⁹¹ Das bereits zitierte Gutachten Wellers zum 74. DJT folgt dieser Linie und möchte in § 120b Abs. 1 S. 1 AktG-E ebenso die Möglichkeit eines unverbindlichen Say on Climate-Beschlusses auf Vorlage des Vorstandes aufgenommen wissen.⁴⁹²

⁴⁸⁸ Schäfer, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § 5 Rn. 21; als Argument zwar anerkennend, letztlich aber verneinend Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 46; Schirmer, ZHR 188 (2024), 60, 84.

⁴⁸⁹ Mülbert, in: GroßKommAktG, § 119 Rn. 202; Schäfer, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § 5 Rn. 21.

⁴⁹⁰ Çapa, Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse, 2021, S. 95; Koch, in: ders., AktG, § 119 Rn. 13d; Seibt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 44; Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 61; Fest, AG 2024, 269 Rn. 1; Fleischer, AR 2022, 26; Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 46; Habersack/Vetter, AG 2024, 377 Rn. 22; Harnos/Holle, AG 2021, 853 Rn. 68; Harnos/Holle, AR 2022, 12; Kühle, NZG 2023, 1583; Merkner/Schulenburg/Elixmann, AG 2024, 257 Rn. 6; Reichert/Groh, NZG 2023, 1500, 1503; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 17; 83 Rn. 58; Schirmer, ZHR 188 (2024), 60, 80; Steuer, ZIP 2023, 13, 20; Vetter, AG 2023, 564, 566 f.; Balke, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 17; Habersack, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖfR HdB, § 4 Rn. 72; Kremer, in: ders. u. a., DCGK, Grds. 8 Rn. 19; Kruchen, in: Backhaus/Tielmann, AR, § 111 Rn. 499; Guntermann/Noack, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 37 Rn. 21; auch unabhängig von der Einführung des Say on Climate wird die konsultative Beschlussfassung über § 119 Abs. 2 AktG *a maiore ad minus* befürwortet: Drinhausen, ZHR 186 (2022), 201, 207; Roth/Ekkenga, AG 2021, 409 Rn. 44 ff.; für ein Say on ESG Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 37; für ein Say on Human Rights Mock/Mohamed, NZG 2022, 350, 356; Vetter, in: FS Seibert, 2019, 1021, 1039 f.

⁴⁹¹ Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 37; in diese Richtung auch Kremer, in: ders. u. a., DCGK, Grds. 8 Rn. 19; Drinhausen, ZHR 186 (2022), 201, 207; Harnos/Holle, AG 2021, 853 Rn. 25.

⁴⁹² Weller, Gutachten F zum 74. Deutschen Juristentag, 2024, F100; kritisch dazu Komo/Mathias/Schimmel, NZG 2025, 152 Rn. 28, die eine Aufnahme im DCGK bevorzugen.

Der Hauptversammlung kann daher *de lege lata* der gesamte Klimafahrplan entweder zur bindenden Entscheidung oder zum unverbindlichen Konsultativbeschluss nach § 119 Abs. 2 AktG vorgelegt werden, eine entsprechende Vorlagepflicht des Vorstandes besteht nach geltendem Recht jedoch nicht.⁴⁹³ Auch konsultative Beschlüsse sind für aktivistische Aktionäre hilfreich, um die Behandlung von ESG in den Fokus zu rücken.⁴⁹⁴

bb. *De lege lata* nur Vorlage im Ermessen des Vorstandes

Ohne entsprechende gesetzliche Pflicht zur Vorlage des Klimafahrplans obliegt es dem Vorstand, diesen der Hauptversammlung zur Abstimmung vorzulegen. Da eine Vorlage zur verbindlichen Entscheidung praktisch ausgeschlossen ist, soll hier allein die Ermessensentscheidung zur Vorlage des Klimafahrplans zur konsultativen Abstimmung näher beleuchtet werden. Die Vorlageentscheidung trifft der Vorstand nach pflichtgemäßem Ermessen.⁴⁹⁵ Nach allgemeinen Grundsätzen hat er eine am Gesellschaftswohl orientierte Abwägung vorzunehmen.⁴⁹⁶ Insbesondere die Erwartungshaltung der Anleger ((1)), der Mehraufwand ((2)) und der Dialog mit den Aktionären ((3)) sind dabei ausschlaggebend.

⁴⁹³ Da im Rahmen der hiesigen Arbeit der Say on Climate mit Bezug auf das Stimmrecht der Aktionäre behandelt wird, an das Stimmrechtsberater ihre Arbeit anknüpfen, wird die Möglichkeit der beschlusslosen Konsultation eines Klimafahrplanes hier ausgeklammert. Es ist in Anbetracht der neusten Entwicklung in der Rechtswissenschaft zudem nicht zu erwarten, dass neben der Vorlagemöglichkeit nach § 119 Abs. 2 AktG noch Bedarf hierfür besteht. Für eine Vertiefung siehe u. a. *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 61; *Drinhausen*, ZHR 186 (2022), 201, 208; *Reichert/Groh*, NZG 2023, 1500, 1503; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 17; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 38; *Balke*, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 20; als Gegenmeinung hierzu *Cahn*, NZG 2023, 299, 302.

⁴⁹⁴ *Vetter*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 98; so auch für CSR *Çapa*, Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse, 2021, S. 115.

⁴⁹⁵ BGHZ 83, 122, 131 = NJW 1982, 1703, 1705; *Koch*, in: ders., AktG, § 119 Rn. 13b; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 18; *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 46; *Merkner/Schulenburg/Elixmann*, AG 2024, 257 Rn. 7.

⁴⁹⁶ *Tröger*, in: KK-AktG, § 119 Rn. 19; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 30 ff.; *Merkner/Schulenburg/Elixmann*, AG 2024, 257 Rn. 7.

(1) Erwartungshaltung der Anleger

Für die Vorlage des Klimafahrplans spricht die Erwartungshaltung der institutionellen Anleger.⁴⁹⁷ So muss der Vorstand in seine Ermessenserwägungen einstellen, dass Investoren ihre Aktien abstoßen könnten, wenn sie nicht am Klimaschutzdialog ihrer Portfoliogesellschaft beteiligt werden, was wiederum negative Folgen für den Aktienkurs des Unternehmens haben könnte.⁴⁹⁸

In Verbindung mit der auch in Deutschland über § 119 Abs. 2 AktG bestehenden Möglichkeit, dass der Vorstand den Aktionären Raum für Klimafragen geben *kann*, führt die Erwartungshaltung der internationalen Investoren (sowie deren Stimmrechtsberatern) in absehbarer Zukunft zu einem extrinsisch motiviertem, gesteigerten Aufkommen von Say on Climate-Tagesordnungspunkten in deutschen Hauptversammlungen.⁴⁹⁹ Insbesondere US-amerikanische Investoren, die den größten Anteil der ausländischen Investoren im DAX ausmachen, sind aufgrund der Climate-Related Shareholder Proposals ein Mitspracherecht in Klimaangelegenheiten gewöhnt.⁵⁰⁰ Auch in Europa geht die überwiegende Anzahl der nachhaltigkeitsbezogenen Beschlüsse auf die Initiative der Verwaltung zurück,⁵⁰¹ sodass insoweit eine gewisse Erwartung an deutsche Vorstände unterstellt werden kann.⁵⁰²

Teilweise wird die Erwartungshaltung der internationalen Anleger als Antriebskraft für einen Anstieg von Say on Climate-Beschlüssen in Deutschland angezweifelt, da sich diese infolge der jüngst auftretenden Anti-ESG-Bewegung aus den USA umkehre.⁵⁰³ Ihre Akteure stellen u. a. entsprechend

⁴⁹⁷ von Bomhard/Redeke, in: FS Strenger, 2023, 76, 80; Drinhausen, ZHR 186 (2022), 201, 210; Vetter, ZGR 2018, 338, 360; Hemeling, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 31; Habersack, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 52; zur geänderten Erwartungshaltung siehe auch Erster Teil, C.

⁴⁹⁸ Harnos/Holle, AG 2021, 853 Rn. 32; Renner, ZEuP 2022, 782, 792 f.

⁴⁹⁹ Vetter, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 94; Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 57; Drinhausen, ZHR 186 (2022), 201, 210; Harnos/Holle, AG 2021, 853 Rn. 2 mit Fn. 8; Tüshaus, AG 2023, R327; Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 47; Scheil, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § 19 Rn. 38; in diese Richtung auch Ott, NZG 2020, 99, 103; a. A. Fest, AG 2024, 269 Rn. 23; dies „derzeit“ ebenfalls noch ablehnend Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 50.

⁵⁰⁰ Siehe Zweiter Teil, B.II.1.

⁵⁰¹ Georgeson, European AGM Season Review 2024, S. 17 f.; Harnos/Berger, AG 2022, R290, R293; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 18.

⁵⁰² In diese Richtung auch Harnos/Holle, AG 2021, 853 Rn. 31; Langenbacher, ZHR 185 (2021), 414, 430.

⁵⁰³ Koch, AG 2023, 553 Rn. 1, Rn. 45; Böhringer/Döding, AG 2022, R304, R306; ausführlich Fassbach/Schneiders, GWR 2023, 210 f.; Habersack, NZG 2023, 1103, 1104; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 40; Fröndhoff, Hedgefonds: Aktivistische Investoren fordern hohe Renditen statt Klimaschutz, Handelsblatt, 3. Juli 2024.

konservative Shareholder Proposals und versuchen auch mittels Say on Climate, bisherige Klimaschutzbemühungen des Unternehmens umzukehren.⁵⁰⁴ Dadurch könnte der Say on Climate sogar zu einem klimaschädlichen „Dirty Voting“ mutieren.⁵⁰⁵ Auch die Tatsache, dass Abstimmungsrichtlinien des Vermögensverwalters BlackRock, Inc. in ihrer aktuellen Fassung kaum noch auf ESG eingehen, während ihr CEO Larry Fink noch in den Jahren 2021 und 2022 in offenen Briefen an die Vorstände seiner Beteiligungsunternehmen medienwirksam mehr Verantwortung im Hinblick auf den Klimawandel forderte,⁵⁰⁶ könnte als Trendwende der institutionellen Investoren gelten. Larry Fink hingegen stellte klar, dass er lediglich den Begriff „ESG“ nicht mehr verwenden wolle, da er mittlerweile als „politische Waffe“ verwendet werde. An der inhaltlichen Ausrichtung ändere sich hingegen nichts.⁵⁰⁷

Ob die Anti-ESG-Bewegung in Deutschland Fuß fassen wird, ist nicht gewiss.⁵⁰⁸ Selbst in den USA überwiegt nach wie vor das Bedürfnis nach gesteigerten unternehmerischen Klimaschutzbemühungen: In den US-amerikanischen Hauptversammlungssaisons 2022 bis 2024 sank nicht nur die Anzahl, sondern auch die Unterstützung von Anti-ESG-Shareholder Proposals kontinuierlich und bewegt sich im unteren einstelligen Bereich.⁵⁰⁹ Zudem besteht bei der Anti-ESG-Bewegung zumindest im Hinblick auf den Klimaschutz und die Klimaresilienz eines Unternehmens dahingehend ein ungelöster Widerspruch, als Befürworter dieser Bewegung die Unternehmenspolitik zwar allein an wirtschaftlichen Kriterien ausrichten wollen, dabei aber übersehen, dass Wirtschaftlichkeit und Klimaresilienz nicht voneinander zu trennen sind.⁵¹⁰ Aufgrund des sog. Klimaschutzbeschlusses⁵¹¹ des Bundesverfassungsgerichts, nach dem eine „klimaneutrale Lebens- und Wirtschaftsweise“ verfassungsrechtlich vorgegeben sei,⁵¹² besteht in Deutschland weniger

⁵⁰⁴ *Böhringer/Döding*, AG 2022, R304 ff. mit Beispielen aus der Praxis; *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1587; *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 51; *Vetter*, AG 2023, 568 Rn. 25.

⁵⁰⁵ *von Bomhard/Redeke*, in: FS Strenger, 2023, 76, 91.

⁵⁰⁶ *Fink*, Letter to CEOs, 2021 und 2022.

⁵⁰⁷ *Binnie, Isla*, BlackRock's Fink says he's stopped using 'weaponised' term ESG, Reuters, 26. Juni 2023.

⁵⁰⁸ *Böhringer/Döding*, AG 2022, R304 ff.; in diese Richtung *Koch*, AG 2023, 553 Rn. 1 („in Deutschland scheint diese Skepsis derzeit jedenfalls in offiziellen Verlautbarungen [...] noch nicht angekommen zu sein.“) und Rn. 45; a. A. wohl *Fest*, AG 2024, 269 Rn. 22.

⁵⁰⁹ *Georgeson*, European AGM Season Review 2024, S. 22; ähnlich auch *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1587.

⁵¹⁰ Siehe ausführlich hierzu Vierter Teil, A.I.1.d.aa(1)(a)(aa).

⁵¹¹ BVerfGE 157, 30 = NJW 2021, 1723; ausführlich dazu auch *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht, 2022, S. 87 ff.

⁵¹² BVerfGE 157, 30 Rn. 118 = NJW 2021, 1723 Rn. 118.

Spielraum für Anti-ESG-Bemühungen.⁵¹³ Auch die Berichtspflichten der institutionellen Anleger setzen einer Anti-ESG-Bewegung in Deutschland enge Grenzen: Da diese gemäß §§ 134b f. AktG zur Veröffentlichung ihrer auch Nachhaltigkeitsaspekte beinhaltenden Anlagestrategie verpflichtet sind, haben die Anleger ein eigenes Interesse an einer ordnungsgemäßen Nachhaltigkeitsstrategie ihrer Anlageobjekte.⁵¹⁴ Die Transparenzanforderungen an institutionelle Anleger führen somit aus Furcht vor einem sog. Negative Screening zu einer mittelbaren Verhaltenssteuerung der Vorstände der Portfoliogesellschaften.⁵¹⁵ Hinzu kommt die durch Art. 1 Abs. 1 lit. c) und Art. 22 CSDDD geschaffene „Verpflichtung für Unternehmen zur Annahme und Umsetzung eines Übergangsplans zur Minderung der Folgen des Klimawandels, mit dem die Vereinbarkeit des Geschäftsmodells und der Strategie des Unternehmens mit dem Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft und mit der Begrenzung der Erderwärmung auf 1,5 °C [...] gewährleistet werden soll“. Spätestens mit Inkrafttreten der nationalen Umsetzung ist der Vorstand aufgrund seiner Legalitätspflicht dazu gehalten, Anti-ESG-Bemühungen nicht fruchten zu lassen. Sofern Anti-ESG-Bemühungen jedoch auch in der Legislative Fuß fassen, könnten auch klimafreundliche Gesetze aufgehoben werden. Es lässt sich nicht abschließend beurteilen, ob und in welchem Ausmaß die Anti-ESG-Bewegung in Deutschland erstarken wird.

(2) Zumutbarer Mehraufwand aufgrund nichtfinanzieller Berichterstattung

Die Verwaltungen großer Kapitalgesellschaften i. S. d. § 264d HGB mit mehr als 500 Arbeitnehmern sind gesetzlich dazu verpflichtet, in der nichtfinanziellen Erklärung als Teil des Lageberichts bzw. im Rahmen des nichtfinanziellen Berichts gemäß §§ 289b ff. HGB über ihre Klimaschutzaktivitäten

⁵¹³ *Böhringer/Döding*, AG 2022, R304, R306.

⁵¹⁴ *Ekkenga*, WM 2022, 1765, 1766.

⁵¹⁵ *Dörrwächter*, NZG 2022, 1083, 1087; *Fassbach/Schneiders*, GWR 2023, 210, 212; *Illert/Schneider*, DB-Beil 2/2021, 27, 30; *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 63; *Schön*, ZIPW 2022, 207, 233; *Steuer*, ZIP 2023, 13, 20; *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 31 f.; zu den Klimarisiken von Unternehmen und deren mittelbaren Auswirkungen auf Kreditportfolien von Banken auch *Chromik/Lüdeking*, ZHR 187 (2023), 209, 210; *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 3; *Dörrwächter*, NZG 2022, 1083, 1087; *Illert/Schneider*, DB-Beil 2/2022, 27, 33; in diese Richtung auch *Habersack*, NZG 2023, 1103, 1104; *Koch*, AG 2023, 553 Rn. 34.

zu berichten.⁵¹⁶ Obwohl hieraus keine materielle Verpflichtung zur Entwicklung eines Klimaschutzkonzeptes folgt, ist die Offenlegung dieser Konzepte in der nichtfinanziellen Berichterstattung seit einigen Jahren zum Marktstandard geworden (sog. Nudging-Effekt).⁵¹⁷ Schon im Geschäftsjahr 2020 haben beinahe alle DAX 40-Unternehmen in ihrer nichtfinanziellen Erklärung bzw. ihrem nichtfinanziellen Bericht ihre CO₂-Emissionen veröffentlicht und ihre Maßnahmen zur Erreichung ihrer Emissionsreduktionsziele dargelegt.⁵¹⁸ Die Erarbeitung von Klimafahrplänen wird infolge der Art. 1, Art. 22 CSDDD nach der Umsetzung gemäß der bevorstehenden Omnibus-Verordnung zu einer gesetzlichen Verhaltenspflicht für den Vorstand.⁵¹⁹ Damit trägt die nichtfinanzielle Berichterstattung spätestens ab Inkrafttreten des Umsetzungsgesetzes der CSDDD dazu bei, dass die Vorlage des unternehmenseigenen Klimafahrplans keinen unverhältnismäßigen Mehraufwand für die Verwaltung darstellt.⁵²⁰ Die Ermessensabwägung des Vorstandes dürfte dann eher für als gegen ein Say on Climate ausfallen.⁵²¹

(3) Aktionärsdialog

Ebenfalls spricht für ein Say on Climate, dass der Vorstand durch diesen Beschluss ein repräsentatives Meinungsbild seiner Aktionäre einholen kann.⁵²² Gerade vor dem Hintergrund von mit Klimaschutzbemühungen oftmals zunächst verbundenen negativen Auswirkungen auf die kurzfristige Profitabilität des Unternehmens bietet sich ein Dialog zwischen der Verwaltung und

⁵¹⁶ Siehe bereits Einleitung, A.

⁵¹⁷ *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 8; *Dörrwächter*, NZG 2022, 1083, 1086; *Ekkenga*, WM 2022, 1765, 1766; *Herchen*, NJW 2022, 3111 Rn. 19; *Spießhofer*, NZG 2014, 1281, 1282; *Vetter*, AG 2023, 564 Rn. 47.

⁵¹⁸ *Fleischer*, AR 2022, 26; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 8; *Weller/Höbl/Seemann*, ZGR 2024, 180, 194.

⁵¹⁹ *Seibt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 27a; *Weller/Fischer*, ZIP 2022, 2253, 2256 f.; zur Climate Change Compliance *Koch*, in: ders., AktG, § 76 Rn. 85; *Dörrwächter*, NZG 2022, 1083, 1089; *Ehrl*, NZG 2021, 1521; *Fleischer*, AR 2022, 26; *Illert/Schneider*, DB-Beil 2/2021, 27; *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 21.

⁵²⁰ *Vetter*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 121 f.; *Vetter*, AG 2023, 564 Rn. 47.

⁵²¹ A. A. *Koch/Redeke*, in: VGR, Reformbedarf im Aktienrecht 2024, § 9 Rn. 9.54, nach denen ein Say on Climate aufgrund der CSDDD keine gesonderte Bedeutung mehr habe, da dort vorgesehen sei, dass der Transitionsplan regelmäßig aktualisiert werden müsse. Das ersetzt jedoch kein Urteil des Aktionariats über die Umsetzung durch die Verwaltung.

⁵²² *Drinhausen*, ZHR 186 (2022), 201, 210; *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1587; *Merkner/Schulenburg/Elixmann*, AG 2024, 257 Rn. 9; *Vetter*, AG 2023, 564 Rn. 35; kritisch *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 50; allgemein für konsultative Beschlüsse *Çapa*, Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse, 2021, S. 118 f.

dem Aktionariat an.⁵²³ Neben der (Miss-)Billigung des vorgelegten Plans bietet der Say on Climate-Tagesordnungspunkt eine breite Masse für das Auskunft- und Fragerecht des Aktionärs, sei es in Bezug auf den vorgelegten Klimafahrplan oder auch dessen Umsetzung und Einhaltung. Durch die Einbindung der Aktionäre kann der Vorstand das Spannungsverhältnis zwischen Unternehmenstransformation und Gewinnmaximierung entschärfen.⁵²⁴ So wird im Schrifttum bereits diskutiert, ob dem billigenden Say on Climate-Beschluss in der Praxis eine „faktisch enthaftende Wirkung“ in Anlehnung an § 93 Abs. 4 S. 1 AktG für den Vorstand zukommt.⁵²⁵ Wenn die Mehrheit der abgegebenen Stimmen auf der Hauptversammlung den Klimafahrplan gebilligt hat, wird dessen Umsetzung kaum als gegen das Unternehmensinteresse verstoßend anzusehen sein. In Umsetzung eines gebilligten Klimafahrplans kann der Vorstand *de facto* nicht pflicht- und rechtswidrig handeln.⁵²⁶

(4) Zwischenergebnis

Aufgrund vorstehender Aspekte spricht vieles dafür, dass der Vorstand im Rahmen seiner Ermessensentscheidung künftig öfters ein Say on Climate im Interesse der Gesellschaft auf die Tagesordnung zu setzen. Zum einen tragen internationale Investoren, die von anderen Märkten daran gewöhnt sind, in klimapolitischen Fragen ihrer Anlageobjekte einbezogen zu werden, dazu bei. Diese Einbeziehung fördert den Dialog zwischen Verwaltung und Aktionariat. Zum anderen ist auch der Weg durch europäisches und deutsches Recht vorgezeichnet, da Vorstände infolge der nichtfinanziellen Berichterstattung bereits jetzt Klimastrategien erarbeiten. Infolge der Umsetzung der CSDDD in nationales Recht wird sich der ohnehin verpflichtend erarbeitete

⁵²³ Kühle, NZG 2023, 1583, 1587; VGR, AG 2022, 239, 243 Rn. 33; Weller/Hopmann, AG 2022, 640 Rn. 11 („Legitimationswirkung für ESG-Transformationsprozesse“).

⁵²⁴ In diese Richtung auch Merkner/Schulenburg/Elixmann, AG 2024, 257 Rn. 9; kritisch von Bomhard/Redeke, in: FS Strenger, 2023, 76, 84 f. mit dem Argument, dass dies nicht der Realität deutscher Hauptversammlungen entspreche, da institutionelle Investoren diesen fernbleiben würden. Das kann jedoch nicht mehr pauschal behauptet werden. (siehe Erster Teil, A.II.2.).

⁵²⁵ Vetter, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 100; Merkner/Schulenburg/Elixmann, AG 2024, 257 Rn. 13; Vetter, AG 2023, 564, 571; a. A. Çapa, Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse, 2021, S. 196 ff.; Balke, in: Reichert, HV-HdB, § 40 Rn. 18; Fleischer/Hülse, DB 2023, 44, 46; Sanders, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 18 mit Fn. 53; Reichert/Groh, NZG 2023, 1500, 1503 mit der Begründung, dass § 93 Abs. 4 S. 1 AktG nur Ausführungsbeschlüsse erfasse.

⁵²⁶ Vetter, AG 2023, 564, 571.

Klimafahrplan zudem leicht auf die Tagesordnung zur Abstimmung setzen lassen.

cc. Zwischenergebnis

Auch wenn das deutsche Recht derzeit keine ausdrücklichen Regelungen zum Say on Climate kennt, kann der Vorstand seinen ausgearbeiteten Klimafahrplan der Hauptversammlung über § 119 Abs. 2 AktG zur verbindlichen oder konsultativen Abstimmung vorlegen, wobei *in praxi* der konsultativen Abstimmung stets Vorzug gegeben wird. *De lege ferenda* ist aber damit zu rechnen, dass auch den Aktionären ein Initiativrecht für einen Konsultativbeschluss nach dem Vorbild des § 122 Abs. 2 AktG gewährt wird.

Auf Basis internationaler Erfahrungswerte und der Beobachtung derzeitiger deutscher Entwicklungen ist davon auszugehen, dass der Vorstand im Rahmen seiner Ermessensentscheidung künftig aufgrund des wachsenden Drucks internationaler institutioneller Anleger öfters zu dem Entschluss kommen wird, einen unverbindlichen *Say on Climate* auf die Agenda zu setzen.⁵²⁷ An ersten Präzedenzfällen deutscher Publikumsgesellschaften zeigt sich diese Entwicklung bereits.

c. Zwischenergebnis

Der Say on Climate-Beschluss ist der einzige Beschlussgegenstand, der im Rahmen der Zuständigkeit der Hauptversammlung von Aktionären kraft ihres Stimmrechtes genutzt werden kann, um gesondert und gezielt die Klimapolitik ihres Unternehmens zu beurteilen. *De lege lata* sind klimabewusste Aktionäre allerdings auf die Erarbeitung eines Klimafahrplans und dessen Vorlage in der Hauptversammlung gemäß § 119 Abs. 2 AktG angewiesen. In Ermangelung einer gesetzlichen Zuständigkeitsnorm steht der Hauptversammlung kein Initiativrecht zu.

⁵²⁷ So auch *Bachmann*, ZHR 187 (2023), 166, 208; *Drinhausen*, ZHR 186 (2022), 201, 210, 212; *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 46, 53, 56; *Jaspers*, AG 2022, 145, 151 Rn. 22; *Rieckers*, DB 2024, 506, 511; *Sanders*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 52; *Vetter*, AG 2023, 564, 565; *Vetter*, Say-on-Climate-Voten international im Trend, Börsen-Zeitung, 15. Mai 2022; allgemein für Say on ESG: *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 47.

3. Zwischenergebnis

Der Say on Climate-Beschluss ist ein maßgeschneidertes Einfallstor, das speziell auf Klimaangelegenheiten der Gesellschaft zugeschnitten ist. Dadurch grenzt sich dieser Beschlussgegenstand von den gesetzlich vorgesehenen Beschlussgegenständen, die bisher durch nachhaltigkeitsaktivistischen Aktionären als Einfallstore genutzt werden, ab. Gerade Letztere sind aufgrund ihrer ESG-neutralen Ausgestaltung oftmals nicht auf Klimaangelegenheiten ausgerichtet. Der Say on Climate-Beschluss hingegen quittiert unmittelbar das Klimaengagement des Unternehmens.

III. Zwischenergebnis

Klassische Beschlussgegenstände bieten klimabewussten Aktionären zwar mittelbare Einfallstore für Klimaangelegenheiten, allerdings stellt das Stimmrecht allein keinen ausreichenden Hebel dar, da damit vordergründig nur die Beschlussvorschläge der Verwaltung unterstützt oder abgelehnt werden können. Einen größeren Hebel bietet das Auskunfts- und Rederecht des Aktionärs. Damit das Stimmrecht im Rahmen klassischer Beschlussgegenständen zu mehr Klimaengagement führen kann, müssen es zunächst klimabewusste Gegenanträge und Ergänzungsverlangen auf die Tagesordnung schaffen, die sodann kraft des Stimmrechts unterstützt werden können. Anders verhält es sich bei dem vordringlichen Say on Climate-Beschluss, mit dem der Aktionär kraft seines Stimmrechts die von der Verwaltung gefahrene Klimastrategie gezielt bewerten kann und zu deren Aufnahme auf die Tagesordnung die Vorstände, nicht zuletzt durch zu schaffendes Recht, künftig öfters angehalten sein werden. Einer Mehrheit für oder gegen den vorgelegten Klimafahrplan bedürfen aktivistische Aktionäre jedoch auch im Rahmen des Say on Climate.

C. Zwischenergebnis zum Zweiten Teil

Klimaaktivistische Aktionäre haben *de lege lata* keine Möglichkeit, gezielt die Klimaangelegenheiten ihrer Gesellschaften auf die Tagesordnung setzen zu lassen. Sie sind entweder darauf angewiesen, mithilfe ihrer Mitaktionäre gewisse Quoren für Gegenanträge und Tagesergänzungsverlangen zu erreichen, um sodann im Rahmen eines eigentlich ESG-neutralen

Beschlussgegenstandes Klimaangelegenheiten als Teilaspekt mitzubehandeln. Da es sich bei diesen Beschlussgegenständen nicht um originäre Nachhaltigkeitsgegenstände handelt, wird ein negatives Votum jedoch – selbst mit flankierenden Wortbeiträgen – regelmäßig nicht dieselbe Aussagekraft haben, die eine gezielte Missbilligung des Klimafahrplans im Rahmen eines Say on Climate hat. Eine solche Aussagekraft wird den mittelbaren ESG-Beschlussgegenständen, wie die bisherige Praxis zeigt, stets erst über weitere aktivistische Maßnahmen, wie die Schaffung medialer Aufmerksamkeit, zuteil. *De lege lata* sind klimabewusste Aktionäre daher auf die Vorlage des Klimafahrplans durch den Vorstand angewiesen. Infolgedessen verbleibt ihnen derzeit nur, aktivistischen Druck auf die Verwaltungen auszuüben, damit diese von ihrem Vorlagerecht gemäß § 119 Abs. 2 AktG Gebrauch machen. In allen Fällen bedürfen klimaaktivistische Investoren jedoch der Unterstützung durch weitere Aktionäre, um die nötige Stimmenmehrheit zur (Miss-)Billigung des Klimafahrplans zu erreichen.

Dritter Teil: Verstärkung des Klimaschutzes durch Stimmrechtsberater

Nachdem herausgestellt wurde, inwiefern klimabewusste Aktionäre Einfluss auf die Klimabestrebungen ihres Anlageobjektes nehmen können, ist zunächst zu analysieren, ob und wie Stimmrechtsberater den von Investoren verfolgten Klimaschutz verstärken können. Zu beleuchten sind dabei zunächst die möglichen Anknüpfungspunkte (A.), bevor sodann die Abstimmungsrichtlinien der Duopolisten ISS und Glass Lewis auf Klimaschutzaspekte untersucht werden (B.).

A. Anknüpfungspunkte

Anknüpfungspunkte zur Verstärkung des Klimaschutzes bieten vordergründig solche Gelegenheiten, die das Stimmrecht des Kunden vermittelt (I.), allerdings bestehen weit darüberhinausgehende faktische Möglichkeiten (II.).

I. Stimmrecht des beratenen Aktionärs

Das Aktienrecht vermittelt Stimmrechtsberatern selbst keine Möglichkeit, die Geschicke der Gesellschaft direkt zu beeinflussen.⁵²⁸ Die vertragliche Leistung der Stimmrechtsberater als Informationsintermediäre beschränkt sich gemäß § 134a Abs. 1 Nr. 3 AktG allein auf das Stimmrecht ihrer Kunden, welches diese auf Grundlage der Stimmrechtsempfehlung auf der Hauptversammlung im Rahmen der Beschlussfassung zu einem Tagesordnungspunkt ausüben.⁵²⁹ Damit kann der Stimmrechtsberater nur für bereits auf der Tagesordnung stehende Vorschläge eine zustimmende oder ablehnende Stimmrechtsempfehlung abgegeben.

Im Hinblick auf die Besetzung des Aufsichtsrats erschöpft sich die Leistung des Stimmrechtsberaters grundsätzlich in der Beurteilung der ESG-Kompetenzen bereits vorgeschlagener Aufsichtsratskandidaten. Die Aufstellung neuer, klimabewusster Kandidaten oder die Abberufung bereits vorhandener Aufsichtsratsmitglieder kann der Stimmrechtsberater nicht initiieren. Für derartige Personalmaßnahmen ist der Stimmrechtsberater auf externes

⁵²⁸ Das gilt im Rahmen des Untersuchungsgegenstandes für solche Stimmrechtsberater, die selbst nicht an der Gesellschaft beteiligt sind.

⁵²⁹ *Hauber, Stimmrechtsberater*, 2020, S. 245 f.

Engagement eines nachhaltigkeitsaktivistischen Aktionärs, der seinen eigenen Kandidaten als Wahlvorschlag nach § 127 AktG einbringen möchte, angewiesen. Das gilt gleichsam für alternative Gewinnverwendungsvorschläge nach § 126 Abs. 1 AktG oder einen Gegenantrag zur Ablehnung des Vergütungssystems. Die rechtlichen Rahmenbedingungen des Einflusses des Stimmrechtsberaters zeigen sich zudem besonders eindringlich bei Beschlussvorschlägen, die die Verwaltung selbst nicht auf die Tagesordnung setzt, wie etwa der Vertrauensentzug eines wenig klimaengagierten Vorstandes oder auch eine Satzungsänderung zu einem nachhaltigeren Unternehmensgegenstand. Beide Bestrebungen kann der Stimmrechtsberater erst dann unterstützen, wenn dieser Tagesordnungspunkt bereits durch einen oder mehrere Aktionäre über § 122 Abs. 2 AktG auf die Agenda gesetzt wurde. Somit kann der Sustainable Shareholder Activism zu einer Verstärkung des Einflusses des Stimmrechtsberaters in Nachhaltigkeitsbelangen führen.⁵³⁰ Im Falle eines Wahlvorschlags oder eines Ergänzungsverlangens steht dem Stimmrechtsberater zur Evaluierung des Tagesordnungspunktes und der Erarbeitung einer Stimmrechtsempfehlung jedoch ggfs. weniger Zeit zur Verfügung als bei der Beratung des Aktionärs zu regulären Beschlussgegenständen.⁵³¹ Hinzu kommt, dass es sich bei den klassischen Beschlussgegenständen stets um mittelbare Einfallstore für mehr Klimaengagement handelt, da das Verwaltungshandeln nicht direkt beeinflusst werden kann und die Klimapolitik des Unternehmens lediglich indirekt als Teil eines eigentlich ESG-neutralen Beschlussgegenstandes behandelt wird.

Eine andere Sachlage ergibt sich im Hinblick auf den Say on Climate-Beschlussgegenstand. Zwar ist der Stimmrechtsberater hier *de lege lata* darauf angewiesen, dass der Vorstand der Hauptversammlung eine entsprechende Vorlage nach § 119 Abs. 2 AktG unterbreitet, allerdings dürfte die Häufigkeit dieser Vorlagen aufgrund bereits geschilderter Umstände zunehmen und *de lege ferenda* weitere Say on Climate-Beschlüsse über ein Initiativrecht der Aktionäre hinzukommen. Gleichsam ist es dem Einfluss des

⁵³⁰ Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 11; Klöhn/Schwarz, ZIP 2012, 149, 151 f.; Walden, NZG 2020, 50, 58.

⁵³¹ Da Gegenvorschläge auch noch 14 Tage vor der Hauptversammlung eingereicht werden können (§ 126 Abs. 1 S. 1 AktG), ist die Prüfungsfrist des Stimmrechtsberaters hier oftmals verkürzt. Ein Ergänzungsverlangen hingegen muss der Gesellschaft mindestens 24 Tage vor der Hauptversammlung (bzw. bei börsennotierten Gesellschaften mindestens 30 Tage vor der Hauptversammlung) zugehen (§ 122 Abs. 2 S. 2 AktG).

Stimmrechtsberaters dienlich, dass sich auch Vorstände aufgrund der steigenden Erwartungshaltung bereits jetzt vermehrt dazu veranlasst sehen, selbst einen Say on Climate auf die Tagesordnung zu setzen.⁵³² Da das Stimmrecht des Kunden im Rahmen des Say on Climate gezielt zur Beurteilung der Klimastrategie des Unternehmens und dessen Umsetzung genutzt werden kann, bietet dieser Tagesordnungspunkt die adäquateste und effektivste Möglichkeit zur Einflussnahme des klimaengagierten Stimmrechtsberaters. Doch auch hier beschränkt sich die vertragliche Leistung des Stimmrechtsberaters auf eine Stimmrechtsempfehlung, die den vorgelegten Klimafahrplan (ggfs. nebst bisheriger Umsetzung) in Gänze billigt oder missbilligt. Die ausschlaggebenden Gründe werden zwar dem jeweils beratenen Aktionär mitgeteilt; der Stimmrechtsberater kann jedoch nicht beeinflussen, ob diese Gründe in die Hauptversammlung hineingetragen werden.

Die Untersuchung zeigt, dass sich der Einfluss des Stimmrechtsberaters auf die Klimapolitik der Gesellschaft als Beratungsobjekt grundsätzlich nur über die Unterstützung oder Ablehnung des Verwaltungsvorschlages äußert. Das gilt nicht nur für klassische Beschlussgegenstände, die ohnehin nur indirekt als Urteil über die Klimastrategie des Unternehmens dienen, sondern ebenso für den Say on Climate-Beschluss. Für zahlreiche klassische Beschlussgegenstände ist der Stimmrechtsberater zudem auf die Initiative klimaaktivistischer Aktionäre angewiesen, deren Gegenanträge er sodann durch seine Stimmrechtsempfehlungen unterstützen kann. Aus einem rein rechtlichen Blickwinkel ist der Einfluss der Stimmrechtsberater *in puncto* Klimaschutz begrenzt, weitet sich aber aufgrund des zunehmenden Sustainable Shareholder Activism, insbesondere aufgrund der immer mehr geforderten Say on Climate-Reform, aus.

II. Faktische Möglichkeiten

Neben diesen rein rechtlichen Einflussmöglichkeiten der Stimmrechtsberatung drängen sich faktische Optionen des Stimmrechtsberaters auf, die in der Praxis zu einem signifikanten Einfluss auf die Unternehmenspolitik führen. Hier besteht bereits aufgrund der Konzentration der beratenen Anleger in der Hand weniger Stimmrechtsberater ein gewisser Einfluss (1.), der über die

⁵³² Siehe bereits Zweiter Teil, B.II.

Veröffentlichung konkreter Abstimmungsempfehlungen (2.) und der allgemeinen Abstimmungsrichtlinien (3.) noch verstärkt wird.

1. Kundenkonzentration

Aufgrund der Duopolstellung der beiden größten Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis konzentrieren sich die Stimmrechte der Mehrheit der institutionellen Investoren in ihren Händen.⁵³³ Das ermöglicht dem Stimmrechtsberater einen konzertierten Einfluss auf das Abstimmungsergebnis der Hauptversammlung des jeweiligen Beratungsobjektes, da der Stimmrechtsberater seinen Kunden gleich- oder ähnlich lautende Empfehlungen unterbreiten kann. Auch wenn dieser Einfluss in rechtlicher Hinsicht zumindest diskutabel ist,⁵³⁴ so kann die Stimmrechtsberatung auf diese Weise einen oftmals betonten Kritikpunkt am ESG-Aktivismus entschärfen: Oft wird ein konzertierter Aktivismus unter Aktionären negiert, wenn ESG-Themen mittels Rede- und Auskunftsrechts einzelner Aktionär in den Fokus gerückt werden.⁵³⁵ Die Stimmrechtsberatung mehrerer Aktionäre durch einen Berater kann genau dies verhindern, indem er eine größere Anzahl von Aktionären schon im Vorfeld der Hauptversammlung auf eine Linie bringt. Sofern ein Stimmrechtsberater von einem Vorhaben eines institutionellen Aktionärs überzeugt ist, kommt es zu einem Verstärkereffekt aufgrund der Verbreitung des Anliegens mittels Empfehlung an weitere Aktionäre.⁵³⁶ Stimmrechtsberater können aktivistischen Aktionären die nötigen Mehrheiten verschaffen. Dadurch begünstigt nicht nur Sustainable Shareholder Activism die nachhaltigkeitsbezogene Stimmrechtsberatung, sondern auch andersherum verstärkt die Stimmrechtsberatung den Aktionärsaktivismus und verhilft diesem zum Erfolg.⁵³⁷

Ebenso der Kritikpunkt, dass Abstimmungsempfehlungen für eine konkrete Hauptversammlung nicht maßgeschneidert genug seien (sog. One

⁵³³ *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 46.

⁵³⁴ Siehe zum Acting in Concert sogleich Vierter Teil, A.II.1.b.

⁵³⁵ *Çapa*, Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse, 2021, S. 114; *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 119 Rn. 58; *Harnos/Holle*, AG 2021, 853 Rn. 14; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 20.

⁵³⁶ *Gröntgen*, Operativer shareholder activism, 2020, S. 29; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 134 ff., 151 f.; *Bueren*, Short-termism, 2022, S. 551; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 3.

⁵³⁷ *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 134 ff., 151 f.; *Bueren*, Short-termism, 2022, S. 551; *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44 (45); *Sanders*, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, 59 Rn. 7.

size fits it all-Ansatz),⁵³⁸ ist im Klimaschutzrechtlichen Kontext zu beleuchten. So besteht der Vorwurf, dass Stimmrechtsberater für US-amerikanische Unternehmen geltende Prinzipien unterschiedslos auf europäische Gesellschaften übertragen und dass lokalen Normunterschieden nicht gebührend Rechnung getragen werde,⁵³⁹ was wiederum im Klimaschutzkontext weniger gelten dürfte. Denn hier nähert sich die Tagesordnung deutscher Hauptversammlungen den in Amerika längst gängigen Shareholder Proposals durch die Stärkung des Say on Climate an.⁵⁴⁰ Außerdem gelten die Vorgaben zur Erreichung der Klimaneutralität in der gesamten EU, die eine Messung einzelner Unternehmen nur noch anhand gemeinsamer Standards für die jeweilige Branche ermöglichen. Klimaschutz als EU-weite Vorgabe entzieht dem One size fits it all-Vorwurf für die europäische Aktienlandschaft den Nährboden, ohne dass der Stimmrechtsberater eine große Einbuße in seinem Skaleneffekt verspürt.⁵⁴¹

2. Veröffentlichung konkreter Abstimmungsempfehlungen

Neben der Konzertierung mehrerer Aktionäre bietet sich im Einzelfall auch die Veröffentlichung der konkreten Abstimmungsempfehlung zu einem Beschlussgegenstand einer konkreten Hauptversammlung an, um weitere Unterstützer für eine Stimmabgabe zu mobilisieren und den öffentlichen Druck auf die Verwaltung zu erhöhen.⁵⁴² So haben ISS und Glass Lewis im Jahr 2019 öffentlich Stellung gegen die Entlastung des Vorstandes bezogen, nachdem der Bayer-Konzern infolge der Übernahme der Monsanto Company rund 40 Prozent seines Marktwertes verloren hatte.⁵⁴³ Ebenso hat Glass Lewis öffentlich die aktivistische Kampagne zur Abspaltung der Braunkohlesparte der

⁵³⁸ Schoch, Interessenkonflikte, 2021, S. 347; Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 119; Heinen, S. 83 f.; Arnold, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 5; Koch, in: ders., AktG, § 134d Rn. 2; Rieckers, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 6; Fleischer, ZGR 2011, 155, 171; Poelzig, ZHR 185 (2021), 373, 381 f.

⁵³⁹ Heinen, S. 84; Plagemann/Rahlmeyer, NZG 2015, 895, 897; DIRK, Stimmrechte auf der Hauptversammlung – Empfehlungen zur Zusammenarbeit mit Proxy Advisors, DIRK IR-Guide Band IX, Frankfurt 2014, S. 17.

⁵⁴⁰ Siehe hierzu auch Dritter Teil, B.

⁵⁴¹ Zum Skaleneffekt siehe Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 63; Heinen, S. 69; Schneider/Anzinger, NZG 2007, 88, 96.

⁵⁴² Bunz, NZG 2014, 1049; Graßl/Nikoleyczik, AG 2017, 49, 53; Schockenhoff/Nußbaum, ZGR 2019, 163, 165.

⁵⁴³ Azizuddin, ISS and Glass Lewis recommend voting against Bayer management board, Responsible Investor, 4. April 2019; vgl. auch Bayer AG, Stellungnahme zu den Abstimmungsempfehlungen der ISS und Glass Lewis zur Hauptversammlung, April 2019.

Brenntag SE unterstützt.⁵⁴⁴ Ein internationales Beispiel bietet zudem die öffentlichkeitswirksame Unterstützung einiger Wahlvorschläge für den Aufsichtsrat der Ölkonzerns Exxon Mobil Corporation des Hedgefonds Engine No. 1 durch ISS und Glass Lewis.⁵⁴⁵

Die Praxis hat allerdings gezeigt, dass die öffentliche Kundgabe von Abstimmungsempfehlungen oder auch die Unterstützung aktivistischer Kampagnen nicht zwangsläufig zu Erfolgen führt. So kam beispielsweise nicht das nötige Quorum für die Ergänzung der Tagesordnung für die Umstrukturierung der Brenntag SE zusammen, obwohl Glass Lewis das Verlangen öffentlich unterstützte.⁵⁴⁶ Auch hat Glass Lewis im Jahr 2023 empfohlen, den durch die Alzchem Group AG vorgelegten Klimafahrplan nicht zu billigen, da die veröffentlichten Informationen den Standards der Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) nicht entsprachen und der Plan nicht zu erkennen gab, welche Rolle dem Vorstand bei der Erreichung der gesteckten Klimaziele zukommen würde.⁵⁴⁷ Dennoch wurde der Klimafahrplan vom Aktionariat mit einer Zustimmung von mehr als 95 Prozent angenommen.⁵⁴⁸ Aus einzelnen Fällen sollte jedoch nicht geschlossen werden, dass die öffentlichkeitswirksame Stellungnahme der Stimmrechtsberater ohne Effekt auf ESG wäre. Eine Metastudie aus 2024 lässt einen Zusammenhang zwischen den Zustimmungsquoten zu vorgelegten Klimafahrplänen und den Stimmrechtsempfehlungen der ISS und Glass Lewis vermuten.⁵⁴⁹ Da institutioneller Investoren stetig an Einfluss gewinnen und sich Stimmrechte dadurch in der Hand weniger konzentrieren, bedarf es in Zukunft nur noch der Überzeugung weniger weiterer Investoren, um eine ausreichende Unterstützung zu gewinnen.⁵⁵⁰

⁵⁴⁴ Salz, Was die Aufspaltung von Brenntag bedeutet, WirtschaftsWoche, 5. Dezember 2023; Rieckers, DB 2024, 439, 444; siehe auch Brenntag SE, Stellungnahme zu Abstimmungsempfehlungen der Glass Lewis zur Hauptversammlung, Juni 2023.

⁵⁴⁵ Jaspers, AG 2022, 145 Rn. 15; Fleischer, DB 2022, 37, 42; Fovaccia/Maier, AG 2024, 148 Rn. 4; Reuters, Advisory firm Glass Lewis backs two dissident nominees in Exxon battle, 18. Mai 2021.

⁵⁴⁶ Vgl. Brenntag SE, Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2023.

⁵⁴⁷ Glass Lewis, Shareholder Proposals Proxy Season Review 2023, S. 53; siehe auch Obernosterer, „Say on Climate“-Beschluss bei der Alzchem Group AG: Große Mehrheit der Aktionäre stimmt für Klimafahrplan, Gesellschaftsrecht Blog, 22. Mai 2023; Tüshaus, AG 2023, R327, R328.

⁵⁴⁸ Alzchem Group AG, Ordentliche Hauptversammlung 2023, Abstimmungsergebnisse, TOP 8.

⁵⁴⁹ Georgeson, European AGM Season Review 2024, S. 16.

⁵⁵⁰ Jaspers, AG 2022, 145 Rn. 46.

3. Veröffentlichung der Abstimmungsrichtlinien

Der faktische Einfluss von Stimmrechtsberatern erschöpft nicht allein in der Beratung der eigenen Kunden und der öffentlichen Unterstützung aktivistischer Kampagnen durch die Veröffentlichung von Stimmrechtsempfehlungen. Die Veröffentlichung der Abstimmungsrichtlinien auf den Internetauftritten, die für Jedermann einsehbar sind, ist zudem etablierte Praxis.

Die Verwaltungen von Gesellschaften, deren Aktionäre sich bekannterweise von den Stimmrechtsberatern beraten lassen, berücksichtigen diese öffentlich verfügbaren Richtlinien regelmäßig „im vorausseilenden Gehorsam“, sei es in ihren Beschlussvorschlägen oder auch in ihrem generellen Verwaltungshandeln, um sich der positiven Abstimmung ihrer Anteilseigner gewiss sein zu können.⁵⁵¹ Im Ergebnis steht die Veröffentlichung der Richtlinien in gewisser Weise einem Gegenantragsrecht gleich, da die Verwaltung die inhaltliche Ausgestaltung ihres Abstimmungsgegenstandes im Interesse der Aktionäre überdenkt.⁵⁵² Infolge der Relevanz der Stimmrechtsempfehlungen der Proxy Advisors wird teilweise gar von einer „faktischen“ Pflicht des Vorstands gesprochen, sich bereits im Vorfeld einer Hauptversammlung mit den Richtlinien der Berater auseinanderzusetzen.⁵⁵³

Zwar besitzen institutionelle Anleger oftmals über eigene oder in Kooperation mit ihrem Stimmrechtsberater erstellte Stimmrechtsrichtlinien, allerdings schmälert das den Einfluss der Berater insofern nicht, als diese individuellen Richtlinien oftmals stark an die Standardrichtlinien der Berater angelehnt sind.⁵⁵⁴ Infolge dieser Ausstrahlungswirkung wird teilweise

⁵⁵¹ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 249, 264; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 62; *Dörrwächter*, AG 2017, 409, 410; *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 53; *Heinen/Koch*, BB 2018, 2731, 2734 f.; *Mense/Klie*, GWR 2015, 45, 47; *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895, 897; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 385; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 89; *Seibt/Mohamed*, AG 2022, 357 Rn. 10; *Harnos*, in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennot. AG, § 2 Rn. 2.26; *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 24; *Höreth*, in: Reichert, HV-HdB, § 4 Rn. 7; *Hoffmann-Becking*, in: MHdB GesR IV, § 39 Rn. 6; das US-amerikanische Government Accountability Office (GAO) wies bereits im Jahr 2007 darauf hin, dass Emittenten die Standards der Proxy Advisors übernehmen, um sich der Zustimmung von ISS gewiss zu sein, GAO, Report to Congressional Requesters, Corporate Shareholder Meetings – Issues Relating to Firms that advise Institutional Investors on Proxy Voting, GAO-07-765, 2007, S. 10.

⁵⁵² *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 250.

⁵⁵³ *Illert/Schneider*, DB-Beil 2/2021, 27, 30; *Kuthe/Lingen*, CB 2021, 1, 3; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 296; so auch *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 252, der es als Fahrlässigkeit des Vorstandes bezeichnet, wenn dieser die Tendenzen der Stimmrechtsberater nicht in seine Entscheidungen einfließen lässt.

⁵⁵⁴ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 219; zur Bedeutung der kundenspezifischen Abstimmungsrichtlinien auch *Heinen*, S. 43.

angenommen, dass die Abstimmungsrichtlinien eine ähnlich starke Bedeutung wie die Empfehlungen des DCGK hätten.⁵⁵⁵

Der Einfluss von Stimmrechtsberatern auf das Verwaltungshandeln wächst dadurch bereits, ohne dass ein Kontakt zwischen ihnen und den Verwaltungsorganen nötig wäre.⁵⁵⁶ Noch darüber hinaus öffnen die publizierten Richtlinien weitere Türen, da es infolge ihrer Veröffentlichung oftmals zu Gesprächen zwischen den Verwaltungen und Stimmrechtsberatern kommt.⁵⁵⁷ Infolge dieses faktischen Einflusses auf das Verwaltungshandeln nehmen Stimmrechtsberater die Rolle von *De facto*-Normsetzern ein.⁵⁵⁸ So kann die Veröffentlichung von dezidierten Abstimmungsrichtlinien in Klimaangelegenheiten dazu führen, dass der Vorstand ausreichende Klimaschutzbemühungen unternimmt und die Geschäftsstrategie klimaresilient gestaltet, um das Risiko ablehnender Abstimmungsempfehlungen und denen folgender Beschlüsse zu verringern.⁵⁵⁹ Auch aus diesem Grund wird Stimmrechtsberatern zugeschrieben, aufgrund der Anforderungen in ihren Abstimmungsrichtlinien eine treibende Kraft für die Zunahme von Say on Climate-Beschlüssen in deutschen Publikumsgesellschaften zu sein.⁵⁶⁰

Infolge dieser Veröffentlichung kann der Stimmrechtsberater seine Kritik öffentlichkeitswirksam konkretisieren, ohne dabei auf eine Umsetzung in der Hauptversammlung mittels Rederechts seines Kunden angewiesen zu sein. Indem der Stimmrechtsberater Abstimmungsrichtlinien publiziert, aus denen z. B. seine Anforderungen an die Nachhaltigkeitsfaktoren des Vergütungssystems des Vorstandes ersichtlich werden, kann eine ablehnende Empfehlung (und dessen Umsetzung auf der Hauptversammlung) zumindest mit mangelnden oder mangelhaften ESG-Faktoren in der variablen Vergütung als

⁵⁵⁵ *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 89; zustimmend *Dörrwächter*, AG 2017, 409, 410.

⁵⁵⁶ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 249.

⁵⁵⁷ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 286; *Córcoles*, ECFR 2016, 106, 121 f.; *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 33.

⁵⁵⁸ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 219 f. (Schaffung von „soft law“); *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 63 („faktische Standardsetzer“); *Fleischer*, ZGR 2012, 160, 195; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 385 („private Standardsetzer“); *Córcoles*, ECFR 2016, 106, 120 („de facto regulators“); *Seibt/Mohamed*, AG 2022, 357 Rn. 10; *Hopt/Leyens*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 1 Rn. 126; DAI, Stellungnahme zu ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisory: Deutsches Aktieninstitut's response, 25. Juni 2012, S. 2.

⁵⁵⁹ So auch allgemein ohne Bezug zu klimarelevanten Informationen: *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 272.

⁵⁶⁰ *Vetter*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 94; offenlassend *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 45.

dahinterstehendes Motiv verknüpft werden.⁵⁶¹ Dieser faktische Einfluss über veröffentlichte Abstimmungsrichtlinien hat in der Praxis seit der Hauptversammlungssaison 2020 bereits nachweislich zu einer Verschärfung der Auseinandersetzung mit ESG-bezogenen Aspekten in den Vergütungssystemen geführt.⁵⁶²

4. Zwischenergebnis

Die faktischen Möglichkeiten des Stimmrechtsberaters gehen weit über seine rechtlichen Anknüpfungspunkte hinaus. Sein Einfluss besteht nicht nur aufgrund der Konzentration institutioneller Anleger in der Hand weniger und in der Unterstützung öffentlicher Kampagnen durch Veröffentlichung seiner Empfehlungen. Macht erhält der Stimmrechtsberater insbesondere angesichts der Veröffentlichung seiner Abstimmungsrichtlinien, die ihn zu einem faktischen Normsetzer machen. Diese Richtlinien führen in der Praxis nicht nur dazu, dass die Vorstände der Gesellschaften versuchen, ihr Handeln an diesen auszurichten, sondern sie dienen auch als Richtschnur, anhand derer sich die Verwaltungen mögliche Gründe für erfolgte Ablehnungsbeschlüsse ihrer Aktionäre herleiten können, ohne dass hierzu konkretisierende Wortbeiträge oder Kampagnen erforderlich wären.

III. Zwischenergebnis

In rechtlicher Hinsicht kann der Stimmrechtsberater i. S. d. § 134a Abs. 1 Nr. 3 AktG seinen Kunden allein bei der Ausübung seines Stimmrechtes beraten. Dieses spielt bei klassischen Beschlussgegenständen jedoch eine untergeordnete Rolle. Zur Verstärkung des Klimaschutzes und der Klimaresilienz des Beratungsobjektes ist der Stimmrechtsberater darauf angewiesen, dass nachhaltigkeitsaktivistische Investoren Gegenanträge oder Ergänzungsverlangen auf die Tagesordnung setzen, die der Stimmrechtsberater durch Empfehlungen an seine Kunden unterstützen kann, damit der entsprechende

⁵⁶¹ So kritisiert auch *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 81 f., dass aus dem Beschluss der verweigerten Vorstandsentlastung nicht selbst ersichtlich wird, warum die Entlastung verweigert wird.

⁵⁶² *Schoch*, Interessenkonflikte, 2021, S. 156; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 247; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 202; *Arnold/Herzberg/Zeh*, NZA 2024, 1521, 1522; *Rieckers*, DB 2022, 172, 178; *Rieckers*, DB 2023, 306, 308; *Velte*, DStR 2022, 440, 444, 446; *Walden*, NZG 2020, 50, 58.

Antrag die nötige Mehrheit erhält. Insofern kann man von einer gewissen Symbiose zwischen klimabewussten Aktionären und klimaengagierten Stimmrechtsberatern sprechen. Da klassische Beschlussgegenstände jedoch nicht zielgenau ESG-Angelegenheiten thematisieren können, bietet der Say on Climate auch für den Stimmrechtsberater mehr Möglichkeiten, um Klimaaspekte gezielt zu beurteilen.

Damit eine Kritik an der Klimastrategie jedoch nicht in einer bloßen For- oder Against-Abstimmung auf der Hauptversammlung verhallt, ist der faktische Einfluss des Stimmrechtsberaters von herausragender Bedeutung für die Verstärkung des Klimaschutzes. In faktischer Hinsicht hat der Stimmrechtsberater einen von dem Stimmrecht seines Kunden losgelösten Einfluss durch die Konzertierung zahlreicher institutioneller Investoren in seinem Kundenstamm, der öffentlichkeitswirksamen Unterstützung aktivistischer Kampagnen durch öffentliche Stimmrechtsempfehlungen und insbesondere aufgrund der Veröffentlichung seiner Abstimmungsrichtlinien. In diesen Abstimmungsrichtlinien und öffentlichen Aussagen kann der Stimmrechtsberater die Anforderungen an die Klimastrategie eines Unternehmens verdeutlichen, um so weitere Aktionäre zu mobilisieren und den Druck auf die Verwaltungen der Gesellschaften zu erhöhen.

B. Status Quo des Klimaschutzes in ISS- und Glass Lewis-Abstimmungsrichtlinien

Im Anschluss an die Untersuchung des Einflusses des Stimmrechtsberaters auf die Klimastrategie einer Gesellschaft, der nicht nur rechtlicher, sondern vordergründig faktischer Natur ist, bietet sich eine Analyse der aktuell für den deutschen Markt geltenden Abstimmungsrichtlinien der beiden herrschenden Stimmrechtsberater an. Seit der Hauptversammlungssaison 2021 spielt ESG in den europäischen Abstimmungsrichtlinien der ISS und Glass Lewis eine Rolle.⁵⁶³ In der Folgezeit haben beide Berater die ESG-Anforderungen weiter verstärkt.⁵⁶⁴ Mittlerweile scheinen die ESG-Maßstäbe ein in den Augen der Stimmrechtsberater ausreichendes Level erreicht zu haben, denn in den Abstimmungsrichtlinien für die Hauptversammlungssaison 2025 haben seit der

⁵⁶³ Hemeling, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 22; Rieckers, DB 2022, 172, 183.

⁵⁶⁴ von der Linden/Winkler, DB-Beil 2/2023, 40.

vorigen Saison keine wesentlichen Änderungen im Hinblick auf ESG mehr stattgefunden.⁵⁶⁵ Es drängt sich somit auf, die Abstimmungsrichtlinien der beiden marktbeherrschenden Stimmrechtsberater ISS (I.) und Glass Lewis (II.) für die Hauptversammlungssaison 2025 zu untersuchen, um den Status Quo des in diesen Guidelines verankerten Klimaschutz festzustellen (III.). Daran anschließend werden Überlegungen angestellt, ob und wie die Stimmrechtsberatung ihren Klimafokus weiter verschärfen könnte (IV.).

I. ISS

Für deutsche Hauptversammlungen sind im Wesentlichen zwei Abstimmungsrichtlinien der ISS von Relevanz, zum einen die allgemeine Proxy Voting Guideline für Zentraleuropa⁵⁶⁶ sowie eine internationale, speziellere Richtlinie für klimabezogene Stimmrechtsausübung⁵⁶⁷, die die allgemeine Guideline ergänzt. Im Hinblick auf die Besetzung der Verwaltungsorgane machen ISS in Letzterer Vorgaben für die Besetzung des Vorstandes und empfehlen eine ablehnende Stimmrechtsabgabe gegen Vorstandskandidaten, denen Versagen bezüglich im Hinblick auf das erarbeitete ESG-Risikomanagement vorgeworfen werden kann. Letzteres adressiert insbesondere solche Verwaltungsmitglieder, die ihre Berichtspflichten bezüglich ESG-Risiken vernachlässigt haben.⁵⁶⁸

Hinsichtlich der Vorstandsvergütung verlangen ISS ausdrücklich, dass nichtfinanzielle Vergütungsaspekte auch ESG-Kriterien beinhalten müssen. ISS schaffen damit faktische Klarheit in Bezug auf den bereits erläuterten Diskurs über das Verständnis des § 87 Abs. 1 S. 2 AktG.⁵⁶⁹ Vergütungssystemen, die derartige Kriterien nicht erfüllen, drohen ISS mit einer ablehnenden Stimmrechtsempfehlung.⁵⁷⁰ Konkrete ESG-Kriterien nennen ISS dabei

⁵⁶⁵ Glass Lewis hat für die Hauptversammlungssaison 2025 ausdrücklich keine Änderungen im ESG-Bereich mehr vorgenommen, vgl. Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Continental Europe, 2025, S. 8 f.; siehe auch *Rieckers*, DB 2024, 439, 444 ff., der keine wesentlichen Änderungen der Abstimmungsrichtlinien beider Stimmrechtsberater im Hinblick auf ESG feststellt.

⁵⁶⁶ ISS, Proxy Voting Guidelines: Benchmark Policy Recommendations: Central Europe, 2025.

⁵⁶⁷ ISS, International Climate Proxy Voting Guidelines: Policy Recommendations, 2025.

⁵⁶⁸ ISS, International Climate Proxy Voting Guidelines: Policy Recommendations, 2025, S. 10.

⁵⁶⁹ Siehe Zweiter Teil, B.I.3.a.

⁵⁷⁰ ISS, Proxy Voting Guidelines, Benchmark Policy Recommendations: Central Europe, 2025, S. 27; ISS, International Climate Proxy Voting Guidelines: Policy Recommendations, 2025, S. 28 f.; siehe auch *Rieckers*, DB 2022, 172, 178.

jedoch nicht; die Praxis greift daher auf ein breites Spektrum zurück.⁵⁷¹ Besonders geläufig sind messbare Ziele wie etwa die CO₂-Reduktion des Unternehmens oder ein CO₂-neutrales Wachstum.⁵⁷²

Sofern Unternehmensverwaltungen kein sorgfältiges Risikomanagementsystem u. a. in Umweltbelangen aufstellen und pflegen, attestieren ISS diesen grobe Governancefehler. Zu diesen Risikomanagementsystemen gehört auch die Identifikation von Klimarisiken sowie die gewissenhafte Verfolgung der Klimatransition der Gesellschaft. Hierin versagenden Unternehmen begegnen ISS mit der Empfehlung der Verweigerung der Entlastung.⁵⁷³ Allerdings beschränken ISS diese Anforderungen derzeit auf solche Unternehmen, die als erhebliche Treibhausgasemittenten auf der Climate Action 100+ Focus Group List⁵⁷⁴ stehen.⁵⁷⁵ Ungeachtet dieser Liste empfehlen ISS jedoch allgemein für Vorstands(wieder-)wahlen eine ablehnende Stimmrechtsabgabe gegen solche Kandidaten, denen Versagen bezüglich im Hinblick auf das erarbeitete ESG-Risikomanagement vorgeworfen werden kann sowie gegen solche Mitglieder, die ihre Berichtspflichten im Hinblick auf mögliche ESG-Risiken bereits vernachlässigt haben.⁵⁷⁶ Da die zentraleuropäische ISS-Richtlinie nicht auf deutsche Hauptversammlungen allein zugeschnitten ist, passt letztere Empfehlung für die deutsche Stimmrechtsberatung jedoch nicht. Hierzulande werden Vorstände gemäß § 84 Abs. 1 AktG nicht durch die Hauptversammlung gewählt, sondern durch den Aufsichtsrat bestellt. Gleichsam könnte die Ablehnungsempfehlung auf die Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern übertragen werden, die Defizite in ESG-Angelegenheiten aufweisen.

⁵⁷¹ Rieckers, DB 2022, 172, 178; Rieckers, DB 2023, 306, 308.

⁵⁷² Rieckers, DB 2022, 172, 178.

⁵⁷³ ISS, Proxy Voting Guidelines: Benchmark Policy Recommendations: Central Europe, 2025, S. 14, S. 17; ISS, International Climate Proxy Voting Guidelines: Policy Recommendations, 2025, S. 22.

⁵⁷⁴ Derzeit stehen 168 Unternehmen weltweit auf der Climate Action 100+ Focus Group List, davon 56 in Europa. Erfasste Unternehmen aus dem DAX 40 sind Airbus SE, BASF SE, Bayer AG, BMW AG, E.ON SE, Heidelberg Materials AG, RWE AG, Siemens Energy AG und die Volkswagen AG. Daneben werden auch weitere deutsche Gesellschaften gelistet. Die Climate Action 100+ Focus Group List ist abrufbar unter https://www.climateaction100.org/whos-involved/companies/page/3/?search_companies&company_region=Europe [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

⁵⁷⁵ ISS, Proxy Voting Guidelines: Benchmark Policy Recommendations: Central Europe, 2025, S. 14, S. 17; ISS, International Climate Proxy Voting Guidelines: Policy Recommendations, 2025, S. 22, siehe hierzu auch Drinhausen, ZHR 186 (2022), 201, 203.

⁵⁷⁶ ISS, International Climate Proxy Voting Guidelines: Policy Recommendations, 2025, S. 10.

Für die Hauptversammlungssaison 2021 haben ISS erstmals Empfehlungen für den Say on Climate-Beschluss aufgenommen.⁵⁷⁷ Noch heute unterscheiden ISS zwischen Beschlussvorschlägen auf Vorstandsinitiative (Management Proposals) und solchen auf Aktionärsinitiative (Shareholder Proposals). In beiden Fällen behalten sich ISS eine einzelfallbezogene Analyse des vorgelegten Klimafahrplans und dessen Umsetzung sowie eine dementsprechend einzelfallbezogene Stimmrechtsempfehlung (vote case by case) vor.⁵⁷⁸ Sofern der Vorstand aktiv ein Say on Climate auf die Tagesordnung setzt, knüpft die Abstimmungsrichtlinie die unterstützende Stimmrechtsempfehlung an detaillierte Anforderungen bezüglich des Inhalts des vorgelegten Climate Transition Plan.⁵⁷⁹ Dazu gehört insbesondere die ordnungsgemäße Veröffentlichung der klimabezogenen Informationen im Vorhinein, orientiert an den TCFD-Offenlegungsempfehlungen und anderen Marktstandards. Zudem hat der Plan die Scope 1-, Scope 2- und Scope 3-Emissionen nebst kurz-, mittel- und langfristiger Emissionsreduktionsziele des Unternehmens zu enthalten, die das Unternehmen in Übereinstimmung mit dem Pariser Klimaabkommen bis 2050 zu Net Zero überführen. Dadurch fordern ISS die Setzung von unternehmensinternen Klimazielen.⁵⁸⁰ Diese Klimaziele müssen wissenschaftlich fundiert durch einen externen Sachverständigen bestätigt werden. Ebenfalls muss der Klimafahrplan offenlegen, wie Lobbyaktivitäten und Investitionsausgaben mit der Klimastrategie des Unternehmens einhergehen.⁵⁸¹

Sollte ein Say on Climate auf Aktionärsinitiative zustande kommen, stellen ISS weniger Anforderungen an den Inhalt des von der Verwaltung vorzulegenden Klimafahrplans. So fordern ISS zwar Angaben zur aktuellen Treibhausgasemissions-Performance, verlangen aber nicht ausdrücklich die Offenlegung bestimmter Scopes. Ebenso soll die Verwaltung angeben, ob der Gesellschaft kürzlich Bußgelder aufgrund ihrer Emissionen auferlegt wurden und ob diesbezüglich Prozesse gegen die Gesellschaft laufen.⁵⁸² Sollte der

⁵⁷⁷ Rieckers, DB 2022, 172, 183.

⁵⁷⁸ ISS, Proxy Voting Guidelines: Benchmark Policy Recommendations: Central Europe, 2025, S. 30; ISS, International Climate Proxy Voting Guidelines: Policy Recommendations, 2025, S. 36.

⁵⁷⁹ So auch Rieckers, DB 2024, 439, 444.

⁵⁸⁰ Rieckers, DB 2024, 439, 444.

⁵⁸¹ ISS, Proxy Voting Guidelines: Benchmark Policy Recommendations: Central Europe, 2025, S. 30; ISS, International Climate Proxy Voting Guidelines: Policy Recommendations, 2025, S. 36.

⁵⁸² ISS, Proxy Voting Guidelines: Benchmark Policy Recommendations: Central Europe, 2025, S. 31.

Aktionärsantrag aufgrund der inhaltlichen oder zeitlichen Anforderungen unangemessenen Aufwand für die Verwaltung bedeuten, unterstützen ISS diesen ausdrücklich nicht.⁵⁸³

II. Glass Lewis

Glass Lewis hat eine allgemeine Abstimmungsrichtlinie für Kontinentaleuropa⁵⁸⁴ und – im Unterschied zu ISS – eine eigene Abstimmungsrichtlinie für Deutschland⁵⁸⁵, die die kontinentaleuropäische Guideline um nationale Besonderheiten ergänzt. Für Nachhaltigkeitsbelange besteht zudem eine weitere Richtlinie für Shareholder Proposals und ESG-Angelegenheiten⁵⁸⁶ sowie eine speziellere Klima-Abstimmungsrichtlinie.⁵⁸⁷ Glass Lewis trägt durch ihre deutschlandbezogene Richtlinie der dualen Verwaltungsstruktur der deutschen Aktiengesellschaft Rechnung und geht – anders als ISS – eigens auf die Aufsichtsratsbesetzung ein. Für dortige Mitglieder verlangt Glass Lewis ausreichende Expertise in Nachhaltigkeitsbelangen in Übereinstimmung mit dem Grundsatz C.1 des DCGK 2022.⁵⁸⁸ Auch für Vorstandsmitglieder fordert Glass Lewis dementsprechende Kenntnisse.⁵⁸⁹

Bezüglich des Vergütungssystems für den Vorstand empfiehlt Glass Lewis ihren Kunden eine Ablehnung, wenn die Vergütung nicht an die Nachhaltigkeitsperformance der Mitglieder geknüpft ist, wobei dies – wie bei ISS – ausdrücklich auch ökologische Aspekte beinhalten muss.⁵⁹⁰ Die Vorstandsentslastung knüpft Glass Lewis, ebenso wie ISS, sowohl an die Nachhaltigkeitsberichterstattung als auch an das Risikomanagement.⁵⁹¹ Bei Versäumnissen in der nichtfinanziellen Berichterstattung empfiehlt Glass Lewis ihren Kunden, den Vorstand bzw. das zuständige Mitglied nicht zu

⁵⁸³ ISS, Proxy Voting Guidelines: Benchmark Policy Recommendations: Central Europe, 2025, S. 31

⁵⁸⁴ Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Continental Europe, 2025, abrufbar unter www.glasslewis.com [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

⁵⁸⁵ Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Germany, 2025.

⁵⁸⁶ Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Shareholder Proposals & ESG-Related Issues, 2025.

⁵⁸⁷ Glass Lewis, Climate Thematic Voting Policy Guidelines, 2025.

⁵⁸⁸ Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Germany, 2025, S. 19.

⁵⁸⁹ Glass Lewis, Climate Thematic Voting Policy Guidelines, 2025, S. 11.

⁵⁹⁰ Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Germany, 2025, S. 23, S. 47; Climate Thematic Voting Policy Guidelines, 2025, S. 19.

⁵⁹¹ Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Shareholder Proposals & ESG-Related Issues, 2025 S. 32; Climate Thematic Voting Policy Guidelines, 2025, S. 10, S. 13.

entlasten.⁵⁹² Nach Glass Lewis sollen Unternehmen wesentliche Umwelt- und Sozialfaktoren in jeder getroffenen Maßnahme im Hinblick auf das langfristige Aktionärsinteresse (long-term shareholder value) beachten und Klimarisiken evaluieren. Hierzu verlangt Glass Lewis, dass das Unternehmen auf der Science Based Targets initiative (SBTi) basierende Emissionsreduktionsziele verfolgt, die mit dem Pariser Klimaabkommen übereinstimmen.⁵⁹³ Zu diesen Klimarisiken benennt Glass Lewis insbesondere auch Reputationsrisiken infolge von Versäumnissen in Umweltbelangen.⁵⁹⁴

Auch Glass Lewis hat bereits für die Hauptversammlungssaison 2021 festgestellt, dass Say on Climate das dominierende Thema war⁵⁹⁵ und unterstützt diesen Beschlussgegenstand sowohl auf Vorstands- als auch auf Aktionärsinitiative.⁵⁹⁶ Erfolgt dieser auf Vorstandsinitiative, behält sich Glass Lewis eine Ablehnung nur vor, wenn im Vorfeld nicht rechtzeitig ausreichende Informationen publiziert wurden. Der Stimmrechtsberater evaluiert den Klimafahrplan einzelfallbezogen (on a case by case basis), da Best Practices und Standards für diesen jungen Beschlussgegenstand noch nicht bestünden. Glass Lewis stellt zwar ebenfalls inhaltliche Anforderungen an den vorgelegten Klimafahrplan, der auf Vorstandsinitiative vorgelegt wird, allerdings bleiben die Vorgaben vager als bei ISS. Zwar verlangt auch Glass Lewis einen wissenschaftlichen Rahmen für die Angaben, wie die Standards der TCFD oder dem IFRS S2, sowie eine Erörterung der anzugebenden Klimaziele dahingehend, wie Treibhausgasemissionsreduktionen bis zu Net Zero erreicht werden sollen. Dabei untersucht Glass Lewis aber laut eigenen Angaben vordergründig, ob die Reduktionsziele und dessen Veröffentlichung für die Gesellschaft zumutbar sind. Die Abstimmungsrichtlinien enthalten in Bezug auf Say on Climate keine ausdrücklichen Vorgaben zu den einzelnen Scopes.⁵⁹⁷ Generell scheinen jedoch Angaben zu Scope 1- und Scope 2-Emissionen für Glass Lewis ausreichend zu sein, da diese Vorgabe jedenfalls im

⁵⁹² Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Continental Europe, 2025, S. 20, S. 36; Climate Thematic Voting Policy Guidelines, 2025, S. 13.

⁵⁹³ Glass Lewis, Climate Thematic Voting Policy Guidelines, 2025, S. 14.

⁵⁹⁴ Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Continental Europe, 2025, S. 25 f., S. 73 f.

⁵⁹⁵ N.N., Say on Climate Votes: Glass Lewis Overview, Glass Lewis Blog, 27. April 2021.

⁵⁹⁶ Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Shareholder Proposals & ESG-Related Issues, 2025, S. 36.

⁵⁹⁷ Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Shareholder Proposals & ESG-Related Issues, 2025, S.30; Climate Thematic Voting Policy Guidelines, 2025, S. 28.

Rahmen von allgemeinen Management-Proposed ESG Resolutions für Blue Chips und Mid Cap Index-Gesellschaften besteht.⁵⁹⁸ Trotz der – im Vergleich zu ISS – weniger detaillierten Anforderungen an die Klimaziele und den Klimafahrplan der Gesellschaft gibt Glass Lewis für europäische Hauptversammlungen öfter eine negative Stimmrechtsempfehlung gegen einen vorgelegten Klimafahrplan als ISS.⁵⁹⁹

Insbesondere die ESG- und die klimabezogene Abstimmungsrichtlinie sieht zahlreiche Shareholder Proposals vor, die infolge des deutschen Kompetenzgefüges keinen Einschlag in hiesige Tagesordnungen finden können. Beispielhaft zu nennen sind etwa solche Aktionärsvorschläge, mit denen das Unternehmen zu schärferen Emissionsreduktionen, weitergehender Klimaberichtserstattung oder der verstärkten Aufnahme erneuerbarer Energien in die Geschäftsstrategie verpflichtet werden sollen.⁶⁰⁰ Interessant ist insoweit auch das Nuclear Proposal, mit denen Gesellschafter den Ausstieg aus der Atomenergie fordern. Hier argumentiert Glass Lewis, dass es sich um eine Geschäftsführungsmaßnahme (operational matter) handele und Glass Lewis generell gegen Aktionärsvorschläge zu solchen Maßnahmen votiere. Höchstens ein Nuclear Proposal, mit dem ein in der Berichterstattung nachlässiges Unternehmen zu gesteigerter Offenlegung bezüglich seiner nuklearen Tätigkeit verpflichtet werden soll, würde Unterstützung finden.⁶⁰¹ Ausdrücklich stellt sich Glass Lewis zudem gegen Anti-ESG aus Aktionärsreihen und kündigt an, Shareholder Proposals, die ESG-Berichtspflichten oder -Maßnahmen begrenzen wollen, nicht zu unterstützen.⁶⁰²

III. Auswertung des Status Quo

Beide marktbeherrschenden Stimmrechtsberater adressieren seit 2021 an zahlreichen Stellen das Klimaengagement des Unternehmens in ihren

⁵⁹⁸ Glass Lewis, Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Shareholder Proposals & ESG-Related Issues, 2025, S. 36.

⁵⁹⁹ So haben ISS im Jahr 2021 und 2024 gegen keinen Klimafahrplan europäischer Gesellschaften beraten, Glass Lewis in beiden Jahren jeweils gegen einen. Besonders auffällig war das Jahr 2022, in dem ISS für 34 und gegen zwei Klimafahrpläne gestimmt haben, während Glass Lewis für 21 und gegen acht Pläne gestimmt hat; siehe die Auswertung bei Georgeson, European AGM Season Review 2024, S. 16.

⁶⁰⁰ Glass Lewis, Benchmark Policy Guidelines: Shareholder Proposals & ESG-Related Issues, 2025, S. 30 f.; Climate Thematic Voting Policy Guidelines, 2025, S. 27 f.

⁶⁰¹ Glass Lewis, Benchmark Policy Guidelines: Shareholder Proposals & ESG-Related Issues, 2025, S. 37.

⁶⁰² Glass Lewis, Climate Thematic Voting Policy Guidelines, 2025, S. 27.

Abstimmungsrichtlinien. Dies geschieht zum einen in klassischen Beschlussgegenständen, wie der Vorstandsvergütung oder der -entlastung. Dort bleiben ihre Richtlinien jedoch auf einem pauschalen Niveau, z. B. indem sie ökologische Vergütungsparameter verlangen, ohne genauere Maßstäbe für diese zu setzen. Damit bleiben ISS hinter den Forderungen der IIGCC zurück, die im bereits erwähnten offenen Brief aus dem Jahr 2023 diverse Anforderungen an den Stimmrechtsberater gestellt hatten.⁶⁰³ Ebenso werden keine genaueren Anforderungen an das Risikomanagementsystem des Vorstandes aufgestellt. Auch die von Aufsichtsräten geforderte ESG-Expertise wird nicht genauer erörtert. Das gilt insbesondere für ISS, die den Besonderheiten des deutschen Rechts – anders als Glass Lewis – nicht mit einer regionalen Richtlinie Rechnung tragen und dadurch keinen Verweis auf den DCGK vornehmen.

Zum anderen machen die beiden Stimmrechtsberater auch im Hinblick auf Say on Climate diverse Vorgaben. Die Anforderungen an den vorgelegten Klimafahrplan sind strenger, wenn er als Beschlussgegenstand auf Initiative des Vorstandes auf die Tagesordnung gesetzt wird. Da *de lege lata* ohnehin nur der Vorstand deutscher Gesellschaften über § 119 Abs. 2 AktG ein Say on Climate initiieren kann, bieten die Abstimmungsrichtlinien dadurch derweil einen adäquaten Rahmen für die Überprüfung der Klimaziele und -angaben sowie der Implementierung externer Vorstellungen von Klimaschutz und Klimaresilienz des Unternehmens. So verlangen ISS bereits jetzt die Angabe von Treibhausgasemissionsreduktionszielen in den Scopes 1 bis 3 und gehen damit über die von Weller auf dem diesjährigen 74. DJT vorgestellten Anforderungen für die Klimaneutralität hinaus, die lediglich Reduktionen der Scope 1- und Scope 2-Emissionen verlangen.⁶⁰⁴ Auch stellen ISS dem deutschen Recht unbekannte Offenlegungspflichten an die Vereinbarkeit von Lobbyaktivitäten und der Klimastrategie des Unternehmens auf und verdichten damit im deutschen Raum die Anforderungen an die Nachhaltigkeitsberichterstattung. Das ist besonders beachtlich, nachdem in Deutschland jüngst gerichtlich festgestellt wurde, dass Aktionäre diese Verdichtung nicht selbst über eine Festlegung in der Satzung erreichen können.⁶⁰⁵ Die Anforderungen an die Klimaziele und den Climate Transition Plan des Unternehmens

⁶⁰³ Siehe Erster Teil, C.III.

⁶⁰⁴ Weller, Gutachten F zum 74. Deutschen Juristentag, 2024, F52 f., stellt für die Klimaneutralität einer Gesellschaft allein auf Scope 1- und Scope 2- Emissionen ab.

⁶⁰⁵ OLG Braunschweig NZG 2023, 1504 Rn. 34 ff.; siehe auch Zweiter Teil, B.I.6.

fallen bei ISS und Glass Lewis zwar unterschiedlich detailliert aus. Gemein ist ihnen jedoch der Vorbehalt einer jeweilige Einzelfallbeurteilung des Klimafahrplans und dessen Umsetzung. Die offenen Formulierungen bieten zahlreiche Auslegungs- und Ermessensspielräume, die der Stimmrechtsberater im Sinne eines engagierten Nachhaltigkeitsbewusstseins nutzen kann.

IV. Intensivierungsmöglichkeiten

Im Hinblick auf diese Ermessensspielräume stellt sich die Frage nach einer weiteren Intensivierung des Klimaengagements in den Abstimmungsrichtlinien. Angesichts des im deutschen Recht noch nicht reglementierten Instruments des Say on Climate könnten die Stimmrechtsberater stärker von ihrer faktisch normsetzenden Kompetenz profitieren und noch über bisherige Vorgaben in den Abstimmungsrichtlinien hinausgehen. Die Richtlinien könnten z. B. einen regelmäßigen Say on Climate auf Vorstandsinitiative als Standard ansehen und dementsprechend die Vorlage eines Klimatransformationsplans i. S. d. Art. 22 CSDDD verlangen, bevor diese Pflicht in nationales Recht umgesetzt wurde. Über die CSDDD hinaus könnten Stimmrechtsberater einen Say on Climate für den Vorstand als einmal jährlich verpflichtend ansehen und damit „überobligatorische“, mithin über gesetzliche Vorgaben hinausgehende, Anforderungen an das Unternehmen stellen. Der Internationalität der Abstimmungsrichtlinien ist geschuldet, dass die Richtlinien teilweise schon jetzt über (deutsche und europäische) gesetzliche Anforderungen hinausgehende Vorgaben enthalten, wie etwa die Empfehlung einer Say on Climate-Initiierung des Vorstandes sowie der Offenlegung und Reduzierung der Treibhausgasemissionen in den Scopes 1 bis 3.

Kommt die Verwaltung diesen Anforderungen nicht nach, könnte neben der Missbilligung des Klimafahrplans auch eine verweigerte Entlastung drohen.⁶⁰⁶ Ebenso wäre es dem Stimmrechtsberater möglich, inhaltliche Vorgaben an den Klimatransitionsplan stellen,⁶⁰⁷ um Greenwashing entgegenzuwirken und dem konsultativen Charakter des Beschlusses mehr

⁶⁰⁶ In diese Richtung auch *Vetter*, AG 2023, 564, 565.

⁶⁰⁷ *Merkner/Schulenburg/Elixmann*, AG 2024, 257 Rn. 28.

Verbindlichkeit zu verleihen.⁶⁰⁸ In diesem Rahmen bietet sich insbesondere die regionale Abstimmungsrichtlinie für Deutschland der Glass Lewis an, die Net Zero nicht – wie bisher – bis 2050 verlangen könnte, sondern in Übereinstimmung mit § 3 Abs. 2 KSG die Netto-Treibhausgasneutralität bereits bis 2045 und darüber hinausgehend sogar negative Treibhausgasemissionen. Auch für ISS böte sich eine Richtlinie speziell für Deutschland an, um solchen regionalen Gegebenheiten Rechnung zu tragen und dem Vorwurf der One size fits it all-Empfehlung entgegenzuwirken.

Ebenso sollten die Stimmrechtsberater jährliche Zielgrößen zur Verringerung nicht nur der Netto-, sondern der Brutto-Treibhausgasemissionen vorsehen und damit auch hier „überobligatorischen“, mithin über gesetzliche Vorgaben hinausgehenden, Klimaschutz verlangen.⁶⁰⁹ So könnten Stimmrechtsberater eine augenscheinlich verbesserte Klimabilanz des Unternehmens aufgrund von CO₂-Kompensationen trotzdem mit einer ablehnenden Stimmrechtsempfehlung abstrafen, wenn das Unternehmen seine Treibhausgasemissionen nicht nur kompensieren, sondern gänzlich einsparen könnte. In die gleiche Richtung schlägt auch die Möglichkeit, dass Stimmrechtsberater nicht jede Art der Treibhausgasreduzierung billigen müssen. So hat beispielsweise die Stromgewinnung aus Atomenergie geringe Klimaeffekte, gleichsam wird sie aufgrund des ungelösten Endlagerproblems nicht als nachhaltig anzusehen sein.⁶¹⁰ Aufgrund der Präzisierung mithilfe von Abstimmungsrichtlinien könnte dem Inhalt der geforderten Nachhaltigkeit praktisch mehr Kontur verliehen werden.

Ferner böte sich an, eine externe Bewertung des Klimafahrplans in den Richtlinien vorauszusetzen, bevor dieser der Hauptversammlung vorgelegt wird.⁶¹¹ Je sorgsamer Stimmrechtsberater den Klimafahrplan anhand ihrer Abstimmungsrichtlinien überprüfen, desto eher kann ihre Leistung zudem zu einem Spill over-Effekt führen: Indem ihre *De facto*-Standards zu mehr

⁶⁰⁸ *Fleischer/Hülse*, DB 2023, 44, 53; es wird teilweise bemängelt, dass der Say on Climate nur eine Ergänzung der Entscheidungsprozedur sei, aber keinen Einfluss auf das Entscheidungsergebnis der Verwaltung nähme, *Harnos*, AG 2024, S28 Rn. 154. Indem Stimmrechtsberater durch ihre Abstimmungsrichtlinien inhaltliche Vorgaben an den Klimafahrplan anlegen, wird das Entscheidungsergebnis jedoch mitbestimmt.

⁶⁰⁹ In diese Richtung auch *Rodi*, KlimR 2022, 207, 211, nach dem private Standards staatliche Mindestansätze übertreffen können.

⁶¹⁰ Siehe zu diesem Streit auch *Schön*, ZfPW 2022, 207, 243. Das Atomkraft-Beispiel wird auch herangezogen, um zu demonstrieren, dass Nachhaltigkeit kaum fassbar sei, *Koch*, AG 2023, 553 Rn. 35.

⁶¹¹ Zur externen Bewertung *Vetter*, AG 2023, 564, 566.

Vergleichbarkeit unter den Klimafahrplänen der Gesellschaften führen, birgt die Nichtbeachtung der Anforderungen in den Abstimmungsrichtlinien öffentliche Reputationsrisiken,⁶¹² die Unternehmen aufgrund der Wettbewerbssituation zu mehr Klimaschutz animieren.

Es lässt sich damit zusammenfassen, dass die Abstimmungsrichtlinien der ISS und der Glass Lewis nach derzeitigem Stand aufgrund der Auslegungs- und Ermessensspielräume durchaus die Möglichkeit bieten, engagierten Klimaschutz zu betreiben. Um den faktischen Einfluss als Normsetzer zu nutzen, bietet sich jedoch die Konkretisierung insbesondere der Anforderungen an den Klimafahrplan und der Modalitäten des Say on Climate an, um das Ermessen, das sich Stimmrechtsberater für die Einzelfallbewertungen vorbehalten, in verbindlichere Richtungen vorzugeben.

C. Zwischenergebnis zum Dritten Teil

Stimmrechtsberater können den Klimaschutz über rechtliche Möglichkeiten nur bedingt in den Publikumsgesellschaften verstärken, da sie hierzu auf die Initiative aktivistischer Aktionäre angewiesen sind. Während sich ihr Einfluss in einer positiven oder negativen Empfehlung in Bezug auf einen Tagesordnungspunkt der Gesellschaft beschränkt, können sie über ein Say on Climate immerhin gezielt ihre Klimapolitik quittieren. Infolge steigenden Sustainable Shareholder Activism steigt dadurch der Spielraum für klimabezogene Empfehlungen der Stimmrechtsberater.

Der faktische Einfluss der Stimmrechtsberater ist hingegen deutlich bedeutsamer. Infolge der Kundenkonzentration in der Hand der beiden Duopolisten und der Unterstützung aktivistischer Kampagnen durch veröffentlichte Stimmrechtsempfehlungen können diese nachhaltigkeitsbewussten Gegenanträgen und Ergänzungsverlangen die nötigen Mehrheiten verschaffen. Das größte Einflusspotenzial haben jedoch die veröffentlichten Abstimmungsrichtlinien der Duopolisten. Ihre momentane Gestaltung bietet bereits jetzt die Chance zur Umsetzung eines engagierten Klimaschutzes über eine klimabewusste Einzelfallanwendung der Abstimmungsrichtlinien in Bezug auf die „klassischen“ Beschlussgegenstände. Eine Änderung der bestehenden Abstimmungsrichtlinien ist für eine Verschärfung des geforderten

⁶¹² Vetter, AG 2023, 564, 571.

Klimaschutzes zumindest für die „klassischen“ Beschlussgegenstände aufgrund der Auslegungsmöglichkeiten der Abstimmungsrichtlinien kaum erforderlich.

Dies gilt grundsätzlich auch für den Beschlussgegenstand des Say on Climate, allerdings könnten die Stimmrechtsberater hier durchaus weitere Konkretisierungen vornehmen, um als faktische Normsetzer dem Klimaschutz und der Klimatransition weitere Konturen zu verleihen und sich auch selbst deutlicher an ein Klimaengagement zu binden.

Vierter Teil: Schranken und Haftungsrisiken der klimaengagierten Stimmrechtsberatung

Stimmrechtsberater können bereits jetzt auf Grundlage ihrer Abstimmungsrichtlinien einen sehr engagierten, teilweise überobligatorischen Klimaschutz verfolgen. Die Untersuchung hat aber gezeigt, dass sie als faktische Normgeber über eine Konkretisierung der Richtlinien noch weitergehendes Klimaengagement fordern könnten. In der Folge stellt sich jedoch die Frage, ob die Proxy Advisors in derartigen Bestrebungen Schranken widerfahren, insbesondere wenn sie Maßnahmen von Unternehmen verlangen, die über das gesetzlich vorgeschriebene Maß hinausgehen. In Anbetracht dessen sind zunächst mögliche Schranken zu untersuchen, die Stimmrechtsberatern bezüglich einer klimafreundlichen Aktionärsberatung begegnen könnten (A.). Anschließend stellt sich die Frage nach möglichen Haftungsrisiken für die Stimmrechtsberater, die ihnen im Falle einer ggfs. sogar überobligatorisch klimaschützenden Beratung von Aktionären erwachsen könnten (B.).

A. Schranken der klimaengagierten Stimmrechtsberatung

Zur Beleuchtung einer effektiven, klimaengagierten Stimmrechtsberatung ist zunächst zu untersuchen, ob und wo dem Stimmrechtsberater diesbezügliche Grenzen gesetzt sind.⁶¹³ Denkbar sind hier aktienrechtliche (I.) und kapitalmarktrechtliche Schranken (II.).

I. Aktienrechtliche Schranken

Aktienrechtliche Schranken könnten sich aus den §§ 134a ff. AktG ergeben (1.), aber ebenso aus dem informationellen Gleichbehandlungsgrundsatz (2.), dem DCGK (3.) oder einer möglichen Verschwiegenheitspflicht (4.).

⁶¹³ Die hiesige Arbeit beleuchtet Schranken, die die klimaschützende Stimmrechtsberatung erfahren könnte. Schranken der Stimmrechtsberatung im Allgemeinen (Kartellrecht, Bankenrecht, Gewerberecht) werden hier aufgrund des Untersuchungsgegenstandes nicht dargestellt. Diesbezüglich sei auf die Abhandlung von *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 155 ff. verwiesen.

1. §§ 134a ff. AktG

Mit der ARRL II wurde die Stimmrechtsberatung in Europa erstmalig ausdrücklich geregelt.⁶¹⁴ Infolge ihrer Umsetzung wird der Stimmrechtsberater nunmehr in den §§ 134a ff. AktG auch in Deutschland eigens adressiert.⁶¹⁵ Um prüfen zu können, ob diese Normen einer klimaengagierten Stimmrechtsberatung Schranken setzen, stellt sich die Frage nach der räumlichen Anwendbarkeit auf die US-amerikanischen Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis (a.). Im Anschluss ist zu erarbeiten, ob der auf Grundlage des § 134d Abs. 1 AktG erarbeitete Kodex Schranken enthält (b.), wie sich die Veröffentlichungspflicht des § 134d Abs. 2 AktG auf die klimafreundliche Beratung auswirkt (c.) und welche Beschränkungen sich aus § 135 AktG ergeben können (d.).

a. Räumlicher Anwendungsbereich (§ 134a Abs. 2 Nr. 3 AktG)

Um der Stimmrechtsberatung Schranken setzen zu können, müssten die in § 134b bis § 135 AktG normierten Pflichten überhaupt auf die marktdominierenden Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis Anwendung finden. § 134a Abs. 2 AktG bestimmt, dass die §§ 134b bis 135 AktG nur dann anwendbar sind, soweit die Stimmrechtsberater insb. Art. 1 Abs. 2 lit. b der Aktionärsrechterichtlinie (ARRL) unterfallen. Gemäß Art. 1 Abs. 2 lit. b ARRL ist für den Stimmrechtsberater der EU-Mitgliedstaat zuständig, in dem der Stimmrechtsberater seinen Sitz hat. Hat er keinen Sitz in einem EU-Mitgliedstaat bzw. EWR-Vertragsstaat, ist der EU-/EWR-Staat seiner Hauptverwaltung zuständig. Existiert weder ein Sitz noch eine Hauptverwaltung in einem EU- oder EWR-Staat, ist der EU-/EWR-Staat der Niederlassung zuständig.⁶¹⁶ Kollisionsrechtlich bieten der Sitz, die Hauptverwaltung und die Niederlassung damit drei hierarchisch abgestufte Anknüpfungstatbestände, um sicherzustellen, dass nur ein Mitgliedstaat innerhalb der Europäischen Union bzw. des EWR zuständig ist.⁶¹⁷ Die §§ 134b bis 135 AktG sind damit von

⁶¹⁴ ARRL II, Erwägungsgründe 25 ff.; siehe auch *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 112.

⁶¹⁵ ARRL II, Erwägungsgründe 25 ff.; Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 33.

⁶¹⁶ *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 34; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134a Rn. 16.

⁶¹⁷ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 100; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134a Rn. 35; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134a Rn. 40 f.

vornherein nur dann nicht anwendbar, wenn ein Stimmrechtsberater ohne Niederlassung aus einem Drittstaat heraus operiert.⁶¹⁸

Im europarechtlichen Kontext sind die drei Anknüpfungstatbestände autonom auszulegen. Der Sitz einer Gesellschaft ist dabei in erster Linie der Ort des satzungsmäßigen Sitzes (Registered Office), alternativ gilt der Ort der Hauptverwaltung (Headquarters).⁶¹⁹ Während an einem satzungsmäßigen Sitz keine Verwaltungs- bzw. Geschäftstätigkeit erfolgen muss,⁶²⁰ erfolgt an einer Hauptverwaltung die maßgebliche Tätigkeit des Unternehmens.⁶²¹ ISS und Glass Lewis sind nach US-amerikanischem Recht gegründete Unternehmen, die von dort aus zwar weltweit agieren, allerdings liegen die Headquarters der beiden in den USA, von denen aus die maßgebliche Geschäftstätigkeit erfolgt.⁶²² Sie sind damit ohne Sitz und ohne Hauptverwaltung in der EU bzw. im EWR.

Es stellt sich aber die Frage, ob sie in Deutschland nicht jeweils eine Niederlassung unterhalten. Der Begriff der Niederlassung ist ebenfalls autonom auszulegen.⁶²³ In Anlehnung an die Rechtsprechung des EuGH zum Begriff der Niederlassung in Art. 7 Nr. 5 Brüssel Ia-VO umfasst der Begriff den „Mittelpunkt geschäftlicher Tätigkeit [...], der auf Dauer als Außenstelle eines Stammhauses hervortritt, eine Geschäftsführung hat und sachlich so ausgestattet ist, dass er in der Weise Geschäfte mit Dritten betreiben kann, dass diese, obgleich sie wissen, dass möglicherweise ein Rechtsverhältnis mit dem im Ausland ansässigen Stammhaus begründet wird, sich nicht unmittelbar an dieses zu wenden brauchen, sondern Geschäfte am Mittelpunkt geschäftlicher Tätigkeit abschließen können, der dessen Außenstelle ist“.⁶²⁴ Glass Lewis hält in Deutschland die rechtlich selbständige Tochtergesellschaft IVOX Glass Lewis GmbH.⁶²⁵ Sie ist als Niederlassung im europäischen Sinne zu

⁶¹⁸ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 100; Koch, in: ders., AktG, § 134a Rn. 6; Rieckers, in: BeckOGK AktG, § 134a Rn. 41; Schockenhoff/Nußbaum, ZGR 2019, 163, 177.

⁶¹⁹ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 100; vgl. auch Art. 63 Abs. 1 Brüssel Ia-Verordnung.

⁶²⁰ BGH NJW-RR 2018, 290 Rn. 19; Schmidt, in: Anders/Gehle, ZPO, Art. 63 Brüssel Ia-VO Rn. 2.

⁶²¹ Schmidt, in: Anders/Gehle, ZPO, Art. 63 Brüssel Ia-VO Rn. 2.

⁶²² So gibt Glass Lewis in seinen Kontaktdaten an, dass ihre Headquarters in Kalifornien, USA, liegen, abrufbar unter <https://www.glasslewis.com/contact-us/>. ISS benennt ihre Headquarters in den Kontaktdaten in Maryland, USA, abrufbar unter <https://www.iss-corporate.com/contact/> [jeweils zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

⁶²³ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 156.

⁶²⁴ EuGH – C-33/78, ECLI:EU:C1978:205 Rn. 12 – Somafer/Saar-Ferngas.

⁶²⁵ <https://www.glasslewis.com/contact-us/> → Office Locations → Europe → Germany → IVOX Glass Lewis.

qualifizieren, da Kunden mit ihr als eingetragener und selbständiger Gesellschaft die Verträge abschließen können oder sie zumindest für die Vertragserfüllung verantwortlich ist.⁶²⁶ ISS hingegen betreiben zwei Büros in Berlin und München,⁶²⁷ die – soweit nachvollziehbar – keine eigenständigen Tochtergesellschaften sind.⁶²⁸ Der Unterschied zwischen einer Tochtergesellschaft und einer Niederlassung besteht darin, dass eine Tochtergesellschaft eine eigene Rechtspersönlichkeit hat.⁶²⁹ Es dürfte dennoch davon auszugehen sein, dass die Büros in Berlin und München ein Management haben und auch für einen Geschäftsbetrieb mit Dritten ausgestattet sind. Sie sind daher als Niederlassungen im europarechtlichen Sinne anzusehen.⁶³⁰

Die beiden großen Stimmrechtsberater haben damit jeweils eine Niederlassung in Deutschland.⁶³¹ Andere Stimmrechtsberater mit Sitz in Drittstaaten ohne eine Niederlassung im EU- oder EWR-Raum fallen hingegen nicht unter die §§ 134a ff. AktG.⁶³² In Anbetracht der Marktdominanz durch ISS und Glass Lewis ist dieser Umstand jedoch zu vernachlässigen.⁶³³ Die §§ 134a ff. AktG sind damit auf ISS und Glass Lewis, mithin auf knapp 90 Prozent der Stimmrechtsberaterbranche,⁶³⁴ anwendbar. Sollten sie Schranken für eine klimabewusstere Stimmrechtsberatung aufstellen, wäre dies signifikant. Im Folgenden sollen die Normen daher auf mögliche Schranken untersucht werden.

⁶²⁶ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 156; in diese Richtung auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 161.

⁶²⁷ <https://www.issgovernance.com/contact/contact-us/> -> Office Locations -> EMEA -> Berlin, Munich.

⁶²⁸ Eine Handelsregisterabfrage zu den von ISS angegebenen Örtlichkeiten ihrer deutschen Büros hat keine Treffer ergeben, die eindeutig mit ISS in Verbindung gebracht werden könnten.

⁶²⁹ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 166; *Krafka*, in: MüKoHGB, § 13 Rn. 16; *Wamer*, in: Henssler/Strohn, HGB, § 13 Rn. 6.

⁶³⁰ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 157, der jedoch danach unterscheidet, ob sich ein Investor wegen einer Beteiligung an einer deutschen Emittenten an ISS wendet oder infolge eines internationalen Portfolios, für das ISS den Anleger gesamtheitlich berät. Ohne diese Unterscheidung hingegen *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 394.

⁶³¹ *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 177.

⁶³² *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134a Rn. 41; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 395; zur Behandlung von aus Drittstaaten operierenden Stimmrechtsberatern siehe *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134a Rn. 8.

⁶³³ *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134a Rn. 16; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 177; *Koch*, BKR 2020, 1, 4.

⁶³⁴ Siehe bereits Einleitung, A.

b. Schranken durch Kodex (§ 134d Abs. 1 AktG)

Die in der ARRL II vorgesehene Regulierung der Stimmrechtsberater beschränkt sich auf eine Selbstregulierung.⁶³⁵ Art. 3j Abs. 1 ARRL II sieht insofern die Sicherstellung durch die Mitgliedstaaten vor, dass die Stimmrechtsberater öffentlich Bezug auf einen Verhaltenskodex nehmen. In der Folge wurde durch das ARUG II die jährliche Erklärungspflicht der Stimmrechtsberater in § 134d Abs. 1 AktG eingefügt.⁶³⁶ Hiernach müssen Stimmrechtsberater erklären, dass sie den Vorgaben eines Verhaltenskodex ihrer Wahl entsprochen haben oder, wenn sie ihm nicht entsprochen haben, die Gründe erläutern, warum sie von ihm abgewichen sind und welche Maßnahmen sie stattdessen getroffen haben (Comply or explain-Grundsatz).⁶³⁷ Diese Informationen sind gemäß § 134d Abs. 3 AktG auf der Internetseite des Stimmrechtsberaters zu veröffentlichen und jährlich zu aktualisieren.⁶³⁸ Die Gesetzesbegründung benennt beispielhaft die Best Practice Principles for Shareholder Voting Research (BPP) als geeigneten Kodex.⁶³⁹

In diesem Sinne beziehen sich die branchenführenden Stimmrechtsberater im Rahmen ihrer Offenlegungspflichten auf die BPP.⁶⁴⁰ Dieser Umstand folgt nicht nur aus der legislativen Bezugnahme auf die BPP in der Gesetzesbegründung, sondern auch aus der Entstehungsgeschichte der BPP. Im Jahr 2013 veröffentlichte die ESMA einen Bericht, in dem sie die Struktur und Methoden der Stimmrechtsberatung in den europäischen Kapitalmärkten analysierte. Sie kam darin zu dem Ergebnis, dass zwar keine zwingende Regulierung der Stimmrechtsberatung auf europäischer Ebene notwendig sei, aber die Stimmrechtsberater zum Zwecke der Transparenz und Offenlegung dazu aufgefordert werden müssten, sich selbst einen Verhaltenskodex zu geben.⁶⁴¹ In der Folge stellten die Stimmrechtsberater Glass Lewis, ISS, IVOX,

⁶³⁵ Zur Historie der Regulierung von Stimmrechtsberatern auf europäischer Ebene seit dem Grünbuch im Jahr 2011 bis zur Änderung der ARRL siehe *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134a Rn. 2 ff.

⁶³⁶ ARUG II, BGBl. I 2019 S. 2637, S. 2644.

⁶³⁷ *Koch*, in: ders., AktG, § 134d Rn. 5.; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 15; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134d Rn. 1 ff.

⁶³⁸ *Krebs*, in: Hölter/Weber, AktG, § 134d Rn. 5.

⁶³⁹ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 105; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 11; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 6.

⁶⁴⁰ *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 2; *Zetsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 97; *Schmidt*, NZG 2018, 1201, 1219.

⁶⁴¹ ESMA, Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, ESMA/2013/84, 2013, S. 27; siehe dazu *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 112.

Manifest, PIRC und Proxinvest ohne staatliche Beteiligung unter Leitung von Zetzsche (die sog. Best Practice Principles Group) die BPP auf.⁶⁴²

Von den heutigen BPP erfasst wird sowohl die Abgabe konkreter Stimmrechtsempfehlungen sowie alle Leistungen, die im Hinblick auf die Hauptversammlung mit dem Inhalt der Stimmabgabe zusammenhängen.⁶⁴³ Die BPP wiederum werden durch Leitlinien (sog. Guidance) konkretisiert, in denen einzelne Maßnahmen zur besseren Umsetzung der Principles erklärt werden.⁶⁴⁴ Im Folgenden sollen die BPP mit Fokus auf möglichen Auswirkungen für eine klimabewusste Stimmrechtsberatung dargestellt werden. Die BPP bestehen aus drei Principles. Principle One sichert die Qualität der Stimmrechtsberaterleistung. Principle Two sieht die Vermeidung von Interessenskonflikten vor; Principle Three bezieht sich auf das Kommunikationsmanagement des Stimmrechtsberaters und mithin die Art und Weise, wie er dem Kunden gegenüber seine Rechercheergebnisse und Analysen präsentiert.⁶⁴⁵

Im Lichte des Klimaschutzes ist vor allem Principle One der BPP von Bedeutung. Dieses sichert die sog. Service Quality. Nach diesem Prinzip sollen Stimmrechtsberater nur solche Leistungen anbieten, die sie in Übereinstimmung mit den Kundenvorstellungen erbringen können.⁶⁴⁶ Die Guidance zum ersten Principle erläutert dessen Inhalt dahingehend, dass Stimmrechtsberater jede zumutbare Anstrengung unternehmen müssen, unabhängige und von sachfremden Erwägungen freie Recherchen und Analysen zu liefern.⁶⁴⁷ Der Kunde wird zum ultimativen und legitimen „Richter“ über die Qualität der Abstimmungsempfehlung berufen.⁶⁴⁸ Zur Qualitätssicherung muss die Recherche und Analyse auf zutreffenden Informationen beruhen.⁶⁴⁹ Dazu müssen Stimmrechtsberater mittels Kontrollsysteme, die zur Verfügung stehenden Informationen auf ihre Zuverlässigkeit überprüfen.⁶⁵⁰ Recherchen und Informationen müssen zudem von geeignetem Personal geprüft werden.⁶⁵¹ Dazu muss ein adäquates Verifikationssystem instauriert werden

⁶⁴² Zetzsche/Preiner, AG 2014, 685 ff.

⁶⁴³ BPP, S. 9; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 115; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 101.

⁶⁴⁴ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 115.

⁶⁴⁵ BPP, 2019, S. 10 f.

⁶⁴⁶ BPP, 2019, S. 10; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 116.

⁶⁴⁷ BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 16, Ziff. 1. a).

⁶⁴⁸ BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 16, Ziff. 2. a).

⁶⁴⁹ BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 16, Ziff. 3 a).

⁶⁵⁰ BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 16, Ziff. 3 c).

⁶⁵¹ BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 16, Ziff. 3 a).

(z. B. IT-basierter Schlüssigkeitstest, Vier-Augen-Prinzip, Überprüfung durch einen Senior Analyst, durch ein Governance Committee oder durch einen anderen geeigneten Verantwortlichen).⁶⁵² Auch von einem Emittenten veröffentlichte Daten sind zu überprüfen.⁶⁵³ Die zugrunde gelegten Daten müssen dem Kunden gegenüber durch Abspeicherung (sofern zulässig) nachweisbar sein;⁶⁵⁴ ebenso ist dem Kunden die Verlässlichkeit der Ergebnisse nachzuweisen, was nicht nur eine Erläuterung der Analyse beinhaltet, sondern ebenso die Offenlegung der verwendeten Informationsquellen.⁶⁵⁵ Im Falle nachträglich bekannt werdender Fehler bei der Recherche oder Analyse müssen diese dem Kunden unverzüglich mitgeteilt werden.⁶⁵⁶ Auch bezüglich der Recherchemethoden machen die BPP den unterzeichneten Stimmrechtsberatern Vorgaben. So sind Stimmrechtsberater dazu angehalten, die Methoden und Modelle, die sie zur Recherche anwenden, offenzulegen. Dabei müssen sie, sofern sie nationale Gegebenheiten berücksichtigen, auch diesen Umstand offenlegen und erläutern, wie sie dies tun.⁶⁵⁷ Ebenso tragen Stimmrechtsberater die Verantwortung für die Qualifikation und Schulung ihrer Mitarbeitenden. Dazu müssen sie geeignete Schulungs- und Trainingsmaßnahmen bereithalten, um die fachliche Eignung ihres Personals für die spezifischen Recherche- und Analysetätigkeiten zu gewährleisten.⁶⁵⁸

Ein Verstoß gegen die BPP impliziert allerdings keine rechtlichen Konsequenzen. Allein ein Verstoß gegen die dreijährige Veröffentlichungs- und Aktualisierungspflicht der Erklärung nach § 134d Abs. 3 AktG stellt eine Ordnungswidrigkeit dar und ist gemäß § 405 Abs. 2a Nr. 10 AktG mit bis zu 25.000 EUR bußgeldbelegt.⁶⁵⁹ Damit setzen die BPP der klimaambitionierten Stimmrechtsberatung an sich keine Grenzen. Sie geben allerdings hinsichtlich der Qualität der zugrunde liegenden Informationsgewinnung, Recherche und Analyse einen Mindeststandard vor, der von den Stimmrechtsberatern zwar nicht zwingend eingehalten werden muss, aber doch aufgrund des *Comply or Explain*-Ansatzes verfolgt werden sollte, um infolge der Veröffentlichung

⁶⁵² BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 17, Ziff. 3 f).

⁶⁵³ BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 17, Ziff. 3 f), wobei jedoch Stimmrechtsberater nicht für die vom Emittenten veröffentlichten Daten verantwortlich sind (Ziff. 3 d)).

⁶⁵⁴ BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 17, Ziff. 3 e).

⁶⁵⁵ BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 17, Ziff. 3 g).

⁶⁵⁶ BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 17, Ziff. 3 h).

⁶⁵⁷ BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 17, Ziff. 4 a) S. 2.

⁶⁵⁸ BPP, Principle One Guidance, 2019, S. 19, Ziff. 6.

⁶⁵⁹ *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 394.

keinen Reputationsschaden und damit einhergehende Kundenverluste zu riskieren.⁶⁶⁰

c. Veröffentlichungspflichten (§ 134d Abs. 2 AktG)

Nachdem Stimmrechtsberater oftmals aufgrund mangelnder Transparenz bezüglich der verwendeten Methodik und Modelle bei der Erstellung ihrer Empfehlungen kritisiert wurden,⁶⁶¹ sieht § 134d Abs. 2 AktG in Umsetzung der Vorgaben der ARRL II diverse Veröffentlichungspflichten der Stimmrechtsberater vor. Anders als bei der Entsprechenserklärung zu einem Verhaltenskodex nach § 134d Abs. 1 AktG handelt es sich bei den Offenlegungspflichten nach § 134d Abs. 2 AktG um zwingendes Recht, von dem nicht über den Comply or explain-Grundsatz abgewichen werden kann.⁶⁶² Folglich sind Stimmrechtsberater rechtlich dazu verpflichtet, die in § 134d Abs. 1 Nr. 1 bis Nr. 6 AktG abschließend aufgezählten Informationen zu veröffentlichen.⁶⁶³

Die Stimmrechtsberater müssen jährlich (§ 134d Abs. 3 AktG) Informationen veröffentlichen zu den wesentlichen Merkmalen der eingesetzten Methoden und Modelle sowie ihren Hauptinformationsquellen (Nr. 1), zu Informationen über die Verfahren ihrer Qualitätssicherung und Vermeidung und Behandlung von Interessenkonflikten (Nr. 2), zur Qualifikation ihrer Mitarbeitenden (Nr. 3), zur Art und Weise, wie nationale Marktbedingungen nebst rechtlicher, regulatorischer und unternehmensspezifischer Bedingungen berücksichtigt werden (Nr. 4), zu den wesentlichen Merkmalen der verfolgten Stimmrechtspolitik für die einzelnen Märkte (Nr. 5) und dazu, wie und wie oft das Gespräch mit den betroffenen Gesellschaften und deren Interessenträgern gesucht wird (Nr. 6).⁶⁶⁴

Für den deutschen Markt ist insbesondere Nr. 4 bedeutsam, um Stimmrechtsberater zu individuellen, auf das einzelne Unternehmen

⁶⁶⁰ Die Veröffentlichungspflichten sollen über eine gesteigerte Transparenz das Verhalten der Stimmrechtsberater indirekt steuern, Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 105; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134d Rn. 3; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 176.

⁶⁶¹ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 114; ESMA, Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, ESMA/2013/, 19. Februar 2013, S. 18.

⁶⁶² *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 17; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134d Rn. 6.

⁶⁶³ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 17; *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 16 ff.; *Hoffmann-Becking*, in: MHdB GesR IV, § 39 Rn. 7.

⁶⁶⁴ Ausführlich zu den einzelnen Offenlegungspflichten *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 21 ff.

zugeschnittenen Stimmempfehlungen zu animieren und dadurch einem One size fits it all-Modell der Stimmempfehlung entgegenzuwirken.⁶⁶⁵ Auch im Klimaschutzkontext ist diese Veröffentlichungspflicht über die Art und Weise, wie rechtliche, regulatorische und unternehmensspezifische Bedingungen bei der Erstellung der Stimmrechtsempfehlungen berücksichtigt werden, von herausragender Bedeutung. Das bedeutet nicht nur, dass der Stimmrechtsberater die Nachhaltigkeitsberichte der einzelnen Aktiengesellschaften analysieren und – sofern möglich – verifizieren muss. Mit Blick auf die deutsche Gesetzgebung ist vor allem zu berücksichtigen, dass der Say on Climate-Beschluss bisher keine eigene gesetzliche Grundlage findet. Die nach § 134d Abs. 2 Nr. 4 AktG veröffentlichten Informationen müssen abbilden, wie der Stimmrechtsberater derartige klimaschutzrechtliche und unternehmensspezifische Besonderheiten berücksichtigt.

Wie auch für § 134d Abs. 1 AktG sieht § 134d Abs. 3 AktG eine Veröffentlichungs- und Aktualisierungspflicht für die nach § 134d Abs. 2 AktG offenzulegenden Informationen vor. Bußgeldbewährt ist eine fehlende, nicht richtige oder verspätete Information (§ 405 Abs. 2a Nr. 10 AktG).⁶⁶⁶ Damit richten die Offenlegungspflichten zwar formelle Anforderungen an die Tätigkeit der Stimmrechtsberatung, ohne jedoch materielle Vorgaben zu machen.⁶⁶⁷ Dementsprechend kann auch § 134d Abs. 2 AktG allein als indirekte Verhaltenssteuerung des Stimmrechtsberater mittels Transparenzpflichten gesehen werden,⁶⁶⁸ die der klimabewussten Stimmrechtsberatung keine Schranken setzt, sondern ihr vielmehr durch Vorgabe eines gewissen Qualitätsmaß im Hinblick auf „Professionalität und Zuverlässigkeit“⁶⁶⁹ der Beratung zuträglich ist.

⁶⁶⁵ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 22; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 12; *Koch*, in: ders., AktG, § 134d Rn. 6; *Koch*, BKR 2020, 1, 7; *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 17.

⁶⁶⁶ *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 22 f.; *Wittig*, in: MüKoAktG, § 405 Rn. 143; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 394.

⁶⁶⁷ *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134a Rn. 3.

⁶⁶⁸ *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 176.

⁶⁶⁹ Ohne Bezug zum Klimaschutz *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 37; *Hoffmann-Becking*, in: MHdB GesR IV, § 39 Rn. 7.

d. § 135 AktG

§ 135 AktG regelt die Ausübung des Stimmrechts durch Intermediäre und geschäftsmäßig Handelnde. Nachdem lange Zeit umstritten war, ob die dort enthaltenden Verhaltenspflichten auch auf Stimmrechtsberater anzuwenden sind,⁶⁷⁰ wurde dieser Streit durch Art. 1 Nr. 19 ARUG II beendet.⁶⁷¹ § 135 Abs. 8 AktG ordnet die sinngemäße Geltung des § 135 Abs. 1 bis 7 AktG für Stimmrechtsberater an. Damit ist zur Bejahung der Anwendbarkeit nicht mehr danach zu unterscheiden, ob der Stimmrechtsberater lediglich eine Abstimmungsempfehlung erarbeitet, die Stimmausübung im Vorfeld organisiert oder gar zur Ausübung des Stimmrechts durch den Kunden bevollmächtigt wurde.⁶⁷² Die konkrete Tätigkeit des Stimmrechtsberaters ist nunmehr in Betracht der „sinngemäßen“ Anwendung der Verhaltenspflichten des § 135 AktG von Bedeutung.⁶⁷³ Der dem Leitbild des § 134a Abs. 1 Nr. 3 AktG entsprechende Stimmrechtsberater, mithin der rein beratend und vorbereitend tätige, unterliegt damit nur den Pflichten, die nach ihrem Normzweck bei einer reinen Beratungstätigkeit ohne folgende Stimmrechtsausübung anwendbar sein können. Das erfasst sowohl die Bindung an die Interessen des Aktionärs (aa.) als auch die Pflicht zur Vermeidung und Offenlegung von Interessenkonflikten (bb.) nach § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG.⁶⁷⁴

aa. Handeln im Interesse des Aktionärs

Der Stimmrechtsberater muss sich gemäß § 135 Abs. 8 i. V. m. Abs. 2 S. 2 AktG vom Interesse des Aktionärs leiten lassen und organisatorische Vorkehrungen dafür treffen, dass Eigeninteressen aus anderen

⁶⁷⁰ Ausführlich zum Meinungsstreit vor der Geltung des heutigen Abs. 8: *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 148 ff.; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 18 ff.; weniger ausführlich auch *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 142 ff.

⁶⁷¹ *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 135 Rn. 72; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 135 Rn. 42; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 135 Rn. 111, für die Rechtslage vor Inkrafttreten des ARUG II siehe *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 282 ff.; ausführlich zum Vergleich vor und nach Inkrafttreten des ARUG II *Schoch*, Interessenkonflikte, 2021, S. 285 ff.

⁶⁷² *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 135 Rn. 111.

⁶⁷³ *Koch*, in: ders., AktG, § 135 Rn. 47a.

⁶⁷⁴ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 108; *Koch*, in: ders., AktG, § 135 Rn. 47a; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 135 Rn. 43; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 392; *Schmidt*, NZG 2018, 1201, 1220; *Tröger*, ZGR 2019, 126, 158; die entsprechende Anwendung auf allein beratende Tätigkeiten gänzlich ablehnend *Dürr*, in: Wachter, AktG, § 135 Rn. 29.

Geschäftsbereichen nicht einfließen.⁶⁷⁵ Dieses Aktionärsinteresse, von dem sich der Stimmrechtsberater im Rahmen seiner Leistungserbringung leiten lassen muss, bedarf insbesondere vor dem Hintergrund einer klimabewussten Stimmempfehlung einer näheren Beleuchtung ((1)). Die gewonnenen Erkenntnisse werden im Anschluss auf verschiedene Fälle von Aktionären, die dem Stimmrechtsberater als Kunden begegnen, übertragen ((2)).

(1) Inhalt des Aktionärsinteresses

Es ist umstritten, wonach sich das Aktionärsinteresse, an das der Stimmrechtsberater gebunden ist, richten soll. Möglich wäre entweder das Interesse eines Durchschnittsaktionärs ((a)) oder das konkrete Interesse des individuellen Kunden ((b)).

(a) Interesse eines Durchschnittsaktionärs

Nach dem gesetzgeberischen Willen,⁶⁷⁶ dem sich die herrschende Literatur angeschlossen hat,⁶⁷⁷ soll das Aktionärsinteresse als ein „hypothetisches Interesse eines Durchschnittsaktionärs“⁶⁷⁸ zu verstehen sein. Der Stimmrechtsberater müsste demnach das von ihm zu beachtende Aktionärsinteresse grundsätzlich nach Shareholder Value-Grundsätzen bemessen.⁶⁷⁹

(aa) Klimaschutz als hypothetisches Interesse eines Durchschnittsaktionärs?

Es stellt sich somit die Frage, ob Klimaschutzmaßnahmen des Unternehmens und die Klimaresilienz der Gesellschaft im hypothetischen Interesse eines Durchschnittsaktionärs liegen, damit der Stimmrechtsberater klimaengagierte

⁶⁷⁵ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 107 f.; *Dürr*, in: Wachter, AktG, § 135 Rn. 12; *Hemeling*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 39 Rn. 18.

⁶⁷⁶ Zu § 128 Abs. 2 S. 2 AktG a. F. im Rahmen des Entwurfs eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich bereits Begr. RegE KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 18 f.

⁶⁷⁷ Vgl. *Arnold*, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 21; *Dürr*, in: Wachter, AktG, § 135 Rn. 12; *Herrler*, in: Grigoleit, AktG, § 135 Rn. 24; *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 135 Rn. 21; *Koch*, in: ders., AktG, § 135 Rn. 20 („typisiertes Aktionärsinteresse“); *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 135 Rn. 18; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 135 Rn. 56; *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 135 Rn. 43.

⁶⁷⁸ RegE KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 18.

⁶⁷⁹ *Cahn*, in: KK-AktG, § 76 Rn. 19; *Dürr*, in: Wachter, AktG, § 135 Rn. 12; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152.

Stimmrechtsempfehlungen abgeben kann, ohne seine Pflichten zu verletzen. Dem klimaengagierten Stimmrechtsberater ist dabei dienlich, dass mittlerweile ein moderater Shareholder Value-Ansatz herrscht, der eine ertragsorientierte Sichtweise auf ESG-Belange mit sich bringt: Nach diesem geht die Gewinnerhaltung und -steigerung mit Klimaschutzbestrebungen einher, da diese die langfristige, stabile Erhaltung der wirtschaftlichen Grundlagen des Unternehmens und damit dessen dauerhafte Rentabilität sichern.⁶⁸⁰ Man spricht zunehmend von einem Gleichlauf von Gewinn- und Nachhaltigkeitsinteressen.⁶⁸¹ So belegen zahlreiche Studien, dass eine nachhaltige Unternehmensausrichtung mit der finanziellen Performance der Gesellschaft korreliert.⁶⁸²

⁶⁸⁰ von Ahsen, ZfU 2020, 225, 229 f.; Berger/Favoccia/Groß/Heldt/Royé, AG 2022, 279 Rn. 8; Dittmann/Schiereck, ZfU 2021, 130, 132 ff.; Drechsler, ZVglRWiss 123 (2024), 231, 241 ff.; Grisar/Volhard, NZG 2024, 525 Rn. 25; Habersack, NZG 2023, 1103, 1105; Koch, ZPG 2023, 321, 326; Kühle, NZG 2023, 1583, 1585 f.; Merkner/Schulenburg/Elixmann, AG 2024, 257 Rn. 24; Steuer, ZIP 2023, 13, 20; Walden, NZG 2020, 50, 54; Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 14; Scheil, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § 19 Rn. 12; in diese Richtung auch Seibt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 41 f.; Weber, in: Hölters/Weber, AktG, § 76 Rn. 22; A. A. wohl Möllers, ZHR 185 (2021), 881, 902; Schön, ZfPW 2022, 207, 233; Simons, ZGR 2018, 316, 324.

⁶⁸¹ Dieses Ergebnis findet sich ebenfalls in der Diskussion um das vom Vorstand zu verfolgende Unternehmensinteresse, Koch, in: ders., AktG, § 76 Rn. 84 („bislang angenommener Zielkonflikt zwischen Unternehmenswohl und ESG-Belangen löst sich [...] zunehmend in Zielkonformität auf“); Mittwoch, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht, 2022, S. 291 ff.; Harbarth, AG 2022, 633 Rn. 9 („zunehmende faktische Verschränkung von Wirtschaftlichkeit und Gemeinwohl“); Hollerung, ZHR 188 (2024), 148, 151; Krause, ZHR 2023, 581, 588; Fassbach/Schneiders, GWR 2023, 210; Habersack, NZG 2023, 1103, 1105 f., der von einem „Gleichlauf von Gesellschafts- und Allgemeininteresse“ spricht; Koch, AG 2023, 553 Rn. 9; Kuntz, ZIP 2023, 1336, 1338; Schön, in: FS K. Schmidt, Band II, 2019, 391, 406; Schirmer, ZHR 188 (2023), 60, 62 f. (für den der Sustainable Shareholder Activism infolge des finanziellen Vorteils der Nachhaltigkeitsanstrengungen nur eine Unterform des Financial Shareholder Activism ist); Weller/Höfl/Seemann, ZGR 2024, 180, 193 („[...] Shareholder und Stakeholder Value überschneiden sich zunehmend“); Lieberknecht, in: Bayer/Butz/Langlet u. a., Nachhaltigkeitsrecht, 2023, 189, 204 f.; kritischer Kehrel, Sustainable Finance, 2023, S. 205; Dörrwächter, NZG 2022, 1083, 1091 f.; Bachmann, ZHR 187 (2023), 166, 208.

⁶⁸² So stellte bereits eine Metastudie aus dem Jahr 2015 fest, dass sich aus über 2000 Studien auswerten lasse, dass die Umsetzung von ESG positive Auswirkungen auf die finanzielle Performance von Unternehmen hat, siehe Friede/Busch/Bassen, ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015, S. 18. Auch eine Metastudie aus dem Jahr 2024 kam unter Auswertung von über 1000 Studien zu dem Ergebnis, dass sie mehrheitlich einen positiven Effekt von ESG auf die finanzielle Performance belegen, siehe Whelan/Atz/van Holt/Clark, ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015–2020, 2021, S. 10; zu ähnlichen Ergebnissen kommt auch die OECD, ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations, Report 2021, S. 9. Nach einer weiteren Studie erwarten 40 Prozent der teilnehmenden Unternehmen, dass sie durch Erreichung ihrer Emissionsreduktionsziele sogar einen jährlichen Zugewinn von mindestens 100 Millionen US-Dollar erzielen werden, siehe BCG, Why Some Companies Are Ahead in the Race to Net Zero, Carbon Emissions Survey Report, 2023, S. 15; hierzu auch Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 14; kritisch u. a. Bueren, ZGR 2019, 813, 922 f.; Ekkenga/Schirrmacher/Schneider, NJW 2021, 1510 Rn. 5; Schön, ZfPW 2022, 207, 233; siehe auch zum positiven Einfluss von ESG-

Als Durchschnittsinteresse des Aktionärs wird demnach der dauerhafte Bestand und die langfristige Rentabilität des Unternehmens angesehen.⁶⁸³ Rentabilität des Unternehmens versteht sich nicht als eine schnellstmögliche Gewinnmaximierung um jeden Preis, sondern als langfristiges Ziel – auch im eigenen Interesse des Unternehmens.⁶⁸⁴ Klimaschutzmaßnahmen, die kurzfristig zwar nachteilig, langfristig jedoch wirtschaftlich vorteilhaft wirken, können damit im Aktionärsinteresse liegen, da sie die *langfristige* Rentabilität gewährleisten.⁶⁸⁵

Diese Wirtschaftlichkeit von Klimaschutzstrategien begründet sich auch mittels Identifizierung von klimabezogenen Risiken, die Auswirkungen auf das Unternehmen haben können.⁶⁸⁶ Aus (künftigen) rechtlichen Vorgaben resultierende Transitionsrisiken, zu denen beispielsweise das Verbrennerverbot, die Verteuerung fossiler Brennstoffe oder die Erhöhung von CO₂-Steuern gehören, führen ebenfalls zu einer Notwendigkeit eines frühzeitiges Klimaausengagements des Unternehmens für dessen dauerhafte Rentabilität.⁶⁸⁷ Bei verspäteten Reaktionen auf den Klimawandel oder auf damit verbundenen politischen und regulatorischen Vorgaben, drohen Ertragseinbußen, gestiegene Kosten und Hindernisse für den Betrieb.⁶⁸⁸ Erst jüngst wurde erneut durch eine Studie belegt, dass Unternehmen mittels Dekarbonisierung bis

Aktivismus auf die Finanzlage der Gesellschaften zusammenfassend *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1585.

⁶⁸³ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 21; *Dürr*, in: Wachter, AktG, § 135 Rn. 12; *Herrler*, in: Grigoleit, AktG, § 135 Rn. 24; *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 135 Rn. 21; *Koch*, in: ders., AktG, § 135 Rn. 20; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 135 Rn. 18; *Rieckes*, in: BeckOGK AktG, § 135 Rn. 56; *Weber*, in: Hölters/Weber, AktG, § 76 Rn. 22.

⁶⁸⁴ *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 1, Rn. 53; *Koch*, in: ders., AktG, § 76 Rn. 90; *Seibt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 40; *Habersack*, NZG 2023, 1103, 1105; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 377; *Seyfarth*, in: Seyfarth, Vorstandsrecht, § 8 Rn. 11.

⁶⁸⁵ *Koch*, in: ders., AktG, § 76 Rn. 91; *Weber*, in: Hölters/Weber, AktG, § 76 Rn. 19; *Illert/Schneider*, DB-Beil 2/2021, 27, 29; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 345; *Vetter*, AG 2023, 564, 568 mit dem Hinweis, dass sich die Kosten für eine Emissionsreduzierung zwar nicht sicher amortisieren, die Klimaneutralität aber dennoch „langfristig unumgänglich“ sei; in diese Richtung auch *Habersack*, NZG 2023, 1103, 1104; *Weber/Kebekus*, ZHR 184 (2020), 324, 443 ff. Nach dem BGH darf selbst der Vorstand unmittelbar nachteilige Geschäfte vornehmen, wenn vernünftigerweise langfristige Vorteile für die Gesellschaft zu erwarten sind, BGHZ 219, 193 Rn. 54 = AG 2018, 841; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 16.

⁶⁸⁶ *Scheil*, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § 19 Rn. 19.

⁶⁸⁷ Zu physischen Risiken und Transformationsrisiken siehe auch *Kleiner*, Umweltfinanzmarktrecht, 2024, S. 47 ff.; *Brixius/Geisen/Wieck*, in: Heithecker, HdB Nachhaltige Finanzwirtschaft, Kap. D.III.2.a) Rn. 1083 ff.; *Durner*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 8 Rn. 1; *Scheil*, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § 19 Rn. 16; *Chromik/Lüdeking*, ZHR 187, 209, 210; *Vetter*, AG 2023, 564, 574.

⁶⁸⁸ *Fleischer*, DB 2023, 44, 51; *Fleischer*, DB 2022, 37, 41; *Scheil*, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § 19 Rn. 15; vgl. auch BaFin, Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken, Stand: 13.01.2020, S. 12 f.

2030 bis zu 50 Prozent an Verlusten verhindern können, da sie dadurch z. B. Kosten für CO₂-Zertifikate reduzieren.⁶⁸⁹ Über Transitionsrisiken hinaus sind auch physische Risiken in die Rentabilitätsberechnungen des Unternehmens einzubeziehen.⁶⁹⁰ Je nach Geschäftsmodell spart das klimabewusste Unternehmen, das sich resilient gegen den Klimawandel aufstellt, diverse Verluste durch physische Klimaauswirkungen wie z. B. durch Naturkatastrophen.⁶⁹¹ Einer neuen Studie zufolge können die physischen Risiken des Klimawandels Unternehmen bis 2050 bis zu 25 Prozent ihres EBITDA kosten.⁶⁹²

Unternehmen, die sich nicht ausreichend klimaschützend und -resilient aufstellen, werden am Kapitalmarkt langfristig weniger Zuspruch erfahren.⁶⁹³ Eine Investition in Unternehmen, dessen Ertrag „bei Berücksichtigung der Aufwendungen für ökologische Abgaben, für den Ankauf von Emissionszertifikaten oder für die Stilllegung nicht (mehr) rechtskonformer Produktionsanlagen hinter den am Markt alternativ erzielbaren Renditen“ zurückbleibt, ist unwahrscheinlich.⁶⁹⁴ Über das Negative Screening können „klimablinde“ Gesellschaften aus den Portfolios von Anlagegesellschaften und Fonds herausfallen und ihre Kapitalgeber verlieren.⁶⁹⁵ So hat sich beispielsweise der norwegische Staatsfonds NBIM schon im Jahr 2019 aus 240 Gesellschaften weltweit zurückgezogen, die dessen Anforderungen an ein verantwortungsbewusste Unternehmensführung nicht genügt haben.⁶⁹⁶ Im Jahr 2024 betrug das durch Fonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen verwaltete Vermögen erstmalig mehr als eine Billion Euro.⁶⁹⁷ Eine mangelhafte

⁶⁸⁹ World Economic Forum/BCG, The Cost of Inaction: A CEO Guide to Navigating Climate Risk, Annual Report, December 2024, S. 26.

⁶⁹⁰ Ausführlich zu den klimabezogenen Risikoarten *Chromik/Lüdeking*, ZHR 187, 209, 210.

⁶⁹¹ IPCC, Klimawandel 2022, Folgen, Anpassung und Verwundbarkeit, Beitrag von Arbeitsgruppe II zum Sechsten Sachstandsbericht, Zusammenfassung für die politische Entscheidungsfindung, Schlüsselerkenntnis B.1; *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1585; *Schön*, ZfPW 2022, 207, 232; *Brixius/Geisen/Wieck*, in: Heithecker, HdB Nachhaltige Finanzwirtschaft, Kap. D.III.2.a) Tabelle D.1.

⁶⁹² World Economic Forum/BCG, The Cost of Inaction: A CEO Guide to Navigating Climate Risk, Annual Report, December 2024, S. 14 ff.

⁶⁹³ World Economic Forum/BCG, The Cost of Inaction: A CEO Guide to Navigating Climate Risk, Annual Report, December 2024, S. 33; IPCC, Klimawandel 2022, Folgen, Anpassung und Verwundbarkeit, Zusammenfassung für die politische Entscheidungsfindung, Beitrag der Arbeitsgruppe II zum Sechsten Sachstandsbericht, Schlüsselerkenntnis D.2.

⁶⁹⁴ *Schön*, ZfPW 2022, 207, 224; in diese Richtung auch *Kretschmar/Ringel/Schiereck*, ZfU 2020, 347, 362; *Steuer*, ZIP 2023, 13, 20.

⁶⁹⁵ *Vetter*, in: Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, 71, 79; *Jaspers*, AG 2022, 145 Rn. 7, 10; in diese Richtung auch *Fleischer*, AR 2022, 26; zu nachhaltigkeitsorientierten ETF *Möller*, ZHR 185 (2021), 881, 885.

⁶⁹⁶ *Habersack*, NZG 2023, 1103, 1104.

⁶⁹⁷ BVI, Fokus Nachhaltigkeit: Der nachhaltige Fondsmarkt im dritten Quartal 2024, S. 1.

Nachhaltigkeitsstrategie von Gesellschaften hat zudem Einfluss auf die Gewährung von Krediten und kann ungünstigere Finanzierungsbedingungen verursachen.⁶⁹⁸

Sich an wirtschaftliche Überlegungen anreihend ist auch ein legislativer Gedanke, der Klimaschutz in das Aktionärsinteresse rückt. Ein Unternehmen, das sich weder dem Klimaschutz verschreibt noch seine Strategie klimaresilient ausrichtet, missachtet Gesetzesvorgaben. Ein solches Unternehmen kann kaum seinen Berichtspflichten nach §§ 289b ff. HGB ordnungsgemäß nachkommen. Zudem sieht Art. 22 Abs. 1 CSDDD festgelegte Grenzwerte zur Emissionsreduktion vor, die künftig in nationales Recht umgesetzt werden.⁶⁹⁹ Die Verletzung von Gesetzesvorgaben kann offensichtlich nicht im durchschnittlichen Aktionärsinteresse liegen, da gesetzeswidrig handelnde Gesellschaften weder bestandsfähig, geschweige denn dauerhaft rentabel, sein können.⁷⁰⁰ Daran schließen sich Reputationsüberlegungen an. Ein guter Ruf ist für die langfristige Rentabilität des Unternehmens unerlässlich. Nur durch einen pflichtbewussten Umgang mit Klimaangelegenheiten können kostspielige Schadensersatzzahlungen durch zunehmende⁷⁰¹ Climate Change Litigation⁷⁰² sowie kostspielige Reputationsschäden verhindert werden.⁷⁰³ Die Reputation eines Unternehmens kann dabei insbesondere aufgrund der Vergleichbarkeit der zu veröffentlichenden Nachhaltigkeitsaspekte großer kapitalmarktorientierter Gesellschaften leiden.⁷⁰⁴ Noch verstärkt wird dies durch ESG-Ratings, die ebenfalls eine immer wichtigere Rolle am Kapitalmarkt spielen und Investmententscheidungen potenzieller Aktionäre

⁶⁹⁸ *Fleischer*, AR 2022, 26; *Fleischer*, DB 2022, 37, 41; *Velte*, DB 2021, 1054, 1055; *Scheil*, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § 19 Rn. 12.

⁶⁹⁹ Siehe zur Verschiebung der Umsetzungsfristen bereits das Omnibus-Paket, Einleitung, A.

⁷⁰⁰ In diese Richtung auch *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 36.

⁷⁰¹ *Setzer/Higham*, Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot, Policy report, 2024, S. 52; *Breuer*, TLJ 2024, 196 ff.; *Chatzinerantzis/Rölike*, DB-Beil 2/2023, 3, 4.

⁷⁰² *Fleischer*, AR 2022, 26; *Fassbach/Schneiders*, GWR 2023, 210, 211; *Durner*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 8 Rn. 4; allgemein zu Climate Change Litigation *Weller/Böbel/Jung*, ZIP 2025, 345 ff.; *Breuer*, TLJ 2024, 196 ff.; *Fleischer*, DB 2022, 37; *Fleischer*, AG 2023, 833; *Rothenburg*, ESG 2022, 2, 3; *Schirmer*, ZIP 2023, 234; *Wegener*, NJW 2022, 425 Rn. 1 ff.; *Osterloh-Konrad*, ZfPW 2024, 237, 2443; *Weller/Fischer*, ZIP 2022, 2253, 2256.

⁷⁰³ *Fleischer*, in: BeckOGK AktG; § 93 Rn. 127; *Seibt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 42; *Schön*, in: FS K. Schmidt, Band II, 2019, 391, 405; *Ehrl*, NZG 2021, 1521, 1522; *Fleischer*, AR 2022, 26; *Fleischer*, DB 2023, 44, 51; *Fleischer*, DB 2022, 37, 41; *Habersack*, NZG 2023, 1103, 1105; *Simons*, ZGR 2018, 316, 322 f.; *Steuer*, ZIP 2023, 13, 20; *Walden*, NZG 2020, 50, 53; *Weller*, NJW-Beil 2024, 58 Rn. 20; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 14.

⁷⁰⁴ Zur Vergleichbarkeit *Habersack*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 4 Rn. 59.

beeinflussen.⁷⁰⁵ Nicht nur die Vergleichbarkeit und Ratings führen zu Reputationsverlusten. Auch eine nachteilige mediale Berichterstattung kann der Rentabilität des Unternehmens schaden.⁷⁰⁶

(bb) Zwischenergebnis

Würde man der herrschenden Ansicht folgen und das Aktionärsinteresse i. S. d. § 135 Abs. 8 i. V. m. Abs. 2 S. 2 AktG als das hypothetische Interesse eines Durchschnittsaktionärs verstehen, so würden Stimmrechtsempfehlungen zugunsten des Klimaschutzes und der Klimaresilienz des Beratungsobjektes keine Pflichtverletzung des Stimmrechtsberaters darstellen, selbst wenn sie kurzfristige Verluste mit sich brächten, da diese dem dauerhaften Bestand und der langfristigen Rentabilität der Gesellschaft dienen.

(b) Konkretes Aktionärsinteresse

Nach anderer Ansicht hingegen sollen, sofern für den Stimmrechtsberater erkennbar, individuelle Sonderinteressen des einzelnen Aktionärs maßgebend sein.⁷⁰⁷ Nach dieser Ansicht würde eine Überlagerung der konkreten Kundeninteressen durch typisierte Aktionärsinteressen in das Stimmrecht eingreifen.⁷⁰⁸ Besonders überzeugend ist die Bindung an Sonderinteressen des konkreten Kunden dadurch, dass nur auf diese Weise das Vertragsverhältnis zwischen Stimmrechtsberater und Aktionär ausreichend gewürdigt wird.⁷⁰⁹ Als Besteller des Werkes, der Stimmempfehlung, kann der Aktionär aufgrund seines Weisungsrechts hinsichtlich des zu schaffenden Werkes seine individuellen Interessen durchsetzen.⁷¹⁰ Die Maßgeblichkeit bekannter und auch nur offensichtlicher Bestellerinteressen ist daher dem Werkvertragsverhältnis immanent, selbst wenn der Besteller diesen (noch) nicht explizit über eine

⁷⁰⁵ Scheil, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § 19 Rn. 12; Illert/Schneider, DB-Beil 2/2021, 27, 29.

⁷⁰⁶ Arnold, ZHR 185 (2021), 281, 308.

⁷⁰⁷ Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 16.

⁷⁰⁸ Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 16.

⁷⁰⁹ Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 16, der jedoch von einem Geschäftsbesorgungsvertrag ausgeht.

⁷¹⁰ Zur Qualifizierung des Stimmrechtsberatungsvertrags als Werkvertrag siehe Vierter Teil, B.I.1.b.; ein Weisungsrecht des Bestellers des Werkes besteht zwar nicht bezüglich der Arbeitsschritte des Werkunternehmers, wohl aber hinsichtlich des zu erzielenden Werkes, Lederer/Raab, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 631 Rn. 22; Peters, in: Staudinger, BGB, § 631 Rn. 15.

Einzelweisung Nachdruck verliehen hat.⁷¹¹ Doch nicht nur aus der Leistungspflicht des Beratungsvertrags ergibt sich das Primat der konkreten Sonderinteressen des Aktionärs. Es entspringt gleichsam aus der Relativität der Schuldverhältnisse gegenüber dem konkreten Vertragspartner, mithin dem Kunden des Stimmrechtsberaters. Das Durchschnittsinteresse anderweitiger Aktionäre, die keine Vertragspartei sind, hat daher keine Bedeutung.⁷¹² Bekannte Sonderinteressen müssen aufgrund der Bindung an das konkrete Aktionärsinteresse auch dann vorrangig sein, wenn keine konkreten Stimmrechtsrichtlinien mit dem Kunden vereinbart wurden.⁷¹³ Sofern erkennbar ist, dass eine Empfehlung im konkreten Aktionärsinteresse liegt, ist der Intermediär trotz grundsätzlicher Bindung an seine eigenen Abstimmungsrichtlinien dazu angehalten, von diesen abzuweichen.⁷¹⁴

(c) Zwischenergebnis

Der Ansicht, dass das konkrete Aktionärsinteresse für den Stimmrechtsberater maßgeblich ist, ist insbesondere aus Gründen der Relativität des Schuldverhältnisses Vorzug zu geben.

(2) Übertragung in die Praxis

Oben festgestellter Inhalt des Aktionärsinteresses muss nun auf drei verschiedene Fälle übertragen werden, um eine mögliche Missachtung des Aktionärsinteresses durch den Stimmrechtsberater identifizieren zu können. Der erste Fall bildet den Aktionär ab, der keine besondere Position im Hinblick auf den durch das Unternehmen betriebenen Klimaschutz vertritt ((a)). Die zweite Situation betrifft den Aktionär, der klimaschützend votieren möchte und ESG-verstärkende Stimmempfehlungen erwartet ((b)). Der dritte Fall umfasst den gegenteiligen Anti-ESG-Aktionär, der seine kurzfristige Rendite um jeden

⁷¹¹ Nach der gegenteiligen Ansicht sollen die Sonderinteressen nur dann berücksichtigt werden, wenn sie ausdrücklich durch Weisung gegenüber dem Stimmrechtsberater geltend gemacht wurden, *Herrler*, in: Grigoleit, AktG, § 135 Rn. 24; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 135 Rn. 55.

⁷¹² *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 16.

⁷¹³ *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 17.

⁷¹⁴ Dies zumindest für ausdrückliche Einzelweisung bejahend *Dürr*, in: Wachter, AktG, § 135 Rn. 17.

Preis erhöhen möchte, was impliziert, dass ihm kurzfristige Verluste zugunsten des Klimaschutzes unerwünscht sind ((c)).

(a) Erster Fall: Aktionär ohne geäußerte Position zum Klimaschutz

Lässt sich ein Aktionär beraten, ohne dass dem Stimmrechtsberater dessen Position im Hinblick auf den Klimaschutz bekannt ist oder ohne dass der Aktionär im Hinblick auf klimaschützende Maßnahmen des Unternehmens oder spezifische ESG-Weisungen erteilt hat, besteht kein konkretes Aktionärsinteresse, von dem sich der Stimmrechtsberater leiten lassen kann. In diesem Fall muss der Stimmrechtsberater auf das hypothetische Interesse eines Durchschnittsaktionärs zurückgreifen. Zwischen Klimaschutz und Klimaresilienz eines Unternehmens sowie dessen dauerhaftem Bestand und langfristiger Rentabilität besteht regelmäßig kein Widerspruch.⁷¹⁵ Eine klimafreundliche Stimmrechtsempfehlung, die z. B. den Vorstand nicht entlastet, weil dieser Nachhaltigkeitsbelange nicht konsequent verfolgt, ist damit vom durchschnittlichen Aktionärsinteresse gedeckt, selbst wenn sie zu kurzfristigen Verlusten der Gesellschaft oder des Aktionärs führen würde.

(b) Zweiter Fall: Klimabewusster Aktionär

Der nun zu behandelnde Fall, dem sich der Stimmrechtsberater infolge des Anstiegs des Sustainable Shareholder Activism öfters ausgesetzt sehen wird, beinhaltet einen klimabewussten Aktionär. Dieser möchte sein Anlageobjekt mittels entsprechender Stimmabgaben klimafreundlicher und -resilienter aufstellen. Auch hier läuft der Stimmrechtsberater bei einer klimafreundlichen Stimmrechtsempfehlung keine Gefahr, gegen § 135 Abs. 2 S. 2 AktG zu verstoßen. Die Stimmempfehlung muss sich nach der hier vertretenen Ansicht zwar an dem konkreten Aktionärsinteresse ausrichten. Da dieses im konkreten Fall aber mit dem hypothetischen Durchschnittsinteresse der Aktionäre übereinstimmt, ergeben sich grundsätzlich keine Unterschiede zum ersten Fall. Der einzige Unterschied liegt darin, dass der klimaaktivistische Aktionär sogar solche Klimaschutzziele verfolgen könnte, die zugunsten eines „waghalsigen“ Klimaaktivismus das Unternehmen in seinem Bestand oder seiner

⁷¹⁵ Siehe Dritter Teil, A.I.1.d.aa(1)(a)(aa).

langfristigen Rentabilität gefährden könnten und über kurzfristige Verluste hinausgehen. Ein solches Bestreben liegt nach obigen Ausführungen zwar nicht mehr im Interesse eines Durchschnittsaktionärs, das hier jedoch zugunsten des konkreten Interesses des Kunden zurücktreten muss.

(c) Dritter Fall: Anti-ESG-Aktionär

Der dritte Fall behandelt einen beratenen Aktionär, der erkennbar keinerlei ambitionierte Klimaschutzmaßnahmen oder Transformationsbemühungen seines Anlageobjekts wünscht. Dieser ist regelmäßig an kurzfristiger Renditemaximierung interessiert, teilweise sind ihm Klimaschutzbestrebungen aber auch aus rein ideologischen Gründen unerwünscht. Beides wird unter dem Anti-ESG-Trend zusammengefasst.⁷¹⁶ In diesem Fall würde der (sich dem widersetzende) klimaambitioniert beratende Stimmrechtsberater zwar nach der h. M. nicht gegen § 135 Abs. 2 S. 2 AktG verstoßen, da der Klimaschutz und die Klimaresilienz des Geschäftsmodells aufgrund der positiven Auswirkungen auf Bestand und Rentabilität des Unternehmens als im typisierten Aktionärsinteresse liegend anzusehen sind. Das gilt nach der h. M. jedenfalls insoweit, wie der Aktionär keine ausdrückliche Weisungen, z. B. zur zwingenden Außerachtlassung von Nachhaltigkeitsaspekten in der Stimmempfehlung, erteilt. Dieser Befund kann jedoch nur so lange bestehen, wie davon auszugehen ist, dass die ertragsorientierte ESG-Sichtweise tatsächlich vom Durchschnittsaktionär vertreten wird. Sollte diese Anlagestrategie von der Anti-ESG-Bewegung überholt werden, würde ein dennoch klimafreundlich beratener Proxy Advisor die Pflichten aus § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG auch nach der h. M. missachten.

An diesem Fall zeigt sich besonders eindrücklich, dass das Abstellen auf das Durchschnittsinteresse die vertraglichen Pflichten des Stimmrechtsberaters nicht erfüllen kann, obwohl der Stimmrechtsberater im Rahmen des § 135 Abs. 2 S. 1 AktG einen Ermessensspielraum dahingehend hat, wie er dem Aktionärsinteresse im konkreten Einzelfall gerecht wird. Dieser Ermessensspielraum führt zu einem Interessenkonflikt im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Beziehung, die zwischen Stimmrechtsberater und beratenem

⁷¹⁶ Vgl. nur *Vetter*, in: *Nietsch, Nachhaltiges Aktienrecht*, 2023, 71, 77.

Aktionär besteht.⁷¹⁷ Der Stimmrechtsberater als Agent könnte hier insoweit opportunistisch und in eigenem Interesse handeln, als er seine Leistung mit möglichst wenig Kosten erbringen möchte, um einen möglichst hohen Nutzen aus dem Vertragsverhältnis zu ziehen. Gerade wenn weitere Aktionäre eine klimafreundliche Stimmrechtsberatung bevorzugen, kann der Berater seine Analyse und Empfehlung nicht für den Aktionär verwenden, der Klimaschutz nicht befürwortet. So werden auch Skaleneffekte zulasten des Stimmrechtsberaters verringert.⁷¹⁸

Weiß der Stimmrechtsberater um die Wünsche seines Kunden, kann er sich nach § 135 Abs. 2 S. 2 AktG nicht sehenden Auges zu eigenen Gunsten über diese hinwegsetzen. Und auch ohne eigennützige Motive, mithin wenn das typisierte Interesse der Mitaktionäre tatsächlich zu einer größeren Wertsteigerung des Unternehmens führen würde, kann sich der Stimmrechtsberater nicht zu einem Vormund aufschwingen. Schon allein aufgrund der Rücksichtnahmepflichten, die aus dem Werkvertrag erwachsen,⁷¹⁹ wäre in diesem Fall zumindest ein ausdrücklicher Hinweis seitens des Beraters an seinen Kunden erforderlich, dass sich Ersterer im Sinne der langfristigen Vorteile für das Unternehmen über das Einzelinteresse des Kunden hinwegsetzen möchte.⁷²⁰ Den Stimmrechtsberater träfe eine Informationspflicht, da diese Umstände weder in den Verantwortungsbereich des Aktionärs fallen und eine Information nach der Verkehrsanschauung erwartet werden darf.⁷²¹ Denn die Annahme wäre lebensfremd, dass der Aktionär, der einen Stimmrechtsberater zur Erstellung einer Empfehlung nach Kundenvorstellungen beauftragt, keine Information dahingehend erwarten dürfe, dass die von ihm bestellte Empfehlung seinen (offenkundigen oder kommunizierten) Vorstellungen nicht

⁷¹⁷ Die Prinzipal-Agenten-Theorie beschreibt das Vertragsverhältnis zwischen einem Auftraggeber (Prinzipal) und einem Auftragnehmer (Agent), in dem Letzterem für die ihm übertragene Aufgabe ein gewisser Ermessensspielraum eingeräumt wird und sich dieser aus wirtschaftlichen Interessen unter Ausnutzung von gegenüber dem Prinzipal verborgenen Informationen an Letzterem bereichern kann, *Inci*, Shareholder Engagement, 2018, S. 26 f.; *Hirte*, Kapitalgesellschaftsrecht, § 1 Rn. 1.29; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 96 f.; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733 f.; *Heuser*, Shareholder Activism, 2012, S. 44 f.

⁷¹⁸ Zum Interessenkonflikt bei der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Stimmrechtsberater und beratenem Aktionär siehe auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 104 ff.

⁷¹⁹ Zu Kommunikationspflichten als Ausprägung der Rücksichtnahme siehe *Bachmann*, in: MüKoBGB, § 241 Rn. 155.

⁷²⁰ Zu den Aufklärungspflichten des Werkunternehmers siehe *Merkle*, in: BeckOGK BGB, § 631 Rn. 507 ff.

⁷²¹ Zu den Voraussetzungen für eine Informationspflicht BGH NZG 2020, 854 Rn. 14; *Mansel*, in: Jauernig, BGB, § 241 Rn. 10.

entspricht. Spätestens aufgrund dieses Hinweises würde der Aktionär dann von seinem Weisungsrecht ausdrücklich Gebrauch machen.⁷²² Es bleibt daher festzuhalten, dass der Stimmrechtsberater – nach der hier vertretenen Ansicht – im Falle eines Anti-ESG-Aktionärs diesem nicht gegen seinen erkennbaren Willen (und erst recht nicht gegen seinen geäußerten Willen) eine klimaschützende Stimmempfehlung unterbreiten kann, ohne gegen § 135 Abs. 8, Abs. 2 S. 2 AktG zu verstoßen.

(d) Zwischenergebnis

Der Stimmrechtsberater, der klimaschützende Stimmempfehlungen erteilt, ist aufgrund § 135 Abs. 2 S. 2 AktG von der Interessenlage seines Kunden abhängig. Solange sich der Aktionär nicht ausdrücklich oder erkennbar zu Klimaschutzbelangen verhält, darf der Stimmrechtsberater auf das typisierte Aktionärsinteresse abstellen. Dadurch hat der Stimmrechtsberater im Rahmen seines Ermessens die Möglichkeit, klimabewusste Stimmrechtsempfehlungen zu unterbreiten, die dem Bestand und der langfristigen Rentabilität des Unternehmens dienen. Da solche Empfehlungen vom hypothetischen Interesse eines Durchschnittsaktionärs sowie vom konkreten Aktionärsinteresse eines nachhaltig eingestellten Aktionärs gleichsam gedeckt sind, können kurzfristige Verluste infolge einer klimapolitischen Stimmrechtsempfehlung in den Fällen 1 und 2 bereits keine Verletzung des § 135 Abs. 8, Abs. 2 S. 2 AktG begründen. Würde die Anti-ESG-Bewegung in Deutschland derart erstarken, dass sie die ertragsorientierte ESG-Sichtweise überholt, hätte dies jedoch auch Auswirkungen auf das Durchschnittsinteresse der Aktionäre. Sollte ein Aktionär als Vertreter der Anti-ESG-Bewegung einen Stimmrechtsberater beauftragen, so müsste sich dieser an seinen Interessen ausrichten. Eine gegen dessen Willen erfolgende klimafreundliche Stimmrechtsempfehlung würde trotz der derzeitig überwiegenden ertragsorientierten ESG-Sichtweise zu einem Verstoß gegen § 135 Abs. 8, Abs. 2 S. 2 AktG führen, da sich der Stimmrechtsberater nach hiesiger Ansicht allein auf von dem konkreten Aktionärsinteresse leiten lassen muss.

⁷²² Eine solche Hinweispflicht ließe sich auch über die entsprechende Anwendung des § 135 Abs. 8, Abs. 2 S. 3 AktG begründen.

bb. Vermeidung von Interessenkonflikten

Die Bindung an das Interesse des Aktionärs impliziert gleichermaßen, dass der Stimmrechtsberater Interessenkonflikte organisatorisch verhindern muss, die die Pflicht zum Handeln im Interesse des Aktionärs gefährden könnten.⁷²³ Solche Interessenkonflikte können auch im Klimakontext entstehen, wenn der Stimmrechtsberater neben der Anlegerberatung zudem auch den Emittenten berät. Dadurch wird der Berater zum „Richter“ über solche Abstimmungsgegenstände, bei deren Ausarbeitung er selbst mitgewirkt hat.⁷²⁴ Die Beratungsdienstleistung für den Emittenten umfasst dabei u. a. die Informationsaufbereitung und Beratung zu Tagesordnungspunkten, über die die Hauptversammlung abstimmen wird.⁷²⁵ ISS bieten diese Emittentenberatung an.⁷²⁶

Insbesondere in Anbetracht einer möglichen Differenz zwischen dem Verständnis von klimabewusstem Wirtschaften des Emittenten und demjenigen des nachhaltigkeitsorientierten Aktionärs scheint ein Risiko für Interessenkonflikten gegeben. Der Stimmrechtsberater, der einerseits klimaambitionierte Anleger berät, müsste gleichermaßen der beratenen Gesellschaft gerecht werden, dessen Vorstand der Nachhaltigkeit im Rahmen der von ihm zu berücksichtigenden multipluralen Interessen möglicherweise einen anderen Stellenwert beimisst. Theoretisch wäre auch der umgekehrte Fall denkbar, in dem sich ein Unternehmen äußerst nachhaltig aufstellen möchte, aber der beratene Aktionär ein Verfechter der Anti-ESG-Bewegung ist.

Um solche Interessenkonflikte zu vermeiden, hat sich in der Praxis die Einrichtung einer Firewall etabliert, bei der die beiden Geschäftsbereiche der Stimmrecht- und Emittentenberatung physisch und organisatorisch so getrennt werden, dass zwischen diesen kein Informationsfluss stattfindet und untereinander keine Weisungsabhängigkeit besteht.⁷²⁷ Dadurch werden

⁷²³ *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 135 Rn. 43; *Schoch*, Interessenkonflikte, 2021, S. 181 ff.; *Heinen*, S. 85 ff.

⁷²⁴ Allgemein ohne Bezug zum Klimaschutz: *Schoch*, Interessenkonflikte, 2021, S. 183; *Heinen*, S. 43, S. 86; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 216; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 5; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 135 Rn. 43; *Koch*, in: ders., AktG, § 135 Rn. 47a; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 135 Rn. 111; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 33; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733, 742 f.; *Hopt/Leyens*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 1 Rn. 129; *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 171; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 91.

⁷²⁵ *Heinen*, S. 65.

⁷²⁶ Siehe die Webseite der ISS-Corporate, abrufbar unter <https://www.iss-corporate.com/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

⁷²⁷ *Heinen*, S. 87; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 393; kritisch zur Effektivität von Firewalls: *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 219.

Abteilungen personell und räumlich separiert.⁷²⁸ ISS installierten diese Firewall, indem sie ihre konfliktträchtige Corporate Governance-Beratung auf die 100-prozentige Tochtergesellschaft ISS Corporate Solutions (ICS) übertrugen.⁷²⁹ Firewalls stoßen teilweise auf Kritik, da sie einen Informationsfluss nicht gänzlich unterbinden könnten.⁷³⁰ So würden Empfehlungen von ISS oftmals in den Medien thematisiert, sodass Abteilungen von ICS auch ohne direkten Kontakt von der Tätigkeit ihrer Muttergesellschaft ISS Kenntnis erlangen könnten.⁷³¹

Ob diese Kritik auch nach Inkrafttreten des ARUG II verfängt, ist fraglich. So muss der Stimmrechtsberater § 135 Abs. 2 S. 2 Hs. 2 AktG ein Mitglied der Geschäftsleitung benennen, das für die Einhaltung dieser Organisationspflichten verantwortlich ist.⁷³² Flankiert werden diese Verhaltenspflichten von Offenlegungspflichten: Bei bestehenden Interessenkonflikten müssen Stimmrechtsberater ihre Kunden unverzüglich über diesen sowie entsprechende Gegenmaßnahmen informieren (§ 134d Abs. 4 AktG).⁷³³ In dem seltenen Fall, in dem ein Vorstandsmitglied oder ein Mitarbeiter des Stimmrechtsberaters dem Aufsichtsrat des Emittenten oder ein Vorstandsmitglied oder ein Mitarbeiter des Emittenten dem Aufsichtsrat des Stimmrechtsberaters angehört, muss der Stimmrechtsberater hierauf hinweisen (§ 135 Abs. 2 S. 4 AktG). Bisher fehlt es zudem an Hinweisen dafür, dass die parallele Emittentenberatung tatsächlich zu einem Marktversagen führt.⁷³⁴

Die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten dient als Schranke für eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung, die praktisch aufgrund der fehlenden Nachweisbarkeit mangelhafter Firewalls und der

⁷²⁸ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 409.

⁷²⁹ ISS, Due Diligence Package: Governance Research & Voting and ISS ESG, Dezember 2024, S. 5 f.; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 409; Heinen, S. 65; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 218.

⁷³⁰ Zu Indizien, nach denen ISS und ICS angeblich auf gleiche Datensätze zurückgreifen, bei Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 114, auch Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 107.

⁷³¹ GAO, Report to Congressional Requesters, Corporate Shareholder Meetings – Issues Relating to Firmst hat advise Institutional Investors on Proxy Voting, GAO-07-765, 2007, S. 11; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 219.

⁷³² Arnold, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 91; Poelzig, ZHR 185 (2021), 373, 393.

⁷³³ Koch, in: ders., AktG, § 134d Rn. 8; Krebs, in: Hölters/Weber, AktG, § 134d Rn. 14.

⁷³⁴ Schoch, Interessenkonflikte, 2021, S. 410; in diese Richtung auch Veil, in: ders., Kapitalmarktrecht, § 28 Rn. 15, der jedenfalls divergierende Interessen nicht als Rechtfertigung für ein Beratungsverbot ansieht; auch die ESMA konnte ein Marktversagen aufgrund von der Interaktion von Stimmrechtsberatern mit Emittenten und Investoren nicht feststellen, vgl. ESMA/EBA, Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, ESMA/2013/84, 19. Februar 2013, S. 6.

derzeitigen Regelungsdichte von geringerer Bedeutung ist.⁷³⁵ Verstöße gegen die Organisationspflicht nach § 135 Abs. 2 S. 4 AktG erscheinen damit eher ausgeschlossen.

cc. Konsequenzen bei einem Verstoß gegen § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG

Verstöße gegen die Interessenwahrungs- oder Organisationspflicht des § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG sind bemerkenswerterweise nicht bußgeldbelegt. § 405 Abs. 3 Nr. 4 und 5 AktG führt sie nicht als Ordnungswidrigkeiten auf.⁷³⁶ Damit können die dem Stimmrechtsberater obliegenden Pflichten des § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG letztlich nicht als rechtliche Grenzen der klimaambitionierten Stimmrechtsberatung angesehen werden. Dennoch sollte diese Sanktionslosigkeit den Stimmrechtsberater nicht dazu verleiten, das Aktionärsinteresse zu missachten oder Organisationspflichten im Hinblick auf Interessenkonflikte leichtfertig zu behandeln. Denn auch Kunden strafen Interessenkonflikte des Beraters ab. So wechselten zahlreiche Kunden der ISS zu Glass Lewis, als bekannt wurde, dass ISS nicht nur Aktionäre, sondern auch Emittenten beraten.⁷³⁷ Insofern zieht § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG der klimafreundlichen Beratung zumindest eine faktische Grenze im Sinne eines möglichen Reputationsschadens des Stimmrechtsberaters bei Verstößen.

Noch darüber hinaus kommt eine Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber dem Aktionär in Betracht, sofern dieser einen Schaden durch den Verstoß gegen § 135 AktG erlitten hat.⁷³⁸ § 135 Abs. 9 AktG stellt klar, dass eine Schadensersatzpflicht im Falle der Verletzung der dem Stimmrechtsberater auferlegten Pflichten nach § 135 Abs. 2 AktG im Vorhinein vertraglich nicht beschränkt oder ausgeschlossen werden kann.⁷³⁹ Damit bildet § 135 Abs. 9 AktG keine eigene Anspruchsgrundlage, sondern normiert eine

⁷³⁵ *Hell*, ECL 2019, 185, 186; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 157 f.; *Tröger*, ZGR 2019, 126, 151 f.; a. A. *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134d Rn. 2, der ohne nähere Begründung davon ausgeht, dass die Interessenkonflikte, die aus der parallelen Corporate Governance-Beratung erwachsen ESG/SRI-Ziele gefährden würden; so auch *Ekkenga*, WM 2020, 1664, 1669.

⁷³⁶ *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 394; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 135 Rn. 123.

⁷³⁷ *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 327; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 394.

⁷³⁸ *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 135 Rn. 17; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 135 Rn. 121; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 394.

⁷³⁹ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 201; *Koch*, in: ders., AktG, § 135 Rn. 51.

Unabdingbarkeit des vertraglichen und deliktischen Schadensersatzes,⁷⁴⁰ auf den diese Arbeit an späterer Stelle eingehen wird.⁷⁴¹

dd. Zwischenergebnis

§ 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG richtet die Leistung des Stimmrechtsberaters am Interesse des Aktionärs aus, genauer an dem Interesse des konkreten Kunden. Auch wenn eine dagegen verstoßende Stimmrechtsempfehlung keine aktien- bzw. ordnungsrechtlichen Sanktionen nach sich zieht, so setzt diese Norm einer klimaengagierten Stimmrechtsempfehlung zwar nicht aus rechtlichen, wohl aber aus tatsächlichen Gründen eine Schranke, sofern das Klimaengagement nicht im Interesse des beratenen Aktionärs liegt und der Stimmrechtsberater Kundenverluste und Reputationsschäden fürchten müsste. § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG verknüpft somit die klimaschützenden Möglichkeiten des Stimmrechtsberaters an die Erwartungshaltung des Aktionärs. In Anbetracht des steigenden Sustainable Shareholder Activism ermöglicht § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG daher auch dem Stimmrechtsberater mehr Nachhaltigkeitsengagement. Steigende Anti-ESG-Bewegungen hingegen würden den klimaengagierten Stimmrechtsberater zumindest aus faktischen Gründen beschränken.

2. Informationeller Gleichbehandlungsgrundsatz (§§ 53a, 131 Abs. 4 AktG)

Die klimafreundliche Beratungstätigkeit der Stimmrechtsberater könnte ferner an dem informationellen Gleichbehandlungsgrundsatz gemessen werden. Nach § 53a AktG müssen Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleichbehandelt werden.⁷⁴² Diesen Grundsatz fortschreibend bestimmt § 131 Abs. 4 AktG, dass eine Information, die einem Aktionär aufgrund seiner Stellung als Aktionär erteilt wurde, jedem Mitaktionär auf dessen Verlangen in der Hauptversammlung ebenfalls mitzuteilen ist.⁷⁴³ Der Wortlaut erfasst damit

⁷⁴⁰ Illhardt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 25; Holzborn, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 135 Rn. 51.

⁷⁴¹ Siehe sogleich Vierter Teil, B.I.

⁷⁴² Cahn/v. Spannenberg, in: BeckOGK AktG, § 53a Rn. 13; Götze, in: MüKoAktG, § 53a Rn. 11.

⁷⁴³ Drinhausen, in: Hölters/Weber, AktG, § 131 Rn. 38; Kubis, in: MüKoAktG, § 131 Rn. 25 ff.

nicht die Information, die an einen Dritten, hier den Stimmrechtsberater, erteilt wird.⁷⁴⁴ Damit das Gleichbehandlungsgebot nicht durch die Zwischenschaltung Dritter umgangen werden kann, werden solche Dritte, die nur formal Nichtaktionär sind, aber bei objektiver Betrachtung dem Aktionär gleichstehen, ebenfalls vom Anwendungsbereich der Norm erfasst.⁷⁴⁵ Das ist vor allem dann der Fall, wenn der Informationsvorteil des Dritten dem Aktionär zugutekommt.⁷⁴⁶ Der Stimmrechtsberater fungiert als Informationsintermediär des durch ihn beratenen Aktionärs.⁷⁴⁷ Informationen, die der Berater erhält, werden an den Aktionär in Form der Stimmrechtsberatung weitergegeben.⁷⁴⁸ Dadurch entsteht grundsätzlich genau jene Informationsasymmetrie, die durch den informationellen Gleichbehandlungsgrundsatz vermieden werden soll.⁷⁴⁹

Diese Informationsasymmetrie besteht allerdings dann nicht, wenn der Hauptversammlung von Gesetzes wegen zugängliche Dokumente die verlangten Informationen enthalten.⁷⁵⁰ Insbesondere im Hinblick auf Informationen, die der Stimmrechtsberater infolge der Nachhaltigkeitsberichterstattung zur Erstellung seiner Empfehlungen verwendet hat, ist das Auskunftsrecht aufgrund der Veröffentlichung dieser Informationen seines Zweckes beraubt.⁷⁵¹ Der einzig verbleibende Fall eines Auskunftsrechts wäre, dass ein Stimmrechtsberater im Rahmen eines informellen Treffens mit der Verwaltung an weitreichendere Nachhaltigkeitsinformationen gelangen würde, als

⁷⁴⁴ *Drygala*, in: KK-AktG, § 53a Rn. 19; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 19; *Henze/Notz*, in: GroßKommAktG, § 53a Rn. 45; zu unterscheiden ist davon jedoch der Umstand, dass der verlangende Aktionär auch über gesellschaftsexterne Vertragsbeziehungen zu Dritten informiert werden muss, *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60, 78.

⁷⁴⁵ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 294; *Drygala*, in: KK-AktG, § 53a Rn. 20; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 19; *Henze/Notz*, in: GroßKommAktG, § 53a Rn. 46.

⁷⁴⁶ *Götze*, in: MüKoAktG, § 53a Rn. 6; *Henze/Notz*, in: GroßKommAktG, § 53a Rn. 46.

⁷⁴⁷ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 31; *Binder-Tietz*, Kommunikation, 2022, S. 86; *Leyens*, Informationsintermediäre, 2017, S. 183; *Fleischer*, AG 2012, 2 ff.; *Poelzig*, ZHR 184 (2021), 373 ff.; *Tröger*, ZGR 2019, 126, 129; *Hopt/Leyens*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § 1 Rn. 124 ff.

⁷⁴⁸ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 294; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 280.

⁷⁴⁹ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 294; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 280, S. 281 f.; zur informationellen Gleichbehandlung in Anbetracht des Aktionärsaktivismus allgemein auch *Ekkenga*, in: FS Cahn, 2023, 71, 74 f.

⁷⁵⁰ OLG Düsseldorf AG 2019, 467, 475; OLG Stuttgart NZG 2020, 309 Rn. 33; *Koch*, in: ders., AktG, § 131 Rn. 26; *Kubis*, in: MüKoAktG, § 131 Rn. 38.

⁷⁵¹ A. A. *Ekkenga*, in: FS Cahn, 2023, 71, 78, da die Nachhaltigkeitsberichterstattung allein retrospektiv sei, während institutionelle Anleger auch Informationen über zukunftsgerichtete Strategien benötigten. Allerdings nehmen Unternehmen auch Klimaziele in ihre Nachhaltigkeitsberichte auf, siehe bereits Einleitung, A. Diese werden derzeit zwar regelmäßig verfehlt und zurückgeschraubt. Das dürfte sich spätestens mit Umsetzung des Art. 22 CSDDD jedoch ändern.

die Verwaltung bereits publiziert hat. Doch sogar in diesem Fall wird der klimaambitionierten Stimmrechtsberatung des Proxy Advisors keine Grenze gesetzt. Eine informationelle Privilegierung bedeutender Aktionäre wird als zulässig angesehen, da es im Unternehmensinteressen liegen soll, dass der Vorstand bereits im Vorfeld der Hauptversammlung mit diesen Informationen austausche, um zu erfahren, wie jene Großaktionäre zu gewissen Beschlussvorschlägen stehen.⁷⁵² Das soll auch für die Stimmrechtsberater aufgrund ihrer bedeutenden Einflussnahme gelten.⁷⁵³ Selbst wenn man den Gleichbehandlungsgrundsatz entgegen dieser Ausführungen als verletzt ansehen wollte, würden den Stimmrechtsberater keine Konsequenzen treffen. Sanktionen der Verletzung des Gleichbehandlungsgebots treffen allein den Vorstand der Gesellschaft.⁷⁵⁴ Der informationelle Gleichbehandlungsgrundsatz zieht der klimabewussten Stimmrechtsberatung somit keine Grenzen.

3. Übertragung des Gleichbehandlungsgrundsatzes nach Ziff. 6.1. S. 2 DCGK

Auch der Deutsche Corporate Governance Kodex i. d. F. vom 28. April 2022 (DCGK 2022) sieht vor, dass die Gesellschaft die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen in Bezug auf Informationen gleich behandeln muss. Empfehlung F.1 des DCGK 2022 ergänzt den aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz und empfiehlt, Aktionären sämtliche wesentlichen neuen Tatsachen, die Finanzanalysten und vergleichbaren Adressaten mitgeteilt wurden, ebenfalls allen anderen Aktionären unverzüglich zur Verfügung zu stellen.⁷⁵⁵ Selbst wenn man den Kreis der „Finanzanalysten und vergleichbaren Adressaten“ so weit fassen würde, dass Stimmrechtsberater darunterfielen,⁷⁵⁶ wären vom Anwendungsbereich ausgenommen von vornherein sämtliche klimabezogene Angaben, die bereits im Rahmen der Nachhaltigkeitsberichterstattung veröffentlicht wurden. Die DCGK-Empfehlung kann sich damit ohnehin nur noch auf den sehr kleinen und unwahrscheinlich eintretenden

⁷⁵² Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 280; Fleischer, ZGR 2009, 505, 521.

⁷⁵³ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 280 f.

⁷⁵⁴ Herrler, in: Grigoleit, AktG, § 131 Rn. 63; Koch, in: ders., AktG, § 131 Rn. 111.

⁷⁵⁵ Fleischmann, in: Ghassemi-Tabar, DCGK, G21 Rn. 15; E. Vetter/Peters, in: Henssler/Strohn, DCGK, F.1 Rn. 1; Langenbucher, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733, 743 f.

⁷⁵⁶ Dies annehmend Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 312; Córcoles, ECFR 2016, 106, 126; jedenfalls Ratingagenturen als erfasst ansehend E. Vetter/Peters, in: Henssler/Strohn, DCGK, F.1 Rn. 4.

Bereich erstrecken, in dem der Vorstand einem Stimmrechtsberater solche Informationen mitteilt, die nicht bereits publiziert wurden.

Sodann ist aber fraglich, ob derartige Informationen noch „wesentlich“ sein können. Da der Begriff der Wesentlichkeit im DCGK 2022 nicht weiter definiert wird, muss anhand des Einzelfalls abgewogen werden, ob eine Information wesentlich, mithin von gewissem Gewicht, ist.⁷⁵⁷ In Anbetracht der Dichte der in der nichtfinanziellen Berichterstattung zu behandelnden Informationen ist die Qualifizierung darüberhinausgehender Informationen als „wesentlich“ eher abzulehnen. Selbst in dem Fall, in dem eine wesentliche nichtfinanzielle Information anzunehmen wäre, würde allein der Vorstand die Verantwortung für den Verstoß gegen die Empfehlung des DCGK tragen.⁷⁵⁸ Das wird in der Praxis dazu führen, dass der Vorstand i. d. R. keine über die Nachhaltigkeitsberichterstattung hinausgehende Informationen an Stimmrechtsberater preisgeben wird. Der DCGK 2022 schafft für die Stimmrechtsberatung in Klimaangelegenheiten somit ebenfalls keine Schranke.

4. Übertragung der Verschwiegenheitspflicht (§ 93 Abs. 1 S. 3 AktG)

Eine lückenhafte Informationslage bezüglich der Klimaschutz- und Transitionsbemühungen des Beratungsobjekts könnte die klimabewusste Beratung des Stimmrechtsberaters mittelbar erschweren. Wäre eine Information in Bezug auf klimaschützende Aktivitäten der Gesellschaft als eine vertrauliche Angabe oder als ein Geheimnis der Gesellschaft, namentlich ein Betriebs- oder Geschäftsgeheimnis, zu qualifizieren, dürfte der Vorstand infolge seiner Verschwiegenheitspflicht nach § 93 Abs. 1 S. 3 AktG gegenüber niemanden, und damit auch nicht dem Stimmrechtsberater, darüber Auskunft erteilen.⁷⁵⁹ Vertrauliche Angaben sowie Geheimnisse der Gesellschaft können jedoch nur solche Tatsachen sein, die nicht offenkundig sind und für die ein

⁷⁵⁷ *Fleischmann*, in: Ghassemi-Tabar, DCGK, F.1 Rn. 5; v. *Werder*, in: Kremer u. a., DCGK, F.1 Rn. 3.

⁷⁵⁸ Der DCGK adressiert seine Empfehlungen allein an den Vorstand und den Aufsichtsrat der Gesellschaft, vgl. Präambel des DCGK 2022. Auch wenn Verstöße gegen den DCGK selbst keine Konsequenzen haben, so muss der Vorstand Abweichungen von diesem gemäß § 161 AktG veröffentlichen, siehe hierzu *Goette*, in: MüKoAktG, § 161 Rn. 32.

⁷⁵⁹ Siehe allgemein zur Verschwiegenheitspflicht *Dauner-Lieb*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 93 Rn. 10.

Geheimhaltungswille sowie ein Geheimhaltungsinteresse bestehen.⁷⁶⁰ Im Rahmen der Nachhaltigkeitsberichterstattung veröffentlichte Informationen sind naheliegenderweise nicht von der Verschwiegenheitspflicht erfasst. Das gilt auch für solche Nachhaltigkeitsinformationen, die nicht veröffentlicht wurden, aber hätten veröffentlicht werden müssen. Für diese besteht jedenfalls kein legitimes Geheimhaltungsinteresse. Die Verschwiegenheitspflicht des Vorstandes bildet damit keine geeignete Schranke der klimaambitionierten Stimmrechtsberatung.

5. Zwischenergebnis

Aktienrechtliche Schranken bestehen für die klimaambitionierte Stimmrechtsberatung keine. § 134d Abs. 1 Abs. 2 AktG ist nicht als Begrenzung einer klimabewussten Stimmrechtsberatung zu sehen, sondern verstärkt diese vielmehr über eine gewisse Qualitätssicherung bei der Erstellung der Stimmempfehlungen. Verstöße gegen die Pflichten des § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG zur Beachtung des Aktionärsinteresses und zur Vermeidung von Interessenkonflikten sehen keinerlei ordnungsrechtliche Sanktionen vor. Gleichbehandlungsgrundsätze vermögen der klimaengagierten Beratung ebenfalls keine Grenzen zu setzen, da sie sich nicht an den Stimmrechtsberater adressieren. Aufgrund der öffentlich verfügbaren Informationen der Nachhaltigkeitsberichterstattung ist auch eine mögliche Verschwiegenheitspflicht des Vorstandes ohne Belang. Schranken, die der Stimmrechtsberater im Falle einer klimaambitionierten Beratung erfährt, finden sich daher allein außerhalb des aktienrechtlichen Rahmens, etwa aufgrund eines Reputationsschadens oder eines Kundenverlustes, wenn sich der Berater über die Vorstellungen eines nicht nachhaltigkeitsengagierten Aktionärs hinwegsetzen würde. Das bedeutet im Umkehrschluss jedoch auch, dass der engagierten Stimmrechtsberatung so lange keine Grenzen gesetzt sind, wie die zu beratenden Aktionäre Klimaschutz als Anlagestrategie und Sicherung des Bestandes und der dauerhaften Rentabilität des Unternehmens begreifen.

⁷⁶⁰ BGH NJW 2016, 2569 Rn. 31; *Dauner-Lieb*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 93 Rn. 12; *Koch*, in: ders., AktG, § 93 Rn. 64.

II. Übertragung kapitalmarktrechtlicher Schranken

In Ermangelung aktienrechtlicher Schranken ist ferner zu prüfen, ob möglicherweise kapitalmarktrechtliche Schranken auf die Stimmrechtsberatung übertragen werden können. Denkbar wäre die Beteiligungspublizität nach § 33 WpHG (1.), Veröffentlichungspflichten nach § 35 WpÜG (2.) oder Schranken aus dem Insiderrecht (3.).

1. Beteiligungspublizität (§ 33 Abs. 1 S. 1 WpHG)

Nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG muss derjenige, der durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise drei, fünf, zehn oder mehr Prozent der Stimmrechte an einem Emittenten hält, dies unverzüglich dem Emittenten und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) mitteilen. Der Emittent hat diese gemeldeten Informationen sodann gemäß § 40 Abs. 1 S. 1 WpHG unverzüglich zu veröffentlichen und die Meldung an die das Unternehmensregister führende Stelle zu übermitteln. § 34 WpHG sieht vor, dass bestimmte Stimmrechte aus Aktien, die nicht dem Meldepflichtigen selbst gehören, diesem dennoch zugerechnet werden. Das umfasst u. a. von Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gehaltene Aktien am Emittenten (§ 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG) sowie Stimmrechte aus Aktien am Emittenten, die dem Meldepflichtigen anvertraut sind (§ 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 WpHG) oder die von einem Dritten gehalten werden, mit dem der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf den Emittenten auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt (§ 34 Abs. 2 S. 1 Hs. 1 WpHG). Ziel dieser Zurechnungsnorm ist es, Transparenz bezüglich der tatsächlichen Einflussnahme auf den Emittenten zu schaffen.⁷⁶¹

Da Stimmrechtsberater mittels ihrer Empfehlungen einen gewissen Einfluss auf die Abstimmungsergebnisse der Hauptversammlung des Emittenten haben, muss eine Publizitätspflicht näher beleuchtet werden.⁷⁶² Beraten sie mehrere Aktionäre eines Emittenten zugleich, bündeln sie deren

⁷⁶¹ Begr. RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 52; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 132; *Bayer*, in: *MüKoWpHG*, § 33 Rn. 1; *Anzinger*, WM 2011, 391 f.

⁷⁶² *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 310; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 93.

Stimmrechtsmacht, ohne selbst an der Gesellschaft beteiligt zu sein.⁷⁶³ Würde den Stimmrechtsberater aufgrund dieser mittelbaren Einflussnahme auf den Emittenten eine Meldepflicht treffen, könnte dies eine Schranke der klimaengagierten Stimmrechtsberatung bedeuten, da der Stimmrechtsberater sich hüten würde, die Schwellenwerte zu überschreiten und wahrscheinlich auf die Beratung zahlreicher institutioneller Anleger verzichten.⁷⁶⁴ Da Stimmrechtsberater selbst keine Aktien an Emittenten halten, sind mögliche Zurechnungen über § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 WpHG (a.) und § 34 Abs. 2 WpHG (b.) in den Blick zu nehmen.

a. Zurechnung nach § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 WpHG

Dem Meldepflichtigen werden über § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 WpHG Stimmrechte aus Aktien zugerechnet, die ihm anvertraut wurden (Var. 1) oder aus denen der Meldepflichtige Stimmrechte als Bevollmächtigter ausüben kann (Var. 2), soweit er die Stimmrechte nach eigenem Ermessen ausüben kann.⁷⁶⁵

Stimmrechte werden dem Meldepflichtigen dann anvertraut in diesem Sinne, wenn er aufgrund eines gesetzlichen oder vertraglichen Rechtsverhältnisses dazu verpflichtet ist, die Vermögensinteressen des Aktionärs wahrzunehmen und dabei eigenes Ermessen ausüben kann.⁷⁶⁶ Es bedarf mithin eines besonderen Vertrauensverhältnisses.⁷⁶⁷ Insbesondere aufgrund einer Vormundschaft, Testamentsvollstreckung oder Insolvenzverwaltung wird ein besonderes Vertrauensverhältnis begründet.⁷⁶⁸ Ein Vertrauensverhältnis dieser Intensität zwischen dem Stimmrechtsberater und dem Aktionär wird jedoch nicht begründet.⁷⁶⁹ Darüber hinaus kann ein Berater die Stimmrechte nicht in eigenem Ermessen ausüben, da er lediglich zur Erarbeitung einer

⁷⁶³ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 310; *Hellgardt/Hoger*, ZGR 2011, 38, 58; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 400; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 733; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 93.

⁷⁶⁴ In diese Richtung auch *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 211 f.

⁷⁶⁵ *Bayer*, in: MüKoAktG, § 34 WpHG Rn. 26; v. *Hein*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, § 34 WpHG Rn. 19; *Zimmermann*, in: Fuchs/Zimmermann, WpHG, § 34 Rn. 55.

⁷⁶⁶ *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 34 WpHG Rn. 17; zu § 22 Abs. 1 Nr. 6 WpHG a. F. *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 256.

⁷⁶⁷ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 133; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 93.

⁷⁶⁸ *Bayer*, in: MüKoAktG, § 34 Rn. 26; *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 34 WpHG Rn. 17

⁷⁶⁹ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 133; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 93.

Abstimmungsempfehlung beauftragt wurde.⁷⁷⁰ Eine Zurechnung nach § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 Var. 1 WpHG scheidet daher aus.

Nur sofern die Tätigkeit des Stimmrechtsberaters vom Leitbild des § 134a Abs. 1 Nr. 3 AktG abweicht und dieser nicht nur die Abstimmungsempfehlung erarbeitet, sondern ebenso zur Stimmrechtsausübung durch den Aktionär bevollmächtigt wird, könnte eine Bevollmächtigung i. S. d. § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 Var. 2 WpHG vorliegen. Fraglich ist allerdings, ob der Stimmrechtsberater in diesem Fall die Stimmrechte nach eigenem Ermessen ausüben kann. Im Schrifttum wird vertreten, dass ein solches Ermessen nur dann vorliegen könne, wenn sich der Anleger verpflichtet, der Empfehlung bedingungslos zu folgen und den Berater mit der Stimmrechtsausübung bevollmächtigt. In einem solchen Fall entfielen die Weisungsgebundenheit des Stimmrechtsberaters als Bevollmächtigtem und ein Ermessensspielraum bei der Ausübung der Stimmrechte sei zu bejahen.⁷⁷¹ Eberspächer hingegen lehnt einen Ermessensspielraum des Stimmrechtsberaters sogar in den Bevollmächtigungskonstellationen ab, in denen der Anleger erklärt, der Empfehlung blind folgen zu wollen.⁷⁷² Er begründet dies mit der fehlenden rechtlichen Bindung des Anlegers an die Empfehlung, da dieser den Vertrag über die Stimmrechtsvertretung jederzeit kündigen könne, wenn er mit der Empfehlung nicht einverstanden wäre.⁷⁷³ Noch gewichtiger ist jedoch das Argument, dass die Beauftragung des Stimmrechtsberaters erkennen lässt, dass der Anleger mit den veröffentlichten Richtlinien des Beraters einverstanden ist. Das lässt eine Übereinstimmung mit dessen Ansichten in gewissen Punkten vermuten.⁷⁷⁴ Dadurch stehe dem Berater kein uferloses Ermessen zu. Seine eigenen Richtlinien sowie die Bindung an das Kundeninteresse würden zu einem „stark eingegrenzten“ Ermessen führen, das für § 34 Abs. 1 Nr. 6 Var. 2 WpHG nicht ausreiche.⁷⁷⁵

⁷⁷⁰ Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 23; Poelzig, ZHR 185 (2021), 373, 400.

⁷⁷¹ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 133 ff.; Heinen, S. 76; Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 151 f.; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 259; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 311; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 24; Schmolke, ZGR 2007, 701, 733; Schneider/Anzinger, NZG 2007, 88, 94; Vaupel, AG 2011, 63, 75; diskutierend, aber dennoch ablehnend Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 214.

⁷⁷² Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 214 f.

⁷⁷³ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 214.

⁷⁷⁴ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 214.

⁷⁷⁵ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 215.

Über Eberspächers Argumente hinaus kann ein freies Ermessen des bevollmächtigten Stimmrechtsberaters in keinem Fall angenommen werden. Aufgrund der Interessenwahrungspflicht des § 135 Abs. 2 S. 2 AktG kann es nicht auf die Weisungsfreiheit des Stimmrechtsberaters ankommen, da dieser die Interessen seines Kunden selbst dann zu berücksichtigen hat, wenn Letzterer auf sein Weisungsrecht bezüglich des zu erschaffenden Werkes verzichtet.⁷⁷⁶ Auch dies führt zu einem derart begrenzten Ermessen des bevollmächtigten Stimmrechtsberaters, dass eine Zurechnung über § 34 Abs. 1 Nr. 6 Var. 2 WpHG nicht gerechtfertigt erscheint.⁷⁷⁷ In der Praxis dürfte eine blinde Annahme der Stimmempfehlung sowie der Verzicht auf das Weisungsrecht in der Praxis äußerst selten sein: Ein institutioneller Anleger kann es aufgrund der treuhänderischen Pflichten gegenüber seinen eigenen Kunden kaum vertreten, von einer Einzelfallprüfung der Stimmempfehlung abzusehen.⁷⁷⁸ Eine Zurechnung der von den Kunden des Stimmrechtsberaters gehaltenen Aktien an einem Emittenten gemäß § 34 Abs. 1 Nr. 6 WpHG scheidet daher sowohl nach Var. 1 als auch nach Var. 2 aus.

b. Zurechnung nach § 34 Abs. 2 S. 1 WpHG

Stimmrechte können dem Meldepflichtigen gemäß § 34 Abs. 2 S. 1 WpHG auch zugerechnet werden, wenn er sein Verhalten mit einem Dritten in Bezug auf den Emittenten abstimmt (sog. Acting in Concert). Das abgestimmte Verhalten wird dabei in § 34 Abs. 2 S. 2 WpHG legaldefiniert als Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten oder ein Zusammenwirken in sonstiger Weise mit dem Ziel einer dauerhaften erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung. Denkbar ist eine Zurechnung der Stimmrechte der Kunden zum Stimmrechtsberater (aa.) oder auch eine Zurechnung ihrer Stimmrechte untereinander (bb.). Im ersten Fall würden die Meldepflichten die Beratungstätigkeit des Stimmrechtsberaters unmittelbar erschweren; im zweiten Fall würden die durch die Zurechnung ausgelösten Meldepflichten der Aktionäre eine mittelbare Erschwernis der Tätigkeit des Beraters

⁷⁷⁶ Siehe zur Bindung des Stimmrechtsberaters an das individuelle Interesse seines Kunden bereits Vierter Teil, A.I.1.d.aa.

⁷⁷⁷ Zur Rechtslage vor der Erstreckung des § 135 Abs. 8, Abs. 2 AktG auf Stimmrechtsberater *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 93 f., *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 312.

⁷⁷⁸ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 140 f.; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 152.

darstellen, da Aktionäre zur Vermeidung dieser Pflichten von der Inanspruchnahme einer Stimmrechtsberatung absehen könnten.

aa. Zurechnung zum Stimmrechtsberater

Aufgrund der Abstimmungsempfehlung an den Aktionär wäre denkbar, dass die Stimmrechte, die entsprechend der Empfehlung ausgeübt werden, dem Stimmrechtsberater gemäß § 34 Abs. 2 S. 1 WpHG zuzurechnen sind. Ungeachtet der Frage, ob durch die Stimmrechtsberatung eine erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Gesellschaft bezweckt wird,⁷⁷⁹ ist bereits fraglich, ob ein Stimmrechtsberater überhaupt „Meldepflichtiger“ im Sinne dieser Norm ist. Ob ein Nicht-Aktionär meldepflichtig nach § 34 Abs. 2 WpHG sein kann, gilt als umstritten.⁷⁸⁰ Für die Möglichkeit der Zurechnung zu einem Nicht-Aktionär spricht die Systematik des § 34 Abs. 2 AktG: § 34 Abs. 2 WpHG nennt den „Meldepflichtigen“ und den „Dritten“. § 34 Abs. 2 S. 3 WpHG ordnet die sinngemäße Geltung des § 34 Abs. 1 WpHG ausschließlich für die Berechnung des Stimmrechtsanteils des Dritten, der dem Meldepflichtigen zugerechnet wird, an. Das vermittelt den Eindruck, dass der Meldepflichtige weder Aktionär sein noch dass ihm selbst Stimmrechte nach § 34 Abs. 1 WpHG zugerechnet werden könnten.⁷⁸¹

Aus dem Zweck des § 34 Abs. 2 WpHG ergibt sich allerdings, dass die Begriffe des „Meldepflichtigen“ und des „Dritten“ austauschbar sein müssen, da das Acting in Concert eine wechselseitige Zurechnung von Stimmrechten ermöglichen und § 34 Abs. 2 S. 3 WpHG auch für den Meldepflichtigen gelten muss.⁷⁸² Nur indem auch der „Meldepflichtige“ Stimmrechtsinhaber sein muss, kann die von § 34 Abs. 2 WpHG bezweckte Transparenz bei

⁷⁷⁹ Hierzu *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 215 ff; *Vaupel*, AG 2011, 63, 75.

⁷⁸⁰ Dafür BaFin, Emittentenleitfaden Modul B, Stand: 30. Oktober 2018, S. 26 f. Ziff. I.2.5.10; von *Bülow*, in: KK-WpHG, § 22 Rn. 193; v. *Hein*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, § 34 WpHG Rn. 28; *Schneider/S. Schneider*, in: Assmann/Schneider/Mülbelt, WpHG, § 34 Rn. 135; *Zimmermann*, in: Fuchs/Zimmermann, WpHG, § 34 Rn. 73; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94; *Vaupel*, AG 2011, 63, 75; dagegen noch von *Bülow/Bücker*, ZGR 2004, 669, 710.

⁷⁸¹ *Zimmermann*, in: Fuchs/Zimmermann, WpHG, § 34 Rn. 73 i. V. m. Fn. 167; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733, 740; ebenfalls ausgeführt, wenn letztlich abgelehnt von *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 260 (für § 22 Abs. 2 WpHG a. F.).

⁷⁸² *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 260; v. *Hein*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, § 34 WpHG Rn. 27; *Zimmermann*, in: Fuchs/Zimmermann, WpHG, § 34 Rn. 73 i. V. m. Fn. 167.

der konzertierten Stimmrechtsmacht *mehrerer* Personen erreicht werden.⁷⁸³ Das setzt voraus, dass jede der Personen über Stimmrechtsmacht, sprich: über Stimmrechte, verfügt.⁷⁸⁴ Das kann bei einem Stimmrechtsberater nur der Fall sein, wenn er selbst Aktionär ist⁷⁸⁵ oder Stimmrechte bereits nach § 34 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 WpHG zugerechnet bekommt, was nach bisherigen Ausführungen nicht der Fall sein kann.

Selbst wenn man entgegen obigen Ausführungen auch einen Nicht-Aktionär als meldepflichtig i. S. d. § 34 Abs. 2 WpHG ansehen möchte, erfordert die Zurechnung eine *Abstimmung* zwischen dem Stimmrechtsberater und dem beratenen Aktionär. Ein solches Abstimmen setzt eine Kommunikation mit dem Zweck der bewussten Koordinierung des Stimmverhaltens voraus.⁷⁸⁶ Die Gesetzesbegründung weist ausdrücklich daraufhin, dass „bloßes gleichgerichtetes Stimmverhalten“ diese Voraussetzung nicht erfüllt.⁷⁸⁷ Eine solche Koordinierung liegt jedoch bei der Stimmrechtsberatung gerade nicht vor; der Stimmrechtsberater kommt vielmehr seinem Auftrag als Informationsintermediär nach.⁷⁸⁸ Ob der Aktionär der Stimmempfehlung auf Basis der vorliegenden Informationen folgt, liegt allein in seiner Hand.⁷⁸⁹ Die Empfehlung ist nicht bindend.⁷⁹⁰ Nur sofern der Stimmrechtsberater zugleich mit der Stimmrechtsausübung bevollmächtigt wird und der Aktionär erklärt hat, dass

⁷⁸³ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 260 f.; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 313.

⁷⁸⁴ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 261; von Bülow/Bücker, ZGR 2004, 669, 711; darauf weist indirekt auch Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 217 hin, nach dem alleinige Folge der unterlassenen Meldung der Verlust der Stimmrechte aus Aktien ist. Ein solcher Verlust stellt für den Stimmrechtsberater, der selbst keine Aktien am Unternehmen hält, keine Gefahr dar.

⁷⁸⁵ In Übereinstimmung mit dem Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit wird auf Ausführungen für den Fall, dass ein Stimmrechtsberater zugleich Aktionär des Emittenten ist, verzichtet.

⁷⁸⁶ Ausgeführt, wenn letztlich abgelehnt Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 260 (für § 22 Abs. 2 WpHG a. F.)

⁷⁸⁷ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 136; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 262; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 315; Bayer, in: MüKoAktG, § 34 Rn. 37; Schneider/S. Schneider, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG, § 34 Rn. 143; Veil, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 34 WpHG Rn. 35; Casper, ZIP 2003, 1469, 1475; Hell, ZGR 2021, 50, 72; Schneider/Anzinger, NZG 2007, 88, 94.

⁷⁸⁸ Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BT-Drucks. 16/7438, S. 11.

⁷⁸⁹ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 260 ff., 264 f.; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 315; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 25; Hell, ZGR 2021, 50, 72 f.; Kocher/Heydel, AG 2011, 543 f.; die Anwendung der Zurechnungsnorm aufgrund eines Analogieverbots ablehnend von Bülow, in: KK-WpHG, § 22 Rn. 180; ohne nähere Begründung ebenfalls ablehnend Fleischer, AG 2012, 2, 6.

⁷⁹⁰ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 316; in diese Richtung auch Schneider/S. Schneider, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG, § 34 Rn. 141.

⁷⁹¹ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 136 f.; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 316; Kocher/Heydel, AG 2011, 543, 544.

er der Empfehlung blind folge, hat er überhaupt Einfluss auf das Abstimmungsergebnis.⁷⁹¹ Doch auch dieser Einfluss stellt keine Absprache dar. Eine solche vorabbindende Erklärung ist keine Abstimmung, sondern eine einseitige Erklärung.⁷⁹²

Da im Rahmen des Acting in Concerts eine Verständigung oder ein Zusammenwirken in sonstiger Weise erforderlich ist, setzt dies Kenntnis des Aktionärs darüber voraus, dass der Stimmrechtsberater selbst Stimmrechte ausübt oder dass ihm weitere Stimmrechte zugerechnet werden, die er dann seiner Empfehlung folgend ausübt. Da der institutionelle Anleger jedoch keinerlei Kenntnis darüber hat, ob der Stimmrechtsberater selbst Aktionär ist, ob ihm andere Stimmrechte zugerechnet werden und ob der Stimmrechtsberater seiner eigenen Empfehlung folgt (er könnte selbst andere persönliche Interessen haben), dürfte das nahezu ausgeschlossen sein.⁷⁹³ Noch darüber hinaus ist für den jeweiligen beratenen Aktionär ungewiss, ob der Stimmrechtsberater alle Kunden gleichlautend beraten wird und ein Gleichlauf der Abstimmungen in der jeweiligen Aktiengesellschaft gewiss wäre. Denn der Stimmrechtsberater ist dem konkreten Interesse eines jeden Kunden verpflichtet,⁷⁹⁴ sodass es auch zu unterschiedlichen Empfehlungen je nach Aktionär derselben Gesellschaft kommen kann.⁷⁹⁵ Von einer bindenden Absprache mit dem Stimmrechtsberater ist daher unter keinen Umständen auszugehen und eine Zurechnung auf Grundlage eines Acting in Concert ausgeschlossen.

bb. Zurechnung der beratenen Aktionäre untereinander

Wenn auch dem Stimmrechtsberater selbst in Ermangelung der Zurechnung der Stimmrechte der beratenen Aktionäre keine Meldepflichten obliegen, die einer klimaambitionierten Stimmrechtsberatung eine Grenze ziehen könnten, so würde eine solche Beschränkung dann bestehen, wenn die von einem Stimmrechtsberater beratenen Aktionäre ihre Stimmrechte untereinander zugerechnet bekommen würden. Sofern die Inanspruchnahme einer

⁷⁹¹ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 137; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 264; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 316; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544.

⁷⁹² *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 264; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 317; a. A. wohl *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733, 740.

⁷⁹³ *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 264; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94.

⁷⁹⁴ Siehe Vierter Teil, A.I.1.d.aa.

⁷⁹⁵ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 316.

Stimmrechtsberatung Meldepflichten auslöst, könnten Anleger von einer Stimmrechtsberatung absehen. Gerade in Anbetracht der Tatsache, dass institutionelle Investoren ein wachsendes Interesse an nachhaltigen Anlagemöglichkeiten haben,⁷⁹⁶ könnten sich in Zukunft ihre Stimmrechtsausübungen zu mehr Klimaschutz konzentrieren.⁷⁹⁷ Basiert die jeweilige Stimmrechtsabgabe auf der Beratung eines Stimmrechtsberaters, stellt sich die Frage, ob der faktischen „Stimmrechtsbündelung in den Händen der Stimmrechtsberater“⁷⁹⁸ eine mittelbare kapitalmarktrechtliche Schranke dahingehend gesetzt werden muss, dass die beratenen Aktionäre diese Bündelung nach § 33 Abs. 1 S. 1 i. V. m. § 34 Abs. 2 WpHG publizieren müssen.⁷⁹⁹

Voraussetzung wäre hierzu die Abstimmung der beratenen Anleger in Bezug auf das Verhalten der ausgeübten Stimmrechte. Das erfordert wiederum eine Kommunikation zwischen den Anlegern, entweder auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise.⁸⁰⁰ Im ESG-Kontext hat die BaFin hierzu jüngst klargestellt, dass ein Acting in Concert nur möglich ist, wenn sich Aktionäre für eine konkrete Hauptversammlung über die gemeinsam ausgerichtete Stimmrechtsausübung verständigen.⁸⁰¹ Auch wenn die BaFin dabei die Stimmrechtsberatung nicht in Bezug genommen hat, kann eine solche Abstimmung laut einhelligem Schrifttum auch über eine Mittelsperson erfolgen.⁸⁰² So wird vereinzelt vertreten, dass ein bewusstes Zusammenwirken bereits dann vorliege, wenn die beratenen Aktionäre der Stimmempfehlung ihres Beraters folgen.⁸⁰³ Allerdings treten die Anleger nicht über den

⁷⁹⁶ Siehe Erster Teil, C.

⁷⁹⁷ Siehe allgemein zum Acting in Concert und ESG-Aktivismus, allerdings ohne Bezug zur Stimmrechtsberatung *Kraack*, in: BeckOK WpHR, § 34 WpHG Rn. 188 f.; *Fovaccia/Maier*, AG 2024, 148.

⁷⁹⁸ *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 400.

⁷⁹⁹ Dagegen *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 34 WpHG Rn. 24; v. *Hein*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, § 34 WpHG Rn. 31; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 25; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 401; *Langenbacher*, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733, 739.

⁸⁰⁰ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 218; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 136; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 262; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 315; *Bayer*, in: MüKoAktG, § 34 Rn. 37; *Schneider/S. Schneider*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG, § 34 Rn. 143; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 34 WpHG Rn. 35; *Casper*, ZIP 2003, 1469, 1475; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94.

⁸⁰¹ *Schmiady/Naumann*, Collaborative Engagement und die Zurechnung von Stimmrechten, BaFinJournal, 30. März 2023.

⁸⁰² *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 138; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 263; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 318; *von Bülow*, in: KK-WpHG, § 22 Rn. 199; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544.

⁸⁰³ *Schneider*, ZGR 2012, 518, 531; in diese Richtung wohl auch *Heinen*, Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater, 2018, S. 43, die undifferenziert von einer „Koordination der

Stimmrechtsberater miteinander in Kontakt, sondern sie kontaktieren ausschließlich ihren Berater. Die bloße Beauftragung desselben Stimmrechtsberaters führt nicht zu einer unmittelbaren Abstimmung zwischen den Anlegern.⁸⁰⁴ Übernimmt eine breite Menge der beratenen Anleger die Empfehlung des Beraters, sei es ungeprüft durch Robo-Voting oder auch nach einer weitergehenden Analyse, so liegt darin keine Koordination des Stimmverhaltens. Ein solcher Fall des bloßen Parallelverhaltens führt vielmehr zu zufälligen Mehrheitsvoten.⁸⁰⁵ Die einzelnen Aktionäre wissen schließlich nicht, ob andere beratene Aktionäre der Empfehlung ebenfalls folgen werden.⁸⁰⁶ Das gilt selbst in dem sehr seltenen Fall, dass ein institutioneller Anleger öffentlich bekundet, er werde für einen bestimmten Emittenten der Stimmempfehlung eines bestimmten Beraters folgen, da es sich dabei um eine öffentliche Bekanntgabe ohne verbindliche Erklärung gegenüber den anderen Aktionären handelt.⁸⁰⁷

Noch darüber hinaus wissen die beratenen Aktionäre i. d. R. nicht, ob andere Aktionäre dergleichen Portfoliogesellschaft überhaupt von demselben

Investoren über die Abstimmungsempfehlungen“ spricht, „da alle institutionellen Investoren in der Regel dieselben Empfehlungen erhalten und diesen größtenteils folgen“ sowie S. 76, wonach die „Koordination der institutionellen Stimmrechtsberater [...] die selbständige Kontaktaufnahme der institutionellen Investoren untereinander [ersetzt]“.

⁸⁰⁴ *Brückner*, Aktivistische Aktionäre, 2023, S. 83 f.; *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 218; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 318; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 401; *Langenbucher*, FS Hoffmann-Becking, 2013, 733, 739; *von Bülow*, in: KK-WpHG, § 22 Rn. 201; *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 34 WpHG Rn. 24; v. *Hein*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, § 34 WpHG Rn. 31; *Zimmermann*, in: Fuchs/Zimmermann, WpHG, § 34 Rn. 74 i. V. m. Fn. 175; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544; a. A. wohl *Vaupel*, AG 2011, 63, 76, der die Meldepflicht nur daran scheitern lässt, dass der beratene Aktionär i. d. R. nicht weiß, welche Mitaktionäre ebenfalls Leistungen desselben Beraters in Anspruch nehmen; differenzierend *Schneider/S. Schneider*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG, § 34 Rn. 141.

⁸⁰⁵ OLG Frankfurt a.M. ZIP 2004, 1309, 1312; *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 220, *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 319; *von Bülow*, in: KK-WpHG, § 22 Rn. 202; *Seibt*, ZIP 2004, 1829, 1832; in diese Richtung auch *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 6, der von einer faktischen Koordination des Abstimmungsverhaltens spricht, das den Tatbestand des Acting in Concert nicht erfüllt; ebenso *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 6; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 170 f.; grundsätzlich ablehnend hierzu auch *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 151 ff.; für die Feststellung einer eigenständigen Stimmabgabe nach der Größe der beratenen Aktionäre differenzierend *Schneider*, in: VGR, Gesellschaftsrecht 2019, Praxis und Regulierung von Stimmrechtsberatern Rn. 28.

⁸⁰⁶ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 139; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 94.

⁸⁰⁷ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 152 f.; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 265; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 319 f.; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544; a. A. *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 219; wohl auch *Schneider*, ZGR 2007, 440, 449; einschränkend insoweit *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 139, der zumindest eine Erwidern der öffentlichen Erklärung durch einen Mitaktionär verlangt, um eine gegenseitige Abstimmung bezüglich des Stimmverhaltens anzunehmen. Dabei übersieht er jedoch, dass eine öffentliche einseitige Erklärung gerade keinen konkreten Bindungswillen enthält.

Stimmrechtsberater beraten werden,⁸⁰⁸ geschweige denn wie viele Aktionäre es insgesamt sind. Allein dieser Umstand lässt eine Meldepflicht unmöglich werden, sodass eine Zurechnung keinen legitimen Zweck verfolgen kann. Praktisch ist es für den einzelnen Aktionär unmöglich, zu erkennen, ob und wann er die Meldeschwellen des § 33 Abs. 1 WpHG überschreitet, wenn er sich von einem Stimmrechtsberater Empfehlungen geben lässt.⁸⁰⁹ Der Stimmrechtsberater kann dem Meldepflichtigen Informationen über seine Kunden aus datenschutzrechtlichen Gründen nicht preisgeben. Etwas anderes könnte man nur annehmen, wenn mehrere untereinander bekannte Anleger einen Stimmrechtsberater bewusst beauftragen, um eine unkoordinierte Stimmabgabe zu verhindern.⁸¹⁰ In diesem Moment läge eine mittelbare Abstimmung zwischen den Anlegern vor.⁸¹¹ Dann müsste aber der Beratungsvertrag vorsehen, dass der Stimmrechtsberater die Stimmrechtsausübung seiner Kunden koordinieren wird, um zu gewährleisten, dass der Berater tatsächlich allen Aktionären derselben Gesellschaft eine gleichlautende Empfehlung ausspricht.⁸¹² Solange der Stimmrechtsberater einen solchen Engagement Service⁸¹³ nicht anbietet, wie es in der Praxis ohnehin nur selten der Fall ist,⁸¹⁴ scheidet eine Zurechnung der Stimmrechte der beratenen Aktionäre untereinander somit aus.

cc. Zwischenergebnis

Im Rahmen einer klimaengagierten Stimmrechtsberatung führt § 34 Abs. 2 WpHG weder zu einer Zurechnung der Stimmrechte der beratenen Aktionäre zu ihrem Stimmrechtsberater noch zu einer solchen der Stimmrechte der beratenen Aktionäre untereinander.

⁸⁰⁸ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 152 f.; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 263; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544.

⁸⁰⁹ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 219; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 140; *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543, 544 f.

⁸¹⁰ *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 401.

⁸¹¹ *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 401.

⁸¹² *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 27; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 401.

⁸¹³ Zum Begriff siehe *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 27.

⁸¹⁴ *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 27; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 401.

c. Zwischenergebnis

Da infolge der fehlenden Zurechnung der Stimmrechte zu dem Stimmrechtsberater bzw. der Anleger untereinander sowohl nach § 34 Abs. 1 Nr. 6 WpHG als auch nach § 34 Abs. 2 WpHG keine Meldepflichten nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG ausgelöst werden, begrenzt die Beteiligungspublizität die klimaengagierte Stimmrechtsberatung nicht.

2. Pflichten nach § 35 Abs. 1, Abs. 2 WpÜG

Gemäß § 35 Abs. 1 WpÜG muss derjenige, der unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, dies unverzüglich veröffentlichen. Zudem muss er nach § 35 Abs. 2 WpÜG ein Übernahmeangebot an sämtliche Aktionäre der Zielgesellschaft abgeben. Kontrollerlangung liegt gemäß § 29 Abs. 2 AktG vor, wenn dem Mitteilenden mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft gehören, sei es aus selbst gehaltenen Aktien oder durch Zurechnung nach § 30 WpÜG. Auch nach § 30 Abs. 1 Nr. 6 WpÜG werden Stimmrechte zugerechnet, die dem Bieter anvertraut sind oder aus denen er die Stimmrechte als Bevollmächtigter ausüben kann, sofern er die Stimmrechte aus diesen Aktien nach eigenem Ermessen ausüben kann. Nach § 30 Abs. 2 WpÜG ist ebenso das Acting in Concert ein Zurechnungstatbestand.

Ungeachtet der Diskussion, ob die Auslegung der Zurechnungstatbestände des § 34 WpHG mit jenen des § 30 WpÜG gleichläuft,⁸¹⁵ wird im Fall der Stimmrechtsberatung überwiegend angenommen, dass weder der Stimmrechtsberater aufgrund zuzurechnender Stimmen die Kontrolle über die Zielgesellschaft erwerbe noch dass die beratenen Aktionäre die Kontrolle erwerben würden.⁸¹⁶ Da die für die Stimmrechtsberatung in Betracht kommenden Zurechnungsnormen des § 34 Abs. 1 Nr. 6 WpHG und § 34 Abs. 2 WpHG

⁸¹⁵ Ursprünglich waren § 30 WpÜG und § 22 WpHG a. F. wortlautidentisch, um unterschiedliche Zurechnungsmethoden zu vermeiden, siehe Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 53, S. 70. Mittlerweile divergieren manche Tatbestandsvoraussetzungen infolge mehrerer Gesetzesänderungen, was zu Rechtsunsicherheiten führt. Siehe hierzu *Schneider/S. Schneider*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG, § 34 Rn. 10 ff.

⁸¹⁶ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 142; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 268; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 322; *Fovaccia*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 30 Rn. 200; *Hell*, ZGR 2021, 50, 72; *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 95; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZRG 2019, 163, 170 f.; in diese Richtung auch *Süßmann*, in: Angerer/Brandi/Süßmann, WpÜG, § 30 Rn. 35.

mit jenen des § 30 Abs. 1 Nr. 6 WpÜG und § 34 Abs. 2 WpÜG nahezu wortlautidentisch sind,⁸¹⁷ überzeugt diese Ansicht. Zudem kann die Pflicht zur Abgabe eines Angebots kann nur verhältnismäßig sein, wenn der Bieter tatsächlich eine Verhaltensabstimmung mit ihm bekannten Personen beabsichtigt.⁸¹⁸ Insoweit sei auf obige Ausführungen im Rahmen des § 34 WpHG verwiesen, in denen bereits eine Verhaltensabstimmung zwischen Stimmrechtsberater und Aktionär bzw. zwischen den Aktionären untereinander abgelehnt wird.⁸¹⁹ Noch darüber hinaus beabsichtigt zumindest der Stimmrechtsberater als reiner Informationsintermediär keinen Kontrollerwerb. Die faktische Einflussnahme, die aus den Stimmempfehlungen resultiert, rechtfertigt unter keinen Umständen die Pflicht zur Abgabe eines Angebots.⁸²⁰ Damit beschränkt auch die Pflicht zur Veröffentlichung der Kontrolle sowie zur Abgabe eines Angebots nach § 35 Abs. 1, Abs. 2 WpÜG die Stimmrechtsberatung nicht.

3. Insiderrecht

Möglicherweise gebietet das Insiderrecht einer klimaengagierten Stimmrechtsberatung kapitalmarktrechtlichen Einhalt. Vor diesem Hintergrund könnte eine mittelbare Erschwerung der Beratung bestehen, wenn der Vorstand der betreffenden Gesellschaft gemäß Art. 10 Abs. 1 der Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) unrechtmäßigerweise Insiderinformationen offenlegen würde und aufgrund des Verbots nach Art. 14 lit. c) MMVO deshalb von einer Kommunikation mit dem Stimmrechtsberater absehen könnte. Gleichsam könnte auch der Stimmrechtsberater unmittelbar beschränkt werden, da er gemäß Art. 10 Abs. 2 MMVO unrechtmäßigerweise Insiderinformationen offenlegen würde, indem er eine Empfehlung abgibt, die auf solchen beruht.⁸²¹

Insiderinformationen sind gemäß Art. 7 Abs. 1 lit. a) MMVO nicht öffentlich bekannte, präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder

⁸¹⁷ Allgemein zum Gleichlauf der Normauslegungen *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 142; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 268; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 410; *Liebscher*, ZIP 2002, 1005, 1009; *Schumann/Schockenhoff*, ZGR 2005, 568, 608.

⁸¹⁸ *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 268.

⁸¹⁹ Ebenso *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 268.

⁸²⁰ *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 269; a. A. im Falle einer verbindlichen Erklärung des Aktionärs, der Empfehlung blind folgen zu wollen *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88, 95.

⁸²¹ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 146, S. 306.

mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt werden würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Nach Art. 7 Abs. 4 MMVO liegt ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential vor, wenn ein verständiger Anleger die Information als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.⁸²²

Informationen über unternehmensbezogene Klimarisiken sowie die von der Gesellschaft ergriffenen und geplanten Maßnahmen zum Klimaschutz und der Klimaresilienz ihres Geschäftsmodells könnten dabei im Einzelfall als kursrelevant eingestuft werden.⁸²³ Das gilt jedenfalls dann, wenn die entsprechende Information unmittelbare Bedeutung für die Finanzlage der Gesellschaft hat, etwa aufgrund signifikanter Reputationsverluste im Falle des Bekanntwerdens einer Nachhaltigkeitsinformation.⁸²⁴ Eine Qualifizierung als Insiderinformation ist im Falle des Klimafahrplans der Gesellschaft jedoch regelmäßig abzulehnen, da diese Informationen der Öffentlichkeit in Anbetracht der Nachhaltigkeitsberichterstattung zwar nicht in Form des Klimafahrplans, aber als einzelne Nachhaltigkeitsaspekte bereits bekannt sind.⁸²⁵ Auch die Tatsache, dass die Gesellschaft plant, ein Say on Climate durchzuführen, ist regelmäßig keine Insiderinformation, da sie mit Veröffentlichung der Tagesordnung öffentlich bekannt wird und der Stimmrechtsberater ohne diese keine Kenntnis darüber hat.⁸²⁶

Relevant kann das Insiderrecht damit nur dann werden, wenn der Stimmrechtsberater in informellen Treffen nicht publizierte Informationen zur Klimastrategie vom Vorstand erhält.⁸²⁷ Dies ist insbesondere aufgrund des Umfangs der Nachhaltigkeitsberichterstattung, die von der alsbald bestehenden Pflicht zur Veröffentlichung eines Klimafahrplans gemäß

⁸²² Ausführlich zur Kursrelevanz *Klöhn*, in: *Klöhn*, MMVO, Art. 7 Rn. 156 ff.

⁸²³ *Weller/Tran*, ZEuP 2021, 573, 602; in diese Richtung auch *Ruland/Bürger/Weber/Kroth*, Newsdienst Compliance 2022, 220027, Ziff. IV, die auf Haftungsrisiken in Bezug auf Insiderinformationen allgemein bei ESG hinweisen; die Eigenschaft einer Insiderinformation ebenfalls bejahend für das Wissen um die Fehlerhaftigkeit der Nachhaltigkeitsberichterstattung *Stern*, NZG 2024, 1304 Rn. 36.

⁸²⁴ *Osterloh-Konrad/Stark*, ZHR 187 (2023), 309, 315; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2020, 1557, 1564 f.

⁸²⁵ Allgemein zu öffentlich verfügbaren Informationen als Insiderinformation: *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 145.

⁸²⁶ *Merkner/Schulenburg/Elixmann*, AG 2024, 257 Rn. 32.

⁸²⁷ Allgemein zur Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen informeller Gespräche *Ekenga*, in: FS Cahn, 2023, 71, 82 f.; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 29.

Art. 22 CSDDD flankiert werden wird, in der Praxis kaum noch denkbar.⁸²⁸ Das Insiderrecht beschränkt die klimaengagierte Stimmrechtsberatung somit ebenfalls nicht.

4. Zwischenergebnis

Der Stimmrechtsberater widerfährt keine kapitalmarktrechtlichen Schranken bei der Unterbreitung klimaengagierter Stimmrechtsempfehlungen. Ihn trifft im Falle einer nachhaltigen Stimmrechtsberatung weder eine Mitteilungspflicht nach § 33 Abs. 1 WpHG noch eine Pflicht zur Veröffentlichung und Abgabe eines Angebots gemäß § 35 Abs. 1, Abs. 2 WpÜG. Ebenso sind insiderrechtliche Verbote aufgrund der umfangreichen Publizitätspflichten der klimabezogenen Informationen, derer sich der Stimmrechtsberater bedienen kann, nicht einschlägig.

B. Haftung für eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung

Nachdem eruiert wurde, dass einer klimaambitionierten Stimmrechtsberatung weder relevante aktienrechtliche noch kapitalmarktrechtliche Schranken gesetzt sind, ist als nächstes zu prüfen, ob dem klimapolitisch beratenden Stimmrechtsberater eine zivilrechtliche Haftung drohen könnte. Mögliche Schadensersatzforderungen könnten den Stimmrechtsberater von einer ambitionierten klimafreundlichen Stimmrechtsberatung abhalten.⁸²⁹ Da der Gesetzgeber bewusst auf einen spezialgesetzlichen Haftungstatbestand der Stimmrechtsberater verzichtet hat,⁸³⁰ kommen nur allgemeine Haftungsmöglichkeiten in Betracht. Im Folgenden sollen daher die möglichen Haftungstatbestände in Bezug auf den beratenen Aktionär (I.), die Gesellschaft als Beratungsobjekt (II.) und die Mitaktionäre des Kunden (III.) behandelt werden.

⁸²⁸ Siehe bereits Einleitung, A.

⁸²⁹ Zur Präventionswirkung von Haftungsrisiken siehe auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 160; *Magnus*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, Vor §§ 249-255 Rn. 11; *Wagner*, in: MüKoBGB, Vor § 823 Rn. 48 ff.

⁸³⁰ Vgl. Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 106; siehe auch *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 43.

I. Haftung gegenüber dem beratenen Aktionär

In Betracht kommt zunächst eine Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber seinem Kunden auf vertraglicher Grundlage (1.), aber auch aus Delikt (2.).

1. Vertraglicher Schadensersatz (§ 280 Abs. 1 BGB)

Zwischen dem beratenen Aktionär und dem Stimmrechtsberater kommt ein Beratungsvertrag zustande, sodass zunächst an eine vertragliche Haftung des Stimmrechtsberaters zu denken ist.⁸³¹ Hierbei ist zu prüfen, ob das deutsche Recht überhaupt anwendbar ist (a.), bevor die Natur des Stimmrechtsvertrags bestimmt wird (b.), um eine mögliche Pflichtverletzung zu identifizieren (c.). Daran anschließend werden die weiteren Tatbestandsmerkmale des Vertretenmüssens (d.), des Schadens (e.), der Kausalität (f.) und des Mitverschuldens (g.) behandelt.

a. Anwendbares Recht

Eine erste Problematik bei der vertraglichen Haftung der Stimmrechtsberater ergibt sich durch die Lage des jeweiligen Verwaltungssitzes der beiden größten Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis in den USA.⁸³² Es liegt damit ein internationaler Sachverhalt vor, dessen anwendbare Rechtsordnung von dem Vertragsstatut des Internationalen Privatrechts abhängt.⁸³³

Die vertragliche Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber seinem Kunden richtet sich zunächst nach dem Recht, das beide Parteien gemäß Art. 3 Abs. 1 S. 1 Rom I-VO als anwendbar vereinbart haben.⁸³⁴ Es ist davon auszugehen, dass ISS und Glass Lewis amerikanisches Recht i. d. R. als

⁸³¹ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 285; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 267; Arnold, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 199; Koch, in: ders., AktG, § 135 Rn. 51; Lieb-scher, in: Henssler/Strohn, AktG, § 135 Rn. 17; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 139, 141.

⁸³² Siehe bereits Vierter Teil, A.I.1.a.; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 154.

⁸³³ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 235; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 285; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 161 ff.; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 140.

⁸³⁴ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 155; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 140.

anwendbar vereinbaren.⁸³⁵ Liegt keine Rechtswahlvereinbarung vor, so bestimmt sich das anwendbare Recht gemäß Art. 4 Abs. 1 Rom I-VO je nach vorliegendem Vertragstypen. Hierbei könnte der Beratungsvertrag als „Dienstleistungsvertrag“ i. S. d. Art. 4 Abs. 1 lit. b) Rom I-VO qualifiziert werden.⁸³⁶ Der Begriff ist im Rahmen des europäischen Rechts autonom auszulegen und bestimmt sich grundsätzlich unter Zugrundelegung der Definition der Dienstleistung i. S. d. Art. 57 AEUV.⁸³⁷ Die Unterscheidung zwischen Dienstleistungs- und Werkvertrag des deutschen Rechts ist dem europäischen Verständnis fremd.⁸³⁸ Folglich ist der Begriff der Dienstleistung weit zu verstehen und umfasst i. d. R. entgeltliche, tätigkeitsbezogene Leistungen, soweit sie nicht den Vorschriften über den freien Waren- und Kapitalverkehr und über die Freizügigkeit der Personen unterliegen.⁸³⁹

Der Stimmrechtsberater erstellt auf Grundlage seiner Informationsbeschaffung und -analyse entgeltlich seine Stimmrechtsempfehlung und erbringt damit eine Dienstleistung in diesem Sinne.⁸⁴⁰ Dementsprechend ist gemäß Art. 4 Abs. 1 lit. b) Rom I-VO das Recht des Staates anwendbar, in dem der Dienstleister seinen gewöhnlichen Aufenthaltsort hat. Der gewöhnliche Aufenthaltsort einer juristischen Person ist gemäß Art. 19 Abs. 1 Rom I-VO zwar grundsätzlich der Ort der Hauptverwaltung. Im europäischen Verständnis ist das der Ort, an dem die geschäftliche Oberleitung erfolgt und zentrale Leitungsentscheidungen getroffen werden.⁸⁴¹ Das wären für ISS und Glass Lewis jeweils die USA. Sofern allerdings der Vertrag im Rahmen des

⁸³⁵ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 155; in diese Richtung auch Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 163; a. A. Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 235, der ohne Begründung davon ausgeht, dass Stimmrechtsberater keine Rechtswahl in ihre Verträge aufnehmen.

⁸³⁶ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 235; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 155; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 285 f.; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 164 f.; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 140; allgemein für Consultingverträge Martiny, in: MüKoBGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 66.

⁸³⁷ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 235; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 164 (der auf Art. 5 Nr. 1 lit. b) EuGVVO verweist); Ferrari, in: Ferrari/Kieninger/Mankowski u. a., IntVertragsR, Art. 4 Rom I-VO Rn. 27; Martiny, in: MüKoBGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 37 ff.

⁸³⁸ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 164; Leible, in: NK-BGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 29.

⁸³⁹ Ausführlich zur Auslegung Martiny, in: MüKoBGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 39 ff.

⁸⁴⁰ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 235; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 155; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 285 f.; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 165; zur Steuerberatung Leible, in: NK-BGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 31; zum Consulting Martiny, in: MüKoBGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 66.

⁸⁴¹ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 165; Ferrari, in: Ferrari/Kieninger/Mankowski u. a., IntVertragsR, Art. 19 Rom I-VO Rn. 8; Rademacher/Doehner, in: NK-BGB, Art. 19 Rom I-VO Rn. 5.

Betriebs einer Zweigniederlassung, Agentur oder sonstigen Niederlassung geschlossen wird oder eine solche für die Vertragserfüllung verantwortlich ist, steht ihre Örtlichkeit dem Ort der Hauptverwaltung gemäß Art. 19 Abs. 2 Rom I-VO gleich.⁸⁴² Hierfür ist erforderlich, dass die Dienstleistung durch einen Mittelpunkt geschäftlicher Tätigkeit erbracht wird, der dauerhaft als Außenstelle eines Stammhauses hervortritt. Dieses Stammhaus muss so ausgestattet sein, dass Dritte sich unmittelbar an diese Niederlassung wenden können, auch wenn sie wissen, dass unter Umständen ein Rechtsverhältnis mit dem Stammhaus im Ausland eingegangen wird.⁸⁴³ ISS und Glass Lewis agieren durch Niederlassungen in Deutschland, die Beratungsverträge im Namen bzw. auf Rechnung des amerikanischen Stammhauses der Beratungsunternehmen abschließen. Folglich ist insbesondere in den Fällen der beiden großen Stimmrechtsberater das deutsche Recht anwendbar.⁸⁴⁴

Zu einem gleichen Ergebnis gelangt man darüber hinaus auch, indem man gemäß Art. 4 Abs. 3 Rom I-VO annimmt, dass der Beratungsvertrag nach der Gesamtheit der Umstände eine offensichtlich engere Verbindung zu einem anderen Staat, hier Deutschland, aufweist.⁸⁴⁵ Eine solch offensichtlich engere Verbindung kann nicht *per se* definiert werden, sondern richtet sich nach dem konkreten Einzelfall. Sie wäre hier zu bejahen, wenn mehrere Elemente des Rechtsverhältnisses zwischen einem Stimmrechtsberater und seinem Kunden eine engere Beziehung zu der deutschen Rechtsordnung aufweisen.⁸⁴⁶ Zwar hat der Stimmrechtsberater seine Hauptverwaltung in den USA und ggfs. hat auch der institutionelle Anleger als Kunde einen amerikanischen Sitz. Alle anderen Vertragsumstände haben jedoch keinerlei Verbindung zum amerikanischen Recht. Das Beratungsobjekt ist eine deutsche Aktiengesellschaft, die an einem deutschen Handelsplatz notiert ist. Das Stimmrecht der beratenen Aktionäre wird auf der Hauptversammlung ausgeübt, deren Ablauf und Wirksamkeit allein dem deutschen Recht unterliegt. Die

⁸⁴² *Ferri*, in: Ferrari/Kieninger/Mankowski u. a., IntVertragsR, Art. 19 Rom I-VO Rn. 16; *Rademacher/Doehner*, in: NK-BGB, Art. 19 Rom I-VO Rn. 6 f.

⁸⁴³ *Martiny*, in: MüKoBGB, Art. 19 Rom I-VO Rn. 13 ff.; *Rademacher/Doehner*, in: NK-BGB, Art. 19 Rom I-VO Rn. 6.

⁸⁴⁴ *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134a Rn. 27 (der davon ausgeht, dass ISS und Glass Lewis beide Niederlassungen in der EU haben, aber keine europäische Tochtergesellschaften); *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 394; a. A. wohl *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 140.

⁸⁴⁵ Diese Überlegung stellt auch *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 236, an.

⁸⁴⁶ Siehe zur Feststellung einer offensichtlich engeren Verbindung auch *Leible*, in: NK-BGB, Art. 4 Rom I-VO Rn. 73 f.

Beratungsleistung orientiert sich an jenem Recht, das für den deutschen Kapitalmarkt relevant ist; insbesondere muss der Stimmrechtsberater die nach deutschem Recht geltende Nachhaltigkeitsberichterstattung des Unternehmens analysieren. Infolgedessen ergibt die Gesamtheit der Umstände, dass der Beratungsvertrag eine offensichtlich engere Verbindung zu Deutschland aufweist. Auch über Art. 4 Abs. 3 Rom I-VO ist damit das deutsche Recht anwendbar.

Damit bestimmt sich die vertragliche Haftung der ISS und Glass Lewis wohl nach Art. 4 Abs. 1 lit. b) Rom I-VO als auch gemäß Art. 4 Abs. 3 Rom I-VO nach deutschem Recht, sofern eine Rechtswahlklausel kein anderes Recht für anwendbar erklärt.

b. Natur des Stimmrechtsberatungsvertrags

Auch wenn man im Rahmen einer autonomen Auslegung des Begriffs der Dienstleistung angenommen hat, dass im Internationalen Privatrecht bei dem Beratungsvertrag zwischen dem Stimmrechtsberater und dem Aktionär ein Dienstleistungsvertrag vorliegt, muss bei der Anwendung des einschlägigen Rechts der Vertrag zwischen dem Stimmrechtsberater und dem Aktionär nach der *lex fori* erneut selbständig qualifiziert werden, um das richtige Haftungsregime zu ermitteln.⁸⁴⁷ Denkbar wäre zwar ein Geschäftsbesorgungsvertrag (aa.), allerdings ist vordergründig zwischen einem Werkvertrag und einem Dienstvertrag abzugrenzen (bb.).⁸⁴⁸

aa. Kein Geschäftsbesorgungsvertrag

Überwiegend wird der Stimmrechtsberatungsvertrag als Geschäftsbesorgungsvertrag nach § 675 Abs. 1 BGB eingeordnet.⁸⁴⁹ Eine entgeltliche Geschäftsbesorgung liegt nach der sog. Geschäftsbesorgungsformel des BGH

⁸⁴⁷ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 286 f.

⁸⁴⁸ Zu den möglichen Verträgen auch Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 268.

⁸⁴⁹ So etwa Liebscher, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 12; Rieckers, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 44; Splinter, in: Grigoleit, AktG, § 134a Rn. 2; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 13; Poelzig, ZHR 185 (2021), 373, 393; Zetzsche/Preiner, AG 2014, 685, 689; Veil, in: ders., Kapitalmarktrecht, § 28 Rn. 11; Arnold, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 30; Holzborn, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134d Rn. 6; Illhardt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 25; Koch, in: ders., AktG, § 134d Rn. 9; Krebs, in: Hölter/Weber, AktG, § 134d Rn. 16; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 274, qualifiziert ihn als „Geschäftsbesorgungsvertrag mit werkvertraglichem Charakter“.

vor, wenn sich der Geschäftsbesorger dazu verpflichtet, eine selbständige Tätigkeit wirtschaftlicher Art zur Wahrnehmung fremder Vermögensinteressen auszuführen.⁸⁵⁰ Indem der Stimmrechtsberater im Rahmen der durch den Beratungsvertrag festgelegten Grenzen sowie der Grenzen des konkreten Aktionärsinteresses eigenes Ermessen ausübt, liegt zwar eine selbständige Tätigkeit vor.⁸⁵¹ Über die Stimmrechtsempfehlung nimmt der Stimmrechtsberater zwar mittelbar Einfluss auf die Vermögensinteressen des Aktionärs, wenn dieser entsprechend der Empfehlung sein Stimmrecht ausübt. Allerdings kann dieser mittelbare Einfluss nicht mit einer „Wahrnehmung“ fremder Vermögensinteressen gleichgesetzt werden.⁸⁵² Die Wahrnehmung der Vermögensinteressen erfordert ein Tätigwerden im Rechtsverkehr, was insbesondere eine Vertretungsmacht oder Verfügungsbefugnis erfordert.⁸⁵³ Derartiges wird dem rein beratenden Proxy Advisor nach dem Leitbild des § 134a Abs. 1 Nr. 3 AktG nicht zu teil. Die Informationssammlung und Auswertung zwecks informierter Stimmrechtsausübung ist zwar Teil der Tätigkeit des Aktionärs, die dieser auf den Stimmrechtsberater übertragen hat.⁸⁵⁴ Allerdings kann diese Auslagerung an Informationspflichten nicht dazu führen, dass der Stimmrechtsberater die Vermögensinteressen des Aktionärs wahrnimmt. Denn die Bildung eines Werturteils, das der Stimmrechtsausübung vorausgeht, ist selbst noch keine Wahrnehmung von Vermögensinteressen. Vielmehr ist es nach wie vor allein der Aktionär, der erst durch die Stimmrechtsausübung seine *eigenen* Vermögensinteressen auf der Hauptversammlung vertritt.⁸⁵⁵ Daran ändert auch der dem Stimmrechtsberater im Rahmen der Empfehlungserstellung zustehende Ermessensspielraum, in dem der Berater gemäß § 135 Abs. 8, Abs. 2 S. 2 AktG zur Ausrichtung an den Interessen des Kunden verpflichtet ist, nichts.⁸⁵⁶ Diese Pflicht zur *Wahrung* der Kundeninteressen kann nicht mit der *Wahrnehmung* der Vermögensinteressen gleichgesetzt werden. Die bloße Wahrung der Kundeninteressen charakterisiert gerade nicht den Vertragstyp, da sie der Norm des § 135 Abs. 2 S. 2 AktG

⁸⁵⁰ BGHZ 45, 223, 228 f. = NJW 1966, 1452, 1454; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 288; Heermann, in: MüKoBGB, § 675 Rn. 3; Mansel, in: Jauernig, BGB, § 675 Rn. 3 ff.

⁸⁵¹ Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 13.

⁸⁵² Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 288, a. A. wohl Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 272.

⁸⁵³ Mansel, in: Jauernig, BGB, § 675 Rn. 7.

⁸⁵⁴ So auch Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 274.

⁸⁵⁵ Ähnlich auch Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 288.

⁸⁵⁶ So aber Zetzsche/Preiner, AG 2014, 685, 689.

entspringt, ohne dass diese eine Aussage über die Natur des Beratungsvertrags trifft. Noch darüber hinaus wird in § 135 Abs. 2 S. 2 AktG allein die dem Beratungsvertrag immanente Pflicht aus § 241 Abs. 2 BGB zur Wahrung der Interessen des anderen Vertragsteils kodifiziert,⁸⁵⁷ die auch einen Werkunternehmer oder einen Dienstleister gleichermaßen trifft.⁸⁵⁸ Die darüberhinausgehende Wahrnehmung der Vermögensinteressen, die für eine Geschäftsbesorgung nötig wäre, liegt hier gerade nicht vor.⁸⁵⁹ Denn letztlich verbleibt es in der alleinigen Verantwortung des Aktionärs, ob er der Empfehlung seines Stimmberaters folgt.⁸⁶⁰ Damit nimmt allein der Aktionär infolge seiner selbstverantwortlichen Entscheidung, die der Stimmabgabe vorausgeht, seine Vermögensinteressen wahr.⁸⁶¹ Der Stimmrechtsberatervertrag ist daher keine entgeltliche Geschäftsbesorgung.

bb. Abgrenzung zwischen Werkvertrag und Dienstvertrag

Es verbleibt damit eine Untersuchung der werk- oder dienstvertraglichen Natur. Das maßgebliche Abgrenzungskriterium zwischen Dienst- und Werkvertrag ist die Erfolgsbezogenheit der geschuldeten Leistung.⁸⁶² Während der Dienstverpflichtete zur Erbringung seiner Tätigkeit verpflichtet ist, schuldet der Werkunternehmer einen Erfolg außerhalb seiner Tätigkeit.⁸⁶³ Grundsätzlich werden Beratungsverträge, z. B. des Steuerberaters oder des Rechtsanwalts, infolgedessen als Dienstverträge qualifiziert.⁸⁶⁴ Dem liegt allerdings

⁸⁵⁷ Jedenfalls kann durch die Aufnahme der Bindung an das Aktionärsinteresse in § 135 Abs. 2 S. 2 AktG dieses nicht mehr vertraglich abbedungen werden, was § 241 Abs. 2 BGB deutlich mehr Nachdruck in der Stimmrechtsberatung verleiht.

⁸⁵⁸ Zur Anwendung des § 241 BGB auf Schuldverhältnisse im Allgemeinen siehe *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 241 Rn. 4 f.

⁸⁵⁹ A. A. *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 13, der eine „für die Geschäftsbesorgungen typische, über § 242 BGB hinausgehende Verpflichtung auf das Kundeninteresse“ bejaht.

⁸⁶⁰ *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 288.

⁸⁶¹ Einzig in der Konstellation, in der der Stimmrechtsberater mit der Stimmrechtsausübung bevollmächtigt wird und der Aktionär bereits vorab erklärt, der Empfehlung blind folgen zu wollen, könnte nach alldem eine Geschäftsbesorgung vorliegen, siehe *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 288 f. Da dies jedoch nicht dem Leitbild des § 134a Abs. 1 Nr. 3 AktG entspricht und nicht Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit ist, wird von weiteren Ausführungen abgesehen.

⁸⁶² *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 268; *Busche*, in: MüKoBGB, § 631 Rn. 17; *Leederer/Raab*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 631 Rn. 1; *Scheuch*, in: HK-BGB, § 631 Rn. 2.

⁸⁶³ BGHZ 115, 382, 386 = NJW 1992, 307, 308; *Busche*, in: MüKoBGB, § 631 Rn. 20; *Schreiber*, in: HK-BGB, § 611 Rn. 3.

⁸⁶⁴ *Klappstein*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 611 Rn. 23; *Schreiber*, in: HK-BGB, § 611 Rn. 3; *Spinner*, in: MüKoBGB, § 611 Rn. 20; *Retzlaff*, in: Grüneberg, BGB, Einf. § 631 Rn. 22; *Latzel*, in: Staudinger, BGB, Vor §§ 611 Rn. 2.

eine andere Situation zugrunde als bei einer Beratung, deren Gegenstand eine einzelne Tätigkeit ist, wie etwa die Erstellung eines einzelnen Gutachtens, das der Auftraggeber für seine eigenen Belange nutzen kann.⁸⁶⁵ In diesem Fall ist der Erfolg, das abzuliefernde Werk, der Selbstzweck. Die Stimmempfehlung dient dem Kunden, ähnlich einem Gutachten, als Entscheidungsgrundlage.⁸⁶⁶ Hingegen zielt die Rechts- und Steuerberatung grundsätzlich auf eine weitere Instanz (Finanzamt, Gericht) ab, auf die weder der Berater noch der Kunde Einfluss haben.⁸⁶⁷ Die Stimmrechtsberatung wiederum hängt allein von der Leistung des Beraters ab; es bestehen keine Risiken, die außerhalb seiner Sphäre liegen. In diesem Falle erscheint es sachgerecht, ihm das Erfolgsrisiko aufzubürden.⁸⁶⁸ Durch die Übermittlung der Stimmempfehlung an den Kunden wird jene als Werk sodann abgenommen.⁸⁶⁹ Diese Sachlage gebietet es, den Stimmrechtsberatungsvertrag als Werkvertrag einzuordnen.⁸⁷⁰

cc. Zwischenergebnis

Aufgrund der Einordnung des Stimmrechtsberatungsvertrags als Werkvertrag ergibt sich ein vorrangiger Nacherfüllungsanspruch des Bestellers aus §§ 634 Nr. 1, 635 BGB.⁸⁷¹ Praktisch wird dieser jedoch kaum eine Rolle spielen können, da er bereits spätestens mit dem Ablauf der Hauptversammlung gemäß § 275 Abs. 1 BGB tatsächlich unmöglich wird.⁸⁷² Erst nach der Hauptversammlung wird die Haftung des Stimmrechtsberaters überhaupt eine Rolle spielen, weil erst dann der beratene Aktionär oder die Gesellschaft einen Schaden infolge einer Stimmempfehlung erleiden könnte. Für die Haftung des Stimmrechtsberaters spielt in der Praxis nur der Fall eine Rolle, in der eine mangelhafte Stimmempfehlung das Abstimmungsergebnis beeinflusst hat und dieser Mangel nachträglich bekannt wird. In diesem Fall bleibt nur

⁸⁶⁵ BGH NJW 2017, 1611 Rn. 12 ff. (zur Erstellung eines Jahresabschlusses durch einen Steuerberater); NJW-RR 1988, 1264 (zur Anfertigung bestimmter Bilanzen); NJW 1965, 106 (Rechtsgutachten eines Anwalts); OLG Köln OLGZ 1980, 346 f. (Beratung im konkreten Einzelfall); *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 270; *Spinner*, in: *MüKoBGB*, § 611 Rn. 20.

⁸⁶⁶ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 270.

⁸⁶⁷ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 269.

⁸⁶⁸ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 272.

⁸⁶⁹ So auch *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 289.

⁸⁷⁰ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 236; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 126; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 289; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 270.

⁸⁷¹ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 280.

⁸⁷² *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 280.

noch ein Anspruch auf Schadensersatz statt der Leistung gemäß §§ 634 Nr. 4, 280 Abs. 1, 3, 283 BGB bzw. bei Verletzung einer Nebenpflicht direkt aus § 280 Abs. 1 BGB (i. V. m. § 241 Abs. 2 BGB).⁸⁷³

c. Pflichtverletzung

Allen möglichen Anspruchsgrundlagen für eine vertragliche Haftung ist gemein, dass gemäß § 280 Abs. 1 BGB derjenige zum Ersatz des Schadens verpflichtet ist, der durch die Verletzung einer Pflicht aus dem Schuldverhältnis durch den Schuldner entsteht. Es bedarf daher zunächst einer mangelhaften Stimmrechtsempfehlung des Schuldners (aa.), die zudem nachweisbar sein müsste (bb.).

aa. Mangelhafte Stimmrechtsempfehlung

Als Werkunternehmer ist der Stimmrechtsberater gemäß § 631 Abs. 1 BGB verpflichtet, eine mangelfreie Stimmrechtsempfehlung zu liefern.⁸⁷⁴ Eine Stimmrechtsempfehlung wäre mangelhaft, wenn ein Sachmangel i. S. d. § 633 Abs. 2 BGB vorliegt.⁸⁷⁵ Ein Sachmangel der Stimmempfehlung kommt dann in Betracht, wenn diese nicht die vereinbarte Beschaffenheit aufweist (§ 633 Abs. 2 S. 1 BGB) oder, sofern eine solche Vereinbarung nicht vorliegt, sie sich für die nach dem Vertrag vorausgesetzte (§ 633 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 BGB) oder sonst für die gewöhnliche Verwendung eignet und eine Beschaffenheit aufweist, die bei Werken der gleichen Art üblich ist und die der Besteller nach der Art des Werkes erwarten kann (§ 633 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 BGB). Zumindest nach Auswertung der aktuellen Abstimmungsrichtlinien ist nicht davon auszugehen, dass der Beratungsvertrag bereits explizite Angaben zur Intensität des in der Stimmempfehlung zu verfolgenden Klimaschutzes enthält. Dadurch sichert der Stimmrechtsberater die in den Abstimmungsrichtlinien vorbehaltenen Ermessensspielräume ab.⁸⁷⁶ Ungeachtet

⁸⁷³ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 128; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 289; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 280 f., mit dem Hinweis, dass die Rechte auf Selbstvornahme und auf Minderung für den Aktionär uninteressant sein dürften.

⁸⁷⁴ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 128; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 275; allgemein zu den Hauptleistungspflichten des Werkunternehmers: *Lederer/Raab*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 631 Rn. 22 ff.

⁸⁷⁵ Ein Rechtsmangel i. S. d. § 633 Abs. 3 BGB ist unwahrscheinlich.

⁸⁷⁶ Siehe bereits Dritter Teil, B.

möglicher vertraglicher Vereinbarungen ist eine Stimmrechtsempfehlung stets dazu bestimmt, den Aktionär bestmöglich vor der Stimmrechtsausübung über einen bestimmten Tagesordnungspunkt zu informieren, damit dieser sein Stimmrecht sorgfältig ausüben kann.⁸⁷⁷ Dieser Zweck kann nur erreicht werden, wenn die Stimmempfehlung selbst ordnungsgemäß und sorgfältig erstellt wurde und dem Aktionär so zeitig übermittelt wurde, dass dieser noch genügend Zeit hat, das Empfehlungsgutachten nachzuvollziehen.⁸⁷⁸

(1) Maßstab der „Warentest-Rechtsprechung“

Die ordnungsgemäße Erstellung der Stimmrechtsempfehlung ist vordergründig an einer ausdrücklichen Parteivereinbarung zu messen; subsidiär muss diese ausgelegt werden.⁸⁷⁹ Zur Ordnungsgemäßheit der Stimmrechtsempfehlung gehört daher ihre Erstellung in Übereinstimmung mit den Abstimmungsrichtlinien des Stimmrechtsberaters, sofern vertraglich auf diese Bezug genommen wird.⁸⁸⁰

Darüber hinaus ist jedoch problematisch, welcher objektive Maßstab an die Ordnungsgemäßheit einer Abstimmungsempfehlung anzulegen sein soll.⁸⁸¹ Stimmempfehlungen stellen auf Tatsachen basierende Meinungsäußerungen dar, die aber selbst keine vollends überprüfbare Tatsache sind.⁸⁸² Sie sind vielmehr überwiegend durch „Elemente der Stellungnahme, des Dafürhaltens oder Meinens geprägt“.⁸⁸³ Eine Einordnung *ex ante* anhand der Kategorien „Richtig“ und „Falsch“ ist dementsprechend nicht möglich, da eine Empfehlung des Stimmrechtsberaters eine subjektive Einschätzung und damit ein Werturteil darstellt.⁸⁸⁴ Infolgedessen ist dem Stimmrechtsberater bei

⁸⁷⁷ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 275; *Hoffmann-Becking/Austmann*, in: MHdB GesR IV, § 39 Rn. 6; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 376; *Stüber*, WM 2020, 211, 214.

⁸⁷⁸ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 275.

⁸⁷⁹ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 275.

⁸⁸⁰ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 128; *Vaupel*, AG 2011 63, 68.

⁸⁸¹ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 238; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 159; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 129; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 289.

⁸⁸² Zur ausführlichen Qualifikation der Stimmrechtsempfehlung als Meinungsäußerung siehe Vierter Teil, B.I.2.d.

⁸⁸³ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 170; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 238 ff.; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 399; *Vaupel*, AG 2011, 63, 70; zu Emittenten-Ratings *Habersack*, ZHR 169 (2005), 185, 200.

⁸⁸⁴ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 238; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 159; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 289; so auch zu Ratingagenturen: *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 627 f.; *Vetter*, WM 2004, 170, 1704.

der Stimmempfehlung ein großer Ermessensspielraum zuzugestehen.⁸⁸⁵ Vor diesem Hintergrund spricht einiges dafür, die sog. „Warentest-Rechtsprechung“ auf die Stimmrechtsberatung zu übertragen.⁸⁸⁶ Dort hat der BGH entschieden, dass eine Empfehlung dann pflichtgemäß ist, wenn sie neutral ((a)), objektiv ((b)) und sachkundig ((c)) erstellt wurde.⁸⁸⁷

(a) Neutralität

Die vom BGH verlangte Neutralität des Werturteils ist dann zu bejahen, wenn dieses unabhängig, mithin frei von sachfremden Interessen, erstellt wurde.⁸⁸⁸ Die Warentest-Rechtsprechung ist jedoch im Kontext der Stimmrechtsberatung nicht ohne Weiteres zu übertragen. Vielmehr ist zu berücksichtigen, dass der Stimmrechtsberater, anders als die Warentestagentur, seine Empfehlung nicht für ein breites Publikum im Interesse des volkswirtschaftlichen Wohls bzw. der allgemeinen Verbraucheraufklärung verfasst,⁸⁸⁹ sondern er ist über § 135 Abs. 8, Abs. 2 S. 2 AktG (nur) an das Aktionärsinteresse gebunden.⁸⁹⁰ Im Unterschied zur Warentestkonstellation muss die Neutralität des Werturteils daher dann angenommen werden, wenn dieses nach Maßgabe des § 135 Abs. 8, Abs. 2 S. 2 erstellt wurde.⁸⁹¹ In Übertragung der bereits erörterten Maßstäbe gilt damit, dass die klimapolitische Stimmrechtsempfehlung dann als neutral anzusehen ist, wenn sie das konkrete Aktionärsinteresse berücksichtigt und mögliche Interessenkonflikte durch eine angemessene Organisation vermieden werden. Da Interessenkonflikte im klimapolitischen Rahmen bei § 135 Abs. 2 S. 2 AktG seit dem ARUG II zumindest praktisch eine

⁸⁸⁵ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 238.

⁸⁸⁶ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 290; ausführlich Vaupel, AG 2012, 63, 71; die Grundsätze der Warentestrechtsprechung auch auf Ratings übertragend LG Berlin WM 2021, 444 Rn. 74; KG, WM 2006, 1432, 1433; a. A. Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 239, der die Warentest-Rechtsprechung nicht für übertragbar hält, da „dem Aktionär kaum der Nachweis des Fehlens der Objektivität, Neutralität und/oder Sachkunde des Stimmrechtsberaters gelingen wird“. Dieser Gedanke stellt jedoch die Warentest-Rechtsprechung generell in Frage, da der Kunde nie Einblick in die Interna des Beurteilenden hat.

⁸⁸⁷ BGHZ 65, 325, 334 = NJW 1976, 620, 622 – *Warentest II*; BGH NJW 1987, 2222, 2223.

⁸⁸⁸ BGHZ 65, 325, 334 = NJW 1976, 620, 622 – *Warentest II* mit Verweis auf Hefermehl, GRUR 1962, 611, 615.

⁸⁸⁹ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 290.

⁸⁹⁰ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 277; im Rahmen des Geschäftsbesorgungsvertrags auch Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 141.

⁸⁹¹ In diese Richtung auch Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 290, der die Objektivität bejaht, sofern keine sachfremden Erwägungen in die Stimmempfehlung einfließen und der Stimmrechtsberater unabhängig agiert.

untergeordnete Rolle spielen,⁸⁹² hat der Stimmrechtsberater vordergründig die konkreten Interessen seines Kunden zu berücksichtigen, sofern diese erkennbar sind oder kommuniziert wurden. Solange der beratene Aktionär sein Portfolio selbst klimaengagiert betreiben möchte oder keine gesonderte Linie in Bezug auf den Klimaschutz verfolgt, ist eine klimaengagierte Empfehlung folglich eine neutrale Stimmrechtsempfehlung. Hingegen wäre eine klimaengagierte Empfehlung an einen Anti-ESG-Aktionär nicht neutral.

(b) Objektivität

Die vom BGH geforderte Objektivität verlangt keine objektive Richtigkeit des gewonnenes Ergebnisses selbst. Vielmehr soll sich der Ersteller bei der Untersuchung um dessen Richtigkeit bemüht haben.⁸⁹³ Demnach ist der Stimmrechtsberater dazu verpflichtet, für seinen Kunden eine Abstimmungsempfehlung auf Grundlage sorgfältig ermittelter, zutreffender und möglichst vollständiger Informationen sowie einer fachgerechten Analyse anhand geeigneter Kriterien und anerkannter Methoden zu erarbeiten.⁸⁹⁴ Eine klimapolitische Stimmrechtsberatung ist im Lichte der Nachhaltigkeitsberichterstattung sowie der künftig erforderlichen Publizität von Klimafahrplänen der Gesellschaften in dieser Hinsicht stark erleichtert, da Klimainformationen des Beratungsobjekts grundsätzlich leicht ermittelt und zusammengetragen werden können.

Eine fachgerechte Analyse anhand geeigneter Kriterien erfordert eine Reflektion des Aktionärsinteresses i. S. d. § 135 Abs. 2 S. 2 AktG durch die gewählten Kriterien. Im Rahmen der Stimmrechtsberatung überschneiden sich die Neutralität und die Objektivität der Warentest-Rechtsprechung in diesem Punkt. Gleichsam beinhaltet eine fachgerechte Analyse, dass die Befolgung der Stimmempfehlung nicht etwa zu einem Verstoß gegen die Treuepflicht des Aktionärs, zu einem Gesetzesverstoß oder zu einem Verstoß gegen die Satzung der Gesellschaft führen würde.⁸⁹⁵ Gerade in Anbetracht der gesetzlichen Vorgaben zur Treibhausgasemissionsreduktion und dem

⁸⁹² Siehe bereits Vierter Teil, A.I.1.d.bb.

⁸⁹³ BGHZ 65, 325, 334 = NJW 1976, 620, 622 – *Warentest II*.

⁸⁹⁴ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 290; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 246, S. 276 f.

⁸⁹⁵ Zum Verstoß gegen die Treuepflicht *Vaupel*, AG 2011, 63, 68; in diese Richtung auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 278.

Neutralitätsziel bis 2045 kann ein ambitioniertes Klimaschutzziel vor diesem Hintergrund als objektiv angesehen werden. Selbst wenn der Stimmrechtsberater strengere Maßstäbe an das Unternehmen anlegen würde, als es zur Erreichung der Klimaziele nötig wäre, führte dies jedenfalls nicht zu einem Gesetzesverstoß.

Im Falle eines Aktionärs, der keine besondere Position *in puncto* Klimaschutz vertritt (Fall 1), sowie des klimabewussten Aktionärs (Fall 2), der eine Stimmrechtsberatung in Anspruch nimmt, sind solche Kriterien an die Geschäftstätigkeit und das -modell des Unternehmens anzulegen, die den dauerhaften Bestand und die langfristige Rentabilität der Gesellschaft nicht gefährden. Sofern dies gewährleistet ist, kann weder von einer Missachtung des Aktionärsinteresses i. S. d. § 135 Abs. 2 S. 2 AktG ausgegangen werden noch von einer Treuepflichtverletzung seitens des Aktionärs, wenn dieser der Empfehlung folgt. Die Inkaufnahme kurzfristiger Verluste durch einen Aktionär aufgrund von ihm geforderter Mehraufwendungen für Klimaschutz und Nachhaltigkeit kann nicht pflichtwidrig sein, da auch der Vorstand im Rahmen seines Ermessens davon ausgehen darf, dass diese letztlich im Unternehmensinteresse liegen. ESG-Maßnahmen sind trotz erhöhter Kosten sogar für den Vorstand selbst nicht pflichtwidrig, solange die Mehraufwendungen sozialadäquat oder erwartungsgemäß langfristig vorteilhaft sind.⁸⁹⁶ Problematisch werden nach diesem Maßstab erst solche Stimmrechtsempfehlungen, deren Umsetzung den Bestand der Gesellschaft und ihre dauerhafte Rentabilität gefährden, da sie nicht mehr im Unternehmensinteresse liegen und damit zu einem Verstoß gegen die Treuepflicht des Aktionärs führen könnten.⁸⁹⁷

Folglich sind selbst solche Stimmrechtsempfehlungen noch im Aktionärsinteresse, die Klimaschutzziele an das Unternehmen anlegen, die zwar über das gesetzlich vorgegebene Maß hinausgehen, aber den Bestand und die dauerhafte Rentabilität der Gesellschaft nicht gefährden. Hieran zeigt sich besonders deutlich die Kontur der Objektivität: Im Rahmen der Ermessensentscheidung muss der Stimmrechtsberater eine Prognose darüber liefern, was der Gesellschaft zumutbar ist und was nicht. Er muss sich um die Richtigkeit

⁸⁹⁶ BGHZ 219, 193 Rn. 54 = AG 2018, 841; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640 Rn. 16; *Cahn*, in: KK-AktG, § 93 Rn. 74; *Kort*, in: GroßKommAktG, § 117 Rn. 157; *Schall*, in: BeckOGK AktG, § 117 Rn. 25; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 117 Rn. 39; *Link*, ZGR 2021, 904, 911 ff.

⁸⁹⁷ Zur Treuepflichtverletzung aufgrund nachteiliger Einwirkungen mittels Stimmabgabe *Götze*, MüKoAktG, Vor § 53a Rn. 28 ff.; *Rieckers*, in: MHdB GesR IV, § 17 Rn. 24.

seines Urteils bemühen, ohne dass die *eine* richtige Empfehlung aufgrund der vielen zukunftsbezogenen Ungewissheiten und der subjektiven Elemente überhaupt existiert.

Im Falle des Aktionärs hingegen, der nach kurzfristiger Gewinnmaximierung um jeden Preis strebt und der zu entsprechenden kurzfristigen Verlusten nicht bereit ist (Fall 3), wird das konkrete Aktionärsinteresse bereits dann missachtet, wenn der Stimmrechtsberater Stimmempfehlungen zugunsten des Klimaschutzes abgibt. Wäre der Anti-ESG-Aktionär ideologisch getrieben, würde allein die klimafreundliche Stimmrechtsempfehlung zu einem Verstoß gegen § 135 Abs. 2 S. 2 AktG führen, selbst wenn sie keinerlei (auch nicht kurzfristige) Verluste verursachen würde. Beschränkt sich die Anti-ESG-Einstellung hingegen allein auf die Rendite, würde die Objektivität der Stimmrechtsempfehlung erst fehlen, wenn diese kurzfristige Einbußen verursacht.

(c) Sachkunde

Die Untersuchung muss zudem auch sachkundig durchgeführt worden sein.⁸⁹⁸ Diese Sachkunde erfordert eine entsprechende Qualifikation des Personals des Stimmrechtsberaters i. S. d. § 134d Abs. 2 AktG.⁸⁹⁹ Im Rahmen der klimaschutzbezogenen Stimmempfehlungen bedarf es zur Verifikation und Bewertung der ermittelten Informationen daher fundierter Kenntnisse nicht nur im Aktienrecht und der Corporate Governance,⁹⁰⁰ sondern darüber hinaus auch im Hinblick auf die zu analysierenden Nachhaltigkeitsberichterstattung und Klimafahrpläne. Kommt der Berater nach einer fachgerechten Analyse zu dem Schluss, dass bei der Gesellschaft ein über das zur Erreichung der staatlichen Klimaziele erforderliche Maß hinaus zumutbares CO₂-Einsparungspotential besteht, wäre sogar dies ein sachkundiges Analyseergebnis.

⁸⁹⁸ BGHZ 65, 325, 334 = NJW 1976, 620, 622 – *Warentest II*.

⁸⁹⁹ Vor dem ARUG II bereits *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 291; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 237.

⁹⁰⁰ Allgemein zu den Qualifikationen des Personals siehe *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 291.

(2) Zwischenergebnis

Eine Pflichtverletzung erfordert das Vorliegen einer nicht ordnungsgemäßen Stimmrechtsempfehlung, die entweder nicht neutral, nicht objektiv oder nicht sachkundig erstellt wurde. Aufgrund der subjektiven Prägung der Stimmrechtsempfehlungen steht dem Berater ein großer Ermessensspielraum zu, der die Bejahung einer Pflichtverletzung zulasten des Kunden erschwert. Die Maßstäbe der Warentest-Rechtsprechung führen im Rahmen der Neutralitäts- und Objektivitätsanforderung in Zusammenhang mit § 135 Abs. 8, Abs. 2 S. 2 AktG dazu, dass der Stimmrechtsberater das konkrete Interesse seines Kunden berücksichtigen muss. Dieses ist sowohl im Falle des nicht positionierten sowie des klimabewussten nur verletzt, wenn die langfristige Rentabilität und der Bestand der Gesellschaft gefährdet sind. Hingegen bei einem Anti-ESG-Aktionär würden nicht nur kurzfristige Verluste zugunsten des Klimaschutzes eine Missachtung seiner Interessen darstellen, sondern bereits die klimafreundliche Stimmrechtsempfehlung an sich. Der Sustainable Shareholder Activism und die Anti-ESG-Bewegung haben folglich Auswirkungen auf die vom Stimmrechtsberater zu erwartenden Empfehlungen und bestimmen dadurch über die Neutralität und Objektivität, mithin über die Mangelfreiheit der Beratungsleistung. Während der Stimmrechtsberater auf die Interessen seiner Kunden keinen Einfluss hat, hat er es zumindest in der Hand, ob seine Empfehlungen sachkundig erstellt werden. Eine Pflichtverletzung würde der Kunde folglich vordergründig auf die fehlende Neutralität oder Objektivität stützen.

bb. Nachweisbarkeit der Pflichtverletzung

Fraglich ist aber, ob dem Kunden auch der Nachweis der Pflichtverletzung gelingen würde. Der Nachweis wäre nach allgemeinen Regeln von demjenigen zu erbringen, der sich des Anspruches rühmt, mithin vom vermeintlich geschädigten Aktionär.⁹⁰¹ Insofern stellt sich die Frage, ob diese Beweislast auch für den Nachweis der Missachtung des Aktionärsinteresses gilt.

⁹⁰¹ Rieckers, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 44.

(1) Nachweisbarkeit der Missachtung des Aktionärsinteresses

Nach allgemeinen Regeln müsste der Aktionär nachweisen, dass der Stimmrechtsberater seine Aktionärsinteressen nicht beachtet hat. Infolge des Ermessensspielraums des Stimmrechtsberaters ist ein solcher Nachweis schwer erbringbar. Im Falle des nicht positionierten oder klimabewussten Aktionärs (Fälle 1 und 2) wäre ein Nachweis über die tatsächliche Gefährdung des Bestandes oder der dauerhaften Rentabilität des Unternehmens erforderlich. Es bedarf damit des Nachweises einer langfristigen Gefährdungslage. Der geschädigte Aktionär müsste dazu nicht nur darlegen und beweisen, dass ein durch die Stimmrechtsempfehlung verursachter Schaden der Gesellschaft (z. B. in Form eines Kursverlustes) nicht nur kurzfristig ist, sondern dass dieser derart langfristig und gravierend sein wird, dass die Gesellschaft diesen mit der gebotenen Wahrscheinlichkeit nicht übersteht. Das wird sich in der Praxis kaum nachweisen lassen. Ein solcher Nachweis würde belastbare Belege und Berechnungen dahingehend erfordern, dass die von der Stimmrechtsempfehlung geforderten Maßnahmen wirtschaftlich untragbar wären und zu immensen Schäden der Gesellschaft führen würden. Der Nachweis einer solchen Gefährdungslage erfordert zukunftsgerichtete Belege für einen künftigen Schaden, die nur dann zu erbringen wären, wenn evident ist, dass die klimaschützenden Maßnahmen die Existenz der Gesellschaft gefährden. Das wiederum wird nur dann der Fall sein, wenn die geforderten Maßnahmen deutlich mehr Kosten verursachen als die Gesellschaft in den nächsten Jahren erwirtschaften könnte. Im Fall des Anti-ESG-Aktionärs (Fall 3) wird der Nachweis einer Pflichtverletzung dann gelingen, wenn jener allein aus ideologischen Gründen keinen Klimaschutz betreiben möchte, da dann bereits die klimafreundliche Empfehlung an sich die Pflichtverletzung begründet. Das dürfte in der Praxis jedoch nur einen Bruchteil der Aktionäre betreffen. Geht es dem Anti-ESG-Aktionär hingegen allein um die kurzfristige Rendite, die er auch über Klimabelange stellt, wäre hingegen ein Nachweis erforderlich, dass ein unmittelbar aufgrund der Stimmrechtsberatung eingetretener Verlust die hypothetisch mögliche, kurzfristige Renditemaximierung verhindert hat. In Fall 3 wäre damit ein entgangener Gewinn bereits Bestandteil der Pflichtverletzung selbst.

In allen drei Fällen kann die Nachweisbarkeit der Missachtung des Aktionärsinteresses damit nicht unabhängig von der Nachweisbarkeit eines künftigen (bzw. im Fall 3 eines gegenwärtigen) Schadens behandelt werden, da dieser zwangsläufig eine Voraussetzung des Tatbestandes der Pflichtverletzung selbst ist. In Anbetracht dieser besonderen Situation stellt sich die Frage nach einer Beweislastumkehr zugunsten des beratenen Aktionärs ((a)) und eine genauere Beleuchtung von aufzustellenden Prognosen ((b)) mit sich.

(a) Keine Beweislastumkehr

Der Geschädigte trägt grundsätzlich die Beweislast für eine Pflichtverletzung sowie das Vorliegen eines kausalen Schadens.⁹⁰² Fraglich ist aber, ob im Falle der Inanspruchnahme einer Stimmrechtsberatung eine Beweislastumkehr gerechtfertigt ist. Eine solche Umkehr ist in solchen Fällen anerkannt, in denen Aufklärungs- und Beratungspflichten verletzt werden, sofern diese den Vertragspartner vor Schäden gerade bewahren sollen und die dazu bestimmt sind, Beweisschwierigkeiten vorzubeugen.⁹⁰³ Eine solche Beweislastumkehr ist grundsätzlich dann angemessen, wenn die ordnungsgemäße Beratung nur eine einzige Reaktion des Vertragspartners zulässt.⁹⁰⁴ Das ist bei der Stimmrechtsberatung, die zu jedem Tagesordnungspunkt eine Empfehlung für die Stimmrechtsausübung für oder gegen diesen Beschlussgegenstand abgibt, der Fall.⁹⁰⁵ Die Beratungspflichten des Stimmrechtsberaters sind jedoch nicht dazu bestimmt, Beweisschwierigkeiten vorzubeugen. Würde man die Beweislastumkehr greifen lassen, müsste der Stimmrechtsberater stets darlegen und beweisen, dass sich der Aktionär auch bei ordnungsgemäßer Beratung gleichsam verhalten hätte (Vermutung beratungsgemäßen Verhaltens)⁹⁰⁶ oder

⁹⁰² BGHZ 166, 56 Rn. 15 = NJW 2006, 1429; *Ernst*, in: MüKoAktG, § 280 Rn. 151; *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 280 Rn. 23 f.

⁹⁰³ BGHZ 64, 46, 51 f. = NJW 1975, 824; BGHZ 72, 132, 139 = NJW 1978, 2337; *Ernst*, in: MüKoAktG, § 280 Rn. 154; *Lorenz*, in: BeckOK BGB, 71. Ed. 2024, § 280 Rn. 91; *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 280 Rn. 24.

⁹⁰⁴ BGHZ 193, 159 Rn. 30 = NJW 2012, 2427; LG Flensburg NJW 2020, 1813 Rn. 27; *Ernst*, in: MüKoAktG, § 280 Rn. 154.

⁹⁰⁵ Anders ist dies für Rechtsanwälte und Ärzte, da der Mandant bzw. Patient auf die Beratung hin selbst zwischen mehreren vernünftigen Handlungsalternativen entscheiden muss, *Ernst*, in: MüKoAktG, § 280 Rn. 154.

⁹⁰⁶ BGHZ 73, 118 = NJW 1973, 1688; *Ernst*, in: MüKoAktG, § 280 Rn. 154; die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens jedenfalls im Falle einer Verletzung der Bereitstellungspflicht nach § 134d Abs. 3 AktG in Ermangelung eines Vertrauensverhältnisses ablehnend *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 15.

dass der Schaden auch bei ordnungsgemäßer Beratung eingetreten wäre.⁹⁰⁷ Ersteres würde zu einer Offenlegung der Methodik des Stimmrechtsberaters bei einem bloßen Verdacht einer fehlerhaften Stimmrechtsempfehlung führen, was gravierende Wettbewerbsnachteile bedeuten kann.⁹⁰⁸ Letzteres würde zu einer Garantiehaftung des Stimmrechtsberaters führen, da dieser nie beweisen können wird, dass ein Kursverlust auch im Falle einer ordnungsgemäßen Beratung eingetreten wäre. Der Aktienkurs hängt von derart vielen Faktoren ab,⁹⁰⁹ dass man dem Stimmrechtsberater sämtliche Anlegerrisiken übertragen würde. Folglich wäre eine Beweislastumkehr für den Stimmrechtsberater unzumutbar. Es bleibt damit bei der allgemeinen Beweislast des Aktionärs.⁹¹⁰

(b) Deep Uncertainty bei Prognosen mit Klimabezug

Dem beratenen Aktionär obliegt damit die Beweislast, dass die Stimmrechtsempfehlung inhaltlich mangelhaft ist. Erforderlich ist dazu der Beweis einer Missachtung der Aktionärsinteressen durch den Stimmrechtsberater. Das wiederum ist im Falle des nicht positionierten und des klimabewussten Aktionärs (Fälle 1 und 2) zu bejahen, wenn die Stimmrechtsempfehlung den Bestand und die dauerhafte Rentabilität des Unternehmens aufgrund eines kausalen Schadens gefährdet, während kurzfristige Verluste irrelevant sind. Im Fall des kurzfristig gewinnmaximierenden Aktionärs (Fall 3) hingegen läge eine Missachtung der Aktionärsinteressen bereits vor, wenn ein kurzfristiger Verlust infolge der klimaengagierten Empfehlung eintritt.

In den Fällen 1 und 2 kommt es damit auf zukunftsgerichtete Aussagen an. Der derzeit eingetretene Schaden, insbesondere ein Kursverlust, darf nicht nur kurzfristig sein und muss aufgrund seiner Intensität die Existenz der Gesellschaft gefährden. Der Stimmrechtsberater könnte hier jedoch eine

⁹⁰⁷ BGHZ 211, 216 Rn. 9 = NZG 2017, 542; LG Koblenz BeckRS 2011, 21053; Lorenz, in: BeckOK BGB, 71. Ed. 2024, § 280 Rn. 91.

⁹⁰⁸ So auch im Rahmen der Beweislastumkehr bezüglich Ratingagenturen *Stumpp*, Nachhaltigkeitsratingagenturen, 2022, S. 178.

⁹⁰⁹ *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 16; *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 239; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 306; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 291; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 185.

⁹¹⁰ Ohne eine Beweislastumkehr zu thematisieren auch *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 25; *Koch*, BKR 2020, 1 (8); die Beweislastumkehr zulasten von Ratingagenturen ablehnend *Berger/Stemper*, WM 2010, 2289, 2294; letztlich wurde eine Beweislastumkehr auch nicht zulasten von Ratingagenturen in Art. 35a Rating-VO aufgenommen, *Stumpp*, Nachhaltigkeitsratingagenturen, 2022, S. 178.

Reserveursache für die Bestandsgefährdung bzw. den Rentabilitätsverlust einwenden, wenn Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass der Kursverlust infolge einer anderen Ursache gleichzeitig oder zu einem späteren Zeitpunkt auch ohne Stimmrechtsempfehlung eingetreten wäre, z. B. aufgrund politischer und regulatorischer Veränderungen. Ebenfalls möglich wäre die Geltendmachung einer innewohnenden Schadenslage aufgrund eines nicht zukunftsfähigen Geschäftsmodells ohne nötige Klimaresilienz. Sodann wäre der Schaden bereits im Unternehmen selbst angelegt. In einem solchen Anlagefall müsste der Stimmrechtsberater – zumindest nach teilweise vertretener Ansicht –⁹¹¹ nur noch einen solchen Schaden ersetzen, den seine Pflichtverletzung über den angelegten Schaden hinaus verursacht hat.⁹¹²

Fraglich ist allerdings, ob die Feststellung hypothetischer bzw. überholter Kausalität im Kontext des Klimaschutzes überhaupt möglich ist.⁹¹³ Im Falle einer Gefährdung des Bestands oder der dauerhaften Rentabilität des Unternehmens würde dies einen Nachweis erfordern, dass das Unternehmen auch ohne die Stimmrechtsempfehlung solchen physischen Risiken oder Transitionsrisiken ausgesetzt ist, die seinen Bestand oder seine dauerhafte Rentabilität ohnehin gefährden. Denkbar wären z. B. unerträgliche Reputationsverluste infolge ökologisch fragwürdiger Tätigkeit oder die Neuregelungen von Standards, die zu von der Gesellschaft nicht zu stemmender Kosten führen.⁹¹⁴ Das gilt gleichsam im Falle des kurzfristig renditeorientierten Aktionärs, der einen kurzfristigen Verlust beklagt, der infolge der physischen oder Transitionsrisiken des Unternehmens ebenfalls oder zu einem späteren Zeitpunkt eingetreten wäre. Problematisch an der Darlegung von Reserveursachen bzw. innewohnenden Schadenslagen ist jedoch, dass Klimarisiken eine große quantitative und qualitative Unsicherheit anhaftet: Aufgrund fehlender Erfahrungswerte und zahlreicher, nichtlinearer (z. B. regulatorischer, natürlicher und gesellschaftlicher) Dynamiken werden Klimarisiken in der

⁹¹¹ Die wohl h. M. differenziert in der Ersatzfähigkeit bei vorliegender Reserveursache hingegen nach unmittelbaren und mittelbaren Schäden, siehe hierzu *Oetker*, in: MüKoBGB, § 249 Rn. 211.

⁹¹² Zum Schadensersatz bei Anlagefällen BGHZ 20, 275, 280 = NJW 1956, 1027; *Schulze*, in: HK-BGB, Vor §§ 249–253 Rn. 21.

⁹¹³ Allgemein zur hypothetischen Kausalität *Oetker*, in: MüKoBGB, § 249 Rn. 209 f.; *Schulze*, in: HK-BGB, Vor §§ 249–253 Rn. 20.

⁹¹⁴ Das wäre z.B. der Fall, wenn Finanzunternehmen ihre Kapitalausstattung nicht an ihren Klimarisiken ausrichten. Eine solche Ausstattung fordert u. a. die EZB, Leitfaden zu Klima- und Umweltrisiken, 2020, S. 16; *Kaufhold*, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖffR HdB, § 14 Rn. 32.

Ökonomie als Deep Uncertainty bezeichnet.⁹¹⁵ So ist es zwar möglich, anhand von Modellen zu verschiedenen Klimaszenarien Vorhersagen zu treffen, allerdings lässt sich aufgrund der Deep Uncertainty nicht vorhersagen, welches der Szenarien letztlich eintreten wird.⁹¹⁶ Eine solch unsichere Beweisführung wird das Gericht kaum zu der erforderlichen Überzeugung gemäß § 286 ZPO kommen lassen.

Dementsprechend können die Klimarisiken des Unternehmens infolge der Deep Uncertainty nur in Evidenzfällen als überholte Ursache für die Bestandsgefährdung des Unternehmens in Frage kommen, etwa weil sich bereits vor der Hauptversammlung, auf der der Aktionär die Stimmempfehlung umsetzte, gravierende wirtschaftliche Schwierigkeiten des Unternehmens abzeichneten. Ansonsten hilft die überholende Kausalität dem Stimmrechtsberater kaum weiter. Um seine Haftung zu beschränken, müsste vielmehr festgestellt werden, dass der Schaden, hier der Kursverlust, selbst nicht auf der Empfehlung beruht. Um beim genannten Beispiel des Kursverlustes als Schaden zu bleiben, muss das Gericht im Rahmen der freien Beweiswürdigung die diversen Faktoren berücksichtigen, die für den Börsenkurs ausschlaggebend sind (z. B. Stimmung am Kapitalmarkt, politische Lage, Vermarktung des Unternehmens).⁹¹⁷ Das Gericht wird dadurch nicht die zu der nötigen Überzeugung von der tatsächlichen Kausalität der Stimmrechtsempfehlung für den Schaden gelangen.⁹¹⁸ In Ermangelung eines kausalen Schadens kann somit

⁹¹⁵ Bolton/Despres/Pareira Da Silva/Samama/Svartzman, The green swan, Central banking and financial stability in the age of climate change, 2020, S. 25 ff.; Kaufhold, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖfR HdB, § 14 Rn. 33; als „fundamental uncertainty“ auch bei Smolenska/van’t Klooster, A Risky Bet: Climate Change and the EU’s Microprudential Framework for Banks, Journal of Financial Regulation, Vol. 8, Issue 1, 2022, 51, 64 ff.; als „radical uncertainty“ auch bei Chenet/Ryan-Collins/van Lerven, Finance, climate-change and radical uncertainty: Towards a precaution approach to financial policy, Ecological Economics 183 (2021), 106957; zu den Unsicherheiten in den Klimamodellen der Unternehmen auch Nikas/Doukas/Papandreou, A Detailed Overview and Consistent Classification of Climate-Economy Models, in: Understanding Risks and Uncertainties in Energy and Climate Policy, 2019, 1, 43; Themeßl/Kornfeld/Kienberger, IRZ 2024, 235 ff.

⁹¹⁶ Im Rahmen des Risikomanagements und der Klimarisikoberichterstattung erfolgt eine Risikoidentifikation und -bewertung, die aufgrund der Unvorhersehbarkeiten diverse Klimaszenarien abdecken sollte, TCFD, Recommendations, Final Report, 2017, S. 25; Papadelis/Flamos, An Application of Calibration and Uncertainty Quantification Techniques for Agent-Based Models, in: Understanding Risks and Uncertainties in Energy and Climate Policy, 2019, 79 ff.; Kaufhold, in: Burgi/Habersack, Unternehmens ÖfR HdB, § 14 Rn. 33; Fischer/Behncke/Fink, WPg 2017, 1143, 1148; Themeßl/Kornfeld/Kienberger, IRZ 2024, 235 ff.; Kumpan/Misterek, ZBB 2023, 1, 18.

⁹¹⁷ Zu Faktoren, die den Börsenkurs beeinflussen auch Kowalski, Gesellschafts- und Gesellschafterschaden, 1990, S. 107.

⁹¹⁸ Das gilt sowohl für die Ansicht, dass eine richterliche Überzeugung von der Wahrheit der Tatsachenbehauptung erforderlich ist, als auch für die Ansicht, die eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit der Wahrheit erfordert, siehe hierzu Prütting, in: MüKoZPO, § 286 Rn. 32.

keine Missachtung des Aktionärsinteresses nachgewiesen werden und eine Pflichtverletzung des Stimmrechtsberaters ist zu verneinen.⁹¹⁹

(c) Zwischenergebnis

Der beratene Aktionär muss die Tatbestandsvoraussetzung der Pflichtverletzung beweisen; er profitiert nicht von einer Beweislastumkehr. Zwar wird sich der Stimmrechtsberater aufgrund der Deep Uncertainty von Klimarisiken nicht erfolgreich auf eine Reserveursache bzw. innewohnende Schadenslage berufen können, jedoch wird die Bejahung einer Pflichtverletzung in den Fällen 1 und 2 stets an dem fehlenden Nachweis der Gefährdungslage mit der nach § 286 ZPO erforderlichen Wahrscheinlichkeit scheitern. Der Nachweis wird nur gelingen, wenn die Existenzgefährdung evident ist, weil offensichtlich ist, dass die geforderten Maßnahmen die finanziellen Mittel der Gesellschaft eindeutig übersteigen. In Fall 3 bedarf es jedenfalls des Nachweises eines unmittelbaren Schadens, der den Anti-ESG-Aktionär seines kurzfristigen Gewinnes beraubt. In allen Fällen, in denen sich der Aktionär auf eine Verletzung des Aktionärsinteresses nach § 135 Abs. 2 S. 2 AktG beruft, muss damit bereits im Rahmen der Pflichtverletzung ein Schaden nachgewiesen werden, der nachweisbar auf der Stimmrechtsempfehlung beruht.

(2) Nachweisbarkeit anderer Mängel

In Fortführung obiger Erkenntnisse wird eine mangelhafte Stimmrechtsempfehlung damit nur in absoluten Evidenzfällen nachweisbar sein, bei denen eine Pflichtverletzung ohne Berücksichtigung umfangreicher Faktoren zu bejahen ist.⁹²⁰ Das betrifft regelmäßig nur Mängel, die nicht auf die Missachtung des Aktionärsinteresses zurückzuführen sind, sondern die die objektive Tatsachenbasis der Empfehlung betreffen. Denkbar wäre z. B. der Fall, in dem der Stimmrechtsberater von falschen oder unvollständigen Tatsachen ausgegangen ist.⁹²¹ Eine solcher Sachlage könnte möglicherweise durch einen

⁹¹⁹ In diese Richtung auch *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 238; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 159; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 129; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 290 f.

⁹²⁰ So auch *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 142.

⁹²¹ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 238; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 290 f.; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 157.

Abgleich des Hauptversammlungsreports des Beraters mit dem Nachhaltigkeitsbericht oder dem Klimafahrplan des Unternehmens nachgewiesen werden. Ebenso denkbar wäre ein Abweichen von den eigenen Richtlinien, der eine Fehlerhaftigkeit der Empfehlung zumindest indizieren könnte.⁹²² Allerdings ist dies infolge der Allgemeinheit der Richtlinien *in puncto* Klimaschutz eher unwahrscheinlich.⁹²³ Ein Verstoß gegen die Neutralität infolge eines Interessenkonflikts durch gleichzeitige Beratung des Emittenten wäre ebenfalls praktisch nicht nachweisbar, da dem Berater mangels interner Kenntnisse nicht nachweisbar sein wird, dass seine Firewall nicht effektiv sei.⁹²⁴ Noch darüber hinaus darf nicht vergessen werden, dass in diesen Fällen zwar die Pflichtverletzung nachweisbar ist, ein kausaler Schaden aber anschließend dennoch festgestellt werden muss. Bei diesem ergeben sich die gleichen Probleme wie auch bei der Verletzung des Aktionärsinteresses, nur auf anderer Tatbestandsebene.⁹²⁵

cc. Zwischenergebnis

Eine mangelhafte Stimmrechtsempfehlung kann nachgewiesen werden, wenn ihr die Empfehlung nicht neutral, nicht objektiv oder unsachkundig erstellt wurde. Insbesondere im Rahmen der Neutralität und Objektivität ist von Bedeutung, ob der Stimmrechtsberater sich von den Interessen seines Kunden gemäß § 135 Abs. 2 S. 2 AktG hat leiten lassen. Allerdings erfordert der Nachweis der Missachtung des Aktionärsinteresses im Falle eines klimaengagierten oder nicht positionierten Aktionärs (Fälle 1 und 2) zukunftsgerichtete Prognosen, um eine Gefährdungslage der Gesellschaft nachzuweisen. Dies wird nur in extrem gelagerten Evidenzfällen gelingen.

Im Fall eines kurzfristig renditeorientierten Anti-ESG-Aktionärs hingegen bedarf es des Nachweises eines gegenwärtigen, auf der Empfehlung beruhenden Schadens. Da in allen Fällen ein kausaler Schaden ein Teil der Tatbestandsvoraussetzung der Pflichtverletzung ist, wird die Nachweisbarkeit einer Missachtung des Aktionärsinteresses kaum gelingen. Dem Aktionär verbleibt daher regelmäßig nur die Geltendmachung anderer Mängel, wie etwa

⁹²² Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 291.

⁹²³ Siehe bereits Dritter Teil, B.

⁹²⁴ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 291.

⁹²⁵ Siehe zur Feststellung eines kausalen Schadens Vierter Teil, B.I.1.e.

die unabgesprochene Abweichung von den Abstimmungsrichtlinien oder die Zugrundelegung falscher Tatsachen.

d. Vertretenmüssen

Sollte einem beratenen Anleger trotz der oben angesprochenen Hürden ein Nachweis der Pflichtverletzung dennoch gelingen, müsste der Stimmrechtsberater diese Pflichtverletzung auch zu vertreten haben. Das Vertretenmüssen des Stimmrechtsberaters wird dabei nach § 280 Abs. 1 S. 2 BGB vermutet.⁹²⁶ Der Stimmrechtsberater müsste zu seiner Exkulpation das Nichtvertretenmüssen der mangelhaften Leistung nachweisen. Er trägt dementsprechend die Beweislast dafür, dass er das Eintreten des Mangels weder vorsätzlich noch fahrlässig gemäß § 276 BGB verschuldet hat.⁹²⁷ Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welcher Verschuldensmaßstab an den Stimmrechtsberater anzulegen ist (aa.) und ob dessen Haftung vertraglich beschränkt werden könnte (bb.). Gleichsam könnte der Stimmrechtsberater eine Pflichtverletzung auch dann nicht zu vertreten haben, wenn sich seine Pflichtverletzung nicht in der ausgesprochenen Empfehlung niedergeschlagen hätte (cc.).

aa. Verschuldensmaßstab

Gemäß § 276 Abs. 1 S. 2 BGB hat der Schuldner Vorsatz und Fahrlässigkeit zu vertreten, wenn eine strengere oder mildere Haftung weder bestimmt noch aus dem sonstigen Inhalt des Schuldverhältnisses zu entnehmen ist. Diskutiert wird, ob dem Stimmrechtsberater aufgrund des sonstigen Inhalts des Schuldverhältnisses eine Haftungsprivilegierung zugutekommt, aufgrund derer er für leichte Fahrlässigkeit bei der Erstellung einer fehlerhaften Empfehlung nicht einzustehen hätte.⁹²⁸ Eine Haftungsprivilegierung liegt insoweit nicht fern, als eine Haftungsbeschränkung auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz im Kapitalmarktrecht weit verbreitet ist.⁹²⁹

⁹²⁶ Allgemein zur Beweislastumkehr im Rahmen des Vertretenmüssens *Dauner-Lieb*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 280 Rn. 38 f.

⁹²⁷ Allgemein zum Verschuldensmaßstab *Dauner-Lieb*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 280 Rn. 38; *Ernst*, in: MüKoBGB, § 280 Rn. 31 ff.; *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 280 Rn. 20.

⁹²⁸ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 130.

⁹²⁹ *Poelzig*, in: Ebenroth/Boujong, HGB, § 97 WpHG Rn. 19.

So begrenzt § 97 Abs. 2 WpHG die Haftung des Emittenten gegenüber dem Anleger im Falle der unterlassenen Veröffentlichung einer Insiderinformation auf solche Fälle, in denen die Unterlassung auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruht.⁹³⁰ § 98 Abs. 2 WpHG begrenzt die Schadensersatzpflicht des Emittenten aufgrund der Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen ebenfalls auf Fälle, in denen der Emittent die Unrichtigkeit kannte oder aufgrund grober Fahrlässigkeit kennen musste.⁹³¹ Auch § 12 Abs. 2 WpÜG beschränkt die Haftung für eine unrichtige oder unvollständige Angebotsunterlage auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit.⁹³²

Begründet wird diese Haftungsprivilegierung für fehlerhafte Informationen am Kapitalmarkt u. a. mit der Fülle an in kurzer Zeit zu bewertender Informationen.⁹³³ So beschränken §§ 97, 98 WpHG die Haftung für fehlerhafte und unrichtige Insiderinformationen, die ein Emittent gemäß Art. 17 Abs. 1 MMVO *unverzüglich* bekannt geben muss.⁹³⁴ Auch eine Angebotsunterlage muss gemäß § 14 Abs. 1 S. 1 WpÜG in zeitlich eng bemessenem Zeitraum von vier Wochen erstellt und an die BaFin übermittelt werden. Dieser zeitliche Gedanke könnte auf den Stimmrechtsberater übertragbar sein, wenn diesem ebenfalls nur eine kurze Zeitspanne zur Verfügung stünde, um nachhaltigkeitsbezogene Informationen über eine Gesellschaft zu sammeln und zu bewerten.⁹³⁵ Die Informationen, die der Stimmrechtsberater zur Erstellung nachhaltigkeitsbezogener Stimmempfehlungen zusammentragen, verifizieren und analysieren muss, sind derzeit größtenteils entweder in der nichtfinanziellen Erklärung als Teil des Lageberichts gemäß § 289b Abs. 1 HGB oder im gesonderten nichtfinanziellen Bericht gemäß § 289b Abs. 3 S. 1 Nr. 1 HGB enthalten. Der Stimmrechtsberater wird stets Einsicht in die für die Klimapolitik des Unternehmens relevanten Dokumente erhalten, wenn

⁹³⁰ So auch *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 130 zu § 37b Abs. 2 WpHG a. F.

⁹³¹ So auch *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 130 zu § 37c Abs. 2 WpHG a. F.

⁹³² *Poelzig*, in: Ebenroth/Boujong, HGB, § 97 WpHG Rn. 19.

⁹³³ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 131, mit dem Hinweis, dass in der Gesetzesbegründung zu §§ 37b und 37c WpHG keine Erläuterung zu den Hintergründen der Privilegierung aufgeführt werden. Auch die Begründung der §§ 97, 98 WpHG n.F. sieht eine solche nicht vor, Begr. RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936, S. 251. Ebenfalls erläutert die Begründung des § 12 Abs. 2 WpÜG den Zweck der Haftungsprivilegierung nicht, sondern begnügt sich mit einem Hinweis auf andere kapitalmarktrechtliche Gesetze, die entsprechende Regelungen enthalten, Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 43.

⁹³⁴ BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand: 25. März 2020, S. 42 Ziff. I.3.4; *Veil/Brügge-meier*, in: Meyer/Veil/Rönnau, MarktmissbrauchsR-HdB, § 10 Rn. 196.

⁹³⁵ A. A. *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 131, der jedoch nicht genauer auf die Bestimmung der genauen Zeiträume eingeht und den Gedanken der Fülle an in kurzer Zeit zu bewertender Informationen pauschal auf den Stimmrechtsberater überträgt.

entweder der Aktionär oder die Allgemeinheit Zugang zu diesen erhält. Der gesonderte nichtfinanzielle Bericht sowie der Lagebericht einschließlich der nichtfinanziellen Erklärung werden den Aktionären nach § 175 Abs. 2 AktG von der Einberufung der Hauptversammlung an zugänglich gemacht.⁹³⁶ Die Einberufung muss nach § 123 Abs. 1 S. 1 AktG mindestens 30 Tage vor dem Tag der Versammlung erfolgen. Diese Frist ist jedenfalls mit der engen Zeitspanne des § 14 Abs. 1 S. 1 WpÜG vergleichbar, sodass von einer Übertragbarkeit des zeitlichen Arguments zumindest dann auszugehen ist, wenn der Stimmrechtsberater nicht schon zuvor Einsicht in die Nachhaltigkeitsberichterstattung erhielt.

Doch auch über den Gedanken der kurzfristigen Informationsverarbeitung hinaus ist das kapitalmarktrechtliche Haftungsprivileg für den Stimmrechtsberater von Gültigkeit. So sieht das Kapitalmarktrecht auch eine Haftungsbeschränkung unter Ausschluss der leichten Fahrlässigkeit vor, die nicht mit einem zeitlichen Aspekt zu rechtfertigen ist. Art. 35a Abs. 1 der Ratingverordnung⁹³⁷ beschränkt die Haftung der Ratingagenturen auf vorsätzliche oder grob fahrlässige Zuwiderhandlungen gegen Anhang III der Verordnung. Anhang III der Ratingverordnung sieht u. a. Pflichten vor, die weder unverzüglich noch innerhalb einer bestimmten Frist zu erfüllen sind. Erwägungsgrund 33 der Ratingverordnung begründet den Verschuldensmaßstab damit, dass die Ratingtätigkeit „in einem gewissen Maß die Bewertung komplexer wirtschaftlicher Faktoren [beinhaltet] und die Anwendung verschiedener Methoden kann zu unterschiedlichen Ratings führen, von denen keines als falsch angesehen werden kann.“ Insbesondere unter dieser Prämisse ist daher von einer Übertragbarkeit des privilegierten Verschuldensmaßstabes auf den Stimmrechtsberater auszugehen. Auch der Stimmrechtsberater bewertet komplexe Faktoren wirtschaftlicher Art und bewertet diese anhand verschiedener Methoden. Dies führt zu einem Werturteil, das, solange es neutral, objektiv und sachkundig erstellt wird, nicht als falsch kategorisiert

⁹³⁶ Der separate nichtfinanzielle Bericht muss zwar ausweislich des Wortlauts des § 175 Abs. 2 S. 1 AktG nicht wie der Lagebericht zugänglich gemacht werden. Indem der Vorstand sodann stets den gesonderten Bericht wählt, könnte er jedoch die der Hauptversammlung zu unterbreitenden Informationen verkürzen. Es ist dadurch von einem redaktionellen Versehen des Gesetzgebers auszugehen, *E. Vetter*, in: *GroßKommAktG*, § 175 Rn. 56; *Hecker/Bröcker*, AG 2017, 761, 767 f.; *Mutter*, AG 2024, R6; a. A. *Bungert*, in: *MHdB GesR IV*, § 36 Rn. 75.

⁹³⁷ Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. L 146/21.

werden kann. Dementsprechend gilt auch für den Stimmrechtsberater der privilegierte Verschuldensmaßstab, der ihn allein für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit haften lässt.

Neben der Beschränkung der Haftung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit wird ebenfalls eine Haftungsbeschränkung allein auf Vorsatz diskutiert.⁹³⁸ Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung haftet ein Aktionär im Rahmen seiner Stimmrechtsausübung nur für vorsätzliche Treupflichtverletzungen.⁹³⁹ Es stellt sich somit die Frage, ob von dieser Privilegierung auch der dahinterstehende Stimmrechtsberater profitieren kann. Dagegen könnte sprechen, dass der BGH diese Haftungsprivilegierung im Rahmen der Haftung eines Kleinanlegers behandelte.⁹⁴⁰ Teilweise wird der Zweck der Haftungsbeschränkung daher als Schutz der Kleinanleger verstanden, die nicht aufgrund eines ausufernden Haftungsrisikos vor der Stimmrechtsausübung zurückschrecken sollen.⁹⁴¹ Da ein Stimmrechtsberater allein institutionelle Anleger berät, könnte man ein derartiges Schutzbedürfnis verneinen.⁹⁴² Allerdings versteht die h. M. die Entscheidung als eine allgemeine rechtspolitische Entscheidung dahingehend, dass alle Aktionäre, unabhängig von der Beteiligungshöhe und der Portfoliogröße, von der Haftungsprivilegierung bei ihrer Stimmrechtsausübung profitieren.⁹⁴³ Dennoch ist das Treupflichtverhältnis der Aktionäre untereinander von dem Beratungsvertrag zwischen dem Aktionär und seinem Stimmrechtsberater zu trennen. Es ist kein Grund ersichtlich, warum ein Aktionär, der aufgrund einer vorsätzlichen Treupflichtverletzung in Form einer Stimmrechtsausübung haftbar gemacht wurde, nicht bei seinem Stimmrechtsberater Regress nehmen kann, wenn Letzterer wiederum „nur“ fahrlässig eine mangelhafte Stimmrechtsempfehlung geleistet hat. Es existiert selbst im Rahmen der gestörten Gesamtschuld kein allgemeingültiger Grundsatz, dass ein anderer Schädiger von gesetzlichen Haftungsbeschränkungen

⁹³⁸ Diskutierend, aber ablehnend *Vaupel*, AG 2011, 63, 69.

⁹³⁹ BGHZ 129, 136, 162 = NJW 1995, 1739, 1746 – *Girmes*.

⁹⁴⁰ BGHZ 129, 136, 162 = NJW 1995, 1739, 1746 – *Girmes*.

⁹⁴¹ BGHZ 129, 136, 162 = NJW 1995, 1739, 1746 – *Girmes*; *Vaupel*, AG 2011, 63, 69.

⁹⁴² *Vaupel*, AG 2011, 63, 69.

⁹⁴³ OLG Düsseldorf ZIP 1996, 1211; *Drygala*, in: KK-AktG, § 53a Rn. 131; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 77; *Götze*, in: MüKoAktG, Vor § 53a Rn. 68; *Koch*, in: ders., AktG, § 53a Rn. 28; *Mayer/Albrecht vom Kolke*, in: Hölters/Weber, AktG, § 53a Rn. 20; *Wiegand-Schneider*, in: MHdB GesR VII, § 37 Rn. 198.

profitiert.⁹⁴⁴ Noch darüber hinaus liegt nicht einmal eine der gestörten Gesamtschuld vergleichbare Situation vor, da der Aktionär und der Stimmrechtsberater keine Gesamtschuldner sind. Zwischen dem Stimmrechtsberater und dem Aktionär liegt ein normales Schuldverhältnis vor, das von korporationsrechtlichen Gedanken loszulösen ist.

Da der Stimmrechtsberater folglich im Rahmen der Exkulpation zwar nicht von einer Haftungsbeschränkung allein auf Vorsatz, wohl aber von einer solchen auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit profitiert, reicht zu seiner Exkulpation bereits, wenn er nachweist, dass ihm allein leichte Fahrlässigkeit vorzuwerfen ist.⁹⁴⁵

bb. Keine vertragliche Haftungsbeschränkung

Fraglich ist, ob der Stimmrechtsberater seine Haftung durch eine vertragliche Vereinbarung mit dem Kunden noch weiter einschränken könnte. Allerdings ist eine Haftungsbeschränkung in Anbetracht des § 135 Abs. 9 AktG unwirksam.⁹⁴⁶ Soll der Stimmrechtsberater jedoch nicht aufgrund einer Verletzung des § 135 Abs. 2 AktG in Anspruch genommen werden, sondern z. B. aufgrund der Erstellung der Empfehlung durch sachunkundiges Personal, könnte eine Haftungsbeschränkung grundsätzlich in Betracht kommen. Eine solche ist jedoch an den Regeln der Wirksamkeit der Allgemeinen Geschäftsbedingungen nach §§ 307 ff. BGB zu messen. Dabei kann unterstellt werden, dass Beratungsunternehmen vorformulierte Vertragsbedingungen für eine Vielzahl von Verträgen nutzen, ohne für jeden einzelnen Kunden neue Konditionen auszuhandeln.⁹⁴⁷ Da der Kunde i. d. R. ein institutioneller Investor und

⁹⁴⁴ BGHZ 103, 338, 346 ff. = NJW 1988, 2667, 2669; *Kreße*, in: BeckOGK BGB, § 426 Rn. 28 ff.; *Völzmann-Stickelbrock*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 426 Rn. 27; a. A. *Heinemeyer*, in: MüKoBGB, § 426 Rn. 70.

⁹⁴⁵ *Vaupel*, AG 2011, 63, 69; a. A. für eine Haftungsprivilegierung *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 131; wohl auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 217 f., der die Haftung des Stimmrechtsberaters für Vorsatz jedenfalls voraussetzt.

⁹⁴⁶ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 201; *Koch*, in: ders., AktG, § 135 Rn. 51; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 135 Rn. 120; *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 135 Rn. 85; zur Rechtslage des Haftungsausschlusses vor Inkrafttreten des ARUG II *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 296 ff.

⁹⁴⁷ Ähnlich *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 297, der davon ausgeht, dass der Haftungsausschluss erst auf der Empfehlung selbst vorgenommen wird.

damit Unternehmer i. S. d. § 14 BGB ist,⁹⁴⁸ findet die Klauselkontrolle gemäß § 310 Abs. 1 BGB ausschließlich nach § 307 BGB statt.⁹⁴⁹

Gemäß § 307 Abs. 1 S. 1 BGB sind Bestimmungen unwirksam, die den anderen Vertragsteil unangemessen benachteiligen. Unangemessenheit wird bejaht, wenn der Verwender seine eigenen Interessen auf Kosten des Vertragspartners missbräuchlich durchsetzt.⁹⁵⁰ Dabei können die §§ 308, 309 BGB als Indiz für eine unangemessene Benachteiligung herangezogen werden.⁹⁵¹ Aufgrund des § 309 Nr. 8 lit. b) aa) BGB ist ein völliger Ausschluss der Mängelrechte nach § 634 BGB jedenfalls unwirksam. Auch grobes Verschulden des Werkunternehmers und seiner Erfüllungsgehilfen kann gemäß § 309 Nr. 7 lit. b) BGB über § 307 Abs. 1 BGB nicht ausgeschlossen werden.⁹⁵²

Ein Haftungsausschluss für einfache oder leichte Fahrlässigkeit wäre gemäß § 307 Abs. 2 Nr. 2 BGB dann unwirksam, wenn er die Freizeichnung von einer Haftung für wesentliche Pflichten bezwecken würde.⁹⁵³ Derartige Kardinalpflichten sind solche, ohne deren Erfüllung der Vertrag nicht ordnungsgemäß durchgeführt werden könnte und auf deren Einhaltung der Vertragspartner dementsprechend vertrauen darf.⁹⁵⁴ Die Hauptpflicht des Stimmrechtsberatungsvertrags besteht in der ordnungsgemäßen Erstellung der Stimmempfehlung, die wiederum die sorgfältige und fachmännische Zusammentragung der Informationen sowie deren Analyse umfasst.⁹⁵⁵ Ohne dieses Pflichtenprogramm ist die Stimmrechtsberatung ohne Interesse für den Aktionär, da dieser die Informationsbeschaffung und Analyse gerade auf den Berater verlagert hat. Der Aktionär darf daher auf die Ordnungsgemäßheit der Empfehlung und dessen Erstellung vertrauen.⁹⁵⁶ Die ordnungsgemäße Erstellung der Stimmempfehlung ist damit eine Kardinalpflicht. Eine

⁹⁴⁸ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 297; *Wilsing*, ZGR 2012, 291, 304; zur Unternehmereigenschaft allgemein *Bachmann*, in: MüKoBGB, § 14 Rn. 36 ff.

⁹⁴⁹ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 297.

⁹⁵⁰ BGHZ 147, 279, 282 = NJW 2001, 2331; NJW 2003, 886, 887; *Kollmann*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 307 Rn. 7; *Wurmnest*, in: MüKoBGB, § 307 Rn. 35.

⁹⁵¹ BGHZ 174, 1 Rn. 12 = NJW 2007, 3774.

⁹⁵² BGHZ 70, 364, 365 = NJW 1978, 997, 998 f., BGHZ 174, 1 Rn. 15 = NJW 2007, 3774.

⁹⁵³ BGH NJW-RR 2005, 1496, 1505; *Kollmann*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 307 Rn. 36.

⁹⁵⁴ BGHZ 145, 203, 244 f. = NJW 2001, 292, 302; 149, 89, 96 = NJW 2002, 673, 674, NJW-RR 2005, 1496, 1505.

⁹⁵⁵ Zu den Anforderungen der Objektivität, Neutralität und Sachkunde siehe bereits Vierter Teil, B.I.1.c.aa(1).

⁹⁵⁶ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 299.

Freizeichnung auch von leicht fahrlässiger Verletzung dieser Pflichten würde damit eine unangemessene Benachteiligung des Kunden darstellen.⁹⁵⁷ Eine wirksame Haftungsbegrenzung ist daher für den Stimmrechtsberater für seine Pflicht zur Erstellung einer ordnungsgemäßen Stimmrechtsempfehlung nicht möglich.

cc. Haftungsbegründende Kausalität

Die Entlastung kann auch durch den Nachweis der fehlenden Kausalität des Pflichtverstoßes für die Pflichtverletzung geführt werden.⁹⁵⁸ Der Stimmrechtsberater müsste mithin nachweisen, dass seine Pflichtverletzung tatsächlich keine Auswirkungen auf die Abstimmungsempfehlung hatte.⁹⁵⁹ Hatte die Fehlinformation, die Informationslücke oder auch ein möglicher Interessenkonflikt keine Auswirkung auf die konkrete Abstimmungsempfehlung, muss der Stimmrechtsberater die Pflichtverletzung nicht vertreten.⁹⁶⁰ Das wäre z. B. denkbar, wenn eine negative Abstimmungsempfehlung auch ohne die Zugrundelegung einer bestimmten, fehlerhaft analysierten Nachhaltigkeitsinformation zustande gekommen wäre.⁹⁶¹ Im Falle einer Ablehnungsempfehlung des vorgelegten Klimafahrplans würde dies etwa den Nachweis einer anderweitigen Unzulänglichkeit dieses Fahrplans erfordern. Ob das gelingt, bleibt eine Frage des konkreten Einzelfalls.

dd. Zwischenergebnis

Auch wenn der Stimmrechtsberater seine Haftung vertraglich nicht beschränken oder ausschließen kann, kann er sich bei der Erstellung einer mangelhaften Stimmrechtsempfehlung zum einen dadurch exkulpieren, dass ihm kein Verschulden vorzuwerfen ist, zum anderen durch die Darlegung fehlender haftungsbegründender Kausalität. Im Rahmen des fehlenden Verschuldens ist bereits ausreichend ist, dass der Stimmrechtsberater nicht leicht fahrlässig

⁹⁵⁷ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 299.

⁹⁵⁸ Zur haftungsbegründenden Kausalität im Rahmen des Vertretenmüssens Riehm, in: BeckOGK BGB, § 280 Rn. 200; Benicke/Hellwig, in: Soergel, BGB, § 280 Rn. 149.

⁹⁵⁹ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 239; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 292; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 142; zur Kausalität einer Pflichtverletzung im Ratingverfahren Berger/Stemper, WM 2010, 2289, 2294.

⁹⁶⁰ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 292.

⁹⁶¹ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 160; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 292; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 259.

eine mangelhafte Empfehlung erstellt hat. Im Prozess wird die Frage des Vertretenmüssens jedoch allein in Fällen evident mangelhafter Stimmrechtsempfehlungen aufzuwerfen sein, da der Anspruch ansonsten bereits an der nicht nachweisbaren Pflichtverletzung scheitert. In evident pflichtwidrigen Fällen dürfte der Richter eine grobe Fahrlässigkeit stets bejahen.

e. (Vermögens-)Schaden des beratenen Aktionärs

Sofern der beratene Aktionär wider aller obiger Hürden dennoch eine kausale Pflichtverletzung seines Stimmrechtsberaters nachweisen könnte, die Letzterer vertreten muss, müsste der Aktionär ferner einen durch dessen Pflichtverletzung begründeten Schaden nachweisen. Im Folgenden wird daher beleuchtet, welche Schäden ein beratener Aktionär infolge einer fehlerhaften Stimmrechtsberatung erfahren kann. Denkbar sind dabei vordergründig Vermögensschäden, darunter die an den Berater gezahlte Vergütung (aa.), eine niedriger ausfallende Dividende (bb.) und Ansprüche, denen sich der beratene Aktionär selbst ausgesetzt sieht (cc.). Möglich sind ebenfalls ein Wertverlust der Beteiligung am Beratungsobjekt (dd.) und Gewinnverluste des institutionellen Investors selbst (ee.).

aa. Beratervergütung

Als Schaden des Aktionärs kommt zunächst die für die mangelhafte Stimmrechtsempfehlung gezahlte Vergütung gemäß § 631 Abs. 1 Hs. 2 BGB in Betracht.⁹⁶² Diese stellt eine in Geld messbare Einbuße dar, sofern der Aktionär keine gleichwertige Gegenleistung erhalten hat. Insofern ist im Einzelfall zu schauen, ob die Pflichtverletzung gemäß §§ 283, 281 Abs. 1 S. 3 BGB erheblich ist.⁹⁶³ Sofern der Stimmrechtsberater bei der Erstellung der Stimmrechtsempfehlung die Aktionärsinteressen erheblich missachtet hat, müssen die Interessen des Stimmrechtsberaters zurücktreten. Die gezahlte Vergütung kann damit einen Vermögensschaden des Aktionärs darstellen.

⁹⁶² *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 289.

⁹⁶³ BGH NJW 2006, 1960 Rn. 3; *Dauner-Lieb*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 281 Rn. 32 f.; *Ernst*, in: MüKoBGB, § 281 Rn. 165.

bb. Niedrigere Dividendenausschüttung

Im Allgemeinen wird eine niedrigere Dividendenausschüttung als potenzieller Schaden infolge einer fehlerhaften Stimmempfehlung diskutiert.⁹⁶⁴ So sind Fälle denkbar, in denen die Stimmrechtsempfehlung aufgrund der ihr folgenden Stimmrechtsausübung zu einem Gewinnverwendungsbeschluss führt, der unmittelbare Nachteile für den Aktionär in Form einer niedrigeren Dividende mit sich führt.⁹⁶⁵ Im Klimaschutzrechtlichen Kontext kann diese Überlegung jedoch nicht verfangen. Die meisten Tagesordnungspunkte bieten lediglich ein indirektes Einfallstor für die engagierte Transition des Unternehmens und dessen Klimaschutzbemühungen; sie berühren die Gewinnverwendung nicht. Das gilt gleichsam für das direkte Einfallstor des konsultativen Say on Climate-Beschlusses. Allein in dem Fall, in dem über die Gewinnverwendung abgestimmt wird, könnte der Stimmrechtsberater damit Einfluss auf die Dividendenhöhe nehmen. Insofern ist jedoch zu berücksichtigen, dass der Berater lediglich eine Stimmabgabe für oder gegen einen Beschlussvorschlag empfiehlt, ohne dass er den Klimaschutz als Motiv für die Stimmabgabe auf der Hauptversammlung einbringen könnte. Solange also nicht die Verwaltung selbst oder ein aktivistischer Gegenantrag den Klimaschutz und die Gewinnverwendung miteinander verknüpft, kann der Stimmrechtsberater keinen Einfluss zugunsten des Klimaschutzes auf die Gewinnverwendung nehmen.

Erforderlich wäre also der Vorschlag durch die Verwaltung oder ein Gegenantrag dahingehend, zumindest einen Teil der Jahresbilanz für Klimaschutzprojekte oder Anpassungen an den Klimawandel zu verwenden, anstatt sie als Gewinn auszuschütten. Wenn der Stimmrechtsberater diesen Vorschlag unterstützt, könnte die Stimmempfehlung negative Auswirkungen auf die Dividendenhöhe haben. Ob dann jedoch ein Schaden vorliegt, ist fraglich. Nach der Differenzhypothese ist die Vermögenslage des Aktionärs, die nach der fehlerhaften Stimmrechtsempfehlung vorliegt, mit derjenigen zu vergleichen, die vorliegen würde, wenn das haftungsbegründende Ereignis nicht eingetreten wäre.⁹⁶⁶ Da die klimafreundliche Gewinnverwendung bereits ohne

⁹⁶⁴ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 239; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 160; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 293.

⁹⁶⁵ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 290.

⁹⁶⁶ Zur Differenzhypothese BGH NJW 2015, 1373 Rn. 7; Flume, in: BeckOK BGB, 71. Ed. 2024, § 249 Rn. 37; Dauner-Lieb, in: FS Huber, S. 100.

Zutun des Stimmrechtsberaters auf der Agenda stand, hätte die Gewinnverwendung je nach Mehrheitsverhältnissen auch ohne dessen Stimmrechtsempfehlung zu einer geringeren Dividendenausschüttung geführt. Eine geringere Dividendenausschüttung kann daher im Rahmen der hiesigen Arbeit nur dann einen relevanten Vermögensschaden des Aktionärs darstellen, wenn es genau seine Empfehlung war, die dem konkreten Gewinnverwendungsbeschluss die nötige Mehrheit verschafft hat.⁹⁶⁷ Das dürfte kaum nachweisbar sein.

cc. Belastung mit Schadensersatzpflicht

Auch die Belastung mit einer Verbindlichkeit kann einen Vermögensschaden darstellen.⁹⁶⁸ In Betracht kommt hier die Belastung des Vermögens des Aktionärs, der der fehlerhaften Stimmrechtsempfehlung folgte, mit einer Schadensersatzpflicht gegenüber den anderen Aktionären⁹⁶⁹ oder gegenüber der Gesellschaft – selbst dann, wenn der Anleger vermögenslos wäre.⁹⁷⁰ Dementsprechend ist zu untersuchen, ob der beratene Aktionär gegenüber seinen Mitaktionären oder gegenüber der Gesellschaft zu einem Schadensersatz verpflichtet sein könnte. In diesem Fall stünde dem beratenen Aktionär ein Ersatzanspruch in Form der Befreiung von diesen Verbindlichkeiten gegen den Stimmrechtsberater zu.⁹⁷¹ Sollte der Anleger der Gesellschaft den angeblichen Schaden bereits ersetzt haben, könnte er diesen Schaden als Haftungsschaden gegenüber dem Stimmrechtsberater geltend machen und Ersatz des Schadens verlangen, der ihm infolge seiner Ersatzpflicht gegenüber der Gesellschaft entstanden ist.⁹⁷²

Der beratene Aktionär, der sein Stimmrecht entsprechend einer fehlerhaften Stimmrechtsempfehlung ausübt, könnte aufgrund der Verletzung seiner mitgliedschaftlichen Treuepflicht ((1)), gemäß § 117 AktG ((2)), nach

⁹⁶⁷ Auf die haftungsausfüllende Kausalität wird unter Vierter Teil, B.I.1.f. noch konkreter eingegangen.

⁹⁶⁸ BGHZ 59, 148, 149 = NJW 1972, 1856, 1857 f.; *Brand*, in: BeckOGK BGB, § 249 Rn. 11; *Oetker*, in: MüKoBGB, § 249 Rn. 29.

⁹⁶⁹ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 289.

⁹⁷⁰ BGHZ 59, 148, 149 f. = NJW 1972, 1856, 1857 f.; *Oetker*, in: MüKoBGB, § 239 Rn. 355.

⁹⁷¹ BGHZ 59, 148, 150 = NJW 1972, 1856, 1858; *Brand*, in: BeckOGK BGB, § 249 Rn. 11; *Magnus*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 249 Rn. 7; *Oetker*, in: MüKoBGB, § 239 Rn. 355.

⁹⁷² BGH NJW 2019, 1669 Rn. 26 (zum Haftungsschaden des Leasingnehmers); zur Umwandlung des Freistellungsanspruchs in einen Geldersatzanspruch über § 250 BGB siehe *Oetker*, in: MüKoBGB, § 249 Rn. 29.

§ 242 BGB ((3)) oder nach § 826 BGB ((4)) zum Schadensersatz gegenüber der Gesellschaft oder gegenüber seinen Mitaktionären verpflichtet sein.

(1) Haftung des Aktionärs wegen Verletzung der Treuepflicht (§ 280 Abs. 1 S. 1 BGB)

Aktionäre sind gegenüber der Gesellschaft und sich untereinander zur Treue verpflichtet.⁹⁷³ Der Aktionär, der sein Stimmrecht in der Hauptversammlung ohne Rücksicht auf die Interessen der Gesellschaft bzw. seiner Mitaktionäre ausübt, verletzt diese Pflicht und muss den daraus resultierenden Schaden gemäß § 280 Abs. 1 S. 1 BGB ersetzen.⁹⁷⁴ Im Rahmen des Stimmrechts, das regelmäßig ein uneigennütziges Mitgliedschaftsrecht darstellt,⁹⁷⁵ muss der Aktionär Handlungen vornehmen, die den Gesellschaftszweck fördern sowie dem Gesellschaftszweck zuwiderlaufende Maßnahmen unterlassen.⁹⁷⁶

In der Folge setzt die Feststellung einer Treuepflichtverletzung zunächst voraus, dass der beratene Aktionär bei der jeweiligen Stimmrechtsausübung eigene Interessen über die mitgliedschaftlichem Interessen anderer Aktionäre, einschließlich des Gesellschaftsinteresses, stellt.⁹⁷⁷ In dem Fall des kurzfristig renditeorientierten Aktionärs (Fall 3), der entgegen seiner kurzfristigen Interessen einer klimafreundlichen Stimmrechtsempfehlung folgt, scheidet eine Treuepflichtverletzung aus. Denn die Verfolgung einer langfristigen Rentabilität liegt durchaus im Unternehmensinteresse,⁹⁷⁸ auch wenn sie nicht den persönlichen Vorliegen des Aktionärs entspricht. Die

⁹⁷³ BGHZ 14, 25, 38 = NJW 1954, 1401; 103, 184, 195 = NJW 1988, 1579; *Cahn/v. Spannenberg*, in: BeckOGK AktG, § 53a Rn. 51 f.; *Götze*, in: MüKoAktG, Vor § 53a Rn. 28 ff.; *Hocher/Janssen*, in: Heidel, AktG, § 53a Rn. 26 ff.; *Koch*, in: ders., AktG, § 53a Rn. 19 ff.

⁹⁷⁴ *Drygala*, in: KK-AktG, § 53a Rn. 131; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 77; *Götze*, in: MüKoAktG, Vor § 53a Rn. 31; *Mayer/Albrecht vom Kolke*, in: Hölters/Weber, AktG, § 53a Rn. 17.

⁹⁷⁵ *Mayer/Albrecht vom Kolke*, in: Hölters/Weber, AktG, § 53a Rn. 17; teilweise wird die Uneigennützigkeit des Stimmrechts jedoch je nach Beschlussgegenstand differenziert, siehe *Cahn/v. Spannenberg*, in: BeckOGK AktG, § 53a Rn. 54; *Koch*, in: ders., AktG, § 53a Rn. 17.

⁹⁷⁶ *Cahn/v. Spannenberg*, in: BeckOGK AktG, § 53a Rn. 53; *Henze/Notz*, in: GroßKommAktG, § 53a Rn. 235 ff.; *Koch*, in: ders., AktG, § 53a Rn. 16; *Mayer/Albrecht vom Kolke*, in: Hölters/Weber, AktG, § 53a Rn. 17.

⁹⁷⁷ *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 55; *Hocher/Janssen*, in: Heidel, AktG, § 53a Rn. 26; in diese Richtung auch *Rieckers*, in: MHDG GesR IV, § 17 Rn. 29.

⁹⁷⁸ Siehe Vierter Teil, A.I.1.d.aa(1)(a)(aa). Eine andere Frage ist, ob der kurzfristig renditeorientierte Aktionär seine Treuepflicht wegen seines persönlichen Gewinnstrebens um jeden Preis verletzt. Dies ist jedoch eine Frage, die losgelöst von der Haftung des klimapolitisch agierenden Stimmrechtsberaters zu behandeln ist und damit außerhalb des Untersuchungsgegenstandes der hiesigen Arbeit liegt.

Treuepflichtverletzung kann damit allein für den nicht positionierten und den klimabewussten Aktionär (Fälle 1 und 2) relevant werden. Ob diesen jedoch eine eigennützige Stimmrechtsausübung nachweisbar ist, ist generell fraglich, da jedem Aktionär bei der Stimmrechtsausübung ein großer Ermessensspielraum zusteht.⁹⁷⁹ Sollte der Aktionär einer nachweislich bestandsgefährdenden Stimmrechtsempfehlung gefolgt sein, kann dies nicht mehr im Rahmen seines Ermessens liegen. Allerdings fragt sich, worin sodann der Eigennutz begründet wäre, da sich der Aktionär durch die Gefährdung seines Anlageobjektes auch selbst schädigt.⁹⁸⁰

Noch darüber hinaus müsste der Gesellschaft oder den Mitaktionären ein Schaden infolge der Stimmrechtsausübung des beratenen Aktionärs entstanden sein. Hierunter sind keine kurzfristigen Einbußen zugunsten des Klimaschutzes zu verstehen, da diese nicht zu einer Treuepflichtverletzung führen, sondern allein solche Schäden, die den dauerhaften Bestand und die langfristige Rentabilität des Unternehmens gefährden. Außerdem müsste ein solcher Schaden – sein Vorliegen und seine Beweisbarkeit unterstellt – *infolge* der Treuepflichtverletzung entstanden sein.⁹⁸¹ Dies erfordert einen Kausalitätsnachweis:⁹⁸² Der nachteilig wirkende Beschluss müsste auf den Stimmrechten beruhen, die der klimapolitischen Stimmempfehlung folgen.⁹⁸³ Das wiederum setzt voraus, dass der Beschluss ohne die Stimmen des beratenen Aktionärs anders ausgefallen wäre, was lediglich bei knappen Mehrheitsverhältnissen denkbar wäre, bei denen ausgerechnet die Beteiligungshöhe des beratenen Aktionärs den Ausschlag geben würde.

Ferner noch erfordert die Treuepflichtverletzung durch eine Stimmrechtsausübung nach höchstrichterlicher Rechtsprechung zudem stets Vorsatz.⁹⁸⁴ Dieser Vorsatz muss sich ebenfalls auf den Schaden beziehen.⁹⁸⁵ Bei bestandsgefährdenden Stimmrechtsempfehlungen, die der Aktionär mittels Stimmrechts umsetzt, muss daher stets im konkreten Einzelfall untersucht

⁹⁷⁹ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 258; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 301.

⁹⁸⁰ In diese Richtung auch Gerlicher, Shareholder Activism, 2017, S. 261.

⁹⁸¹ Fleischer, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 77; Götze, in: MüKoAktG, Vor § 53a Rn. 32; der Schaden muss zudem über den Wertverlust der Anteile hinausgehen, der bereits auf den Schaden der Gesellschaft zurückzuführen ist, Henze/Notz, in: GroßkommAktG, § 53a Rn. 342.

⁹⁸² Götze, in: MüKoAktG, Vor § 53a Rn. 32.

⁹⁸³ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 299.

⁹⁸⁴ BGHZ 129, 136, 162 = NJW 1995, 1739, 1746 – Girmes.

⁹⁸⁵ OLG Düsseldorf ZIP 1996, 1211, 1213; Drygala, in: KK-AktG, § 53a Rn. 131; Henze/Notz, in: GroßKommAktG, § 53a Rn. 344.

werden, ob dieser zumindest billigend in Kauf nahm, dass die befolgte Empfehlung bestandsgefährdend sein könnte. Sowohl im Falle des blinden Robo-Votings als auch im Falle einer Nachprüfung der Empfehlung durch den Aktionär streitet insofern jedenfalls der Anschein gegen einen solchen Eventualvorsatz, da die Folgen auch den beratenen Aktionär selbst treffen und er keinerlei Vorteil aus der Stimmabgabe im Falle einer Bestandsgefährdung bzw. aus dem Rentabilitätsverlust ziehen kann.⁹⁸⁶ Da der Aktionär die Folgen seiner Stimmrechtsausübung genauso mitträgt wie die anderen Aktionäre, wird eine *vorsätzliche* Treuepflichtverletzung oder gar ein Schädigungsvorsatz ebenfalls abzulehnen sein. Die Voraussetzungen für die Haftung des beratenen Aktionärs infolge einer Treuepflichtverletzung sind nach alldem derart hoch, dass der der Inanspruchnahme des Aktionärs nach § 280 Abs. 1 S. 1 BGB eine geringe Bedeutung in der Praxis zukommt.⁹⁸⁷

(2) Haftung des Aktionärs nach § 117 AktG

Gemäß § 117 Abs. 1 AktG ist zum Schadensersatz verpflichtet, wer vorsätzlich unter Benutzung seines Einflusses auf die Gesellschaft ein Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats, einen Prokuristen oder einen Handlungsbevollmächtigten dazu bestimmt, zum Schaden der Gesellschaft oder ihrer Aktionäre zu handeln. Dieser Anspruch steht nach § 117 Abs. 1 S. 1 AktG der Gesellschaft zu, soweit der Schaden das Vermögen der Gesellschaft betrifft. Geht der Schaden darüber hinaus, steht ein weitergehender Anspruch gemäß § 117 Abs. 1 S. 2 AktG auch den Aktionären zu, sofern es sich nicht um einen bloßen Reflexschaden, z. B. durch den Wertverlust der Aktie infolge des Schadens der Gesellschaft, handelt.⁹⁸⁸

Der Einfluss muss nicht gesellschaftsrechtlich begründet sein.⁹⁸⁹ Denkbar ist damit die Einflussnahme auf den Vorstand durch eine Stimmrechtsausübung,⁹⁹⁰ wobei selbst eine unverbindliche, wenngleich faktische,

⁹⁸⁶ In diese Richtung auch *Heuser*, Shareholder Activism, 2012, S. 153.

⁹⁸⁷ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 167.

⁹⁸⁸ BGHZ 105, 121, 130 = NJW 1988, 2794, 1796; *Schall*, in: BeckOGK AktG, § 117 Rn. 20; *Kowalski*, Gesellschafts- und Gesellschafterschaden, 1990, S. 23 ff.

⁹⁸⁹ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 258; *Koch*, in: ders., AktG, § 117 Rn. 3; *Schall*, in: BeckOGK AktG, § 117 Rn. 16; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 117 Rn. 16ff; *Link*, ZGR 2021, 904, 911.

⁹⁹⁰ *Koch*, in: ders., AktG, § 117 Rn. 4; zum auf Aktienbesitz basierenden Einfluss siehe auch *Spindler*, in: MüKoAktG, § 117 Rn. 17.

Einflussnahme im Rahmen eines konsultativen Say on Climate-Beschlusses reichen dürfte, die den Vorstand zur Ausarbeitung eines existenzgefährdenden Klimafahrplans animieren soll.

Die Einflussnahme muss jedoch rechtswidrig sein. Dabei ist umstritten, ob die Rechtswidrigkeit – wie im Deliktsrecht generell – indiziert ist, oder ob die Einflussnahme nur dann rechtswidrig ist, wenn sie die Führungsperson zu einem objektiv pflichtwidrigen Verhalten verleiten soll.⁹⁹¹ Im Hinblick auf Fall 3 gilt damit das bereits Gesagte, dass kurzfristige Verluste zugunsten der Klimaresilienz und des Klimaschutzes des Unternehmens bereits nicht pflichtwidrig sind;⁹⁹² auf die persönlichen Vorlieben des gewinnmaximierenden Aktionärs um jeden Preis kommt es im hiesigen Kontext nicht an. Im Fokus steht damit auch hier allein der nicht positionierte sowie der klimabewusste Aktionär (Fälle 1 und 2), deren Haftung gemäß § 117 Abs. 1 AktG geprüft werden muss. Ungeachtet des dargestellten Meinungsstreits betrifft die Rechtswidrigkeit die Frage, ob die Umsetzung der mit der Stimmempfehlung verfolgten klimaresilienten Ausrichtung des Unternehmens durch den Vorstand objektiv pflichtwidrig sein könnte. Das erfordert, dass das angestrebte Verhalten dem Unternehmensinteresse zuwiderliefe.⁹⁹³ Für bestands- oder langfristig rentabilitätsgefährdende Maßnahmen ist, die der Aktionär mittels Befolgung der Stimmrechtsempfehlung in der Hauptversammlung anstößt, ist das zu bejahen. Sofern der Aktionär den Vorstand durch seine Stimmrechtsausübung zu derartigen unternehmensinteressenwidrigen Maßnahmen verleitet, wäre diese Einflussnahme rechtswidrig.

Diese Einflussnahme muss jedoch auch zu einem kausalen Schaden geführt haben, auf den sich der Vorsatz des Aktionärs bezogen hat.⁹⁹⁴ Ein Schaden der Gesellschaft oder auch der Mitaktionäre ist im Rahmen des § 117

⁹⁹¹ Aufarbeitung des Streitstandes bei *Witt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 117 Rn. 10.

⁹⁹² Allgemein ist im Rahmen des ESG-Aktivismus trotz erhöhter Kosten der geforderten Maßnahmen anerkannt, dass keine Pflichtwidrigkeit vorliegt, solange die Mehraufwendungen sozial adäquat sind, da sie sodann von der Sozialbindung des Vorstandes gedeckt sind; *Cahn*, in: KK-AktG, § 93 Rn. 74; *Kort*, in: GroßKommAktG, § 117 Rn. 157; *Schall*, in: BeckOGK AktG, § 117 Rn. 25; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 117 Rn. 39; *Link*, ZGR 2021, 904, 911 ff.; kritisch *Ekkenga*, in: FS Cahn, 2023, 71, 80.

⁹⁹³ *Schall*, in: BeckOGK AktG, § 117 Rn. 24 i. V. m. § 76 Rn. 21 ff.; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 117 Rn. 33 ff.; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 259 verweist darauf, dass eine Haftung nach § 117 AktG ausgeschlossen ist, wenn die Entscheidung auch ohne Beeinflussung des Vorstandes im Rahmen der Business Judgement Rule ebenso hätte vorgenommen werden können; a. A. (kein Abstellen auf die Pflichtwidrigkeit des Handelns der Führungsperson) *Koch*, in: ders., AktG, § 117 Rn. 6; *Witt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 117 Rn. 10.

⁹⁹⁴ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 258; *Koch*, in: ders., AktG, § 117 Rn. 7; *Witt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 117 Rn. 8 ff.

AktG aufgrund des nötigen Nachweises zwischen Kausalität der Einflussnahme und dem Schaden generell schwer erbringbar.⁹⁹⁵ Noch darüber hinaus wird die Haftung nach § 117 Abs. 1 AktG aus bereits genannten Gründen regelmäßig am Vorsatz scheitern.⁹⁹⁶

(3) Haftung des Aktionärs nach § 242 BGB

Der beratene Aktionär unterliegt dem Verbot des Rechtsmissbrauchs.⁹⁹⁷ Ein Rechtsmissbrauch soll vorliegen, wenn ein Mitgliedschaftsrecht zwar formell ordnungsgemäß ausgeübt wird, mit diesem aber sachfremde oder eigennützige Zwecke verfolgt werden.⁹⁹⁸ Im Kontext der Stimmrechtsausübung wäre ein Rechtsmissbrauch denkbar, wenn damit die Unternehmensverwaltung unter Druck gesetzt wird, um sie zur Verfolgung von Zielen zu drängen, die außerhalb des Unternehmensinteresses liegen.⁹⁹⁹ Insofern ist auf obige Ausführungen zu existenzgefährdenden Maßnahmen zu verweisen.¹⁰⁰⁰ Auch § 242 BGB wird jedoch regelmäßig am Vorsatz scheitern.

(4) Haftung des Aktionärs nach § 826 BGB

Ein Aktionär kann bei rücksichtsloser Verfolgung eigener Interessen nach § 826 BGB in Anspruch genommen werden.¹⁰⁰¹ Der BGH bejaht die Sittenwidrigkeit einer Stimmrechtsausübung durch einen Aktionär, wenn er eigennützige Zwecke zulasten der Gesellschaft und seiner Mitaktionäre verfolgt.¹⁰⁰² Allerdings erfüllen nach Ansicht des BGH „die tatsächlichen

⁹⁹⁵ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 259; Schockenhoff/Culmann, ZIP 2015, 297, 307; Thaeter/Guski, AG 2007, 301, 304; Link, ZGR 2021, 904, 911 f.; Heuser, Shareholder Activism, 2012, S. 153.

⁹⁹⁶ Siehe zum scheiternden Vorsatz des Aktionärs bereits Vierter Teil, B.I.1.e.cc(1).

⁹⁹⁷ KG, WM 2011, 412; Gröntgen, Operativer shareholder activism, 2020, S. 63; Kähler, in: BeckOGK BGB, § 242 Rn. 1707 ff.; Kolat, Shareholder Activism durch institutionelle Investoren, 2014, S. 164 f.; M. Arnold, in: Goette/Arnold, AR-HdB, § 4 Rn. 2754 ff.; Heuser, Der Konzern 2012, 308, 314; Beck, Freilaw 2/2016, 89, 93; Thaeter/Guski, AG 2007, 301, 302.

⁹⁹⁸ Krebs, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 242 Rn. 84; Mansel, in: Staudinger, BGB, § 242 Rn. 216; Sutschet, in: BeckOK BGB, 71. Ed. 2024, § 242 Rn. 82; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 260; Thaeter/Guski, AG 2007, 301, 302.

⁹⁹⁹ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 260; Thaeter/Guski, AG 2007, 301, 303; Beck, Freilaw 2/2016, 89, 93.

¹⁰⁰⁰ Siehe bereits Vierter Teil, B.I.1.e.cc(1).

¹⁰⁰¹ BGHZ 173, 246 Rn. 17, 23 = NJW 2007, 2689 – Trihotel; Wagner, in: MüKoBGB, § 826 Rn. 249 ff.

¹⁰⁰² BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739, 1743 – Girmes; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 260.

Umstände, die zu der Haftung aus vorsätzlicher Treuepflichtverletzung führen, häufig zugleich die Voraussetzungen für eine Haftung wegen sittenwidrig vorsätzlicher Schädigung“.¹⁰⁰³ Da eine vorsätzliche Treuepflichtverletzung des beratenen Aktionärs nicht vorliegt,¹⁰⁰⁴ ist aufgrund der Parallelen der Tatbestandsvoraussetzungen auch eine Haftung nach § 826 BGB zu verneinen.

(5) Zwischenergebnis

Selbst im Falle der Befolgung einer bestands- oder langfristig rentabilitätsgefährdenden Stimmrechtsempfehlung haftet der beratene Aktionär aufgrund der hohen Tatbestandsvoraussetzungen nicht; jedenfalls dürfte seine Haftung gegenüber der Gesellschaft und seinen Mitaktionären am erforderlichen Vorsatz scheitern. In Ermangelung einer Haftung wird sein Vermögen nicht mit einer Verbindlichkeit belastet, die als Schaden durch den Stimmrechtsberater ersetzt werden müsste.

dd. Wertverlust der Beteiligung an der Gesellschaft

Das Vermögen des institutionellen Investors könnte aufgrund der Stimmrechtsempfehlung mittelbar durch eine negative Kursentwicklung seiner Beteiligungsgesellschaft verringert werden.¹⁰⁰⁵ In diesem Fall käme es jedoch theoretisch zu einer doppelten Entschädigung, wenn sowohl die Gesellschaft ihren Schaden geltend machen könnte und darüber hinaus der Aktionär, dessen Schaden auf dem Schaden der Gesellschaft beruht.¹⁰⁰⁶ Diese sog. Doppelschäden oder Reflexschäden können daher nach ganz allgemeiner Ansicht nur dann noch ersetzt werden, wenn die Kursverschlechterung durch eine Ersatzleistung an die Gesellschaft nicht behoben werden kann. Nur in diesem Fall liegt überhaupt ein individueller Schaden des Anlegers vor.¹⁰⁰⁷ Dieser

¹⁰⁰³ BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739, 1746 – *Girmes*; zum Verhältnis der Haftung wegen Verletzung der Treuepflicht und gemäß § 826 BGB *Oechsler*, in: Staudinger, BGB, § 826 Rn. 413 ff.; *Förster*, in: BeckOK BGB, 71. Ed. 2024, § 826 Rn. 107; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 826 Rn. 250; *Heuser*, Shareholder Activism, 2012, S. 154.

¹⁰⁰⁴ Siehe bereits Vierter Teil, B.I.1.e.cc(1).

¹⁰⁰⁵ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 131; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 293; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 290.

¹⁰⁰⁶ BGHZ 94, 55, 58 f. = NJW 1985, 1777; 105, 121, 130 f. = NJW 1988, 2794; *Koch*, in: ders., AktG, § 117 Rn. 9; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 292.

¹⁰⁰⁷ BGHZ 105, 121, 130 f. = NJW 1988, 2794; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 291.

Gedanke entspringt der gesetzlichen Regelung aus §§ 117 Abs. 1, 317 Abs. 1 AktG und wird nach ganz h. M. auch auf anderweitige Reflexschäden des Aktionärs angewendet.¹⁰⁰⁸ Für Schadensersatzansprüche des Aktionärs aus § 117 Abs. 1 AktG bzw. § 317 Abs. 1 AktG, die mit dem Schadensersatzanspruch der Gesellschaft aus ebenjenen Normen konkurrieren, hat der Gesetzgeber ausdrücklich geregelt, dass allein die Gesellschaft den Schaden ersetzt bekommen soll.¹⁰⁰⁹ Der an die Gesellschaft zu leistende Schadensersatz kommt sodann wieder reflexartig auch dem Aktionär zugute.¹⁰¹⁰ Der Aktionär ist erst dann anspruchsberechtigt, wenn er über den Gesellschaftsschaden hinaus auch selbst geschädigt wurde.¹⁰¹¹ Der Wertverlust der Aktie der Gesellschaft ist damit ein Schaden der Gesellschaft, nicht des Aktionärs.¹⁰¹²

ee. Gewinnverlust des institutionellen Investors

Ersatzfähig sind damit nur Schäden, die über die Wertminderung der Aktie hinausgehen.¹⁰¹³ Das dürfte in der Praxis nur dann der Fall sein, wenn publik wird, dass der beratene Aktionär als institutioneller Anleger einer fehlerhaften Stimmrechtsempfehlung gefolgt ist und dadurch Reputationsverluste erleidet. Daraus resultieren Kundenverluste und entgangene Gewinne. Fraglich ist allerdings, ob dieser Posten als Schaden nachweisbar wäre. Der Aktionär müsste Kunden- und Gewinnverluste aufgrund der Befolgung der fehlerhaften Stimmrechtsempfehlung nachweisen. Dieser Nachweis könnte in der Praxis höchstens dadurch gelingen, wenn Endbegünstigte mit medienwirksamer Begründung den Finanzintermediär wechseln, wie es bereits in der Vergangenheit vereinzelt geschehen ist.¹⁰¹⁴ Sofern es sich dabei um jahrelange

¹⁰⁰⁸ BGH NJW 1987, 1077, 1079; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 292.

¹⁰⁰⁹ BGHZ 94, 55, 58 f. = NJW 1985, 1777; 105, 121, 130 f. = NJW 1988, 2794; 129, 136, 158 = NJW 1995, 1739, 1746 f. – *Girmes*; *Cahn/v. Spannenberg*, in: BeckOGK AktG, § 53a Rn. 59; *Mayer/Albrecht vom Kolke*, in: Hölters/Weber, AktG, § 53 Rn. 20; *Koch*, in: ders., AktG, § 117 Rn. 9; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 292.

¹⁰¹⁰ *Koch*, in: ders., AktG, § 117 Rn. 9; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 117 Rn. 52; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 293.

¹⁰¹¹ *Koch*, in: ders., AktG, § 117 Rn. 9; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 117 Rn. 53; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 292.

¹⁰¹² Siehe daher zu den Schäden der Gesellschaft unter Vierter Teil, B.II.3.b.bb(1).

¹⁰¹³ *Koch*, in: ders., AktG, § 117 Rn. 9; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 117 Rn. 20; *Spindler*, in: MüKoAktG, § 117 Rn. 54.

¹⁰¹⁴ Dieses Schicksal haben auch Stimmrechtsberater bereits erfahren. So wechselten einige Kunden öffentlichkeitswirksam von ISS zu Glass Lewis, als bekannt wurde, dass ISS nicht nur Aktionäre, sondern auch Emittenten berät; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 327; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 394.

Stammkunden handelte, von denen auszugehen war, dass sie auch im nächsten Jahr eine ungefähr gleich hohe Vergütung an den Stimmrechtsberater zahlen würden, könnte das Gericht davon überzeugt sein, dass dem Stimmrechtsberater ein bestimmter Gewinn entgangen ist.

ff. Zwischenergebnis

Im Falle einer fehlerhaften Stimmrechtsempfehlung sind denkbare Schäden des beratenen Aktionärs allein solche, die nicht nur Reflexschäden einer Schädigung der Gesellschaft darstellen. Dadurch verbleiben insbesondere die an den Stimmrechtsberater geleistete Vergütung und Verluste des institutionellen Anlegers selbst, wie entgangene Gewinne aufgrund von Kundenverlusten. Letztere dürften jedoch schwer nachweisbar sein.

f. Haftungsausfüllende Kausalität

Der Aktionär muss ferner nachweisen, dass die Pflichtverletzung des Stimmrechtsberaters den – vorausgesetzt nachweisbaren – Schaden tatsächlich verursacht hat.¹⁰¹⁵ Das erfordert insbesondere eine Prüfung sowohl nach der Äquivalenz- und Adäquanzformel (aa.) als auch nach dem Schutzzweck der Norm (bb.).

aa. Äquivalenz und Adäquanz

Die fehlerhafte Stimmrechtsempfehlung wäre dann kausal für einen Schaden, wenn sie nicht hinweggedacht werden könnte, ohne dass der konkrete Schaden entfielen (*conditio sine qua non*, Äquivalenzformel).¹⁰¹⁶ Das wäre zu bejahen, wenn der Schaden ohne die Stimmrechtsempfehlung nicht eingetreten wäre. Der Aktionär muss dementsprechend nachweisen, dass die

¹⁰¹⁵ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 239; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 293; im Schrifttum wird eine Haftung des Stimmrechtsberaters oftmals ohne weitere Begründung abgelehnt, da sie am fehlenden Nachweis eines kausalen Schadens scheitere, so bei Arnold, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 30; Holzborn, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134d Rn. 6; Illhardt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 25; Koch, in: ders., AktG, § 134d Rn. 9; Fleischer, AG 2012, 2, 9; Freitag, AG 2014, 647, 653; Koch, BKR 2020, 1, 8; Schockenhoff/Nußbaum, ZGR 2019, 163, 186.

¹⁰¹⁶ Zur *conditio sine qua non* im Allgemeinen BGHZ 2, 138 = NJW 1951, 711; Riehm, in: BeckOGK BGB, § 280 Rn. 324.

Entscheidung über die Stimmrechtsausübung auf der Empfehlung beruht.¹⁰¹⁷ Das wiederum ist nur der Fall, wenn der Anleger seine Stimmabgabe tatsächlich aufgrund der Stimmempfehlung tätigte und nicht aus eigener Überzeugung, die durch die Stimmempfehlung vielleicht nur noch bestätigt wurde.¹⁰¹⁸ Da es sich dabei um eine innere Tatsache des Anspruchstellers handelt, dürfte ihm dieser Nachweis noch gelingen.¹⁰¹⁹

Der Aktionär müsste allerdings darüber hinaus darlegen, dass die Stimmempfehlung für das Zustandekommen des schädigenden Beschlusses in seiner konkreten Form ursächlich war und dass dieser Beschluss nicht zustande gekommen wäre, wenn die Empfehlung anders gelautet hätte.¹⁰²⁰ Dazu müssten die Stimmabgaben der Mitaktionäre auf der Hauptversammlung so verteilt gewesen sein, dass ausgerechnet die Stimmabgabe des beratenen Aktionärs, der nun seinen Stimmrechtsberater in die Haftung nehmen möchte, den Ausschlag gegeben hat.¹⁰²¹ Das ist bei institutionellen Anlegern, die oftmals bloße Minderheitsbeteiligungen halten, nahezu ausgeschlossen. Auch wenn der Kunde des Stimmrechtsberater Großaktionär wäre, hält ein Großaktionär einer börsennotierten Gesellschaft in seltenem Fall die absolute Mehrheit der Stimmen. Die Beweisführung erfordert daher eine dem Anspruchsteller bekannte Aktionärsstruktur. Es müsste nachgewiesen werden, dass keine vom Berater unbeeinflusste Mehrheit oder Sperrminorität gegen einen Tagesordnungspunkt gestimmt hat.¹⁰²² Hohe Anteile im Free Float in börsennotierten Gesellschaften erschweren diesen Beweis zusätzlich. Der Nachweis der Äquivalenz für das konkrete Abstimmungsergebnis wird darüber hinaus noch unwahrscheinlicher, wenn mehrere Stimmrechtsberater die

¹⁰¹⁷ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 292; Rieckers, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 44; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 142.

¹⁰¹⁸ Der BGH fordert jedenfalls auch im Rahmen der Haftung für Kapitalmarktinformation einen „Nachweis der konkreten Kausalität für den Willensentschluss des Anlegers“, BGHZ 160, 134, 144 = NZG 2004, 816; NZG 2008, 382 Rn. 16; Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 240; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 160; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 292.

¹⁰¹⁹ A. A. wohl Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 240, der den Kausalitätsnachweis nur in Fällen des Robo-Votings für denkbar hält; sowie Vaupel, AG 2011, 63, 73, der die Kausalität nur dann bejaht, wenn sich ein institutioneller Anleger öffentlich dazu bekennt, den Empfehlungen zu folgen.

¹⁰²⁰ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 161; Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 132; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 293; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 260; Vaupel, AG 2011, 63, 73.

¹⁰²¹ Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 132; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 219.

¹⁰²² Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 262.

gleiche Stimmempfehlung abgegeben haben.¹⁰²³ Zum Teil wird aufgrund dieser Nachweisprobleme ein Rückgriff auf § 830 Abs. 1 S. 2 BGB auch in der vertraglichen Haftung in Erwägung gezogen.¹⁰²⁴ Hiernach wird eine Beweiserleichterung für den Geschädigten vorgenommen, wenn sich nicht ermitteln lässt, wer von mehreren Beteiligten einen Schaden durch seine Handlung ganz oder teilweise verursacht hat.¹⁰²⁵ Das setzt jedoch ein anspruchsbegründendes Verhalten bei *jedem* Beteiligten voraus, während allein ein Urheber- oder Anteilszweifel besteht.¹⁰²⁶ Eine Pflichtverletzung des Stimmrechtsberaters kann jedoch erst dann zu einem Schaden führen, wenn mehrere Stimmrechtsberater eine ähnliche Empfehlung abgeben und sodann über die Hälfte der abgegebenen Stimmen diesen Empfehlungen folgen. Es liegt damit gerade kein Fall alternativer Kausalität im Sinne eines Urheberszweifels vor, bei der jeder Beteiligte den Schaden allein hätte verursachen können, ohne dass feststellbar wäre, auf welchem Verhalten der Schaden nun letztlich beruht. Gleichsam liegt auch kein Anteilszweifel vor, da eine Empfehlung bzw. Stimmrechtsabgabe keinen Teilschaden verursachen kann. Die gleichgerichtete Empfehlung bzw. Stimmrechtsabgabe führt erst bei Erreichung der nötigen Mehrheit auf der Hauptversammlung zu einem gewissen Abstimmungsergebnis, das dann möglicherweise mittelbar einen Schaden verursacht. Diese Schadensverursachung („ganz oder gar nicht“) unterscheidet sich grundlegend von der Situation des § 830 Abs. 1 S. 2 BGB.¹⁰²⁷

In dem seltenen Fall, in dem die Äquivalenz der Pflichtverletzung nachgewiesen werden kann, würde der Kausalitätsnachweis in der Praxis jedenfalls auch nicht an der Adäquanz scheitern. Da es objektiv nicht unvorhersehbar ist, dass der beratene Aktionär der Empfehlung seines Stimmrechtsberaters folgt, die negative Auswirkungen auf sein Vermögen haben können, ist auch die Äquivalenzformel erfüllt.¹⁰²⁸

¹⁰²³ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 240; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 262; Vaupel, AG 2011, 63, 73.

¹⁰²⁴ Vaupel, AG 2011, 63, 73.

¹⁰²⁵ Zur dogmatischen Einordnung als reduzierte Kausalitätsanforderung siehe Wagner, MüKoBGB, § 830 Rn. 79.

¹⁰²⁶ Wagner, MüKoBGB, § 830 Rn. 76; Katzenmeier, in: NK-BGB SchuldR, § 830 Rn. 19 ff.

¹⁰²⁷ Ähnlich Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 263.

¹⁰²⁸ Zur Äquivalenzformel im Allgemeinen Riehm, in: BeckOGK BGB, § 280 Rn. 324.

bb. Schutzzweck der Norm

Damit ist die Kausalität jedoch noch nicht gänzlich nachgewiesen. Im Rahmen des § 280 BGB wird diese ferner durch den Schutzzweck der Norm beschränkt.¹⁰²⁹ Folglich haftet der Schädiger nur für solche Schäden, „die aus dem Bereich der Gefahren stammen, zu deren Abwendung die verletzte Norm erlassen oder die verletzte Vertragspflicht übernommen wurde“.¹⁰³⁰ Ersatzfähig sind damit nur solche Schäden, die vom Schutzzweck der konkret verletzten Pflicht, hier also der Pflicht zur Erarbeitung einer neutralen, objektiven und sachkundigen Stimmrechtsempfehlung, erfasst sind.¹⁰³¹ Ob die Schäden des Aktionärs dem Stimmrechtsberater zurechenbar sind, könnte problematisch sein, da die Schäden nicht bereits aufgrund der Stimmrechtsempfehlung selbst eintreten, sondern mittelbar über den Umweg der Stimmrechtsausübung durch den beratenen Aktionär ((1)) und das dadurch bedingte Handeln des Vorstands der Gesellschaft ((2)).

(1) Psychisch vermittelte Kausalität: Stimmrechtsausübung

Gegen die Haftung des Stimmrechtsberaters für den Schaden des institutionellen Investors könnte sprechen, dass seine Empfehlung allein beratenden Charakter hat, während die Letztverantwortung der Stimmrechtsausübung allein beim Aktionär verbleibt, der die Empfehlung mittels Stimmrechts umsetzt.¹⁰³² Allerdings sind auch solche Schäden dem Stimmrechtsberater zurechenbar, die sich der beratene Aktionär selbst zufügt, sofern er hierzu durch die fehlerhafte Stimmrechtsempfehlung herausgefordert wurde und seine Reaktion nicht ungewöhnlich oder unsachgemäß ist (psychisch vermittelte Kausalität).¹⁰³³ Der beratene Aktionär durfte sich aufgrund der Stimmrechtsempfehlung dazu herausgefordert fühlen, der Empfehlung seines Stimmrechtsberaters zu folgen.¹⁰³⁴ Hierbei handelt es sich um eine angemessene Reaktion, da der Aktionär die Leistung des Stimmrechtsberaters gerade zu dem Zweck

¹⁰²⁹ BGH NJW 2012, 2024 Rn. 14; *Riehm*, in: BeckOGK BGB, § 280 Rn. 325.

¹⁰³⁰ BGH NJW 2012, 2024 Rn. 14.

¹⁰³¹ Allgemein zum Schutzzweck der Norm siehe BGH NJW 2012, 2024 Rn. 14; *Riehm*, in: BeckOGK BGB, § 280 Rn. 325.

¹⁰³² *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 293; *Vaupel*, AG 2011, 63, 73.

¹⁰³³ BGH NJW 2016, 3715 Rn. 23; *Riehm*, in: BeckOGK BGB, § 280 Rn. 325; *Pardey*, in: Pardey/Balke/Link, SchadenR, Kausalität und Zurechnung Rn. 8.

¹⁰³⁴ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 294.

in Anspruch nimmt, sein Stimmrecht an der Empfehlung auszurichten und eine gut informierte Entscheidung zugunsten seines Portfolios zu treffen.¹⁰³⁵ Dadurch stellt der Schaden aufgrund einer mangelhaften Empfehlung gerade eine Gefahr aus dem Bereich dar, zu deren Abwendung die verletzte Pflicht zur Erstellung einer mangelfreien Stimmrechtsempfehlung übernommen wurde. Zwischen den beim Aktionär eingetretenen Schäden und der fehlerhaften Stimmrechtsempfehlung besteht folglich auch trotz der eigenen Handlung des Aktionärs ein innerer Zusammenhang, der die Zurechenbarkeit des Schadens zum Stimmrechtsberater nicht durchbricht.

(2) Dazwischentreten eines Dritten: Vorstandshandeln

Der Zurechnungszusammenhang könnte aber möglicherweise abgelehnt werden, da sich die Empfehlung des Stimmrechtsberaters in einer bloßen Empfehlung den Beschlussvorschlag der Verwaltung zustimmenden oder ablehnenden Votums erschöpft, die vom Aktionär umgesetzt wird. Im Rahmen des Hauptversammlungsberichts werden zwar die Hintergründe für den Aktionär erläutert, diese spielen jedoch auf der Hauptversammlung selbst keine Rolle (jedenfalls sofern der Aktionär diese nicht selbst über sein Rederecht in Form eines eigenen Wortbeitrags einführt). Die Stimmrechtsempfehlung kann dadurch nur mittelbaren Einfluss auf die Gesellschaft nehmen und nur in sehr beschränktem Maße das Handeln des Vorstandes bestimmen. Es liegt vielmehr am Vorstand, welche Konsequenzen er aus dem Abstimmungsergebnis zieht. So liegt es allein am Vorstand, in welchem Maße er z. B. den Klimafahrplan der Gesellschaft infolge einer Ablehnung auf der Hauptversammlung verschärft. Ein Schaden, der infolge der vom Vorstand ergriffenen Maßnahmen eintritt, ist ein Schaden, der letztlich auf dem Willensentschluss eines Dritten beruht. Tritt ein Dritter in die Kausalkette ein, wird der Zurechnungszusammenhang nur dann nicht unterbrochen, wenn das Handeln des Dritten durch den Schädiger herausgefordert wurde und die Reaktion des Dritten

¹⁰³⁵ In diese Richtung auch *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 160; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 293 f.

nicht ungewöhnlich war.¹⁰³⁶ Erst dann, wenn der Entschluss des Dritten eine neue Gefahr schafft, ist eine Zurechnung nicht gerechtfertigt.¹⁰³⁷

Infolgedessen ist anhand der konkreten Umstände des Einzelfalls zu unterscheiden, ob die durch den Stimmrechtsberater gesetzte Gefahr von derjenigen des Vorstandes abgegrenzt werden kann. Empfiehlt der Stimmrechtsberater z.B. die Ablehnung der Entlastung eines wenig klimaambitionierten Vorstandes oder die Missbilligung eines oberflächlichen Klimafahrplans, ohne dass er die Hintergründe dieser Empfehlung derart publik macht, dass der Vorstand von diesen Kenntnis erlangen könnte, so muss der Stimmrechtsberater mit angemessenen Reaktionen des Vorstandes darauf rechnen. Insbesondere aufgrund der derzeitig sehr offen formulierten Klimaaspekte in den Abstimmungsrichtlinien fordert der Stimmrechtsberater nicht zu unvorhersehbaren oder gar existenzgefährdenden Maßnahmen auf. Würde sich der Stimmrechtsberater jedoch aktivistischer Kampagnen anschließen und ggfs. geschäftsschädigende Forderungen an das Klimamanagement der Gesellschaft stellen, wären auch drastischere Maßnahmen des Vorstandes noch im Rahmen der Herausforderungssituation und damit dem Stimmrechtsberater zurechenbar. Dabei dürfte es sich jedoch um extrem seltene Ausnahmefälle handeln.

(3) Zwischenergebnis

Obwohl die Stimmrechtsempfehlung nur „doppelt mittelbar“ über einen eigenen Willensentschluss des beratenen Aktionärs bei der Stimmrechtsausübung sowie eines Willensentschlusses des Vorstandes bezüglich einer Reaktion auf den jeweiligen Beschluss zu einer Schädigung des beratenen Aktionärs führen kann, können daraus resultierende Schäden dem Stimmrechtsberater höchstens in extrem gelagerten Ausnahmefällen zuzurechnen sein.

¹⁰³⁶ *Grüneberg*, in: ders., BGB, Vor § 249 Rn. 47; *Brand*, in: BeckOGK BGB, § 249 Rn. 268; *Pardey*, in: Pardey/Balke/Link, SchadenR, Kausalität und Zurechnung Rn. 22; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 294.

¹⁰³⁷ BGH NJW 1980, 223, 224.

g. Mitverschulden

Dem institutionellen Investor könnte bei Umsetzung einer fehlerhaften Stimmrechtsempfehlung ein Mitverschulden vorgeworfen werden. Zum einen ist er als Aktionär selbst zur sorgfältigen Stimmabgabe verpflichtet.¹⁰³⁸ Zum anderen ergibt sich eine Pflicht zur sorgfältigen Stimmrechtsausübung auch aus dessen Stellung als Finanzintermediär gegenüber seinen Endbegünstigten.¹⁰³⁹ Dies soll zumindest zu einer Pflicht der kursorischen Prüfung der vom Berater vorgelegten Stimmrechtsempfehlung führen.¹⁰⁴⁰ Bei offensichtlichen Mängeln der Abstimmungsempfehlung wäre ein Mitverschulden daher zu bejahen.¹⁰⁴¹ Hierbei dürften dieselben Maßstäbe anzulegen sein wie an die Nachweisbarkeit einer Pflichtverletzung der mangelhaften Stimmrechtsempfehlung: Da es gerade in der Natur der Sache liegt, dass der Aktionär einen Berater beauftragt, weil ihm selbst fundiertes Wissen in Nachhaltigkeitsbelangen fehlt, kann ihm nur vorgeworfen werden, dass er einen für jeden sorgfältigen Aktionär offensichtliche Mängel nicht erkannt hat oder eine Empfehlung trotz dessen Erkenntnis umgesetzt hat. Sofern also dem Stimmrechtsberater eine Pflichtverletzung nachweisbar ist, was allein in Evidenzfällen denkbar ist,¹⁰⁴² wird er automatisch von einem anspruchskürzenden Mitverschulden des beratenen Aktionärs profitieren, da dieser trotz Erkennens oder Erkennenmüssens der offensichtlichen Mängel der Empfehlung dennoch gefolgt ist.

h. Zwischenergebnis

Eine vertragliche Inanspruchnahme der marktdominierenden Stimmrechtsberater ISS oder Glass auf Schadensersatz durch den beratenen institutionellen Investor richtet sich nach deutschem Werkvertragsrecht, sofern der Beratungsvertrag keine Rechtswahl trifft. Eine Pflichtverletzung in Form einer mangelhaften Stimmrechtsempfehlung wird der Aktionär als Anspruchsteller nur in absoluten Evidenzfällen nachweisen können. Sollte ein solcher

¹⁰³⁸ Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 143.

¹⁰³⁹ Siehe dazu bereits Erster Teil, B.II.2.d.

¹⁰⁴⁰ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 160; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 294 ff.; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 143.

¹⁰⁴¹ Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 143.

¹⁰⁴² Siehe bereits Vierter Teil, B.I.1.c.bb.

ausnahmsweise vorliegen, profitiert der Stimmrechtsberater von einer Haftungsbeschränkung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit, was bei der Erstellung einer evident fehlerhaften Empfehlung zwar stets vorliegen dürfte, allerdings dürfte anschließend ein kausaler Schaden des Aktionärs, zumindest neben der durch ihn gezahlten Vergütung an seinen Berater, kaum nachweisbar sein. Zudem wird sich der anspruchstellende Aktionär stets ein Mitverschulden vorhalten lassen müssen, wenn er eine evident mangelhafte Stimmrechtsempfehlung auf der Hauptversammlung der Gesellschaft umgesetzt hat.

2. Deliktische Haftung

Neben der vertraglichen Haftung des Stimmrechtsberaters könnte eine deliktische Haftung gegenüber dem beratenen Aktionär in Betracht kommen. Nachdem auch hier das anwendbare Recht bestimmt wurde (a.), ist die Haftung nach § 823 Abs. 1 BGB zu beleuchten (b.), anschließend § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 134d AktG (c.) und i. V. m. § 135 AktG (d.) sowie § 824 BGB (e.).

a. Anwendbares Recht

Im internationalen Kontext bestimmt sich das anwendbare Recht bei deliktischen Ansprüchen nach der Rom II-Verordnung.¹⁰⁴³ Infolge der universellen Anwendung nach Art. 3 Rom II-VO ist der amerikanische Sitz der größten Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis für die Anwendbarkeit der Verordnung unschädlich.¹⁰⁴⁴ Nach der allgemeinen Kollisionsnorm des Art. 4 Abs. 1 Rom II-VO ist das Recht des Staates anzuwenden, in dem der Schaden eintritt (*lex loci damni*), unabhängig davon, in welchem Staat das schadensbegründende Ereignis oder indirekte Schadensfolgen eingetreten sind.¹⁰⁴⁵ Entscheidend ist damit der Erfolgsort, mithin der Ort, an dem der Primärschaden eintritt.¹⁰⁴⁶

¹⁰⁴³ *Knöfel*, in: NK-BGB, Art. 1 Rom II-VO Rn. 1; *Spickhoff*, in: BeckOK BGB, 71. Ed. 2024, Art. 3 Rom II-VO Rn. 3; *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 237.

¹⁰⁴⁴ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 168.

¹⁰⁴⁵ *Junker*, in: MüKoBGB, Art. 4 Rom II-VO Rn. 20; *Lehmann*, in: NK-BGB, Art. 4 Rom II-VO Rn. 75.

¹⁰⁴⁶ *Junker*, in: MüKoBGB, Art. 4 Rom II-VO Rn. 20; *Lehmann*, in: NK-BGB, Art. 4 Rom II-VO Rn. 75.

Der Schaden des beratenen Aktionärs tritt im Falle einer fehlerhaften Stimmrechtsempfehlung in Form von Vermögensschäden ein.¹⁰⁴⁷ Werden reine Vermögensschäden geltend gemacht, ist der Ort des Schadenseintritts der Belegenheitsort des betroffenen Vermögenswertes.¹⁰⁴⁸ Die Vermögenswerte befinden sich regelmäßig am Sitz des Geschädigten.¹⁰⁴⁹ Erfolgsort ist damit der Sitz des institutionellen Anlegers.¹⁰⁵⁰ Tritt der Schaden bei einem ausländischen Anleger ein, kann deutsches Recht nicht zur Anwendung gelangen; bei einem deutschen Anleger ist es jedoch anwendbar.¹⁰⁵¹

b. § 823 Abs. 1 BGB

In Betracht kommt zunächst eine Haftung des Stimmrechtsberaters gemäß § 823 Abs. 1 BGB. Nach § 823 Abs. 1 BGB ist zum Schadensersatz verpflichtet, „wer vorsätzlich oder fahrlässig das Leben, den Körper, die Gesundheit die Freiheit, das Eigentum oder ein sonstiges Recht eines anderen widerrechtlich verletzt“. Im Falle der mangelhaften Stimmrechtsberatung ist allein die Verletzung des Mitgliedschaftsrechts des Aktionärs denkbar,¹⁰⁵² das als sonstiges Recht i. S. d. § 823 Abs. 1 BGB anerkannt ist.¹⁰⁵³ Da das Mitgliedschaftsrecht verschiedene Verwaltungs- und Vermögensrechte des Aktionärs vereint, kann ein rechtlich relevanter Eingriff in das Mitgliedschaftsrecht nur dann vorliegen, wenn in eine konkrete Einzelbefugnis eingegriffen wird, die selbst absoluten Schutz unter § 823 Abs. 1 BGB genießt.¹⁰⁵⁴

Wird die Mitgliedschaft lediglich vermögensmäßig entwertet, indem das Vermögen oder die Rentabilität der Aktiengesellschaft beeinträchtigt

¹⁰⁴⁷ Siehe bereits Vierter Teil, B.I.1.e.

¹⁰⁴⁸ *Junker*, in: MüKoBGB, Art. 4 Rom II-VO Rn. 21; *Lehmann*, in: NK-BGB, Art. 4 Rom II-VO Rn. 115; *Spickhoff*, in: BeckOK BGB, 72. Ed. 2024, Art. 4 Rom II-VO Rn. 7.

¹⁰⁴⁹ EuGH – C-375/13, ECLI:EU:C:2015:37 Rn. 55 – *Kolossa* (hier sah der EuGH im Rahmen der Ermittlung des international zuständigen Gerichts den Wohnort des geschädigten Anlegers als Ort des Schadenseintritts an, da sich der Schaden unmittelbar auf das Bankkonto im Zuständigkeitsbereich des Gerichts auswirkte); *Dörner*, in: HK-BGB, Art. 4 Rom II-VO Rn. 6; *Pabst*, in: Rauscher, EuIPR III, Art. 4 Rom II-VO Rn. 43; differenzierend auch *Rühl*, in: BeckOGK Rom II-VO, Art. 4 Rn. 68.1.

¹⁰⁵⁰ Zum Erfolgsort bei geringer ausfallender Dividende auch *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 237; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 295.

¹⁰⁵¹ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 237; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 158; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 169.

¹⁰⁵² *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 281.

¹⁰⁵³ BGHZ 110, 323, 327 f., 334 = NJW 1990, 2877, 2878 f. (für den e. V.) – *Schärenkreuzer*; RGZ 158, 248, 255 (für die AG); *Katzenmeier*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 78; *Staudinger*, in: HK-BGB, § 823 Rn. 41; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 398; *Kowalski*, Gesellschafts- und Gesellschafterschaden, 1990, S. 7.

¹⁰⁵⁴ *Wagner*, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 399; *Staudinger*, in: HK-BGB, § 823 Rn. 41.

werden, kann dies keine Rechtsgutsverletzung begründen. Bloße Vermögensrechte fallen nicht in den Schutzbereich des § 823 Abs. 1 BGB.¹⁰⁵⁵ Die fehlerhafte Stimmrechtsempfehlung berührt allein die Vermögensinteressen des Aktionärs (Vergütung des Stimmrechtsberaters, niedrigere Dividendenausüttung, entgangener Gewinn durch Kundenverlust), nicht aber die Mitgliedschaft als solche.¹⁰⁵⁶ Eine Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber dem beratenen Aktionär nach § 823 Abs. 1 BGB ist damit ausgeschlossen.

c. § 823 Abs. 2 BGB

Da § 823 Abs. 1 BGB als Anspruchsgrundlage des beratenen Aktionärs ausscheidet, ist an eine Haftung seines Stimmrechtsberaters nach § 823 Abs. 2 BGB zu denken, da der Schutzbereich dieser Norm auch das Vermögen umfassen kann.¹⁰⁵⁷ Gemäß § 823 Abs. 2 BGB ist zum Schadensersatz verpflichtet, wer „gegen ein den Schutz eines anderen bezweckendes Gesetz verstößt“. Erforderlich ist damit zunächst ein Verstoß gegen ein Schutzgesetz (aa.), bevor die weiteren Voraussetzungen geprüft werden (bb.).

aa. Schutzgesetz

Schutzgesetze sind solche Normen, die zumindest auch dem Schutz individueller Rechtsgüter oder Interessen dienen und nicht nur die Allgemeinheit schützen.¹⁰⁵⁸ Im Kontext der Stimmrechtsberatung werden § 134d AktG ((1)) und § 135 AktG ((2)) als mögliche Schutzgesetze diskutiert.

(1) § 134d AktG

Zunächst in Betracht kommt als Schutzgesetz § 134d AktG, da nach dem Willen des Gesetzgebers von den Offenlegungspflichten und der dadurch

¹⁰⁵⁵ RGZ 158, 248, 255; *Katzenmeier*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 78; *Kern*, in: Jauernig, BGB, § 823 Rn. 18a; *Staudinger*, in: HK-BGB, § 823 Rn. 41; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 399; mit Bezug auf Aktienwertverlust und geringer ausfallende Dividende auch *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 295; mit Bezug auf Reputationsschäden, die reflexartig zu einer Wertminderung des Anteils des Aktionärs führen auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 282.

¹⁰⁵⁶ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 282.

¹⁰⁵⁷ *Katzenmeier*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 92; *Kern*, in: Jauernig, BGB, § 823 Rn. 41; *Staudinger*, in: HK-BGB, § 823 Rn. 1.

¹⁰⁵⁸ BGHZ 116, 13; *Staudinger*, in: HK-BGB, § 823 Rn. 147; *Sprau*, in: Grüneberg, BGB § 823 Rn. 56 ff.

geschaffenen Transparenz sämtliche „Anleger und Endbegünstigte“ profitieren sollen.¹⁰⁵⁹ Dennoch können diese Pflichten nach überzeugender Ansicht keinen Schutzgesetzcharakter begründen, da ansonsten eine unüberschaubare Anzahl an anspruchsberechtigten Personen entstünde und eine ausufernde Haftung des Stimmrechtsberaters drohen würde.¹⁰⁶⁰

(2) § 135 AktG

Möglicherweise ist aber § 135 AktG als Schutzgesetz zu qualifizieren. Teilweise wird dessen Schutzgesetzcharakter in Gänze bejaht, ohne nach den einzelnen, durch die Norm instaurierten Pflichten zu differenzieren.¹⁰⁶¹ Ob dies überzeugt, kann im Rahmen der hiesigen Arbeit dahinstehen, da die fehlerhafte Stimmrechtsempfehlung allein § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG verletzen könnte.¹⁰⁶² Insbesondere gemäß 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG hat sich der Stimmrechtsberater vom Interesse des Aktionärs leiten zu lassen. Da nach dem Gesetzeswillen und der h. M. damit ein typisiertes Aktionärsinteresse gemeint ist, dem das Interesse des Durchschnittsaktionärs zugrunde liegt und damit einen gemeinsamen Nenner aller Aktionäre darstellt, verbrieft § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG nach der herrschenden Ansicht einen Schutz der individuellen Interessen der Anleger einer Gesellschaft. Nach der hier vertretenen Ansicht, die auf das konkrete Aktionärsinteresse abstellt, schützt die Norm die individuellen Interessen des beratenen Aktionärs. Gestützt wird dies dadurch, dass § 135 Abs. 9 AktG dem einzelnen Aktionär einen Schadensersatzanspruch zuspricht, sofern der Stimmrechtsberater gegen § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG verstößt.¹⁰⁶³ Ohne nach dem geschützten Personenkreis differenzieren zu müssen, handelt es sich bei § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG damit in jedem Falle um ein Gesetz, das nicht dem Schutz der

¹⁰⁵⁹ RefE ARUG II, S. 88 f.; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 186.

¹⁰⁶⁰ *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 26; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134d Rn. 17; *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 14; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 45; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134d Rn. 15; *Koch*, BKR 2020, 1, 8; *Vaupel*, AG 2011, 63, 66 ff.; offenlassend *Hell*, ZGR 2021, 50, 74; *Tröger*, ZGR 2019, 126, 155; *Zipperle/Lingen*, BB 2020, 131, 137; a. A. wohl *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 186, die den Anspruch erst am konkreten Schaden scheitern lassen wollen.

¹⁰⁶¹ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 199; *Herrler*, in: Grigoleit, AktG, § 135 Rn. 46; *Müller*, in: Heidel, AktG, § 135 Rn. 25; *Spindler*, in: K. Schmidt/Lutter, § 135 Rn. 83; *Zetzsche*, in: KK-AktG, § 135 Rn. 662 (der jedoch je nach Einzelverpflichtung den geschützten Personenkreis variiert).

¹⁰⁶² Siehe Vierter Teil, A.I.1.d.

¹⁰⁶³ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 284.

Interessen des Einzelnen, jedenfalls dem beratenen Aktionär, und nicht der Allgemeinheit dient. § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG hat damit Schutzgesetzcharakter i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB.¹⁰⁶⁴

bb. Weitere Voraussetzungen

Nachdem geklärt wurde, dass § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG ein Schutzgesetz i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB darstellt, müssen auch die weiteren Tatbestandsvoraussetzungen der Norm vorliegen. Zunächst müsste eine Verletzung dieses Schutzgesetzes vorliegen. Hier gelten die bereits angestellten Überlegungen zur Nachweisbarkeit einer vertraglichen Pflichtverletzung:¹⁰⁶⁵ Eine Missachtung des Aktionärsinteresses wird in der Praxis nie gelingen. Dem Stimmrechtsberaters steht ein Ermessensspielraum bei der Stimmrechtsempfehlung zu. Außerdem impliziert die Missachtung des Aktionärsinteresses stets die Verursachung eines kausalen Schadens (sei er kurzfristig oder derart gravierend, dass er eine Bestandsgefährdung auslöst), dessen Nachweis nur in extrem gelagerten Evidenzfällen gelingen wird. Damit wird eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG bereits an der Nachweisbarkeit der Verletzung des Schutzgesetzes scheitern. Noch darüber hinaus gelten die Gedanken zum Verschulden (insbesondere der Haftungsprivilegierung) sowie zum Schaden und zu der Kausalität entsprechend.

cc. Zwischenergebnis

Eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB des Stimmrechtsberaters gegenüber dem beratenen Aktionär scheidet damit trotz Schutzgesetzcharakter des § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 BGB praktisch aus.

d. § 824 BGB

Der Stimmrechtsberater könnte nach § 824 BGB für eine fehlerhafte Stimmrechtsempfehlung haften.¹⁰⁶⁶ Nach § 824 Abs. 1 BGB muss derjenige dem

¹⁰⁶⁴ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 283 (schon vor dem ARUG II); in diese Richtung auch *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 135 Rn. 52; *Koch*, in: ders., AktG, § 135 Rn. 51; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 135 Rn. 121.

¹⁰⁶⁵ Siehe Vierter Teil, B.I.1.c.bb.

¹⁰⁶⁶ So jedenfalls die Überlegungen von *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 240.

anderen den Schaden ersetzen, „wer der Wahrheit zuwider eine Tatsache behauptet oder verbreitet, die geeignet ist, den Kredit des anderen zu gefährden oder sonstige Nachteile für dessen Erwerb oder Fortkommen herbeizuführen“, sofern er die Unwahrheit kannte oder kennen musste.

Fraglich ist, ob eine Stimmrechtsempfehlung eine Tatsachenbehauptung ist oder ob es sich bei dieser nicht um eine bloße Meinungsäußerung handelt. Eine Meinungsäußerung liegt nach höchstrichterlicher Rechtsprechung dann vor, wenn eine Äußerung subjektiv geprägt ist und durch das Element der Stellungnahme und des Dafürhaltens gekennzeichnet ist, sodass sich die Äußerung nicht als wahr oder unwahr erweisen lässt.¹⁰⁶⁷ Eine Tatsachenbehauptung ist im Umkehrschluss eine Aussage über Vorgänge oder Zustände, die mithilfe von Beweismitteln auf ihre Richtigkeit überprüft werden kann.¹⁰⁶⁸ Die Abgrenzung zwischen Tatsachenbehauptungen und Meinungsäußerungen erfolgt bei Grenzfällen nach dem Schwerpunkt der Äußerung.¹⁰⁶⁹ Beinhaltet die Aussage neben wertenden Elementen auch Tatsachenfeststellungen, ist die Prägung bzw. der Kern der Aussage entscheidend.¹⁰⁷⁰ In einer Gesamtwürdigung ist damit nach dem Schwerpunkt zu schauen. Enthält die Äußerung schwerpunktmäßig Elemente der Stellungnahme oder des Dafürhaltens oder Meinens, ist sie insgesamt ein Werturteil.¹⁰⁷¹

Vereinzelt wird infolgedessen angenommen, dass es sich bei einer Stimmrechtsempfehlung um eine Tatsachenbehauptung handele.¹⁰⁷² Es müsse beachtet werden, dass der Stimmrechtsempfehlung diverse Hintergrundinformationen zugrunde liegen, die allesamt Tatsachen darstellen.¹⁰⁷³ Die Empfehlung stelle sich für den objektiven Empfänger als eine Analyse dar, anhand derer ihm ein Vorschlag gemacht wird, wie die Verbesserung der

¹⁰⁶⁷ BVerfGE 61, 1, 8 = NJW 1983, 1415, 1416; 85, 1, 15 = NJW 1992, 1439, 1440; NStZ-RR 2024, 168, 169; BGHZ, 166, 84 Rn. 63 = NJW 2006, 830.

¹⁰⁶⁸ BVerfGE 61, 1, 8 = NJW 1983, 1415, 1416; 85, 1, 15 = NJW 1992, 1439, 1440; NStZ-RR 2024, 168, 169.

¹⁰⁶⁹ BVerfGE 85, 1, 15 = NJW 1992, 1439, 1440; NStZ-RR 2024, 168, 169; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 824 Rn. 18.

¹⁰⁷⁰ BVerfGE 85, 1, 15 = NJW 1992, 1439, 1440; NStZ-RR 2024, 168, 169; BGHZ, 166, 84 Rn. 63 = NJW 2006, 830; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 824 Rn. 18.

¹⁰⁷¹ BVerfGE, 61, 1, 8 f. = NJW 1983, 1415, 1416; 85, 1, 15 = NJW 1992, 1349, 1440; NStZ-RR 2024, 168, 169; BGHZ, 166, 84 Rn. 63 = NJW 2006, 830; NJW 1997, 2513; NJW 1996, 1131, 1133.

¹⁰⁷² So im Ergebnis *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 247; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 45 i. V. m. Fn. 103; wohl auch in diese Richtung auch *Wilhelm*, Dritterstreckung im Gesellschaftsrecht, 2017, S. 420, der als Haftungsmaßstab die „Richtigkeit“ der Stimmrechtsempfehlung anlegt.

¹⁰⁷³ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 244.

Corporate Governance mit „an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit“ erreicht werden könne. Die Stimmrechtsempfehlung enthalte dadurch schwerpunktmäßig einen Tatsachenkern und rufe beim objektiven Empfänger die Vorstellung hervor, dass dessen Richtigkeit dem Beweis zugänglich sei.¹⁰⁷⁴

Dem kann jedoch nicht gefolgt werden. Obige Ansicht würde dazu führen, dass die gesamte Empfehlung des Beraters als nachweisbar wahre oder nachweisbar unwahre Aussage über die Verbesserung der Corporate Governance des Unternehmens zu kategorisieren wäre. Dies verkennt jedoch den Aussagegehalt der Stimmrechtsempfehlung, die allein beinhaltet, dass sich die Corporate Governance bei einer Befolgung der Empfehlung nach der *subjektiven Einschätzung* des Stimmrechtsberaters positiv verändern würde. Sollte dies wider Erwarten nicht der Fall sein, liegt zwar eine fehlerhafte Einschätzung vor, lässt die Aussage an sich aber nicht unwahr werden. Denn nach der subjektiven Wertung hätte die Corporate Governance – nach wie vor – mithilfe der Stimmempfehlung verbessert werden sollen. Derart subjektive Äußerungen können nicht „unwahr“ sein.¹⁰⁷⁵ In Parallelität zur Warentestrechtsprechung¹⁰⁷⁶ überwiegt daher bei Stimmrechtsempfehlungen der werbende Teil, der die Tatsachengrundlage zusammenfasst und die Empfehlung begründet.¹⁰⁷⁷ Die Stimmrechtsempfehlung ist damit eine Meinungsäußerung und keine Tatsachenbehauptung.¹⁰⁷⁸ Da somit keine Tatsachenbehauptung vorliegt, scheidet eine Haftung des Stimmrechtsberaters nach § 824 BGB gegenüber seinem Kunden stets aus.¹⁰⁷⁹

¹⁰⁷⁴ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 246 f.

¹⁰⁷⁵ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 289.

¹⁰⁷⁶ BGHZ 65, 325, 329 f. = NJW 1976, 620, 621 – *Warentest II*, siehe hierzu bereits Vierter Teil, B.I.1.c.aa(1); der BGH hat ebenfalls eine Bonitätsbewertung als Meinungsäußerung eingestuft: BGH NJW 2011, 2204 Rn. 14 f.; ebenfalls zur Ratingnote als Meinungsäußerung *Blau-rock*, ZGR 2007, 603, 627; *Vetter*, WM 2004, 1701, 1704; *Witte/Hrubesch*, ZIP 2004, 1346, 1349 f.

¹⁰⁷⁷ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 225 f.

¹⁰⁷⁸ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 168; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 295; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 223; Arnold, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 31; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 399; *Vaupel*, AG 2011, 63, 70.

¹⁰⁷⁹ A. A. Rieckers, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 45, der eine Haftung aus § 824 BGB in Ausnahmefällen annehmen will; unklar bei *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 149 f., der zwar ebenfalls annimmt, dass die Stimmrechtsberatung eine Meinungsäußerung sei, gleichzeitig aber eine Haftung nach § 824 BGB in Extremfällen bejaht.

e. § 826 BGB

Gemäß § 826 BGB ist zum Schadensersatz verpflichtet, „wer in einer gegen die guten Sitten verstoßenden Weise einem anderen vorsätzlich Schaden zufügt“. Neben den bereits erörterten Nachweisschwierigkeiten des Vorliegens eines Schadens und der Kausalität kommt im Rahmen dieser Norm die Notwendigkeit des Nachweises des Vorsatzes (aa.) und der Sittenwidrigkeit (bb.) hinzu.

aa. Schädigungsvorsatz

Im Rahmen des Vorsatzes müsste u. a. der Schädigungsvorsatz nachgewiesen werden. Hierzu ist erforderlich, dass der Stimmrechtsberater sich darüber bewusst war, dass die Stimmrechtsempfehlung zu einem Schaden seines Kunden führen werde und dass er dies zumindest billigend in Kauf genommen hat (bedingter Vorsatz).¹⁰⁸⁰ Dieser Nachweis dürfte in der Praxis kaum gelingen. Der Stimmrechtsberater müsste demzufolge erkannt haben, dass seine Stimmrechtsempfehlung mangelhaft ist und sie trotzdem an den Kunden geliefert haben. Bloßes Erkennenmüssen der Fehlerhaftigkeit reicht, anders als im Rahmen des Vertretenmüssens der vertraglichen Haftung, gerade nicht aus, selbst wenn sie sich dem Berater hätte aufdrängen müssen.¹⁰⁸¹ Bereits im Eigeninteresse wird der Stimmrechtsberater eine erkannt fehlerhafte Empfehlung nicht abgeben, um Kundenverluste zu vermeiden. Ein Schädigungsvorsatz scheidet daher aus.

bb. Sittenwidrigkeit

Das Handeln des Stimmrechtsberaters müsste das „Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden“ verletzen.¹⁰⁸² Systematisch kann es dazu jedoch nicht ausreichen, dass vertragliche oder gesetzliche Pflichten verletzt wurden, da ansonsten § 823 Abs. 2 BGB umgangen und die für die Vorsatzhaftung

¹⁰⁸⁰ BGHZ 147, 269, 278 = NJW 2001, 2880, 2882; *Katzenmeier*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 826 Rn. 7; *Kern*, in: Jauernig, BGB, § 826 Rn. 10; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 826 Rn. 28.

¹⁰⁸¹ BGH NJW 2014, 1380 Rn. 9; 2017, 250 Rn. 25; *Katzenmeier*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 826 Rn. 7 i. V. m. Fn. 28.

¹⁰⁸² RGZ 48, 114, 124; BGHZ 10, 228, 232 = NJW 1953, 1665 m. Anm. *Barkhausen*; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 826 Rn. 9.

erforderliche Schutzgesetzverletzung ausgehebelt wird.¹⁰⁸³ Folglich reicht die Lieferung einer mangelhaften (insbesondere eine infolge der Verletzung der Aktionärsinteressen nach § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG nicht neutralen bzw. nicht objektiven) Stimmrechtsempfehlung für sich genommen nicht aus. Es müssen vielmehr besondere Umstände hinzukommen, „die das schädigende Verhalten wegen seines Zwecks oder wegen des angewandten Mittels oder mit Rücksicht auf die dabei gezeigte Gesinnung nach den Maßstäben der allgemeinen Geschäftsmoral und des als ‚anständig‘ Geltenden verwerflich machen“.¹⁰⁸⁴ Im Rahmen von Gutachten und Auskünften wird die Verwerflichkeit des Mittels bejaht, wenn Aussagen bewusst wahrheitswidrig oder leichtfertig („ins Blaue hinein“) aufgestellt werden, sofern der Ersteller erkennen kann, dass der Inhalt des Gutachtens bzw. der Auskunft für das weitere Handeln des Empfängers bedeutend ist.¹⁰⁸⁵ Dass der Stimmrechtsberater seiner Stimmrechtsempfehlung bewusst falsche Informationen zugrunde liegt oder eine Empfehlung ohne genauere Analyse „ins Blaue hinein“ aufstellt, wäre damit möglicherweise indiziert, wenn der Stimmrechtsberater offensichtlich und ohne Begründung von seinen Abstimmungsrichtlinien abweicht.

Die Verwerflichkeit des Zwecks wird u. a. dann bejaht, wenn z. B. die Existenzvernichtung des Vertragspartners verfolgt wird.¹⁰⁸⁶ Selbst in dem Fall der Gefährdung des dauerhaften Bestands oder der langfristigen Rentabilität des Anlageobjekts des beratenen Aktionärs (Fälle 1 und 2) dürfte jedoch nicht davon auszugehen sein, dass der Stimmrechtsberater diese Gefährdung tatsächlich bezweckte. Dieser Zweck würde letztlich auch dem Stimmrechtsberater selbst schaden, da sein Beratungsobjekt untergeht und er spürbare Kunden- und Gewinnverluste verzeichnen würde. Dass der Stimmrechtsberater aus irgendwelchen Gründen die Vernichtung einer Gesellschaft zugunsten des Klimaschutzes über seine eigene Rentabilität und Reputation stellen würde, ist kaum denkbar. Auch im Schrifttum wird (ohne Bezug zum

¹⁰⁸³ BGH NJW-RR 2013, 1448 Rn. 14; *Staudinger*, in: HK-BGB, § 826 Rn. 8; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 826 Rn. 9.

¹⁰⁸⁴ BGH NJW 2001, 3702 f.; *Staudinger*, in: HK-BGB, § 826 Rn. 8; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 826 Rn. 10.

¹⁰⁸⁵ BGHZ 159, 1, 11 f. = NJW 2004, 3035; *Kern*, in: Jauernig, BGB, § 826 Rn. 15.

¹⁰⁸⁶ BGH NZG 2008, 597; NJW 2007, 2689, 2690 – *Trihotel*; *Staudinger*, in: HK-BGB, § 826 Rn. 7.

Klimaschutz) eine Haftung des Stimmrechtsberaters aus § 826 BGB wegen seiner hohen Voraussetzungen höchstens in Extremfällen angenommen.¹⁰⁸⁷

cc. Zwischenergebnis

Selbst in dem theoretischen Fall, in dem ein Stimmrechtsberater nachweisbar aus ideologischem Antrieb bewusst eine derart klimaengagierte Stimmrechtsempfehlung abgibt, dass sie dem Aktionärs- und Gesellschaftsinteresse aufgrund der Existenzgefährdung des Unternehmens zuwiderläuft, würde eine Haftung aus § 826 BGB aufgrund der fehlenden Nachweisbarkeit des Schadens und der Kausalität dennoch ausscheiden.

f. Zwischenergebnis

Im Rahmen des deutschen Rechts, das nur für inländische beratene Aktionäre anwendbar ist, scheidet eine deliktische Haftung des Stimmrechtsberaters für eine fehlerhafte Stimmrechtsberatung nach § 823 Abs. 1 BGB in Ermangelung einer Rechtsgutsverletzung aus, da die Norm keine Vermögensinteressen schützt. Während der jeweilige Schutzbereich der §§ 823 Abs. 2, 824, 826 BGB zwar auch Vermögensinteressen erfasst, scheiden auch diese Normen als Anspruchsgrundlage des beratenen Aktionärs aus. Für § 823 Abs. 2 BGB fehlt es an der nachweisbaren Verletzung eines Schutzgesetzes; § 824 BGB scheidet aus, da eine Stimmrechtsempfehlung keine Tatsachenbehauptung ist. § 826 BGB wird regelmäßig an dem fehlenden Schädigungsvorsatz und der fehlenden Sittenwidrigkeit scheitern. Darüber hinaus scheitert die Haftung aller deliktischer Anspruchsgrundlagen, mit Ausnahme des für die fehlerhafte Empfehlung gezahlten Vergütung, aufgrund der fehlenden Nachweisbarkeit eines kausalen Schadens. Die gezahlte Vergütung wäre jedoch bereits im Rahmen der vertraglichen Haftung zu ersetzen, sodass für eine Inanspruchnahme aus Delikt generell kein Raum mehr besteht.

¹⁰⁸⁷ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 295; Holzborn, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134d Rn. 6.

3. Zwischenergebnis

Das Haftungsrisiko des Stimmrechtsberaters gegenüber seinem Kunden aufgrund einer klimaengagierten Stimmrechtsempfehlung (selbst wenn sie nicht im Interesse des Aktionärs liegt) ist minimal. Sowohl die vertragliche als auch die deliktische Haftung scheitern letztlich an der Nachweisbarkeit eines kausalen Schadens. Ausgenommen hiervon ist allein der vertragliche Schadensersatz für die an den Berater für eine mangelhafte Stimmrechtsempfehlung geleistete Vergütung. Doch auch diese wäre nur dann zu ersetzen, wenn ein Mangel der Empfehlung tatsächlich nachweisbar wäre, was nur in absoluten Evidenzfällen der Missachtung des Aktionärsinteresses, falscher Tatsachengrundlage oder unbegründeter Abweichung von den Abstimmungsrichtlinien denkbar ist.

II. Haftung gegenüber der Gesellschaft

Neben der Haftung des Stimmrechtsberaters für eine mangelhafte Stimmrechtsberatung gegenüber seinem Kunden ist dessen Haftung gegenüber der Gesellschaft, mithin dem Beratungsobjekt, zu beleuchten, da auch diese von den Auswirkungen der Stimmrechtsempfehlung betroffen sein kann. Möglicherweise haftet der Stimmrechtsberater aufgrund der Verletzung einer ihn selbst treffenden Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft (1.). Ebenfalls denkbar wäre eine vertragsähnliche Haftung (2.) oder eine Haftung aus Delikt (3.).

1. Verletzung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht

Fügt ein Aktionär der Gesellschaft durch sein treuwidriges Verhalten einen Schaden zu, steht dieser ein Schadensersatzanspruch zu. Sofern der Schaden allein das Vermögen der Gesellschaft betrifft, hat nur sie, nicht aber der Mitaktionär den Anspruch.¹⁰⁸⁸ Vereinzelte Stimmen möchten die Treuepflicht des Aktionärs auf den Stimmrechtsberater übertragen, weil jener nach dieser Ansicht als „Quasi-Aktionär“ fungiere, da vor allem beim Robo-Voting, bei

¹⁰⁸⁸ BGHZ 129, 136, 158 = NJW 1995, 1739, 1746 f. – *Girmes*; *Cahn/v. Spannenberg*, in: BeckOGK AktG, § 53a Rn. 59; *Mayer/Albrecht vom Kolke*, in: *Hölters/Weber*, AktG, § 53 Rn. 20.

dem Aktionäre die Empfehlung des Beraters ungeprüft übernehmen, die Stimmrechte in seinem Sinne ausgeübt werden.¹⁰⁸⁹

Gegen eine Übertragung der Treuepflicht auf den Stimmrechtsberater spricht jedoch dessen fehlende Rollenübernahme als Gesellschafter. Vielmehr hält weiterhin der beratene Aktionär das Stimmrecht in der Hand und kann jederzeit von der Empfehlung des Beraters abweichen.¹⁰⁹⁰ Die Verantwortung der Stimmrechtsausübung verbleibt dadurch zu jeder Zeit allein beim Gesellschafter.¹⁰⁹¹ Die Treuepflicht ist Ausfluss der mitgliedschaftlichen Beteiligung, die nicht ohne Anteilsübertragung auf den Stimmrechtsberater übergehen kann.¹⁰⁹² Auch der Blick in die Rechtsprechung untermauert dieses Ergebnis. Der BGH hat die Übertragung der Treuepflicht auf den weisungsabhängigen Stimmrechtsvertreter – entgegen namhafter Vertreter im Schrifttum –¹⁰⁹³ mit dem Argument abgelehnt, dass die mitgliedschaftliche Treuepflicht untrennbar mit der Beteiligung an der Gesellschaft verbunden sei und selbst mit der Übertragung des Stimmrechts nicht auf den Stimmrechtsvertreter übergehe.¹⁰⁹⁴ Wenn bereits der Stimmrechtsvertreter, der weisungsunabhängig das Stimmrecht eines anderen ausüben kann, keiner Treuepflicht unterliegt, dann muss das *erst recht* für den Stimmrechtsberater gelten, der nicht einmal das Stimmrecht ausübt.¹⁰⁹⁵ In Ermangelung einer den Stimmrechtsberater treffenden Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft scheidet eine Haftung hiernach aus.

¹⁰⁸⁹ Wilhelm, Dritterstreckung im Gesellschaftsrecht, 2017, S. 416.

¹⁰⁹⁰ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 214; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 178 f.; Poelzig, ZHR 185 (2021), 373, 396; Fleischer, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 51.

¹⁰⁹¹ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 214 f.; Poelzig, ZHR 185 (2021), 373, 396.

¹⁰⁹² Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 179.

¹⁰⁹³ Zum Meinungsstand Arnold, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 158 m. w. N.

¹⁰⁹⁴ BGHZ 129, 136, 148 = NJW 1995, 1739, 1742 – Girmes.

¹⁰⁹⁵ Schoch, Interessenkonflikte, 2021, S. 293; Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 247 f.; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 262; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 213 ff.; Arnold, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 160; Fleischer, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 51; Koch, in: ders., AktG, § 53a Rn. 18; Fleischer, AG 2012, 2, 6; Hell, ZGR 2021, 50, 71 f.; im Ergebnis auch Vaupel, AG 2011, 63, 65.

2. Vertragsähnliche Haftung

In Ermangelung eines vertraglichen Verhältnisses zwischen dem Stimmrechtsberater und der Gesellschaft,¹⁰⁹⁶ kommt vielmehr eine Haftung aufgrund eines Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter (a.) oder eine Sachwalterhaftung (b.) in Betracht.

a. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter

Der Stimmrechtsberater könnte der Gesellschaft gegenüber zum Schadensersatz verpflichtet sein, wenn der Stimmrechtsberatungsvertrag zwischen dem Stimmrechtsberater und seinem Kunden auch Schutzwirkung zugunsten der Gesellschaft hätte. Entsprechend der Grundsätze des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter ist der Dritte in den Schutzbereich des Vertrags derart einbezogen, dass ihm zwar keine Primäransprüche, allerdings Sekundäransprüche zustehen können.¹⁰⁹⁷ Nachdem das anwendbare Recht beleuchtet wurde (aa.) muss zur Bejahung des Anspruchs der Gesellschaft ferner geprüft werden, ob eine Nähe des Dritten mit der Leistung und dem Gläubiger vorliegt (bb.), dies für den Schuldner erkennbar (cc.) und der Dritte schutzbedürftig ist (dd.).¹⁰⁹⁸

aa. Anwendbares Recht

Im Hinblick auf die Ansprüche der deutschen Publikumsgesellschaft gegen den Stimmrechtsberater aus den Grundsätzen des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter stellt sich bereits die Problematik des anwendbaren Rechts. Die Einordnung dieser Grundsätze unter die Rom I- oder die Rom II-VO ist umstritten und bisher nicht abschließend geklärt.¹⁰⁹⁹ Sofern man die Rom I-VO für einschlägig erachten möchte, gilt für die Haftung des Stimmrechtsberaters das Recht, das auch für den Stimmrechtsberatungsvertrag als

¹⁰⁹⁶ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 162; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 134; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 304; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 180; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 396.

¹⁰⁹⁷ *Fries*, in: HK-BGB, § 328 Rn. 2; *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 328 Rn. 19.

¹⁰⁹⁸ Zu den Tatbestandsvoraussetzungen vgl. *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 328 Rn. 23 ff.

¹⁰⁹⁹ *Kieninger*, in: Ferrari/Kieninger/Mankowski u. a., IntVertragsR, Art. 1 Rom I-VO Rn. 6; *Martiny*, in: MüKoBGB, Art. 1 Rom I-VO Rn. 23; *Castendiek*, IPRax 2022, 449, 450; *Dutta*, IPRax 2009, 293 ff.

Dienstvertrag gilt,¹¹⁰⁰ und damit deutsches Recht, sofern keine Rechtswahlvereinbarung vorliegt.¹¹⁰¹ Ordnet man den Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter in den Anwendungsbereich der Rom II-VO ein, richtet sich das anwendbare Recht gemäß Art. 4 Abs. 1 Rom II-VO nach dem Ort des Schadeneintritts, sodass aufgrund der Schäden der deutschen Gesellschaft deutsches Recht anwendbar wäre.¹¹⁰² Letztlich kann der Streit der einschlägigen Rom-VO offenbleiben, da sich die Ansprüche der Gesellschaft gegen den Stimmrechtsberater aus dem Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter in jedem Fall nach deutschem Recht richten, es sei denn die Parteien haben für vertragliche Ansprüche ein anderes Recht vereinbart.

bb. Leistungsnähe

Die Leistungsnähe wäre zu bejahen, wenn der Dritte – hier die Gesellschaft – mit der Hauptleistung des Schuldners bestimmungsgemäß in Berührung kommen soll und den Gefahren der Pflichtverletzung des Stimmrechtsberaters in gleicher Weise ausgesetzt wäre wie der Aktionär als Gläubiger.¹¹⁰³ Folglich ist der Vertragsinhalt nach dem objektiven Empfängerhorizont darauf zu untersuchen, ob die zu erbringende Leistung auch dem Dritten Schutz vor Schäden vermitteln soll.¹¹⁰⁴

Man könnte zunächst überlegen, dass der ultimative Zweck der Stimmempfehlung die Verbesserung der Corporate Governance sei, von der auch die Gesellschaft profitiert. Manche Stimmen bejahen daher die bestimmungsgemäße Berührung der Gesellschaft mit der Pflicht zur Aufstellung einer mangelfreien Stimmrechtsempfehlung des Beraters.¹¹⁰⁵ Das übersieht jedoch, dass der Stimmrechtsberater gemäß § 135 Abs. 2 S. 2 AktG allein die Interessen des Aktionärs berücksichtigen muss. Dass die Stimmrechtsberatung und -empfehlung auch Schutz des Emittenten vermitteln müsste, sieht der

¹¹⁰⁰ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 236; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 158; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 296.

¹¹⁰¹ Siehe bereits Vierter Teil, B.I.1.a.

¹¹⁰² Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 171 f.

¹¹⁰³ Allgemein zur Leistungsnähe: BGHZ 166, 84 Rn. 52 = NJW 2006, 830; Stadler, in: Jauernig, BGB, § 328 Rn. 24.

¹¹⁰⁴ BGHZ 166, 84 Rn. 52 = NJW 2006, 830; NJW 2020, 3169 Rn. 15.

¹¹⁰⁵ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 249 f.; Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 134 f.; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 297, 304.; in diese Richtung auch Langenbucher, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733, 736 f., jedenfalls dann, wenn die Interessen der Gesellschaft und des beratenen Aktionärs deckungsgleich sind.

Gesetzgeber nicht vor.¹¹⁰⁶ Eine pauschale Bejahung der Leistungsnähe würde darüber hinaus verkennen, dass der BGH eine rein mittelbare Betroffenheit des Dritten vom Anwendungsbereich des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter ausgenommen hat. In diesem Fall komme der Dritte mit der Hauptleistung bestimmungsgemäß nicht in der gleichen Weise in Berührung wie der Gläubiger.¹¹⁰⁷ Die Stimmrechtsempfehlung hat für sich allein genommen keinerlei Auswirkungen auf den Emittenten.¹¹⁰⁸ Vielmehr erfordert die Betroffenheit der Gesellschaft mit der Leistung des Stimmrechtsberaters zunächst die Befolgung der Empfehlung durch den beratenen Aktionär auf der Hauptversammlung.¹¹⁰⁹ Ob der Aktionär der Empfehlung folgen wird, hat der Berater jedoch nicht in der Hand. Die Stimmabgabe beruht allein auf dem Entschluss des Aktionärs und liegt damit in seinem alleinigen Verantwortungsbereich.¹¹¹⁰ Das gilt selbst in dem Fall des Robo-Votings.¹¹¹¹ Denn auch die blinde Befolgung beruht letztlich auf dem alleinigen Entschluss des Aktionärs. Selbst wenn der Kunde – blind oder nicht – der Empfehlung folgt, ist noch immer ungewiss, ob die Empfehlung tatsächlich Auswirkungen auf den Emittenten haben wird. Hier spielen die zahlreichen Ungewissheiten eine Rolle, die bereits im Rahmen der Kausalität behandelt wurden, insbesondere müsste gerade die auf der Stimmempfehlung beruhende Stimmabgabe den Ausschlag für das Abstimmungsergebnis gegeben haben.¹¹¹² Neben der Umsetzung der Empfehlung durch den Aktionär ist außerdem anschließend ein Tätigwerden des Vorstandes erforderlich, damit sich die Leistung des Stimmrechtsberaters überhaupt auf die Gesellschaft auswirken kann.¹¹¹³ Aufgrund dieser Mittelbarkeit kommt der Dritte nicht auf gleiche Weise wie der Gläubiger mit der Hauptleistung in Berührung. Die Leistungsnähe der Gesellschaft ist damit zu verneinen.¹¹¹⁴

¹¹⁰⁶ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 107 f.

¹¹⁰⁷ BGHZ 166, 84 Rn. 55 = NJW 2006, 830.

¹¹⁰⁸ Siehe Vierter Teil, B.I.1.f.

¹¹⁰⁹ Nach *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 185 ist die Leistungsnähe jedenfalls dann ausgeschlossen, wenn der Aktionär der Empfehlung nicht folgt.

¹¹¹⁰ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 163; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 31; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 144; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 397.

¹¹¹¹ A. A. *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 163; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 185.

¹¹¹² Siehe bereits Vierter Teil, B.I.1.f.aa.

¹¹¹³ In diese Richtung auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 184.

¹¹¹⁴ Jeweils mit teilweise abweichender Begründung auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 183; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 26; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 144; *Hell*, ZGR 2021, 50, 70; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 397; a. A.

cc. Gläubignähe

Neben der fehlenden Leistungsnähe könnte der Anspruch der Gesellschaft ebenfalls an der fehlenden Gläubignähe scheitern. Ein Näheverhältnis des Dritten zum Gläubiger besteht insbesondere, wenn der Gläubiger ein Interesse an der Einbeziehung des Dritten in die Schutzpflichten des Vertrags hat.¹¹¹⁵ Im Rahmen der Stimmrechtsberatung sind hierbei zwei Aspekte genauer zu beleuchten: die Interessenlage der Gesellschaft und des beratenen Aktionärs ((1)) sowie die Übertragung der Grundsätze der Expertenhaftung auf den Stimmrechtsberater ((2)).

(1) Keine Gläubignähe bei gegenläufigen Interessen

Der BGH verneint die Einbeziehung eines Dritten in die Schutzpflichten des Vertrags grundsätzlich dann, wenn der Gläubiger Interessen verfolgt, die den Interessen des Dritten entgegenlaufen.¹¹¹⁶ Die Gläubignähe könnte hier dementsprechend scheitern, wenn die Interessen der Gesellschaft und des beratenen Aktionärs gegensätzlich wären. Teilweise wird die Gläubignähe zwischen beratenem Aktionär und Gesellschaft pauschal mit dem Argument bejaht, dass Zweck der Inanspruchnahme der Stimmrechtsberatung durch den Aktionär generell der Verbesserung der allgemeinen Corporate Governance sei.¹¹¹⁷ Da diese verbesserte Qualität der Corporate Governance den Unternehmenswert steigern würde, würden die Interessen der Gesellschaft und des beratenen Aktionärs gleichlaufen.¹¹¹⁸ Gegenstimmen lehnen diese generelle Bejahung der Gläubignähe ab, da die Zwecke der Inanspruchnahme des Stimmrechtsberaters nicht automatisch mit dem Interesse der Gesellschaft übereinstimmen müssten.¹¹¹⁹ Bereits an der Beauftragung verschiedener

Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 135; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 304; *Vaupel*, AG 2011, 63, 66.

¹¹¹⁵ BGHZ 133, 168, 173 = NJW 1996, 2927, 2928; NJW 2020, 1514 Rn. 25 ff.; *Stadler*, in: *Jauernig*, BGB, § 823 Rn. 25.

¹¹¹⁶ BGHZ 127, 378, 380 = NJW 1995, 392; BGH NJW 2000, 725, 727 f.; NJW 1986, 581, 583; *Vaupel*, AG 2011, 63, 66 f.

¹¹¹⁷ *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 137; *Vaupel*, AG 2011, 63, 67; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 304 f., der unterstellt, dass der Stimmrechtsberater „zum Wohle der Gesellschaft tätig werden“ solle, woraus ein Einbeziehungsinteresse folge.

¹¹¹⁸ *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 304 f.; *Vaupel*, AG 2011, 63, 67.

¹¹¹⁹ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 251 f.; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 164; in diese Richtung auch *Splinter*, in: *Grigoleit*, AktG, § 134d Rn. 16; *Langenbucher*, in: *FS Hoffmann-Becking*, 2013, 733, 738.

Stimmrechtsberater, die zum Teil divergierende Empfehlungen abgeben, zeige sich, dass die Inanspruchnahme eines Stimmrechtsberaters verschiedene Zwecke verfolgen kann. Diese allesamt pauschal dem Gesellschaftsinteresse gleichzusetzen, überzeuge nicht.¹¹²⁰ Sofern aber tatsächlich ein Interessengleichlauf von Gesellschaft und Anleger auszumachen ist, bejaht auch diese Ansicht die Gläubignähe.¹¹²¹ Ob das Gesellschaftsinteresse und das Interesse des beratenen Aktionärs gleichlaufen, muss damit einzelfallbezogen beurteilt werden und ist vom konkreten Beschlussgegenstand abhängig.¹¹²²

Klimabewusste Aktionäre beauftragen einen Stimmrechtsberater zum Zwecke der Verbesserung des Klimaschutzes des Unternehmens und der Klimaresilienz des Geschäftsmodells der Gesellschaft. Die indirekten Einfallstore für Nachhaltigkeitsaspekte auf der Hauptversammlung und auch der konsultative Say on Climate-Beschluss dienen dem Interesse des Aktionärs, den dauerhaften Bestand und die langfristige Rentabilität der Gesellschaft zu sichern, was nicht nur dem typisierten Aktionärsinteresse, sondern auch mit dem Gesellschaftsinteresse übereinstimmt.¹¹²³ Im Rahmen des Untersuchungsgegenstandes der hiesigen Arbeit ist damit jedenfalls nicht von gegenläufigen Interessen des Aktionärs und der Gesellschaft auszugehen. Eine Gläubignähe scheitert folglich nicht bereits hieran.

(2) Keine Übertragung der Grundsätze der Expertenhaftung

Auch wenn die Gläubignähe nicht an gegenläufigen Interessen des Aktionärs und der Gesellschaft scheitert, ist eine Gläubignähe damit noch nicht bejaht; es bedarf vielmehr eines schutzwürdigen Interesses des Aktionärs dahingehend, dass die Gesellschaft in die Schutzpflichten des Stimmberatungsvertrags einbezogen wird. Der BGH bejaht die Einbeziehung eines Dritten in das Rechtsverhältnis zwischen einem Sachverständigen und seinem Auftraggeber, wenn ein Gutachten erstellt wird, das erkennbar für den Gebrauch gegenüber Dritten bestimmt ist und diesem Dritten aufgrund der Expertise

¹¹²⁰ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 191 ff.

¹¹²¹ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 251 f.; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 164; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 191.

¹¹²² *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 191.

¹¹²³ Siehe bereits Vierter Teil, A.I.1.d.aa(1)(a)(aa).

ebenso als Entscheidungsgrundlage dienen soll.¹¹²⁴ Im Schrifttum wird diskutiert, ob diese Rechtsprechung zur Expertenhaftung auf die Stimmrechtsberatung übertragbar sein könnte.¹¹²⁵

Es sprechen jedoch mehrere Gründe gegen die Übertragung der Expertenhaftungsrechtsprechung auf den Stimmrechtsberater. Der Zweck Erstreckung der Haftung des Experten auf einen Dritten liegt in dem Ausgleich des Informationsnachteils *des Dritten*, den dieser dadurch erleidet, dass der Gläubiger eine Expertise erhält.¹¹²⁶ Im Falle der Stimmrechtsberatung ist es jedoch gerade nicht der Dritte, der den Informationsnachteil erleidet; vielmehr füllt der Stimmrechtsberater das Informationsdefizit, das der Anleger im Vergleich zum Vorstand hat.¹¹²⁷ Auch aus praktischer Sicht kann die Expertenhaftung nicht übertragen werden: Die Stimmrechtsempfehlung kann dem Dritten, also der Gesellschaft, nicht als Entscheidungsgrundlage dienen, da sie ihrem Vorstand – wenn überhaupt – erst aufgrund der Stimmrechtsausübung durch den beratenen Aktionär bekannt wird. Unternimmt der Vorstand auf Grundlage des Hauptversammlungsbeschlusses eine Handlung, hat die Stimmrechtsempfehlung – Kausalität vorausgesetzt – allein faktische Auswirkungen auf die Gesellschaft. Sollte der Vorstand, z. B. aufgrund einer Kampagne, bereits vor der Hauptversammlung Kenntnis von der Stimmrechtsempfehlung erhalten, so kann sie ihm ebenfalls nicht als Entscheidungsgrundlage dienen, da die bloße Empfehlung ohne den erläuternden Abstimmungsreport eine bloße Ja- oder Nein-Abstimmungsempfehlung enthält, auf dessen Grundlage keine gutachterlich informierte Entscheidung getroffen werden kann. Sollte dem Vorstand nicht nur die bloße Empfehlung, sondern gleichsam die Begründung für diese Empfehlung vor der Hauptversammlung zugetragen werden und der Vorstand daraufhin etwa seinen Beschlussvorschlag anpassen, so handelt es sich dabei allein um eine strategische Reaktion der Gesellschaft, die ebenfalls nicht mit einer Entscheidung auf Grundlage eines Gutachtens gleichzusetzen ist.¹¹²⁸ In Anbetracht dieser Argumente

¹¹²⁴ BGHZ 127, 378, 385 f. = NJW 1995, 392, 393; NJW-RR 1989, 696; NJW 1987, 1758, 1759 f.; zusammenfassend auch *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 165.

¹¹²⁵ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 250; *Vaupel*, AG 2011, 63, 66 f.

¹¹²⁶ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 166; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733, 738.

¹¹²⁷ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 166; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 136 f.; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 189; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 146; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733, 738.

¹¹²⁸ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 166; a. A. wohl *Vaupel*, AG 2011, 63, 67.

können die Grundsätze der Expertenhaftung nicht auf den Stimmrechtsberater übertragen werden.

(3) Zwischenergebnis

Die Gläubigernähe ist abzulehnen.¹¹²⁹ Zwar scheitert das Einbeziehungsinteresse nicht bereits an gegenläufigen Interessen der Gesellschaft und des beratenen Aktionärs, allerdings besteht kein schutzwürdiges Interesse des Aktionärs an der Einbeziehung der Gesellschaft in die Schutzpflichten des Stimmrechtsberatungsvertrags. Insbesondere können die Grundsätze der Expertenhaftung nicht auf den Stimmrechtsberater übertragen werden.

dd. Erkennbarkeit

Die Leistungsnähe und die Gläubigernähe müssten für den Schuldner zudem erkennbar sein, damit sein Haftungsrisiko für ihn kalkulierbar bleibt.¹¹³⁰ Da weder eine Leistungs- noch eine Gläubigernähe im Rahmen der Stimmrechtsberatung vorliegen, ist dieses Tatbestandsmerkmal ebenfalls zu verneinen.¹¹³¹

ee. Schutzbedürftigkeit

Nachdem sämtliche Tatbestandsvoraussetzungen des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter abzulehnen waren, könnte die Haftung des Stimmrechtsberaters auch noch an der Schutzbedürftigkeit der Gesellschaft als letzte Voraussetzung scheitern. Die Schutzbedürftigkeit fehlt, wenn dem Dritten eigene gleichwertige Ansprüche vertraglicher Natur zustehen.¹¹³²

Verletzt der Aktionär durch seine Stimmabgabe seine Treuepflicht, könnte der Gesellschaft ein gleichwertiger Anspruch gegen den Aktionär

¹¹²⁹ So auch *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 137; *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 13; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 145 f.

¹¹³⁰ BGHZ 49, 350, 354 = NJW 1968, 885, 887, NJW 1985, 489 f.; *Gottwald*, in: MüKoBGB, § 328 Rn. 191.

¹¹³¹ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 252 f.; *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 13; andere Stimmen bejahen die Erkennbarkeit hingegen, sofern sie die Leistungs- oder die Gläubigernähe angenommen haben oder diese für weitere Ausführungen unterstellen: *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 166; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 139 f.; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 305; *Vaupel*, AG 2011, 63, 67; ausführlich auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 213 ff.

¹¹³² BGHZ 211, 251 Rn. 17 = NJW 2016, 3432; NJW 2020, 3169 Rn. 12; *Gottwald*, in: MüKoBGB, § 328 Rn. 192; *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 328 Rn. 27.

zustehen.¹¹³³ Da eine Verletzung der Treuepflicht durch den Aktionär jedoch aufgrund der klimaschützenden Ausübung des Stimmrechts kaum zu bejahen sein wird,¹¹³⁴ fehlt es an einem eigenen Anspruch der Gesellschaft. Wird ein eigener Anspruch der Gesellschaft gegen den Aktionär mangels Treuepflichtverletzung verneint, bejaht u. a. Schwarz sodann die Schutzbedürftigkeit der Gesellschaft mangels gleichwertiger Ansprüche.¹¹³⁵ Hauber hingegen sieht darin einen Trugschluss und unterstellt pauschal, dass sofern eine Stimmausübung zu einem Schaden der Gesellschaft führe, diese „in der Regel als treuwidrig anzusehen“ sei und dass dementsprechend die „Voraussetzungen des kausalen Schadens und des Anspruchs der Gesellschaft gegen den Aktionär aus Verletzung der Treuepflicht [...] deshalb zugleich zu bejahen oder zu verneinen“ seien.¹¹³⁶ Dabei lässt Hauber jedoch außer Acht, dass die Verletzung der Treuepflicht bei der Stimmrechtsausübung stets Vorsatz erfordert. Allein aus dem Vorliegen eines kausalen Schadens auf einen Schädigungsvorsatz schließen zu wollen, verbietet sich insbesondere bei solchen Stimmabgaben, die dem Klimaschutz und der Klimaresilienz der Gesellschaft dienen und damit gerade keine Schädigung der Gesellschaft, sondern deren dauerhaften Bestand bezwecken sollen. Führt dies in Übereinstimmung mit Schwarz nun dazu, dass die Gesellschaft keine gleichwertigen Ansprüche gegen den Aktionär zustehen, wäre die Gesellschaft schutzbedürftig.

Wünschmann verweist jedoch richtigerweise darauf, dass der Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter „nur notwendigen Schutz, nicht jedoch zusätzlichen Schutz gewähren“ solle.¹¹³⁷ Da rechtspolitisch entschieden wurde, dass ein Aktionär im Rahmen der Stimmrechtsausübung nur für vorsätzliche Pflichtverletzungen haften solle, kann es der Gesellschaft nicht zum Vorteil gereichen, wenn dieser Aktionär einen Stimmrechtsberater in Anspruch genommen hat. Denn der Stimmrechtsberater würde in dem Fall, in dem der Aktionär mangels Vorsatz nicht für die Stimmrechtsausübung haftet, wiederum nach allgemeinen Maßstäben für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit

¹¹³³ Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 253 f.; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 167; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 305 f.; Arnold, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 31; a. A. wohl Vaupel, AG 2011, 63, 67 f., der den Anspruch auf Schadensersatz der Gesellschaft gegen den treuwidrig abstimmenden Aktionär als nicht gleichwertig ansieht. Siehe Vierter Teil, B.I.1.e.cc(1).

¹¹³⁵ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 305; zustimmend Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 254.

¹¹³⁶ Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 167 f.

¹¹³⁷ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 217.

bei der Erstellung der Stimmrechtsempfehlung haften, auf der die Stimmrechtsausübung beruhte.¹¹³⁸ Die Haftungserleichterung zugunsten des Aktionärs hätte damit praktisch nur zur Folge, dass der Gesellschaft ein anderer Anspruchsgegner zur Verfügung stünde.¹¹³⁹ Dies kann offensichtlich nicht die Intention des BGH gewesen sein, als er die Haftung des Aktionärs für Stimmrechtsausübungen auf Vorsatz beschränkte. Damit kann eine Schutzwürdigkeit nur dann noch bejaht werden, wenn die Haftung des Aktionärs bereits wegen einer fehlenden Treuepflichtverletzung an sich verneint wird und nicht erst wegen fehlenden Vorsatzes.¹¹⁴⁰ Da die Treuepflichtverletzung des Aktionärs, der einer klimaengagierten Empfehlung folgt, stets zu verneinen ist, solange er nicht nachweislich mit bedingtem Vorsatz einer bestandsgefährdenden Stimmrechtsempfehlung folgt,¹¹⁴¹ dürfte die Schutzbedürftigkeit der Gesellschaft als einziges Tatbestandsmerkmal zu bejahen sein.

ff. Zwischenergebnis

Auch wenn eine Schutzbedürftigkeit der Gesellschaft bejaht werden kann, droht dem Stimmrechtsberater aufgrund der fehlenden Leistungsnähe, Gläubignähe und Erkennbarkeit keine Haftung gegenüber der Gesellschaft aus den Grundsätzen des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter.¹¹⁴²

b. Sachwalterhaftung (§§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 3 S. 2 BGB)

Teile des Schrifttums leiten eine Expertenhaftung nicht über die Einbeziehung in die Schutzpflichten des Vertrags her, sondern über eine Sachwalterhaftung aus der *culpa in contrahendo* gemäß §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 3

¹¹³⁸ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 217 f.; siehe zum Verschuldensmaßstab des Stimmrechtsberaters bereits Vierter Teil, B.I.1.d.aa.

¹¹³⁹ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 218.

¹¹⁴⁰ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 218.

¹¹⁴¹ Siehe Vierter Teil, B.I.1.e.cc(1).

¹¹⁴² Jeweils mit unterschiedlichen Begründungen auch *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 133 ff.; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 219; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 31; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 26; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134d Rn. 17; *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 13; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 45; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 144; *Hell*, ZGR 2021, 50, 70; *Koch*, BKR 2020, 1, 8; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 397 f.; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733, 735 ff.; a. A. *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 248 ff.; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 162 ff.; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 305 f.; *Schockenhoff/Nußbaum*, ZGR 2019, 163, 185; *Vaupel*, AG 2011, 63, 66 f.; jedenfalls an der Nachweisbarkeit des Schadens scheitern lassend *Koch*, in: ders., AktG, § 134d Rn. 9; offenlassend *Fleischer*, AG 2012, 2, 9.

S. 2 BGB.¹¹⁴³ Damit ein Stimmrechtsberater als Sachwalter qualifiziert werden könnte, müsste er gemäß § 311 Abs. 3 S. 2 BGB in besonderem Maße Vertrauen eines Dritten für sich in Anspruch nehmen.¹¹⁴⁴ Der Stimmrechtsberater müsste damit gegenüber der Gesellschaft eine zusätzliche persönliche Gewähr für die pflichtgemäße Ausübung des Stimmrechts bieten.¹¹⁴⁵ Der Stimmrechtsberater bietet der Gesellschaft eine solche Gewähr jedoch nicht. Er nimmt nicht das Vertrauen der Gesellschaft in Anspruch, sondern das der beratenen Anleger.¹¹⁴⁶ In der Regel weiß die Gesellschaft nicht einmal vom genauen Inhalt der Stimmempfehlung.¹¹⁴⁷ Und wenn sie vom Inhalt Kenntnis hätte, dann würde sie die bewerteten Tatsachen naturgemäß bereits kennen, da sie die Gesellschaft selbst betreffen.¹¹⁴⁸ Es gibt somit keine Grundlage für ein mögliches Vertrauen.¹¹⁴⁹ Das gilt erst recht für Stimmempfehlungen, deren vorausgehende Analyse allein mittels öffentlich verfügbarer Informationen vollzogen werden kann, was seit der Nachhaltigkeitsberichterstattung und der baldigen Pflicht zur Offenlegung eines Klimafahrplans noch zunehmen wird. Eine Sachwalterhaftung des Stimmrechtsberaters scheidet aus.

c. Zwischenergebnis

Dem Stimmrechtsberater droht gegenüber der Gesellschaft keine vertragsähnliche Haftung, da es an zahlreichen Tatbestandsvoraussetzungen mangelt.

3. Deliktische Ansprüche

Nachdem quasi-vertragliche Ansprüche der Gesellschaft gegen den Stimmrechtsberater abzulehnen waren, stellt sich die Frage nach deliktischen Ansprüchen. Auch hier ist zunächst das anwendbare Recht zu bestimmen (a.),

¹¹⁴³ Zu den verschiedenen Grundlagen der Expertenhaftung und ihren Voraussetzungen: *Herresthal*, in: BeckOGK BGB, § 311 Rn. 547.

¹¹⁴⁴ *Emmerich*, in: MüKoBGB, § 311 Rn. 212; *Herresthal*, in: BeckOGK BGB, § 311 Rn. 539 f.; *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 311 Rn. 64.

¹¹⁴⁵ *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 397; allgemein ohne Bezug zur Stimmrechtsberatung *Herresthal*, in: BeckOGK BGB, § 311 Rn. 539; *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 311 Rn. 64.

¹¹⁴⁶ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 220; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 31; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 45; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 148; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 397; im Ergebnis auch *Hell*, ZGR 2021, 50, 70; *Langenbucher*, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, 733, 739.

¹¹⁴⁷ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 220.

¹¹⁴⁸ *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 148.

¹¹⁴⁹ *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 148.

bevor Ansprüche der Gesellschaft aus § 823 Abs. 1 BGB (b.), aus § 823 Abs. 2 BGB (c.) und aus § 117 Abs. 1 AktG (d.) geprüft werden können.

a. Anwendbares Recht

Das anwendbare Recht bestimmt sich auch hier gemäß Art. 4 Abs. 1 Rom II-VO nach dem Ort, in dem der Schaden eintritt.¹¹⁵⁰ Werden Vermögensschäden geltend gemacht, ist der Ort des Schadenseintritts der Belegenheitsort des betroffenen Vermögenswertes.¹¹⁵¹ Die Vermögenswerte befinden sich regelmäßig am Sitz des Geschädigten.¹¹⁵² Erleidet die Gesellschaft einen Schaden, entspricht der Ort des Schadenseintritts dem Sitz der Gesellschaft, sodass im Falle einer Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland deutsches Recht anwendbar ist.¹¹⁵³

b. § 823 Abs. 1 BGB

Im Rahmen der deliktischen Haftung ist zunächst an eine Haftung nach § 823 Abs. 1 BGB zu denken, bei der zwischen dem haftungsbegründenden (aa.) und dem haftungsausfüllenden Tatbestand (bb.) zu unterscheiden ist.

aa. Haftungsbegründender Tatbestand

Im Rahmen des haftungsbegründenden Tatbestands ist an die Stimmrechtsempfehlung als Verhalten anzuknüpfen ((1)), die ein Rechtsgut verletzt haben muss ((2)). Zudem sind die weiteren Voraussetzungen der haftungsbegründenden Kausalität ((3)), der Rechtswidrigkeit ((4)) und des Verschuldens ((5)) zu prüfen.

¹¹⁵⁰ Siehe Vierter Teil, B.I.2.a.

¹¹⁵¹ *Junker*, in: MüKoBGB, Art. 4 Rom II-VO Rn. 21; *Lehmann*, in: NK-BGB, Art. 4 Rom II-VO Rn. 115; *Spickhoff*, in: BeckOK BGB, 72. Ed. 2024, Art. 4 Rom II-VO Rn. 7.

¹¹⁵² EuGH, C-375/13, ECLI:EU:C:2015:37 Rn. 55 – *Kolossa*; *Dörner*, in: HK-BGB, Art. 4 Rom II-VO Rn. 6; *Pabst*, in: Rauscher, EuIPR III, Art. 4 Rom II-VO Rn. 43; differenzierend auch *Rühl*, in: BeckOGK Rom II-VO, Art. 4 Rn. 68.1.

¹¹⁵³ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 158; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 399; *Vaupel*, AG 2011, 63, 69; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 150. Mit Ausnahme zweier Gesellschaften (Airbus SE, Qiagen N.V.) haben sämtliche DAX 40-Gesellschaften ihren Sitz in Deutschland.

(1) Verhalten des Stimmrechtsberaters

Die deliktische Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber der Gesellschaft muss an ein Verhalten des Stimmrechtsberaters anknüpfen.¹¹⁵⁴ Es stellt sich die Frage, ob jede Stimmrechtsempfehlung, die die Gesellschaft schädigt, eine tatbestandsmäßige Verletzungshandlung darstellt oder ob eine *fehlerhafte* Stimmrechtsempfehlung erforderlich ist. Dies gebietet sich vor dem Hintergrund, dass nicht jede Stimmrechtsempfehlung, die einen Schaden verursacht, nach dem Mängelrecht fehlerhaft ist. Die Fehlerhaftigkeit der Stimmrechtsempfehlung ist aufgrund der Abhängigkeit vom Aktionärsinteresse gemäß § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG je nach beratenem Kunden unterschiedlich zu definieren. Da die Gesellschaft nicht vertraglich mit dem Stimmrechtsberater verbunden ist, kann diese mangelrechtliche Differenzierung nicht auf die Haftung gegenüber der Gesellschaft übertragen werden. Ungeachtet der Interessenlage liegt ein tatbestandsmäßiges Verhalten vor, sobald der Stimmrechtsberater ein in § 823 Abs. 1 BGB genanntes Recht oder Rechtsgut der Gesellschaft verletzt.¹¹⁵⁵ Ob eine schädigende Empfehlung zu einer deliktischen Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber der Gesellschaft führt, ist vielmehr eine Frage nachfolgender Tatbestandsvoraussetzungen.

Über die Stimmrechtsempfehlung hinaus kommt gegenüber der Gesellschaft zudem auch die Veröffentlichung von konkreten Abstimmungsempfehlungen sowie die Veröffentlichung von Abstimmungsrichtlinien als möglicherweise deliktisch relevantes Verhalten des Stimmrechtsberaters in Betracht, da diese die Beschlussvorschläge der Verwaltung und ggfs. das gesamte Handeln des Vorstandes nicht über den Umweg der Umsetzung durch den beratenen Aktionärs, sondern direkt über öffentliche Medien beeinflussen können.¹¹⁵⁶

¹¹⁵⁴ BGHZ 39, 103, 106 = NJW 1963, 953; 98, 135, 137 = NJW 1987, 121; Katzenmeier, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 2; Wagner, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 65 f.

¹¹⁵⁵ Vgl. auch Katzenmeier, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 2; Wagner, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 65 f.

¹¹⁵⁶ Zum faktischen Einfluss des Stimmrechtsberaters siehe bereits Dritter Teil, A.II.

(2) Rechtsgutsverletzung

Eine Haftung nach § 823 Abs. 1 BGB verlangt die Verletzung eines dort genannten Rechtsguts oder eines absoluten Rechts.¹¹⁵⁷ In Betracht kommen hier insbesondere das Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb ((a)) oder das allgemeine Persönlichkeitsrecht der Gesellschaft ((b)), die beide sonstige Rechte i. S. d. § 823 Abs. 1 BGB darstellen.¹¹⁵⁸

(a) Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb

Das Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb schützt das Unternehmen „in seinem Bestand und in seinen Ausstrahlungen, soweit es sich um gerade dem Gewerbebetrieb in seiner wirtschaftlichen und wirtschaftenden Tätigkeit wesensgemäße und eigentümliche Erscheinungsformen und Beziehungen handelt“.¹¹⁵⁹ Um zu verhindern, dass die deliktische Haftung zu einer allgemeinen Haftung für Vermögensschäden ausufert, muss der Eingriff betriebsbezogen, mithin unmittelbar gegen das Unternehmen als solches gerichtet sein.¹¹⁶⁰ Das erfordert, dass die Verletzungshandlung den Gewerbebetrieb nicht nur mittelbar beeinträchtigt, was insbesondere dann angenommen wird, wenn allein der Erwerb reflexartig geschmälert wird, aber die gewerbliche Tätigkeit selbst nicht betroffen ist.¹¹⁶¹

Diese Betriebsbezogenheit ist für die Veröffentlichung der Abstimmungsrichtlinien abzulehnen, da diese als abstrakte Schablone für eine Vielzahl an Unternehmen verwendet werden und zur Zeit der Veröffentlichung keine spezielle Gesellschaft adressieren. Ein anderes Ergebnis könnte jedoch für konkrete Stimmrechtsempfehlungen gelten, die gegenüber einem Kunden abgegeben oder als Teil einer aktivistischen Kampagne veröffentlicht werden. Zwar hat die kundenspezifische Stimmrechtsempfehlung erst Auswirkungen auf die Tätigkeit der Gesellschaft, wenn der beratene Aktionär sein

¹¹⁵⁷ Kern, in: Jauernig, BGB, § 823 Rn. 2 ff.; Wagner, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 213 ff.

¹¹⁵⁸ Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 149; allgemein zum Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb als sonstiges Recht: Christian Katzenmeier, in: NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 85.

¹¹⁵⁹ BGHZ 29, 65, 70 = NJW 1959, 479, 480.

¹¹⁶⁰ BGH NJW 2024, 3586 Rn. 21; BGHZ 29, 65, 72 = NJW 1959, 479, 480; Katzenmeier, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 262; T. Voigt, in: BeckOGK BGB, § 823 Rn. 210.

¹¹⁶¹ BGHZ 65, 325, 340 = BGH NJW 1976, 620, 624; NJW 1987, 2222, 2225; NJW 1983, 812, 813; Katzenmeier, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 262; T. Voigt, in: BeckOGK BGB, § 823 Rn. 210 f.; Wagner, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 417.

Stimmrecht auf der Hauptversammlung entsprechend ausübt.¹¹⁶² Das spricht jedoch nicht gegen die Betriebsbezogenheit des Eingriffs.¹¹⁶³ Für die Betriebsbezogenheit kommt es auf die Unmittelbarkeit des Eingriffs, nicht auf die Unmittelbarkeit des Schadens an.¹¹⁶⁴ Der BGH hat in einem von ihm entschiedenen Fall die Betriebsbezogenheit verneint, als die Beschädigung eines Stromkabels durch einen Baggerfahrer zu einem Betriebsausfall des Unternehmens führte, da der Betriebsausfall theoretisch auch bei jedem anderen Unternehmen hätte eintreten können.¹¹⁶⁵ Im Stimmrechtsberatungskontext geht es jedoch gerade um Beschlussgegenstände einer ganz bestimmten Gesellschaft, sodass die Unmittelbarkeit aus diesem Blickwinkel bejaht werden muss.¹¹⁶⁶ Die Stimmempfehlung trifft die Gesellschaft nicht zufällig, sondern sie wird bewusst für einen Aktionär dieser Gesellschaft erstellt, der auf der Hauptversammlung die Empfehlung umsetzen soll bzw. kann.¹¹⁶⁷ Das gilt folgerichtig auch für Stimmrechtsempfehlungen, die zwar nicht für einen bestimmten Aktionär entworfen, aber für eine konkrete Gesellschaft im Hinblick auf eine bestimmte Hauptversammlung zu dort aufgenommenen Tagesordnungspunkten veröffentlicht werden.

Klimaengagierte Stimmrechtsempfehlungen, wie etwa die verweigernde Entlastung des Vorstandes, der in den Augen des Beraters nicht ausreichend an der Klimaresilienz der Gesellschaft arbeitet oder etwa die Unterstützung der Wahl eines nachhaltig ausgerichteten Aufsichtsratsmitglieds, wirken ebenso auf die Gesellschaftstätigkeit ein wie ein konsultativer missbilligender Say on Climate-Beschluss, der vordergründig die Reputation der Gesellschaft betrifft. Die daraufhin gefassten Beschlüsse können Geschäftsbeziehungen, die Kreditwürdigkeit und letztlich die „ungestörte Fortführung und Entfaltung“ der Gesellschaft betreffen.¹¹⁶⁸ Fehlerhafte, klimaengagierte Stimmrechtsempfehlungen können sich kurz- oder langfristig negativ auf die wirtschaftliche Situation und infolgedessen auf die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft auswirken. Zudem ist höchstrichterlich anerkannt, dass die

¹¹⁶² Die Unmittelbarkeit jedenfalls bejahend, wenn die Empfehlung vor der Hauptversammlung bereits publiziert wird: *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 230.

¹¹⁶³ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 230 f.

¹¹⁶⁴ BGH NJW 2003, 1040, 1041; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 417; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 231.

¹¹⁶⁵ BGHZ 29, 65, 74 f. = NJW 1959, 479, 481.

¹¹⁶⁶ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 231 f.

¹¹⁶⁷ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 232.

¹¹⁶⁸ BGHZ 166, 84 Rn. 123 = NJW 2006, 830.

Verbreitung von Werturteilen, die die wirtschaftliche Wertschätzung des Unternehmens beeinträchtigen, einen Eingriff in den eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb darstellen.¹¹⁶⁹ Dies gilt richtigerweise auch für Stimmrechtsempfehlungen.¹¹⁷⁰

(b) Allgemeines Persönlichkeitsrecht der Gesellschaft

Auch die Kapitalgesellschaft als juristische Person hat einen sozialen Geltungsanspruch, da sie sich auf das Allgemeine Persönlichkeitsrecht berufen kann („Unternehmenspersönlichkeitsrecht“).¹¹⁷¹ So ist anerkannt, dass die Veröffentlichung negativer Werturteile über ein Unternehmen einen Eingriff in das Unternehmenspersönlichkeitsrecht darstellen kann.¹¹⁷² Empfehlungen, die lediglich gegenüber dem beratenen Kunden abgegeben werden, können einen solchen Eingriff daher nicht begründen.¹¹⁷³ Anders verhält es sich mit im Rahmen einer Kampagne veröffentlichten Stimmrechtsempfehlungen zu konkreten Tagesordnungspunkten. Allerdings gehört das Aufkommen von negativen Empfehlungen, ebenso wie die Missbilligung von Tagesordnungspunkten durch das Aktionariat, grundsätzlich zum „gewöhnlichen Lebensrisiko“ einer AG.¹¹⁷⁴ Erst dann, wenn die Empfehlung das Maß einer gewöhnlichen Abstimmung durch das Aktionariat überschreitet, kann sie den sozialen Geltungsanspruch betreffen. Das ist der Fall, wenn die Empfehlung das Ansehen oder den Ruf der Gesellschaft schädigt.¹¹⁷⁵ Das wäre denkbar bei solchen Stimmempfehlungen, die falsche oder unvollständige Tatsachen

¹¹⁶⁹ BGHZ 166, 84 Rn. 90 ff. = NJW 2006, 830; *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 255; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 399; *Vaupel*, AG 2011, 63, 69; in diese Richtung auch *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 230.

¹¹⁷⁰ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 254 f.; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 170; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 307; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 228 f.; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 31; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 45; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 149; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 399; *Vaupel*, AG 2011, 63, 69 ff.; offen bei *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134d Rn. 15.

¹¹⁷¹ BVerfGE 106, 28, 42 = NJW 2002, 3619, 3622; BGHZ 98, 94, 97 = NJW 1986, 2951; BGH NJW 1994, 1281, 1282; BGH NJW 2015, 773 Rn. 12; *T. Hermann*, in: BeckOGK BGB, § 823 Rn. 1208; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 416; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 149; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 308; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 233; *Vaupel*, AG 2011, 63, 69.

¹¹⁷² BGH NJW 2018, 2877 Rn. 15; BGH NJW 2020, 1587 Rn. 33 ff.; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 416.

¹¹⁷³ In diese Richtung auch *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 308; *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 149.

¹¹⁷⁴ *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 149.

¹¹⁷⁵ BGH NJW 2020, 1587 Rn. 41; GRUR 2017, 918 Rn. 38; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 434, *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 234.

zugrunde legen und das Unternehmen in ein unberechtigt schlechtes Licht rücken und dadurch ihr Geschäft schädigen.

Auch Veröffentlichungen von geheimen Interna muss die Gesellschaft nicht hinnehmen.¹¹⁷⁶ Im Kontext der Stimmrechtsberatung können solche Fälle bedeutsam werden, in denen die Stimmempfehlung auf vertraulichen Informationen beruht.¹¹⁷⁷ Das ist für Empfehlungen im Klimaschutzkontext jedoch infolge der Berichts- und Veröffentlichungspflichten der Gesellschaft eher unwahrscheinlich. Eine Verletzung des Allgemeinen Persönlichkeitsrechts durch eine Stimmrechtsempfehlung, sei sie veröffentlicht oder nur gegenüber dem Kunden abgegeben, scheidet dementsprechend aus.

(3) Haftungsbegründende Kausalität

Auch im Rahmen der Haftung gegenüber der Gesellschaft spielt die haftungsbegründende Kausalität eine Rolle. Die Gesellschaft muss dementsprechend darlegen und beweisen, dass die Stimmrechtsempfehlung kausal für die Rechtsgutsverletzung war, mithin Auswirkungen auf die Abstimmungsempfehlung hatte, was stets vom konkreten Einzelfall abhängt.¹¹⁷⁸

(4) Rechtswidrigkeit

Selbst wenn man entgegen der Nachweisschwierigkeiten der haftungsbegründenden Kausalität einen Eingriff in den eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb oder in das Unternehmenspersönlichkeitsrecht der Gesellschaft annehmen wollen würde, müsste dieser Eingriff sodann auch rechtswidrig sein.¹¹⁷⁹ Die Rechtswidrigkeit ist durch einen Eingriff in das Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetriebs bzw. in das Unternehmenspersönlichkeitsrecht nicht indiziert und muss vom Anspruchsteller bewiesen werden.¹¹⁸⁰ Im Rahmen dieser absoluten Rechte ist ein Eingriff dann

¹¹⁷⁶ BGH NJW 1962, 32, 34; BGHZ 31, 308, 313 = NJW 1960, 476, 478.

¹¹⁷⁷ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 309.

¹¹⁷⁸ Siehe bereits Vierter Teil, B.I.1.d.ccB.I.1.d.cc.

¹¹⁷⁹ BGH GRUR 2024, 1558 Rn. 28 f.; GRUR 2013, 1259 Rn. 20; Förster, in: BeckOK BGB, 72. Ed. 2024, § 823 Rn. 178; Katzenmeier, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 93.

¹¹⁸⁰ OLG Frankfurt a.M. NJW 1969, 2095, 2096 - *Seehundfelle*; Förster, in: BeckOK BGB, 72. Ed. 2024, § 823 Rn. 243; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 235; Katzenmeier, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 96; Sprau, in: Grüneberg, BGB, § 823 Rn. 25.

rechtswidrig, wenn die Interessen und Güter des Geschädigten die schutzwürdigen Belange des Schädigers überwiegen.¹¹⁸¹

Da die Stimmrechtsempfehlung eine Meinungsäußerung darstellt, streitet für den Stimmrechtsberater sein Grundrecht auf freie Meinungsäußerung aus Art. 5 Abs. 1 GG i. V. m. Art. 19 Abs. 3 GG.¹¹⁸² Dieses ist abzuwägen mit dem Recht der Gesellschaft aus Art. 12 GG i. V. m. Art. 19 Abs. 3 GG.¹¹⁸³ Im Rahmen der Haftung von Ratingagenturen hat der BGH entschieden, dass die Gesellschaft solche Beurteilungen hinnehmen muss, die „zutreffend und sachlich gehalten“ sind, selbst wenn sie sich auf den Erfolg und den künftigen Erwerb der Gesellschaft nachteilig auswirken.¹¹⁸⁴ Überträgt man diese Grundsätze auf die Stimmrechtsberatung, obliegt der Gesellschaft demnach eine Duldungspflicht, solange die Stimmrechtsempfehlung ordnungsgemäß erfolgt. Dies geht einher mit der Warentest-Rechtsprechung, in der der BGH festgelegt hat, dass der Bewertende zugunsten der Markttransparenz einen „erheblichen Spielraum“ genießen muss, sofern das Werturteil neutral, objektiv und sachkundig aufgestellt wurde.¹¹⁸⁵ Solange die Stimmrechtsempfehlung entsprechend erarbeitet würde, steht dem Stimmrechtsberater ein großer Ermessensspielraum zu.

Fraglich ist aber, ob dieser Ermessensspielraum des Stimmrechtsberaters einzuschränken ist. Denn die Objektivität der Stimmrechtsempfehlung erfordert aufgrund des § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG allein die Berücksichtigung der Aktionärsinteressen, obwohl im Rahmen des Deliktsrechts die Interessen *des Geschädigten* mit den Interessen des Schädigers abzuwägen sind. Die Interessen eines Außenstehenden, hier des beratenen Aktionärs, spielen zur Feststellung der Rechtswidrigkeit grundsätzlich keine Rolle. Die Interessenabwägung im Rahmen der Rechtswidrigkeit würde zu einer Erweiterung der Pflichten des Stimmrechtsberaters führen, der zur Vermeidung seiner deliktischen Haftung auch die Gesellschaftsinteressen im Blick haben muss,

¹¹⁸¹ BGH GRUR 2024, 1558 Rn. 28 f.; NJW 2011, 2204 Rn. 19; Förster, in: BeckOK BGB, 72. Ed. 2024, § 823 Rn. 189; Wagner, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 466.

¹¹⁸² Zur Qualifizierung der Stimmrechtsempfehlung als Meinungsäußerung siehe bereits Vierter Teil, B.I.2.d.

¹¹⁸³ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 307; Arnold, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 31; Poelzig, ZHR 185 (2021), 373, 399; zur Haftung von Ratingagenturen auch BGH NJW 2011, 2204 Rn. 20; zum Grundrecht juristischer Personen aus Art. 12 i. V. m. Art. 19 Abs. 3 GG auch Mann, in: Sachs, GG, Art. 12 Rn. 37.

¹¹⁸⁴ BGH NJW 2011, 2204 Rn. 20.

¹¹⁸⁵ BGHZ 65, 325, 334 = NJW 1976, 620, 622 – Warentest II; 166, 84 Rn. 98 = NJW 2006, 830; zum Warentest und Rating auch Wagner, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 442, 445.

obwohl er von Gesetzes wegen nur zur Berücksichtigung der Aktionärsinteressen verpflichtet ist.¹¹⁸⁶ Der Entscheidung des Gesetzgebers, allein die Aktionärsinteressen als für die Leistung des Stimmrechtsberaters maßgeblich anzusehen, muss daher als Richtlinie für die Interessenabwägung angesehen werden, wonach das Gesellschaftsinteresse im Rahmen der Stimmrechtsberatung in einem Kollisionsfall hinter dem Aktionärsinteresse zurücktreten muss. Solange der Stimmrechtsberater das Interesse des beratenen Aktionärs berücksichtigt hat, kann die Empfehlung mithin nicht aufgrund fehlender Neutralität oder Objektivität rechtswidrig sein und die Gesellschaft ist zur Duldung verpflichtet.¹¹⁸⁷

Damit muss die Gesellschaft solche Stimmrechtsempfehlungen hinnehmen, die Verluste zugunsten eines gesteigerten Klimaschutzes verursachen können, solange diese Anlagestrategie im Interesse des beratenen Aktionärs liegt (Fälle 1 und 2). Konsequenterweise stellt sich sodann aber die Frage, ob Stimmrechtsempfehlungen automatisch rechtswidrig sind, die gegenüber einem kurzfristig renditeorientierten Aktionär abgegeben werden und – entgegen seinem Willen – Verluste zugunsten der Klimaresilienz der Gesellschaft mit sich bringen (Fall 3). In diesem Fall ist die Stimmrechtsempfehlung gegenüber dem Aktionär nicht mehr objektiv, da sie das konkrete Aktionärsinteresse missachtet. In diesem Fall kann sich der Stimmrechtsberater gegenüber der Gesellschaft nicht mehr auf seinen Spielraum berufen, sodass seine Meinungsfreiheit nicht mehr „automatisch“ die Interessen der Gesellschaft überwiegt. Das führt allerdings dennoch nicht zwangsläufig zu einer Rechtswidrigkeit der Rechtsgutsverletzung der Gesellschaft. Denn auch kurzfristige Verluste zugunsten des Klimaschutzes und der Klimaresilienz können im Interesse der Gesellschaft liegen.¹¹⁸⁸ Im Falle kurzfristiger Verluste ist die Gesellschaft selbst in Fall 3 zur Duldung verpflichtet. Anders gestaltet sich die Sachlage hingegen dann, wenn die Stimmrechtsempfehlung evident den dauerhaften Bestand oder die langfristige Rentabilität der Gesellschaft gefährden. Eine solche Empfehlung liegt weder im Aktionärs- noch im Gesellschaftsinteresse und ist damit rechtswidrig.

¹¹⁸⁶ Siehe zum Aktionärsinteresse i. S. d. § 135 Abs. 2 S. 2 AktG bereits Vierter Teil, A.I.1.d.aa(1).

¹¹⁸⁷ Zur Duldungspflicht auch *Katzenmeier*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 106.

¹¹⁸⁸ Siehe bereits Vierter Teil, A.I.1.d.aa(1)(a)(aa).

Nach obigen Maßstäben sind ebenfalls solche Stimmrechtsempfehlungen rechtswidrig, die sachunkundig erstellt wurden oder auf falschen Tatsachen basieren. Auch hier kann das Interesse des Stimmrechtsberaters nicht die Interessen der Gesellschaft überwiegen. Ferner besteht eine Grenze der Meinungsfreiheit dann, wenn die Stimmrechtsberatung in Beleidigungen oder Schmähkritik münden würde.¹¹⁸⁹ Das würde erfordern, dass die Stimmempfehlung eine bloße Diffamierung der Gesellschaft erreichen wollte, was bei Stimmempfehlungen in der Praxis schon im eigenen Interesse des Stimmrechtsberaters ausgeschlossen sein wird.¹¹⁹⁰

(5) Verschulden

Den Stimmrechtsberater müsste zudem ein Verschulden treffen. Um die Haftungsprivilegierung des Kapitalmarktrechts nicht zu umgehen, ist die Haftungsbeschränkung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit auch hier zu berücksichtigen.¹¹⁹¹ Der Stimmrechtsberater müsste bei der Erstellung der rechtswidrigen Stimmempfehlung vorsätzlich oder grob fahrlässig gehandelt haben.¹¹⁹² Diese Beweisführung wird in der Praxis kaum gelingen, da die Gesellschaft in den Arbeitsprozess des Stimmrechtsberaters keinen Einblick hat, selbst wenn sie die allgemeinen Abstimmungsrichtlinien einsehen kann.¹¹⁹³ In diesem Fall liegt eine Beweislastumkehr zugunsten der geschädigten Gesellschaft nahe,¹¹⁹⁴ die der BGH auch im Rahmen der Produzentenhaftung bezüglich der Sorgfaltspflichtverletzung des Herstellers annimmt.¹¹⁹⁵ Da der Produzent dem Gefahrenbereich seiner Produktion näherstehe als der Anspruchsteller, sei es allein dem Produzenten möglich, den Sachverhalt aufzuklären, während der Anspruchsteller unverschuldet nicht in der Lage sei, die

¹¹⁸⁹ BVerfGE 86, 1, 10 = NJW 1992, 2073, 2074; BGH GRUR 1977, 801, 805 – *Halsabschneider*; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 170; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 307 f.; Poelzig, ZHR 185 (2021), 373, 400; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 150; Vaupel, AG 2011, 63, 70.

¹¹⁹⁰ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 308; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 236; wohl auch Vaupel, AG 2011, 63, 70 ff.

¹¹⁹¹ Siehe zum Verschuldensmaßstab bereits Vierter Teil, B.I.1.d.aa.

¹¹⁹² Ohne Annahme des Haftungsprivilegs Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 310; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 254; Vaupel, AG 2011, 63, 72.

¹¹⁹³ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 258 f.

¹¹⁹⁴ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 264.

¹¹⁹⁵ BGHZ 51, 91, 102 ff. = NJW 1969, 269, 274 m. Anm. Diederichsen; BGHZ 67, 359, 362 = NJW 1977, 379, 380 – *Schwimmerschalter*; BGH NJW 1992, 41, 42 – *Baustromverteiler*; Wagner, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 1138.

erforderlichen Beweismittel zu liefern.¹¹⁹⁶ Hier könnte man einwenden, dass dies den Stimmrechtsberater dazu zwingen könnte, sein Analysemodell offenzulegen, was auf die Bekanntgabe von Betriebsgeheimnissen hinausliefe, wie es im Schrifttum auch gegen eine Beweislastumkehr zulasten der Ratingagenturen geltend gemacht wird.¹¹⁹⁷ Im Rahmen der Haftung von Ratingagenturen hat sich der Gesetzgeber dafür entschieden, keine Beweislastumkehr zulasten der Agentur in Art. 35a Abs. 2 Rating-VO aufzunehmen.¹¹⁹⁸ Für Stimmrechtsberater existiert bislang keine spezialgesetzliche Haftung, sodass davon auszugehen ist, dass hier erst recht keine Beweislastumkehr angedacht werden kann. Es wäre widersprüchlich, eine Haftungsbeschränkung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit anzunehmen, zugleich aber eine Beweislastumkehr zulasten des Privilegierten.

(6) Zwischenergebnis

Der haftungsbegründende Tatbestand der deliktischen Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber der Gesellschaft aus § 823 Abs. 1 BGB kann nur durch rechtswidrige Stimmrechtsempfehlungen erfüllt werden, die entweder direkt an einen Kunden abgegeben oder im Rahmen aktivistischer Kampagnen veröffentlicht werden. Da schmähekritische und beleidigende Stimmrechtsempfehlungen in der Praxis nicht vorkommen, ist der Fokus auf anderweitig rechtswidrige Empfehlungen zu richten. Als rechtswidrig verbleiben jedoch nur solche Empfehlungen, die den dauerhaften Bestand oder die langfristige Rentabilität der Gesellschaft gefährden (was außer in extrem gelagerten Evidenzfällen nicht nachweisbar sein wird) sowie solche Empfehlungen, die auf falschen Tatsachen beruhen oder durch sachunkundiges Personal erstellt wurden. Diese können sowohl in das Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb sowie in das Unternehmenspersönlichkeitsrecht der Gesellschaft eingreifen, allerdings muss die Gesellschaft die haftungsbegründende Kausalität nachweisen. Im Rahmen des Verschuldens kommt dem

¹¹⁹⁶ BGHZ 51, 91, 102 ff. = NJW 1969, 269, 274 m. Anm. *Diederichsen*; BGHZ 67, 359, 362 = NJW 1977, 379, 380 – *Schwimmerschalter*; BGH NJW 1992, 41, 42 – *Baustromverteiler*; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 1138.

¹¹⁹⁷ So jedenfalls für Ratingagenturen *Amort*, EuR 2013, 272, 278; *Berger/Stemper*, WM 2010, 2289, 2294; *Dutta*, WM 2013, 1729, 1733 f.; *Vetter*, WM 2004, 1701, 1707.

¹¹⁹⁸ *Leyens*, in: BeckOK, WpHR, Art. 35a Rating-VO Rn. 62; *Kontogeorgou*, DStR 2014, 1397, 1403; *Wojcik*, NJW 2013, 2385, 2388; *Heuser*, Haftung von Ratingagenturen, 2019, S. 172 f.

Stimmrechtsberater auch im deliktsrechtlichen Bereich eine Haftungsprivilegierung zugute.

bb. Haftungsausfüllender Tatbestand

In den Fällen einer rechtswidrigen Stimmrechtsempfehlung müsste sodann der haftungsausfüllende Tatbestand vorliegen, der einen ersatzfähigen Schaden ((1)) und eine haftungsausfüllende Kausalität ((2)) erfordert. Im Rahmen klimaengagierter Empfehlungen muss zudem eine schadensmindernde Vorteilsanrechnung ((3)) diskutiert werden.

(1) Schaden

Im Rahmen einer klimaengagierten Stimmrechtsempfehlung sind verschiedene Schadensposten der Gesellschaft denkbar. Auch wenn § 823 Abs. 1 BGB grundsätzlich keinen unmittelbaren Vermögensschutz gewährt, wird ein wirtschaftlicher Schaden dann ersetzt, wenn dieser Folge der Rechtsgutverletzung ist.¹¹⁹⁹

Zunächst können wirtschaftliche Schäden in Form einer entgangenen Gewinnchance infolge einer verweigten Zustimmung zu einer Geschäftsführungsmaßnahme auftreten.¹²⁰⁰ Ebenfalls können der Gesellschaft Mehrkosten für die Erarbeitung eines neuen Klimafahrplans im Falle eines ablehnenden Votums des bisherigen Fahrplans im Rahmen des Say on Climate-Beschlusses entstehen. Ein weiterer Schadensposten ergibt sich aus einem möglichen Reputationsverlust, der z. B. durch die verweigte Entlastung des Vorstandes oder die Missbilligung des vorgelegten Klimaplanes hervorgerufen wird. Ein Schaden bestünde dann in den Kosten, die zur Wiederherstellung des Ansehens nötig wären,¹²⁰¹ etwa durch die Initiierung von Marketingmaßnahmen nebst nachdrücklichem Bekenntnis zu mehr Nachhaltigkeit, das von kostenauslösenden Beiträgen zu mehr Klimaschutz begleitet wird. Infolge des Reputationsverlustes kommt ebenfalls ein entgangener Gewinn aufgrund von

¹¹⁹⁹ RGZ 95, 173, 174; BGHZ 27, 137, 140 f. = NJW 1958, 1041, 1042; Förster, in: BeckOK BGB, § 823 Rn. 3; Katzenmeier, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 280.

¹²⁰⁰ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 304.

¹²⁰¹ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 257.

Kundenverlusten und damit verbundenem sinkendem Absatz in Betracht.¹²⁰² Der Reputationsschaden kann dadurch zu einer Verteuerung von Fremdkapital führen, indem die Gesellschaft Kreditzusagen zu schlechteren Konditionen erhält.¹²⁰³ Möglich ist auch ein Absinken des Kurswertes der Gesellschaft infolge des verminderten öffentlichen Ansehens.¹²⁰⁴

Die Gesellschaft muss vor Gericht ihren Schaden nicht genau beziffern, da es nach § 287 ZPO genügt, wenn sie Anknüpfungstatsachen darlegt, anhand derer das Gericht den Schaden schätzen kann.¹²⁰⁵ Das Gericht könnte sodann theoretisch den Börsenkurs der Gesellschaft mit dem fiktiven Börsenkurs vergleichen, der bei fehlerfreier Empfehlung bestanden hätte, um die Differenz als Schaden festzulegen.¹²⁰⁶ Das Gericht kann sich hierzu der Einschätzung von Sachverständigen bedienen oder auch Daten von vergleichbaren Unternehmen heranziehen.¹²⁰⁷

(2) Haftungsausfüllende Kausalität

Damit das Gericht eine derartige Schätzung vornimmt, müsste die Gesellschaft jedoch solche Anknüpfungstatsachen liefern. Im Rahmen der haftungsausfüllenden Kausalität muss die Gesellschaft daher nachweisen, dass die Stimmempfehlung ursächlich für das Abstimmungsergebnis war und dass das Abstimmungsergebnis anschließend den Schaden verursacht hat.¹²⁰⁸ Hier stellen sich dieselben Probleme, denen auch der beratene Aktionär im Rahmen der Nachweisbarkeit des Schadens gegenübersteht.¹²⁰⁹ Dass es ausge-rechnet jene Stimmrechtsempfehlung war, die den Vorstand in zurechenbarer Weise dazu veranlasste, z. B. kostspielige Klimaschutzmaßnahmen zu treffen, wird kaum nachweisbar sein.

Auch kann die Möglichkeit zur gerichtlichen Schadensschätzung nach § 287 Abs. 1 ZPO nicht über die Probleme des Kausalitätsnachweises

¹²⁰² *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 257.

¹²⁰³ *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 256 f.

¹²⁰⁴ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 239; *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 161; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 293, 304; *Vaupel*, AG 2011, 63, 72.

¹²⁰⁵ BGH NJW 2012, 2266 Rn. 13; NJW 2021, 848 Rn. 58 (“Indiztatsachen”); *Foerste*, in: *Musiak/Voit*, ZPO, § 287 Rn. 7; im Kontext der Stimmrechtsberatung auch *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 132 (für den geschädigten Investor).

¹²⁰⁶ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 161; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 132 f.

¹²⁰⁷ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 161; *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S. 132 f.

¹²⁰⁸ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 161; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 293; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 301.

¹²⁰⁹ Siehe bereits *Vierter Teil*, B.I.1.f.

zwischen Stimmrechtsempfehlung und Börsenkursverlust hinweghelfen.¹²¹⁰ Der BGH hat zwar zum Kursdifferenzschaden für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen entschieden, dass die Differenz zwischen dem tatsächlich gezahlten Transaktionspreis und dem Preis, der sich bei pflichtgemäßer Publizität gebildet hätte, „trotz aller Schwierigkeiten“ der fehlenden Monokausalität von Kursbewegungen „gegebenenfalls mit Hilfe eines Sachverständigen“ zumindest so möglich sei, dass eine richterliche Schätzung ermöglicht werden könne.¹²¹¹ Diese Argumentation kann jedoch nicht auf die hiesige Situation übertragen werden. Der BGH stellt beim Kursdifferenzschaden zur Ermittlung des hypothetischen Preises „auf die Kursveränderung unmittelbar nach Bekanntwerden der wahren Sachlage“ ab, um auf den wahren Wert des Papiers rückzuschließen.¹²¹² Auch im Rahmen der Haftung einer Ratingagentur für ein fehlerhaftes Rating wird zur Ermittlung des hypothetischen Preises auf die Kursänderung unmittelbar nach Bekanntwerden des korrekten Ratings abgestellt.¹²¹³ Zwar könnte zur Ermittlung der Kursdifferenz infolge einer Stimmrechtsempfehlung auf den Zeitpunkt nach der entsprechenden Hauptversammlung abgestellt werden, auf der die Empfehlung umgesetzt wurde. Im Gegensatz zu Ad-hoc-Publizitäten und Ratings handelt es sich bei dieser Hauptversammlung aber nicht um die Ausprägung nur einer möglichen Ursache für den Kursverlust. Auf der Hauptversammlung werden zahlreiche Beschlüsse gefasst. Dass es ausgerechnet der Beschluss sei, in den die Stimmrechtsempfehlung eingeflossen ist, wäre reine Spekulation, die keine Grundlage für § 287 Abs. 1 ZPO darstellen kann. Ein möglicher Absturz des Börsenkurses kann nicht automatisch auf die fehlerhafte Leistung des Stimmrechtsberaters zurückgeführt werden, da dieser von vielen Faktoren abhängt.¹²¹⁴ Das umfasst beispielsweise politische, spekulationsbedingte und auch emotionale Faktoren.¹²¹⁵ Die Feststellung eines Kursverlustes als durch

¹²¹⁰ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 293.

¹²¹¹ BGH NJW 2005, 2450, 2453 f. – *EM.TV*.

¹²¹² BGH NJW 2005, 2450, 2454 – *EM.TV*.

¹²¹³ Heuser, Haftung von Ratingagenturen, 2019, S. 164.

¹²¹⁴ BGHZ 160, 134, 146 = NJW 2004, 2664, 2667; Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 239; Hauber, Stimmrechtsberater, 2020, S. 161; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 293, 306; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 291, 301; Liebscher, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 15 f.; Klöhn/Schwarz, ZIP 2012, 149, 157; Schockenhoff/Nußbaum, ZGR 2019, 163, 185; Vaupel, AG 2011, 63, 73.

¹²¹⁵ Kowalski, Gesellschafts- und Gesellschafterschaden, 1990, S. 107; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 291.

die Stimmrechtsempfehlung verursachten Schadens ist dadurch praktisch kaum möglich.

(3) Vorteilsanrechnung und zeitliche Dimension des Schadens

Im Rahmen klimaengagierter Stimmrechtsempfehlungen stellt sich zudem die Frage, auf welchen Zeitpunkt zur Schadensermittlung abzustellen ist. Dies gebietet sich vor dem Hintergrund, dass die Abstimmungsempfehlungen, die an klimabewusste oder klimaneutral eingestellte Aktionäre die langfristige Rentabilität der Gesellschaft im Blick haben und kurzfristige Verluste kompensieren oder den Gewinn langfristig sogar steigern. Vorteile, die der Gesellschaft infolge der Stimmrechtsempfehlung entstehen, könnten im Wege einer Vorteilsanrechnung den ersatzfähigen Schaden mindern.¹²¹⁶ Nach dem BGH sind „vorteilhafte Umstände, die mit dem schädigenden Ereignis in einem qualifizierten Zusammenhang stehen, zu berücksichtigen, soweit ihre Anrechnung dem Sinn und Zweck des Schadensersatzes entspricht und weder den Geschädigten unzumutbar belastet noch den Schädiger unbillig entlastet“.¹²¹⁷ Für die Schadensbemessung ist der Zeitpunkt der letzten mündlichen Tatsachenverhandlung maßgeblich, allerdings ist das Gericht befugt, künftige Vorteile zu berücksichtigen.¹²¹⁸ Nach dem BGH darf das Gericht „einen substantiierten Vortrag zur Entwicklung der Schadenshöhe nicht von vornherein außer Acht lassen“.¹²¹⁹ Erforderlich ist damit eine auf solchem Vortrag basierende Zukunftsprognose, die auf vorgetragenen Tatsachen beruht, die eine für § 287 ZPO notwendige Wahrscheinlichkeit belegen.¹²²⁰ Substantiiertes Sachvortrag ist allerdings nicht mehr möglich, wenn eine Entwicklung „so wenig vorhersehbar ist, dass auch die Möglichkeit einer Schätzung ausscheidet“.¹²²¹

Der Stimmrechtsberater könnte hier geltend machen, dass die mit der Stimmrechtsempfehlung forcierten, klimafreundlichen Mehraufwendungen

¹²¹⁶ Zur Vorteilsanrechnung im Allgemeinen BGH NJW 2020, 2806 Rn. 34 ff.; *Oetker*, in: MüKoBGB, § 239 Rn. 228 ff.; *Pardey*, in: Pardey/Balke/Link, SchadenR, Vorteilsausgleich Rn. 1 ff.

¹²¹⁷ BGH NJW-RR 2001, 1450 f.; NJW 1990, 1039, 1041; NJW-RR 1987, 246, 247; *Edelmann*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB, § 3 Rn. 133.

¹²¹⁸ BGH NJW-RR 2001, 1451; BGHZ 133, 246, 252 = NJW 1996, 2652, 2654; *Höpfner*, in: Staudinger, BGB, Vor §§ 249 ff. Rn. 79.

¹²¹⁹ BGH NJW-RR 2001, 1451; BGHZ 27, 181, 188 = NJW 1958, 1085, 1086; *Höpfner*, in: Staudinger, BGB, Vor §§ 249 ff. Rn. 79; *Oetker*, in: MüKoBGB, § 239 Rn. 317 m. w. N.

¹²²⁰ BGH NJW-RR 2001, 1451; NJW 2004, 444, 445; *Oetker*, in: MüKoBGB, § 239 Rn. 317 m. w. N.; *Saenger*, in: HK-ZPO, § 287 Rn. 8.

¹²²¹ BGH NJW-RR 2001, 1451.

zu einem langfristigen Reputationsgewinn, steigenden Investitionen und sinkenden Finanzierungskosten führen werden. Ebenso könnte sich der Stimmrechtsberater darauf berufen, dass das Unternehmen die Klimatransition ohne die Stimmrechtsempfehlungen nicht schaffen würde und letztlich schlimmere Verluste verhindert wurden. Ein weiterer schadensmindernder Faktor könnte sein, dass der kurzfristig abgesunkene Aktienkurs mittel- und langfristig infolge der gestärkten Klimaresilienz wieder steigen wird.¹²²² Gegebenenfalls hat sich der Börsenkurs der Gesellschaft aufgrund der Länge des Gerichtsverfahrens bis zur letzten mündlichen Verhandlung sogar schon wieder erholt.

Solange die positiven Effekte jedoch nicht bis zur letzten mündlichen Verhandlung eingetreten sind, werden künftige wirtschaftliche Entwicklungen der Gesellschaft im Klimakontext nicht ausreichend substantiiert vorgeragen werden können, da klimabezogene Prognosen aufgrund der Deep Uncertainty¹²²³ nicht mit der für § 287 ZPO erforderlichen Wahrscheinlichkeit aufgestellt werden können. Eine Vorteilsanrechnung möglicherweise eintretender positiver Auswirkungen infolge der Stimmrechtsempfehlung kommt daher kaum in Betracht.¹²²⁴

(4) Zwischenergebnis

Künftige positive Entwicklungen aufgrund der klimaengagierten Stimmrechtsempfehlung würden den Schaden der Gesellschaft zwar nicht im Wege einer Vorteilsanrechnung mindern, solange sie nicht bereits zum Zeitpunkt der letzten mündlichen Verhandlung eingetreten sind, allerdings scheitert der haftungsausfüllende Tatbestand des § 823 Abs. 1 BGB für alle denkbaren Schadensposten bereits an der Nachweisbarkeit der haftungsausfüllenden Kausalität an sich.

¹²²² Allgemein zum ersatzfähigen Schaden ohne Bezug zum Klimaschutz siehe *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 293.

¹²²³ Siehe dazu bereits Vierter Teil, B.I.1.c.bb(1)(b).

¹²²⁴ Für den rein theoretischen Fall, in dem der Stimmrechtsberater der Gesellschaft aufgrund einer klimaengagierten Empfehlung zum Schadensersatz verurteilt wurde und anschließend nachweisbare, schadensmindernde Umstände eintreten, die kausal auf der Stimmrechtsempfehlung beruhen, bleibt dem Stimmrechtsberater die Vollstreckungsabwehrklage nach § 767 Abs. 1 ZPO oder (sofern die Vollstreckung bereits abgeschlossen ist) eine verlängerte Vollstreckungsgegenklage, siehe hierzu BGH NJW-RR 2001, 1450, 1451; *Höpfner*, in: Staudinger, BGB, Vor §§ 249 ff. Rn. 91.

cc. Zwischenergebnis

Eine deliktische Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber der Gesellschaft aus § 823 Abs. 1 BGB ist ausgeschlossen. Im haftungsbegründenden Tatbestand reduziert sich die Haftung allein auf rechtswidrige Stimmrechtsempfehlungen, die nicht bereits anzunehmen sind, sobald der Gesellschaft kurzfristige Verluste zugunsten des Klimaschutzes entstehen; erforderlich ist vielmehr eine Stimmrechtsempfehlung, die evident bestands- oder langfristig rentabilitätsgefährdend ist, auf falschen Tatsachen beruht oder von sachkundigem Personal erstellt wurde. Zudem profitiert der Stimmrechtsberater hier von einer Haftungsbeschränkung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit. Zwar kann sich der Stimmrechtsberater aufgrund der Deep Uncertainty in Klimaangelegenheiten kaum auf eine Vorteilsanrechnung der Gesellschaft berufen, letztlich wird dessen Haftung jedoch stets am haftungsausfüllenden Tatbestand scheitern, da der Nachweis eines kausalen Schadens der Gesellschaft nicht gelingen wird. Insbesondere ein möglicher Kursverlust der Gesellschaft wird aufgrund der Vielschichtigkeit der Faktoren, die den Kurswert beeinflussen, nicht auf die Stimmrechtsempfehlung zurückzuführen sein.

c. § 823 Abs. 2 BGB

Eine deliktische Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 134d AktG scheidet nicht nur in Ermangelung des Schutzgesetzcharakters aus, sondern auch daran, dass die Gesellschaft, ebenso wie bei § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG nicht in den Schutzbereich der Norm einbezogen ist.¹²²⁵ Denkbar wäre allein eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. §§ 185 ff. StGB. Die Straftatbestände der Beleidigung, üblen Nachrede und Verleumdung sind als Schutzgesetze anzusehen.¹²²⁶ Da sich der Stimmrechtsberater davor hüten wird, schmähekritische oder beleidigende Empfehlungen abzugeben, wird eine

¹²²⁵ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 31; *Krebs*, in: Hölters/Weber, AktG, § 134d Rn. 17; *Splinter*, in: Grigoleit, AktG, § 134d Rn. 15; *Koch*, BKR 2020, 1, 8; vgl. auch Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 106, wonach der Zweck insbesondere des § 134d Abs. 2 AktG die Sicherstellung einer „angemessene Information der Kunden der Stimmrechtsberater“ ist.

¹²²⁶ BVerfG NJW 2022, 680 Rn. 25 f.; BGH NJW-RR 2023, 1502 Rn. 18, 22; *Katzenmeier*, in: Dauner-Lieb/Langen, NK-BGB SchuldR, § 823 Rn. 538; *Sajuntz/Wiggenhorn*, in: MAH Gewerblicher Rechtsschutz, § 25 Rn. 43 ff.; *T. Voigt*, in: BeckOGK BGB, § 823 Rn. 286; *Wagner*, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 690.

Verletzung dieser Schutzgesetze praktisch nicht vorkommen.¹²²⁷ Darüber hinaus erfordern § 186 f. StGB und § 192 StGB eine unwahre Tatsachenbehauptung, deren Tatbestand infolge der Qualifizierung der Stimmrechtsempfehlung als Werturteil bereits nicht erfüllt sein kann.¹²²⁸

d. § 117 Abs. 1 AktG

Für die Haftung nach § 117 Abs. 1 AktG genügt jede Art der Einflussnahme auf eine Führungsperson der Gesellschaft, ohne dass dieser Einfluss gesellschaftsrechtlich begründet sein müsste.¹²²⁹ Fraglich ist allerdings, ob auch der mittelbare Einfluss des Stimmrechtsberaters für § 117 Abs. 1 AktG ausreicht. § 117 Abs. 1 S. 1 AktG erfordert einen Einfluss, der nach Art und Intensität geeignet ist, Führungspersonen zu einem schädigenden Verhalten zu bestimmen.¹²³⁰ Das erfordert eine Benutzung des unmittelbaren oder mittelbaren Einflusses derart, dass dieser für das Handeln des Vorstandes (mit-)ursächlich wird.¹²³¹ Der Stimmrechtsberater kann allerdings nur dann Einfluss auf das Abstimmungsergebnis in der Hauptversammlung nehmen, das wiederum den Vorstand zu einem Handeln bestimmt, wenn der beratene Aktionär der Empfehlung folgt und die Mehrheitsverhältnisse auf der Hauptversammlung derart aufgestellt sind, dass die Stimme des beratenen Aktionärs tatsächlich ins Gewicht fällt.¹²³² Ein solcher Ursachenzusammenhang wird in Publikumsgeellschaften, deren institutionelle Investoren ein Stimmrechtsberater berät, nur in Ausnahmefällen vorliegen, geschweige denn nachweisbar sein.

Noch darüber hinaus erfordert die Haftung eine rechtswidrige Einflussnahme.¹²³³ Rechtswidrig sind jedoch nur solche klimaengagierten Stimmrechtsempfehlungen, die den dauerhaften Bestand oder die langfristige Rentabilität der Gesellschaft gefährden und die den Vorstand dazu animieren sollen, derart gefährdende Maßnahmen vorzunehmen.¹²³⁴

¹²²⁷ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 250.

¹²²⁸ Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 250.

¹²²⁹ Siehe bereits Vierter Teil, B.I.1.e.cc(2).

¹²³⁰ Koch, in: ders., AktG, § 117 Rn. 3; Leuering/Goertz, in: Hölters/Weber, AktG, § 117 Rn. 3;

¹²³¹ Henssler, in: Henssler/Strohn, AktG, § 117 Rn. 2a; Koch, in: ders., AktG, § 117 Rn. 4; Leuering/Goertz, in: Hölters/Weber, AktG, § 117 Rn. 4; Spindler, in: MüKoAktG, § 117 Rn. 26.

¹²³² In diese Richtung auch Leuering/Goertz, in: Hölters/Weber, AktG, § 117 Rn. 3, der den Einfluss auf einen Großaktionär genügen lässt.

¹²³³ Siehe bereits Vierter Teil, B.I.1.e.cc(2).

¹²³⁴ Siehe bereits Vierter Teil, B.II.3.b.aa(4).

Sollte eine solch zukunftsgefährdende Stimmrechtsempfehlung tatsächlich nachweisbar sein, stellt sich ferner die Frage, ob dem Stimmrechtsberater ein Vorsatz bezüglich alle objektiven Tatbestandsmerkmale, einschließlich der schädigenden Wirkung seines Einflusses, vorgeworfen werden kann.¹²³⁵ Hier könnte man zunächst annehmen, dass ein Stimmrechtsberater, der eine zukunftsgefährdende Stimmrechtsempfehlung aufstellt, eine solche Schädigung zumindest billigend in Kauf genommen hat. Man würde dadurch von der Rechtswidrigkeit des Handelns auf einen bedingten Vorsatz des Stimmrechtsberaters schließen.¹²³⁶ Allerdings würde dies unterstellen, dass der Stimmrechtsberater wusste, dass seine Empfehlung zu einer Bestandsgefährdung der Gesellschaft führen könnte. Das wird nur in Evidenzfällen zu bejahen sein.

Noch darüber hinaus kann der Stimmrechtsberater in der Praxis kaum vorhersehen, welche Maßnahmen infolge der Hauptversammlungsbeschlüsse vornehmen wird, da der Berater mit seiner Abstimmungsempfehlung den Vorstand nicht zu einem konkreten Verhalten bestimmen kann. Der beratene Aktionär setzt i. d. R. allein das Ja- oder Nein-Votum auf der Hauptversammlung um, während es dem Vorstand freisteht, welche Konsequenzen er aus seiner verweigerten Entlastung oder dem missbilligten Klimafahrplan zieht. Dass der Vorstand zu schädigenden Maßnahmen greift, ist nicht ohne weiteres vom Wissensmoment des Stimmberaters erfasst. Selbst wenn der Stimmrechtsberater *grob fahrlässig* verkannt hätte, dass seine Stimmrechtsempfehlung „über die Stränge schlägt“ und den Vorstand der Gesellschaft zu unzumutbaren Maßnahmen veranlasst, würde dies die Anforderungen an den bedingten Vorsatz nicht erfüllen. Es würde sich zudem die Frage aufdrängen, wieso der Stimmrechtsberater die Existenzgrundlage seines Beratungsobjekts wissentlich zerstören wollen würde, da dies zugleich eine Einbuße des Stimmrechtsberaters selbst bedeuten würde. Ein vorsätzliches Handeln kann damit kaum angenommen werden. Darüber hinaus wird auch hier die Nachweisbarkeit eines kausalen Schadens der Gesellschaft nicht möglich sein.

¹²³⁵ Allgemein zum Vorsatz im Rahmen des § 117 Abs. 1 AktG *Henssler*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 117 Rn. 4.

¹²³⁶ So lässt die Rechtsprechung im strafrechtlichen Kontext den Schluss von der objektiven Gefährlichkeit des Handelns auf den bedingten Vorsatz ebenfalls nur dann zu, wenn eine Gesamtwürdigung aller Umstände einen solchen Vorsatz nicht infrage stellt, vgl. BGH NStZ 2019, 344 Rn. 7; BayObLG NJW 2003, 371, 372; *Schroth*, NStZ 1990, 324, 325.

Infolge der hohen Anforderungen bleibt § 117 Abs. 1 AktG für die Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber der Gesellschaft keine Bedeutung.¹²³⁷

e. § 824 BGB

Ebenso scheidet eine Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber der Gesellschaft aus § 824 BGB aus. Nach § 824 Abs. 1 BGB muss derjenige dem anderen einen Schaden ersetzen, der dadurch entsteht, dass der Schädiger der Wahrheit zuwider eine Tatsache behauptet oder verbreitet. Eine Stimmrechtsempfehlung ist jedoch keine Tatsachenbehauptung, sondern ein subjektives Werturteil.¹²³⁸

f. § 826 BGB

Eine Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber der Gesellschaft aus § 826 BGB scheidet ebenfalls aus. Auch hier treten neben die Nachweis-schwierigkeiten des kausalen Schadens die Probleme des Nachweises eines Vorsatzes und der Sittenwidrigkeit der Stimmrechtsempfehlung.¹²³⁹

g. Zwischenergebnis

Eine deliktische Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber der Gesellschaft aufgrund einer klimaengagierten Stimmrechtsempfehlung scheidet selbst dann aus, wenn diese den Bestand der Gesellschaft oder ihre dauerhafte Rentabilität gefährden würde. Die Haftung scheitert an den Tatbestandsvoraussetzungen der Rechtswidrigkeit, der Sittenwidrigkeit oder des Verschuldens (bzw. des Vorsatzes). Darüber hinaus bestehen – wie auch im Rahmen der Haftung gegenüber dem beratenen Aktionär – die Probleme der Nachweisbarkeit eines kausalen Schadens der Gesellschaft.

¹²³⁷ *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S. 263.

¹²³⁸ Siehe bereits Vierter Teil, B.I.2.d.

¹²³⁹ Siehe bereits Vierter Teil, B.I.2.e; in diese Richtung auch *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 310; *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S. 253; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 45; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 31; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 26; offenlassend *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 400.

4. Zwischenergebnis

Im Rahmen des anwendbaren deutschen Rechts haftet der Stimmrechtsberater gegenüber der Gesellschaft als Beratungsobjekt selbst dann nicht, wenn er in seinen Stimmrechtsempfehlungen über das gesetzliche Maß hinausgehende Anforderungen an das Unternehmen stellt, nicht zuletzt aufgrund der fehlenden Nachweisbarkeit eines Schadens der Gesellschaft, der kausal auf der Stimmrechtsempfehlung beruht.

III. Haftung gegenüber anderen Aktionären

Zuletzt stellt sich die Frage der Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber den nicht beratenen Aktionären, da auch diese von möglichen Auswirkungen der Stimmempfehlung betroffen sein können.¹²⁴⁰ In Ermangelung einer vertraglichen Verbindung zwischen den nicht beratenen Aktionären der Gesellschaft und dem Stimmrechtsberater kommen auch hier allein eine Schutzwirkung zugunsten Dritter (1.) oder deliktische Ansprüche (2.) in Betracht.¹²⁴¹

1. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter

Auch gegenüber den nicht beratenen Aktionären stellt sich zunächst die Frage des anwendbaren Rechts (a.), bevor auch hier die Tatbestandsvoraussetzungen dieser Rechtsfigur geprüft werden (b. bis f.).

a. Anwendbares Recht

Bezüglich der Einordnung des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter unter die Rom I- oder die Rom II-VO besteht Uneinigkeit.¹²⁴² Unter der Rom I-VO würde das deutsche Recht als anwendbares Recht des Dienstvertrages gelten, solange keine Rechtswahlvereinbarung vorliegt. Unter der Rom II-VO würde hingegen das Recht des Schadeneintritts gelten, das im Falle von Vermögensschäden ausländischer Anleger das Recht ihres ausländischen Sitzes ist. Da die quasi-vertragliche Rechtsfigur des Schutzvertrags zugunsten Dritter dem europäischen Vertragsrecht fremd ist, muss sie im Rahmen einer

¹²⁴⁰ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 295.

¹²⁴¹ Illhardt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 27.

¹²⁴² Siehe Vierter Teil, B.II.2.a.aa.

europarechtlichen Qualifizierung als außervertraglich einzuordnen sein und unterfällt damit der Rom II-VO.¹²⁴³ Deutsches Recht ist daher nur für die Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber deutschen Aktionären anwendbar.

b. Leistungsnähe

Für diejenigen Fälle, in denen deutsches Recht anwendbar ist, muss zunächst die Leistungsnähe vorliegen.¹²⁴⁴ Fraglich ist, ob die Mitaktionäre mit der Leistung des Stimmrechtsberaters in gleicher Weise in Berührung kommen sollen wie dessen Kunde und den Gefahren der Pflichtverletzung in gleicher Weise ausgesetzt sind. Auch hier ist der Vertragsinhalt darauf zu untersuchen, ob die Stimmrechtsberatung und -empfehlung den Mitaktionären Schutz vor Schäden vermitteln soll. Zwar wird § 135 Abs. 2 S. 2 AktG von der herrschenden Ansicht so verstanden, dass sich der Stimmrechtsberater vom hypothetischen Interesse eines Durchschnittsaktionärs leiten lassen solle,¹²⁴⁵ so dass man annehmen könnte, dass die Stimmrechtsempfehlung den Interessen des Querschnitts aller (Mit-)Aktionäre dienen müsste, was auch diesen ein gewisser Schutz vermittelt würde. Das würde allerdings dem Wortlaut der Norm zuwiderlaufen, nach dem der Stimmrechtsberater ausdrücklich „vom Interesse des Aktionärs“ leiten lassen muss. Selbst wenn die herrschende Ansicht dieses Interesse als typisiert ansehen möchte, ändert das nicht die Zweckrichtung der Pflichten des Stimmrechtsberaters. Dafür streitet auch der kodifizierte Schutz allein des beratenen Aktionärs in § 135 Abs. 9 AktG, der seine Mitaktionäre nicht einschließt. Die Mitaktionäre kommen damit nicht ebenso mit der Leistung des Stimmrechtsberaters in Berührung wie der beratene Aktionär.

¹²⁴³ Brödermann, in: MAH Int. WirtschaftsR, § 6 Rn. 526; Lund, in: jurisPK-BGB VI, Art. 1 Rn. 41; Martiny, in: MüKoBGB, Art. 1 Rom I-VO Rn. 23; Schäuble, in: Hausmann/Odersky, IPR, § 16 Rn. 132; Wendelstein, in: Soergel, BGB, Art. 1 Rom II-VO Rn. 45; Dutta, IPRax 2009, 293, 297; Freitag, IPRax 2016, 418, 421.

¹²⁴⁴ Siehe zur Leistungsnähe bereits Vierter Teil, B.II.2.a.bb.

¹²⁴⁵ Begr. RegE KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 18; Arnold, in: MüKoAktG, § 135 Rn. 21; Dürr, in: Wachter, AktG, § 135 Rn. 12; Herrler, in: Grigoleit, AktG, § 135 Rn. 24; Holzborn, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 135 Rn. 21; Koch, in: ders., AktG, § 135 Rn. 20; Krebs, in: Hölters/Weber, AktG, § 135 Rn. 18; Rieckers, in: BeckOGK AktG, § 135 Rn. 56; Spindler, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 135 Rn. 43.

Darüber hinaus ist auch hier zu beachten, dass der BGH die rein mittelbare Betroffenheit des Dritten nicht genügen lässt.¹²⁴⁶ Die Stimmrechtsempfehlung berührt die nicht beratenen Aktionäre nur dann, wenn der Kunde der Empfehlung folgt und seine Stimme den Ausschlag für den Beschluss gibt. Noch darüber hinaus muss der Vorstand sodann Konsequenzen aus dem Beschluss ziehen und Maßnahmen ergreifen, die letztlich zu einer schädigenden Wirkung (auch) für die Aktionäre führt. Die Leistungsnähe der Mitaktionäre ist damit abzulehnen.¹²⁴⁷

c. Gläubigernähe

Ebenfalls ist fraglich, ob der beratene Aktionär ein Interesse an der Einbeziehung seiner Mitaktionäre in den Stimmrechtsberatungsvertrag hat.¹²⁴⁸ Ein solches Einbeziehungsinteresse scheitert jedenfalls nicht an gegenläufigen Interessen des beratenen klimabewussten Aktionärs und der Mitaktionäre, da auch das typisierte Aktionärsinteresse den dauerhaften Bestand und die langfristige Rentabilität des Unternehmens umfasst.¹²⁴⁹ Vereinzelt wird sogar pauschal angenommen, dass eine Gläubigernähe aufgrund eines „mittelbaren Interesses zur Förderung des Wohls aller Aktionäre“ zu bejahen sei.¹²⁵⁰ Diese Ansicht geht davon aus, dass sich die beratenen Aktionäre, die sich eine Profitsteigerung durch die beratene Stimmrechtsausübung versprechen, darüber bewusst seien, dass nicht nur sie, sondern alle Aktionäre der Gesellschaft davon profitieren würden.¹²⁵¹ Ob dieser reflexartige Vorteil jedoch mit einem *Interesse* an einer Einbeziehung eines Dritten in den Vertrag gleichzusetzen ist, muss bezweifelt werden.¹²⁵² Institutionelle Investoren handeln vielmehr im Interesse ihrer Endbegünstigten, die sich von einer klimaschützenden Stimmrechtsausübung eine langfristige und nachhaltigere Rendite erhoffen. Dass hierin keine Gläubigernähe erkennbar sein kann, lässt sich noch zugepunkteter formulieren: Die klimafreundliche Stimmrechtsausübung dient

¹²⁴⁶ BGHZ 166, 84 Rn. 55 = NJW 2006, 830.

¹²⁴⁷ So auch *Zetzsche*, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 151; *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 32; a. A. *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 296.

¹²⁴⁸ BGHZ 133, 168, 173 = NJW 1996, 2927, 2928; NJW 2020, 1514 Rn. 25 ff.; *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 823 Rn. 25.

¹²⁴⁹ Siehe bereits Vierter Teil, A.I.1.d.aa(1)(a)(aa).

¹²⁵⁰ *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 297 f.

¹²⁵¹ *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 296.

¹²⁵² In diese Richtung auch *Gottwald*, in: MüKoBGB, § 328 Rn. 187, nach dem lediglich mittelbare Auswirkungen auf das Vermögen eines Dritten als nicht ausreichend sind.

letztlich dem Klimaschutz und damit dem Erhalt der Lebensbedingungen der Allgemeinheit. Würde es ausreichen, dass eine Stimmrechtsausübung jemandem nur reflexartig zugutekommt, müsste die Gläubigernähe der gesamten Allgemeinheit in Fällen klimaengagierter Stimmrechtsberatung bejaht werden. Das würde das Einbeziehungsinteresse überspannen.

Auch aus den Gedanken der Expertenhaftung lässt sich keine Gläubigernähe des Mitaktionäre konstruieren. Für Ratingagenturen wird die Haftung gegenüber Dritten abgelehnt, da es an einer Gewähr gegenüber Dritten mangle, auf die dritte Anleger vertrauen könnten.¹²⁵³ Diese Gedanken lassen sich auch auf den Stimmrechtsberater übertragen, der gegenüber dritten Anlegern keine Gewähr für die Richtigkeit seiner Empfehlung übernimmt. Vielmehr sind seine Empfehlungen nicht für den Markt bestimmt, sondern seine Leistung ist gemäß § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG auf die Interessen des konkret beratenen Anlegers zugeschnitten. Es liegt schon in der Natur der Stimmempfehlung, dass sie keine Aussagen darüber trifft, ob sie universell oder multilateral auch von anderen Anlegern sachgerecht genutzt werden könnte. Schon aus diesem Grund ist der Kreis derjenigen, die auf die Expertise des Stimmrechtsberaters vertrauen dürfen, auf die beratenen Aktionäre beschränkt.¹²⁵⁴

Selbst in dem Fall, in dem der Stimmrechtsberater seine Empfehlung veröffentlicht, kann eine Vertrauensbasis für externe Anleger überhaupt nur bestehen, wenn nicht nur die Stimmempfehlung („Ja“ oder „Nein“), sondern auch die dahinterliegenden Beweggründe für jene Empfehlung veröffentlicht werden.¹²⁵⁵ Denn nur in diesem Moment liegt eine vollständige Expertise vor, auf die ein Aktionär vertrauen könnte. Die bloße Ja- oder Nein-Stimmempfehlung hingegen kann nicht mit einem Gutachten, auf das sich die Expertenhaftung normalerweise begründet, gleichgesetzt werden. Sofern ein Stimmrechtsberater nicht nur die Empfehlung, sondern auch die dahinterstehenden

¹²⁵³ OLG Düsseldorf NJW 2018, 1615 Rn. 32 m. Anm. *Amort*; LG Düsseldorf BeckRS 2017, 144179 Rn. 16; LG Düsseldorf WM 2017, 816, 817; *Herresthal*, in: BeckOGK BGB, § 311 Rn. 545.3, 547; *Kontogeorgou*, DStR 2014, 1397, 1401; *Wojcik*, NJW 2013, 2385, 2387.

¹²⁵⁴ *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 256; *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 303.

¹²⁵⁵ In diese Richtung auch *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S. 257 und *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 303, die dann eine Haftung analog §§ 311 Abs. 3, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB annehmen, allerdings ohne nach dem Detailgrad der Veröffentlichung zu unterscheiden.

Gründe veröffentlicht, bleibt eine Expertenhaftung trotzdem fraglich. Der Stimmrechtsberater verschafft damit zwar Dritten Zugang zu seinem begründeten Werturteil, sodass Dritte von dessen Expertise profitieren können. Dadurch sollen Dritte jedoch nicht blind auf die Expertise des Stimmrechtsberaters vertrauen dürfen. Wenn selbst den eigenen Kunden als Anlageintermediären eine Plausibilitätsprüfung abverlangt wird, gilt dies erst recht für außenstehende Dritte. Dürften sämtliche Aktionäre der von einer Veröffentlichung betroffenen Gesellschaft blind auf die Expertise vertrauen, würde eine Ausuferung der Expertenhaftung drohen. Da in Publikumsgesellschaften die Anzahl der Aktionäre aufgrund des Free Floats regelmäßig unbekannt ist und der Stimmrechtsberater sein Haftungsrisiko dadurch nicht kalkulieren kann.¹²⁵⁶ Die Gläubignähe der Mitaktionäre ist damit zu verneinen.

d. Erkennbarkeit

Auch hier gilt, dass mangels Leistungs- und Gläubignähe eine Erkennbarkeit dieser Tatbestandsvoraussetzungen nicht mehr von Belang sein kann.¹²⁵⁷

e. Schutzbedürftigkeit

Zudem müsste der nicht beratene Aktionär als Dritter auch schutzbedürftig sein, mithin keinen eigenen direkten Anspruch gleichwertigen Inhalts haben.¹²⁵⁸ Man könnte hier den Anspruch der Mitaktionäre anführen, den diese gegen den beratenen Aktionär aufgrund einer treupflichtwidrigen Stimmrechtsausübung haben könnten.¹²⁵⁹ Allerdings sind hier die gleichen Überlegungen anzustellen wie bei der Schutzbedürftigkeit der Gesellschaft. Eine Treuepflichtverletzung des Aktionärs, der einer klimaengagierten Stimmrechtsempfehlung folgt, ist stets zu verneinen, solange er nicht einer

¹²⁵⁶ Zur Ausuferung der Haftung und der Unkalkulierbarkeit von Haftungsrisiken auch LG Berlin BB 2020, 2128 (2131) m. Anm. *Kapoor*.

¹²⁵⁷ A. A. *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 298, der unter Annahme der Leistungs- und Gläubignähe die Erkennbarkeit damit bejaht, dass sich eine Stimmrechtsempfehlung auf eine bestimmte Hauptversammlung beziehe und dementsprechend sämtliche Aktionäre betroffen sein können, die zum relevanten Zeitpunkt Aktien an der Gesellschaft halten. Hingegen *Koch*, BKR 2020, 1, 8, lehnt dies wegen der „unübersehbaren Zahl der dann anspruchsberechtigten Personen“ ab.

¹²⁵⁸ BGHZ 211, 251 Rn. 17 = NJW 2016, 3432; NJW 2020, 3169 Rn. 12; *Gottwald*, in: MüKoBGB, § 328 Rn. 192; *Stadler*, in: Jauernig, BGB, § 328 Rn. 27.

¹²⁵⁹ BGHZ 129, 136, 169 = NJW 1995, 1739, 1747 (für den Stimmrechtsvertreter); *Gottwald*, in: MüKoBGB, § 328 Rn. 192.

nachweislich und offensichtlich bestandsgefährdenden Stimmrechtsempfehlung folgt.¹²⁶⁰ Da die Schwelle der Treuepflichtverletzung i. d. R. nicht erreicht ist, haben die Mitaktionäre keinen Anspruch gegen den beratenen Aktionär.¹²⁶¹ Die Schutzbedürftigkeit ist damit – als einziges Tatbestandsmerkmal – zu bejahen.¹²⁶²

f. Weitere Voraussetzungen

Damit ist nicht nur bereits ausgeschlossen, dass Aktionäre in den Schutz des Beratungsvertrags einbezogen würden.¹²⁶³ Die Einbeziehung würde den Aktionären letztlich nicht viel nützen,¹²⁶⁴ da sie einen Schadensersatzanspruch aus dem Beratungsvertrag begründen müssen. Das impliziert den Nachweis einer Pflichtverletzung des Stimmrechtsberaters und eines eigenen, von demjenigen der AG entstandenen Schaden abweichenden, kausalen Schadens.¹²⁶⁵ Ein Schaden der Mitaktionäre, der nicht nur bloßer Reflexschaden ist, ist hierbei kaum denkbar.

g. Zwischenergebnis

Eine Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber den Mitaktionären nach den Grundsätzen des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter scheidet in Ermangelung zahlreicher Tatbestandsvoraussetzungen aus.¹²⁶⁶

¹²⁶⁰ Siehe bereits Vierter Teil, B.II.2.a.ee.

¹²⁶¹ Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 302.

¹²⁶² A. A. Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 302 (ohne Begründung); Liebscher, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 13, der die Schutzbedürftigkeit verneint, weil „wenn überhaupt“ die Gesellschaft einen Anspruch gegen den Stimmrechtsberater hätte und die Aktionäre „daher keines parallelen gesonderten Anspruchs“ bedürften. Das dürfte jedoch nur für Reflexschäden gelten und übersieht, dass auch die Gesellschaft keine Ansprüche gegen den Stimmrechtsberater geltend machen kann (siehe bereits Vierter Teil, B.II.).

¹²⁶³ So wohl auch Koch, in: ders., AktG, § 134d Rn. 9, der gegenüber sonstigen Anlegern allein eine Haftung nach § 826 BGB, und diese nur in Extremfällen, annimmt.

¹²⁶⁴ So auch Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 302.

¹²⁶⁵ Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 152; in diese Richtung auch Liebscher, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 13.

¹²⁶⁶ So auch Arnold, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 32; Koch, in: ders., AktG, § 134d Rn. 9; Liebscher, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 13; Rieckers, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 46; Zetzsche, in: KK-AktG, Nach § 135 Rn. 151; Koch, BKR 2020, 1, 8; wohl auch Illhardt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 27.

2. Deliktische Haftung

Eine deliktische Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber den nicht beratenen Aktionären scheidet für klimaengagierte Stimmrechtsempfehlungen ebenfalls aus. § 823 Abs. 1 BGB scheitert bereits an einer Rechtsgutsverletzung, da allein Vermögensinteressen der Mitaktionäre betroffen sind, die von der Norm nicht geschützt werden. § 823 Abs. 2 BGB ist mangels Schutzgesetzes zugunsten der Mitaktionäre abzulehnen. § 134d AktG hat keinen Schutzgesetzcharakter.¹²⁶⁷ Auch § 135 Abs. 2 S. 2 AktG ist kein Schutzgesetz zugunsten der nicht beratenen Aktionäre. § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG dient allein dem Schutz des beratenen Aktionärs, selbst wenn man annähme, dass der Stimmrechtsberater sich vom typisierten (und nicht vom konkreten) Aktionärsinteresse leiten lassen müsste.¹²⁶⁸ Für Vermögensschäden der Mitaktionäre verbliebe daher in der Theorie allein § 826 BGB.¹²⁶⁹ Hier wird ein Anspruch jedoch an der Sittenwidrigkeit der klimaschützenden Stimmrechtsempfehlung scheitern. Ebenso scheitert die Haftung am nachweisbaren kausalen Schaden der Mitaktionäre, der über einen bloßen Reflexschaden hinausgehen muss.

3. Zwischenergebnis

Eine Haftung des Stimmrechtsberaters gegenüber nicht beratenen Aktionären für eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung scheidet ebenfalls aus.

IV. Keine spezialgesetzliche Haftung (zu erwarten)

Eine spezialgesetzliche Haftung der Stimmrechtsberater wird seit ihrem gestiegenen Einfluss im europäischen Markt auch in Deutschland eindringlich diskutiert.¹²⁷⁰ Vorgeschlagen wird beispielsweise eine deliktsrechtliche

¹²⁶⁷ Siehe bereits Vierter Teil, B.I.2.c.aa(1).

¹²⁶⁸ Siehe bereits Vierter Teil, B.II.3.c.

¹²⁶⁹ Koch, in: ders., AktG, § 134d Rn. 9, der gegenüber sonstigen Anlegern allein eine Haftung nach § 826 BGB, und diese nur in Extremfällen, annimmt.; Schwarz, Stimmrechtsberatung, 2013, S. 303, der § 826 BGB ohne konkreten Bezug zu einem bestimmten Tagesordnungspunkt „in eng begrenzten Ausnahmefällen“ als erfüllt ansehen will.

¹²⁷⁰ So etwa bei Schoch, Interessenkonflikte, 2021, S. 402 ff.; Eberspächer, Stimmrechtsberater, 2016, S. 201 ff.; Heinen, S. 88 ff.; Kuhla, Stimmrechtsberater, 2014, S. 187 ff.; Wünschmann, Stimmrechtsberater, 2015, S. 349 ff.; Krebs, in: Hölters/Weber, AktG, § 134d Rn. 3; Fleischer, AG 2012, 2, 9; Klöhn/Schwarz, ZIP 2012, 149, 157 f.; Poelzig, ZHR 185 (2021), 373, 402 ff.

Haftung nach dem Vorbild des Art. 35a Rating-VO, bei dem die Begründung der Pflichtverletzung durch einen im Anhang der VO befindlichen Katalog von haftungsbegründenden Zuwiderhandlungen erleichtert wird.¹²⁷¹

Art. 3k Abs. 2 ARRL II sieht eine Prüfung der bisherigen Regelungen für Stimmrechtsberater vor. Aufgrund dessen hat die Europäische Kommission die ESMA und die EBA im Oktober 2022 damit beauftragt, einen Bericht zur Prüfung der Regelungen des Kapitels Ia ARRL II zu liefern. Die ESMA und die EBA empfehlen der Europäischen Kommission in ihrem Bericht vom 27. Juli 2023 zwar diverse Maßnahmen, wie etwa eine Präzision des Begriffs des Stimmrechtsberaters sowie die Erarbeitung eines verbindlichen Code of Conducts für Minimalstandards der Stimmrechtsberater. Allerdings sehen die ESMA und die EBA keinen Anlass, eine spezialgesetzliche Haftung für Stimmrechtsberater einzuführen.¹²⁷² Es ist daher nicht zu erwarten, dass das europarechtliche oder das nationale Haftungsregime für Stimmrechtsberater weiter spezifiziert wird.

V. Keine Auswirkungen auf Beschlüsse

Nachdem feststeht, dass der Stimmrechtsberater für eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung keine Haftungsrisiken eingeht, stellt sich die Frage nach anderweitigen Hindernissen für klimabewusste Stimmrechtsempfehlungen. Würde eine solche Stimmrechtsempfehlung dazu führen, dass auf der Hauptversammlung gefasste Beschlüsse anfechtbar wären, ergäbe sich daraus in der Praxis ein Nachfragerückgang nach einer stärkeren Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsbelangen in der Stimmrechtsberatung. Auch wenn die Anfechtbarkeit von Konsultativbeschlüssen, wie der Say on Climate, generell umstritten ist,¹²⁷³ bedarf sie keiner weiteren Erörterung. Denn selbst eine fehlerhafte Stimmrechtsberatung führt nie zur Anfechtbarkeit von Beschlüssen.¹²⁷⁴ Die Stimmrechtsberatung ist schließlich eine Leistung, die der

¹²⁷¹ Torggler, in: Tountopoulos/Veil, Transparency of stock corporations, 2019, 143, 154.

¹²⁷² ESMA/EBA, Report: Implementation of SRD2 provisions on proxy advisors and the investment chain, 27. Juli 2023, Ziff. 3.1.3 und 3.2.2.

¹²⁷³ Beispielhaft Drinhausen, ZHR 186 (2022), 201, 207; Harnos/Holle, AG 2021, 853 Rn. 34 ff.; Merkner/Schulenburg/Elixmann, AG 2024, 257 Rn. 43; Weller/Hoppmann, AG 2022, 640 Rn. 43.

¹²⁷⁴ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 106 f.; Arnold, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 33; Holzborn, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134d Rn. 6; Illhardt, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 28; Koch, in: ders., AktG, § 134d Rn. 9; Krebs, in:

Stimmrechtsberater allein gegenüber dem Kunden erbringt.¹²⁷⁵ Die Stimmrechtsausübung des Aktionärs erfolgt daraufhin eigenverantwortlich, auch wenn diese in den Augen der Gesellschaft oder der Mitaktionäre in schlecht beratener Weise erfolgen sollte. Eine mangelhafte Stimmrechtsberatung begründet dementsprechend keinen Beschlussmangel.¹²⁷⁶ Damit betrifft die Beratung allein das Innenverhältnis und lässt das Außenverhältnis unberührt.¹²⁷⁷

C. Zwischenergebnis zum Vierten Teil

Der Stimmrechtsberater begegnet für eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung weder aktienrechtlichen noch kapitalmarktrechtlichen Schranken. Gleichsam ist er weder gegenüber seinen Kunden noch gegenüber der Gesellschaft oder anderen Mitaktionären relevanten Haftungsrisiken ausgesetzt. Das gilt nicht nur für den Fall, dass der Berater den Wünschen eines klimabewussten Kunden nachkommt und ambitionierten Klimaschutz in seine Stimmrechtsempfehlungen einfließen lässt, sondern selbst im Falle eines Kunden, der nach Gewinnsteigerung um jeden Preis strebt. Allerdings würde der Stimmrechtsberater diesen Kunden infolge der Missachtung seiner Interessen wahrscheinlich verlieren. Es lässt sich damit konstatieren, dass eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung keine rechtlichen Grenzen widerfährt, sondern faktische Beschränkungen dahingehend, dass Klimaschutz durch den Stimmrechtsberater nur insoweit umgesetzt werden wird, wie es seinem Aktionärsinteresse gemäß § 135 Abs. 2 S. 2 AktG entspricht. Fortschreitender Sustainable Shareholder Activism bedeutet folglich auch für eine klimabewusste Stimmrechtsberatung mehr Aufwind. Aus rechtlicher Sicht hätte der Stimmrechtsberater jedoch selbst im Falle einer klimaengagierten Stimmrechtsempfehlung, die er an einen Anti-ESG-Aktionär abgibt, kaum etwas zu befürchten, da diesem bereits der Nachweis einer mangelhaften Stimmrechtsempfehlung kaum nachweisbar sein dürfte. Allerdings dürfte ein Anstieg der Anti-ESG-Bewegung aus rein marktwirtschaftlichen Gründen zu weniger

Hölters/Weber, AktG, § 134d Rn. 18; *Liebscher*, in: Henssler/Strohn, AktG, § 134d Rn. 11; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 47; *Koch*, BKR 2020, 1, 8.

¹²⁷⁵ *Arnold*, in: MüKoAktG, § 134d Rn. 33; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 28.

¹²⁷⁶ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 106 f.; *Illhardt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 134d Rn. 28; *Rieckers*, in: BeckOGK AktG, § 134d Rn. 47.

¹²⁷⁷ Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, S. 106 f.; *Koch*, in: ders., AktG, § 134d Rn. 9; *Holzborn*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § 134d Rn. 6.

Nachhaltigkeit in den Stimmrechtsberatungen führen, da Stimmrechtsberatern Kundenverluste drohen würden.

Fünfter Teil: Zusammentragung der Ergebnisse

A. Ergebnis 1: Sustainable Shareholder Activism institutioneller Investoren verstärkt die klimaengagierte Stimmrechtsberatung

Da weder im europäischen noch im deutschen Rechtsrahmen bis *dato* unmittelbare Verhaltenspflichten im Hinblick auf Treibhausgasreduktionen sowie Klimaschutz für Unternehmen bestehen und ihre nationale Kodifizierung aufgrund des Omnibus-Verfahrens der EU weiter verschoben wurden, ist die Frage nach alternativen Anreizen für mehr Klimaengagement in Unternehmen so angebracht wie lange nicht mehr. Die hiesige Untersuchung hat gezeigt, dass Stimmrechtsberater die Klimaschutzbemühungen deutscher Publikumsgesellschaften verstärken und diese zu mehr Engagement in der Klimatransition auf dem Weg zu einem klimaresilienten Geschäftsmodell motivieren können. Stimmrechtsberatung ist damit ein gewichtiger Teil des Corporate Climate Enforcements.

Aufwind erhält die klimaengagierte Stimmrechtsberatung angesichts des steigenden Sustainable Shareholder Activism institutioneller Investoren. Diese halten nicht nur den Großteil der Anteile an börsennotierten deutschen Gesellschaften und gewinnen stetig an weiterer Bedeutung auf dem Kapitalmarkt, sondern sie verlangen verstärkte Berücksichtigung von ESG in ihren Portfoliogesellschaften, da sie insbesondere durch die gesetzlichen Transparenzpflichten der §§ 134b f. AktG über eine mittelbare Verhaltenssteuerung zu mehr Nachhaltigkeit veranlasst werden. Dank der Offenlegungspflichten können die Endbegünstigten der institutionellen Investoren, die ebenfalls zunehmend ESG-freundlicher eingestellt sind, mittelbaren Druck durch Überwachung auf ihre Finanzintermediäre ausüben. Ebenso entdecken institutionelle Investoren Nachhaltigkeit immer öfter als Anlagestrategie, sei es als Impact Investing oder auch in anderer Form, um das ihnen anvertraute Vermögen langfristig rentabel anlegen zu können.

Aufgrund der stark internationalisierten und diversifizierten Portfolios der institutionellen Investoren sind diese nicht zuletzt aus Gründen der Kosteneffizienz auf Stimmrechtsberater als Informationsintermediäre angewiesen, um ihr Stimmrecht in möglichst informierter und sorgfältiger Weise ausüben zu können. Infolge des von der EU forcierten Active Ownerships

nehmen institutionelle Investoren ihre Stimmrechte zudem häufiger aktiv wahr. Da sich fast jeder institutionelle Investor bei seiner Stimmrechtsausübung beraten lässt, liegt es auf der Hand, dass der Einfluss seines Proxy Advisors ebenfalls ansteigt. Der Stimmrechtsberater wiederum hat sich bei der Erarbeitung der Stimmrechtsempfehlung gemäß § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG von dem Interesse des Aktionärs, mithin des institutionellen Investors, leiten zu lassen. Das gesteigerte Bewusstsein in Nachhaltigkeitsbelangen der institutionellen Investoren schlägt damit auf die Stimmrechtsberatung durch. Sustainable Shareholder Activism bedeutet dementsprechend zwangsläufig eine verstärkte, extrinsisch motivierte Stimmrechtsberatung in ESG-Angelegenheiten.

B. Ergebnis 2: Klimaengagierte Stimmrechtsberatung erfolgt nicht nur durch rechtliche, sondern vordergründig durch faktische Einflussmöglichkeiten

Die Möglichkeiten, die dem Stimmrechtsberater zur Verstärkung des Klimaschutzes der Portfoliogesellschaften seines Kunden zur Verfügung stehen, sind sowohl rechtlicher als auch faktischer Natur. Rechtlicher Anknüpfungspunkt ist das Stimmrecht des beratenen Aktionärs. Indem der Stimmrechtsberater seinem Kunden eine klimaengagierte Stimmrechtsempfehlung übermittelt, trägt dieser Kunde regelmäßig die Ergebnisse des Stimmrechtsberaters in die Hauptversammlung und setzt diese mittels Stimmabgabe zu einem Beschlussgegenstand um. Ohne dass der Stimmrechtsberater an der Gesellschaft beteiligt ist, kann er dadurch Einfluss auf das Abstimmungsergebnis nehmen. In Anbetracht dieser Verknüpfung mit dem Stimmrecht des Kunden kann dieser rechtlich vermittelte Einfluss nicht weiterreichen als ihn das Stimmrecht selbst verschafft. Klimaangelegenheiten fallen als Geschäftsführungsmaßnahmen nicht in die Zuständigkeit der Hauptversammlung, sodass ESG-aktivistische Aktionäre (und damit auch ihre Stimmrechtsberater) bisher vordergründig auf die „Zweckentfremdung“ in ihrer Zuständigkeit liegender Beschlussgegenstände zurückgreifen mussten. Einfallstore für eine mittelbare Abstimmung in Nachhaltigkeitsbelangen waren dabei bisher insbesondere die Abstrafung einer schlechten Nachhaltigkeitsperformance des Vorstandes durch einen ablehnenden Say on Pay-Beschluss oder durch dessen

verweigerte Entlastung. Der Stimmrechtsberater kann hierbei jedoch allein eine positive oder negative Stimmempfehlung abgeben, die der beratene Aktionär ggfs. umsetzt. Die „klassischen“ Beschlussgegenstände bieten kein passgenaues Forum zur Thematisierung von Nachhaltigkeitsbelangen, da ESG dort stets ein Aspekt unter vielen ist. Weiter konkretisieren kann der Stimmrechtsberater die Hintergründe seiner Empfehlung jedoch gegenüber der Verwaltung der Gesellschaft nicht. Rechte, die einem nachhaltigkeitsaktivistischen Aktionär zustehen, werden dem Stimmrechtsberater nicht zuteil. Insbesondere kann der Stimmrechtsberater weder Fragen stellen noch Wortbeiträge leisten, um die konkrete Stimmabgabe zu erläutern. Zudem kann er weder Gegenanträge stellen noch die Tagesordnung ergänzen lassen.

Eine demgegenüber verbesserte Bühne für Klimaangelegenheiten bietet der jüngst auftretende Say on Climate-Beschluss, der seit 2023 – nicht zuletzt aufgrund der gestiegenen Erwartungshaltung institutioneller Anleger in Nachhaltigkeitsbelangen – bereits vereinzelt Eingang in die Hauptversammlungen deutscher Publikumsgesellschaften findet. *De lege lata* ist ein solcher Beschlussgegenstand jedoch nur auf Initiative des Vorstandes möglich und wird, sofern der Vorstand seinen Klimafahrplan über § 119 Abs. 2 AktG zur Abstimmung stellt, allein konsultativer Natur sein. Dennoch sollte die Wirkung eines Konsultativbeschlusses nicht unterschätzt werden, wie sich an den Erfahrungen des Say on Pay bereits gezeigt hat. Infolge der Umsetzung der CSDDD könnte der Vorstand *de lege ferenda* zudem zu einer solchen Vorlage gar verpflichtet sein und auch ein Initiativrecht des Aktionariats bestehen. Beides würde nicht nur den Wirkungskreis nachhaltigkeitsaktivistischer Aktionäre vergrößern, sondern gleichsam den Einfluss ihrer Stimmrechtsberater, die dadurch den Klimafahrplan der Gesellschaft analysieren und bewerten können.

In faktischer Hinsicht geht der Einfluss auf das Klimamanagement der Gesellschaft weit über die rechtlichen Möglichkeiten hinaus. Aufgrund der Duopolstellung der beiden US-amerikanischen Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis konzentrieren sie den signifikanten Großteil institutioneller Investoren in ihren Händen. Von nachhaltigen Anliegen können die Stimmrechtsberater daher im Rahmen der Beratung weitere Mitstreiter überzeugen und dadurch auch aktivistische Gegenanträge sowie Tagesordnungsergänzungsverlangen unterstützen, um für diese nötige Quoren zu beschaffen.

Ebenfalls wirksam ist die Veröffentlichung konkreter Abstimmungsempfehlungen als unterstützende Maßnahme für eine nachhaltigkeitsaktivistische Kampagne institutioneller Investoren sowie die jährliche Veröffentlichung der abstrakten Abstimmungsrichtlinien. Insbesondere Letzteres führt dazu, dass Stimmrechtsberater als faktische Normsetzer gelten, da Vorstände ihr Handeln an diesen Richtlinien in vorseilendem Gehorsam ausrichten, um sich positiver Abstimmungen auf der Hauptversammlung gewiss zu sein. Letztlich verstärkt dadurch nicht nur der Sustainable Shareholder Activism die klimaengagierte Stimmrechtsberatung, sondern eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung kann gleichsam den Nachhaltigkeitsaktivismus der Aktionäre begünstigen.

C. Ergebnis 3: Stimmrechtsberater können von Unternehmen selbst ein überobligatorisches Klimaengagement anhand ihrer derzeitigen Abstimmungsrichtlinien fordern

Vor diesem Hintergrund können Stimmrechtsberater das Klimaengagement der Publikumsgesellschaften verstärken, indem sie z. B. in ihren Richtlinien einen verpflichtenden Say on Climate fordern und ansonsten mit der Verweigerung der Entlastung des Vorstandes drohen. So weit gehen die Abstimmungsrichtlinien der ISS und Glass Lewis derweil zwar nicht, allerdings ist der Klimaschutz des Beratungsobjekts dennoch fester Bestandteil ihrer Richtlinien. Beide Stimmrechtsberater machen u. a. Vorgaben bezüglich des Say on Climate, wobei die Vorgaben unterschiedlich streng sind, je nachdem, ob der Klimafahrplan auf Initiative des Vorstandes oder der Aktionäre vorgelegt wird. Auch an anderen Stellen, darunter die Vorstandsvergütung und -entlastung, verlangen die beiden Stimmrechtsberater die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten. Insbesondere ISS gehen teilweise über die in Deutschland anvisierten Maßstäbe für ein Say on Climate hinaus und verlangen u. a. die Angabe von Treibhausgasemissionsreduktionszielen in den Scopes 1 bis 3 sowie die Offenlegung von Lobbyaktivitäten, die die Klimastrategie der Gesellschaft beeinflussen. Darüber hinaus formulieren sowohl ISS als auch Glass Lewis ihre Nachhaltigkeitsanforderungen eher ergebnisoffen und schaffen sowohl Auslegungs- als auch Ermessensspielräume, indem sie sich eine Einzelfallentscheidung vorbehalten. Das ermöglicht bereits unter dem

Status Quo der Abstimmungsrichtlinien die Forderung eines ambitionierten und über gesetzliche Standards hinausgehenden Klimaschutzes sowie der Schaffung ausreichender Klimaresilienz.

D. Ergebnis 4: Eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung begegnet keinen rechtlichen Schranken und unterliegt keinem relevanten Haftungsrisiko. Faktische Grenzen ergeben sich aber aus einer möglichen Anti-ESG-Bewegung

Das deutsche Aktienrecht begründet für eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung keine rechtlichen, sondern allenfalls faktische Schranken. Seit dem Inkrafttreten des ARUG II adressiert das Aktienrecht auch den Stimmrechtsberater ausdrücklich. Die Normen der §§ 134a ff. AktG sind dabei auch auf die US-amerikanischen Duopolisten ISS und Glass Lewis anwendbar, da beide deutsche Niederlassungen im europarechtlichen Sinne haben. Zentrale Norm für die Stimmrechtsberatung in Nachhaltigkeitsangelegenheiten ist dabei § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG, nach der sich der Stimmrechtsberater vom Interesse des Aktionärs leiten lassen und organisatorische Vorkehrungen dafür treffen muss, dass sachfremde Interessen aus anderen Geschäftsbereichen nicht in die Stimmrechtsberatung einfließen. Aufgrund bestehender Informationspflichten über § 134d Abs. 4 AktG und der praktischen Etablierung von Firewalls spielen Interessenkonflikte der Stimmrechtsberater in der Praxis eine untergeordnete Rolle, auch wenn sie im Schrifttum des Öfteren diskutiert werden.

Im Mittelpunkt steht vielmehr die Frage nach der Wahrung des Aktionärsinteresses. Auch wenn umstritten ist, ob dabei das hypothetische Interesse eines Durchschnittsaktionärs oder das Interesse des konkreten Kunden maßgeblich ist, kann dies größtenteils dahinstehen. Denn in diesem Rahmen kann sich der klimaengagierten Stimmrechtsberatung auf eine ertragsorientierte Sichtweise auf ESG stützen, nach der Klimaschutz- und Klimaresilienzmaßnahmen selbst dann als im hypothetischen Interesse eines Durchschnittsaktionärs anzusehen sind, wenn sie kurzfristige Verluste erfordern, aber die langfristige Rentabilität und den dauerhaften Bestand der Gesellschaft sichern. Im Falle eines nachhaltig eingestellten sowie auch eines nicht erkennbar in Nachhaltigkeitsthemen positionierten Kunden verletzt der

Stimmrechtsberater mit einer klimaengagierten Stimmrechtsberatung folglich nicht seine Pflichten aus § 135 Abs. 2 S. 2 AktG. Erst im Falle eines beratenen Aktionärs, der auch auf Kosten der Umwelt eine kurzfristige Renditemaximierung verfolgt, wird der Meinungsstreit bedeutsam. Nach der herrschenden Ansicht würden die konkreten Vorlieben des Anti-ESG-Aktionärs so lange nicht zu einer Pflichtverletzung des nachhaltigkeitsaktiven Stimmrechtsberaters führen, wie davon ausgegangen werden kann, dass die ertragsorientierte ESG-Sichtweise im Interesse des Durchschnittsaktionärs liegt. Etwas anderes gilt erst dann, wenn diese Sichtweise von der Anti-ESG-Bewegung abgelöst werden würde. Nach der hier bevorzugten Lösung des konkreten Aktionärsinteresses würde der klimaengagierte Stimmrechtsberater hingegen immer, mithin ungeachtet des Durchschnittsinteresses, den § 135 Abs. 2 S. 2 AktG gegenüber dem Anti-ESG-Aktionär missachten. Allerdings folgen aus einer Verletzung des § 135 Abs. 2 S. 2 und 4 AktG keine rechtlichen Konsequenzen. Weder sieht das Gesetz Sanktionen vor noch hat eine pflichtwidrige Stimmrechtsberatung Auswirkungen auf die gefassten Beschlüsse der Hauptversammlung. Aus rein wirtschaftlichen Überlegungen wird ein Stimmrechtsberater jedoch von einer nachhaltigkeitsbezogenen Beratung gegenüber kurzfristig orientierten Kunden absehen, um diese nicht zu verlieren. Da das Nachhaltigkeitsbewusstsein der Stimmrechtsberater vordergründig auf den Erwartungshaltungen der institutionellen Investoren beruht, wird der extrinsisch motivierte Stimmrechtsberater das ambitionierte Klimaengagement wahrscheinlich wieder aus seiner Leistung streichen, falls die Anti-ESG-Bewegung den Sustainable Shareholder Activism überholt.

Kapitalmarktrechtliche Schranken bestehen für eine klimaengagierte Stimmrechtsberatung ebenfalls nicht. Es bestehen keine Pflichten nach dem WpHG oder WpÜG, da weder dem Proxy Advisor noch den von ihm beratenen Aktionären untereinander Stimmrechte infolge der Beratung zugerechnet werden, selbst wenn dies zu einer einheitlichen Linie in Nachhaltigkeitsthemen führt. Ebenfalls bestehen keine Pflichten nach dem Insiderrecht, da sich der Stimmrechtsberater für eine klimabezogene Empfehlung regelmäßig allein öffentlich verfügbarer Informationen der nichtfinanziellen Berichterstattung bedient. Künftig wird die für ihn verfügbare Informationslage aufgrund der Pflicht zur Aufstellung eines Klimafahrplans und der Vorlage aufgrund eines Say on Climate noch verbessert.

Darüber hinaus droht dem klimaengagiert beratenden Proxy Advisor nach deutschem Recht keine Haftung gegenüber seinem Kunden, der Gesellschaft oder den Mitaktionären seines Kunden. Eine spezialgesetzliche Haftung ist weder normiert noch durch den Gesetzgeber geplant. Es verbleibt damit bei allgemeinen Anspruchsgrundlagen. Im Rahmen der vertraglichen Haftung gegenüber seinem Kunden ist zur Bestimmung der Pflichtverletzung auf die Maßstäbe des § 135 Abs. 2 S. 2 AktG abzustellen. Eine mangelhafte Stimmrechtsempfehlung liegt insbesondere dann vor, wenn der Stimmrechtsberater die Interessen des konkreten Aktionärs missachtet hat. Sofern dieser selbst klimabewusst anlegt oder sich nicht zu Nachhaltigkeitsthemen gegenüber dem Stimmrechtsberater geäußert hat, stellen kurzfristige Verluste, die eine Empfehlung verursacht, keine Pflichtverletzung dar, solange sie die langfristige Rentabilität und den Bestand der Gesellschaft fördern. Da es sich bei einer Stimmrechtsempfehlung nicht um eine Tatsachenbehauptung, sondern um ein subjektives Werturteil handelt, steht dem Stimmrechtsberater bei der Erstellung ein großer Ermessensspielraum zu. Erst wenn die Existenz oder dauerhafte Rentabilität der Gesellschaft aufgrund der Stimmrechtsempfehlung gefährdet ist, liegt eine Pflichtverletzung vor. Der Nachweis einer solchen Gefährdungslage ist kaum erbringbar. Im Gegensatz dazu würde eine klimaengagierte Stimmrechtsempfehlung gegenüber einem kurzsichtigen Anti-ESG-Aktionär bereits per se eine Pflichtverletzung begründen, wenn der Aktionär allein ideologische Gründe verfolgt. Kommt es ihm allein auf eine kurzfristige Rendite an, ist sein Interesse hingegen erst verletzt, wenn tatsächlich ein unmittelbarer Verlust durch die Empfehlung verursacht wird.

Der Stimmrechtsberater profitiert zudem, wie für Akteure des Kapitalmarkts üblich, von einer Haftungsbeschränkung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit. Sämtliche vertraglichen und deliktischen Ansprüche scheitern außerdem letztlich an der Nichtnachweisbarkeit eines kausalen Schadens. Schadensposten des Kunden, die nicht bloße Reflexschäden sind, sind kaum denkbar. Die Hürden des Nachweises der haftungsausfüllenden Kausalität sind praktisch unüberwindbar. Da der Stimmrechtsberater, der lediglich eine Ja- oder Nein-Abstimmung, z. B. gegen einen Klimafahrplan empfohlen hat, selbst keine unmittelbar schadensverursachende Maßnahme ergriffen hat, scheitert eine Haftung zudem an der Zurechenbarkeit, da ein möglicher Schaden – wenn überhaupt – erst infolge ergriffener Geschäftsführungs-

maßnahmen des Vorstandes entsteht. Aus gleichen Gründen scheitert auch eine deliktische Haftung gegenüber den nicht beratenen Mitaktionären des Kunden, die nicht vertraglich mit dem Stimmrechtsberater verbunden sind.

Auch gegenüber der Gesellschaft als Beratungsobjekt besteht selbst in dem Fall, in dem der Stimmrechtsberater über gesetzliche Anforderungen hinausgehendes Klimaschutzengagement von dieser fordert, kein Haftungsrisiko. Vertragliche und vertragsähnliche Ansprüche der Gesellschaft scheiden aus, da diese nicht in den Schutzbereich des Beratungsvertrages einbezogen ist. Deliktische Ansprüche scheitern auch hier an der Nachweisbarkeit eines kausalen Schadens. Der Gesellschaft könnte der Nachweis eines Schadens, regelmäßig in Form eines Kursverlustes, noch gelingen. Scheitern wird sie jedoch an dem Nachweis der Kausalität. Aufgrund der zahlreichen Faktoren, von denen der Kurswert abhängt, wird die Gesellschaft keinesfalls mit der nötigen Wahrscheinlichkeit darlegen können, dass der Kursverlust tatsächlich auf der Stimmrechtsempfehlung beruht. Für eine richterliche Schadensschätzung nach § 287 Abs. 1 ZPO besteht dadurch kein Raum.

Literaturverzeichnis

- von Ahsen, Anette: Wissenschaftsbasierte Klimaziele in Unternehmen – eine empirische Analyse von Motiven und Herausforderungen, ZfU 2020, 225–267.
- Albath, Christina: Shareholder Activism im Rahmen der Hauptversammlung, Baden-Baden 2022 [zit. Albath, Shareholder Activism, 2022, S.].
- Alberg-Seberich, Michael/Suwanprateep, Frank: Impact Investing und Venture Philanthropy, BdW 2015, 103–105.
- Allianz Global Investors: AllianzGI will be strengthening its voting policies around pay, gender diversity and climate, Pressemitteilung vom 28. Februar 2024, abrufbar unter <https://www.allianzgi.com/en/press-centre/media/press-releases/20240228-proxy-voting-release> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Alzchem Group AG: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2023, abrufbar unter <https://www.alzchem.com/de/investor-relations/hauptversammlung/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.: Ordentliche Hauptversammlung 2023, Abstimmungsergebnisse, abrufbar unter https://www.alzchem.com/fileadmin/Investor_Relations/Hauptversammlung/2023/Abstimmungsergebnisse_2023.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Amort, Matthias: Haftung und Regulierung von Ratingagenturen – Ansätze einer Krisenprävention, EuR 2013, 272–284.
- Amundi S.A.: New „ESG Plan 2025“: Amundi presents its new “ESG Plan 2025” and accelerates its transformation to support a fair environmental transition, Pressemitteilung vom 8. Dezember 2021, abrufbar unter <https://about.amundi.com/article/new-esg-plan-2025> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Anders, Monika/Gehle, Burkhard (Hrsg.): Zivilprozessordnung mit GVG und anderen Nebengesetzen, 83. Auflage, München 2025 [zit. Bearbeiter, in: Anders/Gehle, ZPO, §/Art. Gesetz/VO Rn.].
- Angerer, Lutz/Brandi, Tim Oliver/Süßmann, Rainer (Hrsg.): Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Kommentar, 4. Auflage 2023 [zit. Bearbeiter, in: Angerer/Brandi/Süßmann, WpÜG, § Rn.].
- Anzinger, Heribert M.: Die normative Reichweite des Transparenzgebots für Beteiligungen an börsennotierten Kapitalgesellschaften – Plädoyer für einen Paradigmenwechsel im Melderegime, WM 2011, 391–397.
- Apfelbacher, Gabriele: Das Business Roundtable Statement 2019 aus gesellschaftsrechtlicher Sicht – Überlegungen zum Corporate Purpose, in: Hoffmann-Beckung, Michael/Hommelhoff, Peter (Hrsg.), Festschrift für Gerd Krieger zum 70. Geburtstag, München 2020, S. 27–39.
- Arnold, Christian/Herzberg, Julia/Zeh, Ricarda: ESG-Ziele in der variablen Vergütung von Geschäftsleitern und Führungskräften, NZA 2024, 1521–1527.
- Dies.: Vorstandsvergütung und Nachhaltigkeit, AG 2021, 141–147.
- Arnold, Michael: Beteiligung von Investmentgesellschaften und Hedgefonds an börsennotierten Gesellschaften, ZHR 185 (2021), 281–318.

- Assmann, Heinz-Dieter/Pötzsch, Thorsten/Schneider Uwe H.* (Hrsg.): Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Kommentar, 4. Auflage 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § Rn.].
- Ders./Schneider, Uwe H./Mülbert, Peter O.* (Hrsg.): Wertpapierhandelsrecht: Kommentar, Band II: WpHG, 8. Auflage, Köln 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG, § Rn.].
- Ders./Schütze, Rolf A./Buck-Heeb, Petra* (Hrsg.): Handbuch des Kapitalanlagerechts, 6. Auflage, München 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB, § Rn.].
- Azizuddin, Khalid*: ISS and Glass Lewis recommend voting against Bayer management board, Responsible Investor, 4. April 2019, abrufbar unter <https://www.responsible-investor.com/iss-and-gl-bayer/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Bachmann, Gregor*: Klimaschutz durch Gesellschaftsrecht?, NJW 2024, 2734–2737.
- Ders.*: Zielsetzung und Governance von Unternehmen im Lichte der Klimaverantwortung, ZHR 187 (2023), 166–208.
- Ders.*: Nachhaltiger Kodex?, ZHR 186 (2022), 641–652.
- Ders.*: CSR-bezogene Vorstands- und Aufsichtsratspflichten und ihre Sanktionierung, ZGR 2018, 231–261.
- Ders.*: Reform der Corporate Governance in Deutschland – Zum Juristentagsgutachten 2012, AG 2012, 565–579.
- Ders.*: Abschaffung der Hauptversammlung?, in: Altmeppen, Holger/Fitz, Hanns/Honsell, Heinrich (Hrsg.), Festschrift für Günter H. Roth zum 70. Geburtstag, München 2011, S. 37–51.
- Backhaus, Richard/Tielmann, Jörgen* (Hrsg.): Der Aufsichtsrat: Kommentar, 2. Auflage, München 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: Backhaus/Tielmann, AR, § Rn.].
- BaFin* (Hrsg.): Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken, Stand: 13.01.2020, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_Nachhaltigkeitsrisiken.html [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.* (Hrsg.): Emittentenleitfaden, Modul B: Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile / Notwendige Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren, Stand: 30. Oktober 2018, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul2/emittentenleitfaden_node.html [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.* (Hrsg.): Emittentenleitfaden, Modul C: Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (MAR), Stand: 25. März 2020, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/emittentenleitfaden_node.html [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Baisch, Peter/Ivic, Katharina*: Gestaltung ist Haltung – Die Implementierung nachhaltiger Aspekte in der Gesellschaftsverfassung, CMS Deutschlang Blog, 10. Mai 2021, abrufbar unter <https://www.cms-hs-blogg.de/rechtsthemen/sustainability/sustainability-corporate-governance-risk-compliance/gestaltung-ist-haltung-die-implementierung-nachhaltiger-aspekte-in-die-gesellschaftsverfassung/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Bakker, Michael H. C.*: Shareholder Proposals and Sustainability: An Empirically-Based Critical Reflection, ECFR 2023, 276–313.

- Balke, Michaela*: Zwischenbefund aus der Praxis zu den organisatorischen Herausforderungen der ESG-Richtlinien für Unternehmen, AG 2023, 732–741.
- Barclays Investment Banking* (Hrsg.): Review of Shareholder Activism 2023, 12. Februar 2024, öffentlich verfügbare Zusammenfassung abrufbar unter <https://www.ib.barclays/our-insights/top-shareholder-activism-trends-2023.html> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Barko, Tamas/Cremers, Martijn/Renneboog, Luc*: Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance, *Journal of Business Ethics* (2022), Volume 180, 777–812, abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2977219 [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Bassen, Alexander*: Institutionelle Investoren und Corporate Governance: Analyse der Einflussnahme unter besonderer Berücksichtigung börsennotierter Wachstumsunternehmen, Wiesbaden 2002 [zit. *Bassen*, Institutionelle Investoren, 2002, S.].
- Baums, Theodor*: Institutionelle Investoren im Aktienrecht – zur Umsetzung der ARUG II-Richtlinie, ZHR 183 (2019), 605–616.
- Bayer AG*: Ordentliche Hauptversammlung 2019, Abstimmungsergebnisse, abrufbar unter <https://www.bayer.com/de/investoren/hv-archiv> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.*: Stellungnahme zu den Abstimmungsempfehlungen der ISS und Glass Lewis zur Hauptversammlung, April 2019, abrufbar unter <https://www.bayer.com/sites/default/files/2020-11/hv-2019-stellungnahme-zur-iss-glass-lewis-abstimmungsempfehlung.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- BCG* (Hrsg.): Global Asset Management Report 2024: AI and the Next Wave of Transformation, Mai 2024, abrufbar unter <https://web-assets.bcg.com/a3/8a/9a5b5365468d8e5db5993160fa2a/2024-gam-report-may-2024-r.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.* (Hrsg.): Why Some Companies Are Ahead in the Race to Net Zero, Carbon Emissions Survey Report, November 2023, abrufbar unter <https://www.bcg.com/publications/2023/why-some-companies-are-ahead-in-the-race-to-net-zero-and-reducing-emissions> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies. + CO₂ AI* (Hrsg.): Boosting Your Bottom Line Through Decarbonization: Carbon Emissions Survey Report 2024, abrufbar unter <https://web-assets.bcg.com/09/68/8b0f9c5c4dea8c37f757b87705f3/why-climate-leaders-are-seeing-bottom-line-results-sep-2024-edit-04.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Beck, Hannah*: Shareholder Activism – Erscheinungsformen, Konsequenzen, Bewertung, *Freilaw* 2/2016, 89–96, abrufbar unter https://freilaw.de/wordpress/wp-content/uploads/2020/08/2016-2_Freilaw.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Becker, Friedwart/Horn, Claus-Henrik*: Ungeschriebene Aktionärsrechte nach Holzmüller und Gelatine, *JuS* 2005, 1067–1070.
- Behrmann, Maximilian/Sassen, Remmer*: Anwendung ökologischer und sozialer Leistungsindikatoren in der Vorstandsvergütung und Unternehmenssteuerung, *ZfU* 2018, 437–467.
- Beltran, Luisa*: ISS could kill HP-Compaq, *CNN Money News*, 4. März 2002, abrufbar unter https://money.cnn.com/2002/03/04/deals/iss_hp/index.htm [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

- Beneke, Moritz/Heidel, Thomas/Lochner, Daniel*: Für den Erhalt der etablierten deutschen Aktienkultur: Erwiderung auf die Vorschläge eines VGR-Arbeitskreises für eine große Aktienrechtsreform, AG 2024, 528–537.
- BeckOGK AktG → siehe unter *Stilz, Eberhard/Veil, Rüdiger/Henssler, Martin* (Hrsg.).
- BeckOGK BGB → siehe unter *Gsell, Beate/Krüger, Wolfgang/Lorenz, Stephan u.a.* (Hrsg.).
- BeckOGK HGB → siehe unter *Henssler, Martin/Herresthal, Carsten/Paschke, Marian* (Hrsg.).
- BeckOGK Rom II-VO → siehe unter *Budzikiewicz, Christine/Weller, Marc-Philippe/Wurmnest, Wolfgang u.a.* (Hrsg.).
- BeckOK BGB → siehe unter *Hau, Wolfgang/Poseck, Roman* (Hrsg.).
- BeckOK WpHR → siehe unter *Buck-Heeb, Petra/Seibt, Christoph H./Harnos, Rafael* (Hrsg.).
- Berger, Lucina/Favoccia, Daniela/Groß, Wolfgang/Heldt, Cordula*: ESG-Studie: Unternehmen im Transformationsprozess: Herausforderungen und Chancen von Nachhaltigkeit, AG 2022, 279–283.
- Berger, Klaus Peter/Stemper, Marthe-Marie*: Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern, WM 2010, 2289–2295.
- Binder-Tietz, Sandra*: Kommunikation von Aufsichtsratsvorsitzenden: Grundlagen – Strukturen – Ziele – Management, Berlin 2022 [zit. *Binder-Tietz, Kommunikation*, 2022, S.].
- Binnie, Isla*: BlackRock’s Fink says he’s stopped using ‘weaponised’ term ESG, Reuters, 26. Juni 2023, abrufbar unter <https://www.reuters.com/business/environment/blackrocks-fink-says-hes-stopped-using-weaponised-term-esg-2023-06-26/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Blackrock, Inc.*: BlackRock Investment Stewardship: Proxy voting guidelines for Benchmark Policies: U.S. securities, effective as of January 2025, abrufbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Blaurock, Uwe*: Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht?, ZGR 2007, 603–653.
- Böhringer, Andrea/Döding, Karl*: Aktion und Reaktion – Anti-ESG-Aktivismus am Horizont, AG 2022, R304–R307.
- Bolton, Patrick/Despres, Morgan/Pareira Da Silva, Luiz Awazu/Samama, Frédéric/Svartzman, Romain*: The green swan: Central banking and financial stability in the age of climate change, Januar 2020, abrufbar unter <https://greencentralbanking.com/research/the-green-swan-central-banking-and-financial-stability-in-the-age-of-climate-change/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- von Bomhard, Nikolaus/Redeke, Julian*: Say on Climate, in: Vom Wert guter Governance, Redenius-Hövermann, Julia/Schmidt, Hendrik/Wolff, Michael (Hrsg.), Festschrift für Christian Strenger zum 80. Geburtstag, Memmingen 2023, 76–91.
- Born, Manfred/Ghassemi-Tabar, Nima/Gehle, Burkhard* (Hrsg.): Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7: Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten (Corporate Litigation), 6. Auflage, München 2020 [zit. *Bearbeiter*, in: MHdB GesR VII, § Rn.].
- BPP Group* (Hrsg.): Best Practice Principles for Provides of Shareholder Voting Research & Analysis, Juli 2019, abrufbar unter <https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2019/07/2019->

- Best-Practice-Principles-for-Shareholder-Voting-Research-Analysis.pdf* [zuletzt abgerufen am 15. März 2025; zit. BPP, 2019, S.]
- Brandes, Wolf*: Impact Investing geht über ESG hinaus, *Börsen-Zeitung*, 9. Oktober 2024, abrufbar unter <https://www.boersen-zeitung.de/esg-pro/finanzielle-rendite-mit-wirkung-verbinden> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Brellocks, Michael/Stark, Johanna*: Institutionelle Investoren (ETF-Fonds, Versicherungen, Pensionskassen) im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, *ZHR* 185 (2021), 319–372.
- Brenntag SE*: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2023, abrufbar unter <https://corporate.brenntag.com/de/investor-relations/hauptversammlung/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.*: Stellungnahme zu Abstimmungsempfehlungen der Glass Lewis zur Hauptversammlung, Juni 2023, abrufbar unter <https://corporate.brenntag.com/en/media/news/brenntag-ses-statement-on-glass-lewis-voting-recommendation-dated-31-may-2023.html> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Breuer, Marten*: Climate Change Litigation à la *Strasbourg*, *TLJ* 2024, 196–201.
- Bruce, Annette/Jeromin, Christoph*: Corporate Purpose – das Erfolgskonzept der Zukunft: Wie sich mit Haltung Gemeinwohl und Profitabilität verbinden lassen, Wiesbaden 2020 [zit. *Bruce/Jeromin*, *Corporate Purpose*, 2020, S.].
- Brückner, Patrick*: Aktivistische Aktionäre: Leitbildgedanken zum Aktionär, rechtliche Beschränkungen aktivistischen Aktionärsverhaltens und Reaktionsmöglichkeiten, Berlin 2023 [zit. *Brückner*, *Aktivistische Aktionäre*, 2023, S.].
- Buck-Heeb, Petra/Seibt, Christoph H./Harnos, Rafael* (Hrsg.): Beck'scher Online-Kommentar Wertpapierhandelsrecht, 14. Edition, München 2025, Stand: 01.01.2025 [zit. *Bearbeiter*, in: BeckOK WpHR, §/Art. Gesetz/VO Rn.].
- Budzikiewicz, Christine/Weller, Marc-Philippe/Wurmnest, Wolfgang u.a.* (Hrsg.): beck-online.GROSSKOMMENTAR: Rom II-VO, München 2025, Stand: 01.08.2018 [zit. *Bearbeiter*, in: BeckOGK Rom II-VO, Art. Rn.].
- von Bülow, Christoph/Bücker, Thomas*: Abgestimmtes Verhalten im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, *ZGR* 2004, 669–720.
- Bueren, Eckart*: Short-termism im Aktien- und Kapitalmarktrecht: Ideengeschichte, Rechtsvergleichung, Rechtsökonomie, Tübingen 2022 [zit. *Bueren*, *Short-termism*, 2022, S.].
- Ders.*: Sustainable Finance, *ZGR* 2019, 813–875.
- Bürgers, Tobias/Lieder, Jan* (Hrsg.): Aktiengesetz, 6. Auflage, Heidelberg 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Bürgers/Lieder, AktG, § Rn.].
- Bunz, Thomas*: Vorbereitungs- und Reaktionsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen auf Shareholder Activism, *NZG* 2014, 1049–1053.
- Burgi, Martin/Habersack, Mathias* (Hrsg.): Öffentliches Recht des Unternehmens: Handbuch, München 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: Burgi/Habersack, *Unternehmens ÖffR HdB*, § Rn.].
- BVI* (Hrsg.): Analyse-Leitlinien für Hauptversammlungen 2025, abrufbar unter https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Regulierung/Branchenstandards/ALHV/241021_BVI_ALHV_2025.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

- Ders. (Hrsg.): Fokus Nachhaltigkeit: Der nachhaltige Fondsmarkt im dritten Quartal 2024, abrufbar unter https://www.bvi.de/uploads/tx_bvibcenter/Fokus_Nachhaltigkeit_Q3_2024_web_01.pdf [zuletzt abgerufen am 14. März 2025].
- Ders. (Hrsg.): Investmentstatistik: Gesamtübersicht nach Anlageprodukten und Anlageschwerpunkten, 31. Dezember 2024, abrufbar unter https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Statistik/2024_12_31_Investmentstatistik_Gesamtmarkt_DE.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Ders. (Hrsg.): Wohlverhaltensregeln, Stand: 1. Juli 2019, S. 9, abrufbar unter https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Regulierung/2019_07_BVI_Wohlverhaltensregeln.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Cahn, Andreas: Die Leitung der Aktiengesellschaft durch den Vorstand, NZG 2023, 299–302.
- Canaris, Claus-Wilhelm: Die Reichweite der Expertenhaftung gegenüber Dritten, ZHR 163 (1999), 206–245.
- Çapa, Mehmet Sadık: Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse im Aktienrecht aus rechtsvergleichender Sicht, Marburg 2021 [zit. Çapa, Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse, 2021, S.].
- Casper, Matthias: Acting in Concert – Grundlagen eines neuen kapitalmarktrechtlichen Zurechnungstatbestandes, ZIP 2003, 1469–1477.
- Castendiek, Marc: „Vertragliche“ Ansprüche Dritter im internationalen Privatrecht, IPRax 2022, 449–456.
- CDP (Hrsg.): The Carbon Majors Report 2017, Juli 2017, abrufbar unter <https://cdn.cdp.net/cdp-production/cms/reports/documents/000/002/327/original/-Majors-Report-2017.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Chatzinerantzis, Alexandros/Rölike, Nicole: Environmental – Social – Governance 2023: Aktuelle ESG-Entwicklungen, DB Beilage 2/2023, 3–6.
- Chenet, Hugues/Ryan-Collins, Josh/van Lerven, Frank: Finance, climate-change and radical uncertainty: Towards a precaution approach to financial policy, Ecological Economics 183 (2021), Article 106957, 1–14, abrufbar unter <https://www.sciencedirect.com/journal/ecological-economics/vol/183/suppl/C> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Chromik, Marcus/Lüdeking, Matthias: Sicherung nachhaltiger Unternehmensführung durch interne Berichtssysteme und Risikomanagement, ZHR 187 (2023), 209–227.
- von Coeln, Christian/Mann, Thomas (Hrsg.): Grundsetz, Kommentar, begr. v. Michael Sachs, 10. Auflage, München 2024 [zit. Bearbeiter, in: Sachs, GG, Art. Rn.].
- Cohen, Shira/Kadach, Igor/Ormazabal, Gaizka/Reichelstein, Stefan: Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence, Journal of Accounting Research, Volume 61, Issue 3, 2023, S. 805–853, abrufbar unter <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12481>.
- Coordination gegen BAYER-Gefahren e.V. u. a.: Gegenanträge zur Hauptversammlung der Bayer AG, 2019, abrufbar unter <https://www.bayer.com/sites/default/files/2020-11/hv-2019-gegenantraege.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Copland, James/Larcker, David f./Tayan, Brian: The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry, Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 18-27 (2018), abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3188174 [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Córcoles, Ascensión Gallego: Proxy Advisors in the Voting Process: Some Considerations for Future Regulation in Europe, ECFR 2016, 106–156.

Corporate Climate Responsibility Monitor (Hrsg.): Assessing the Transparency and Integrity of Companies' Emission Reduction and Net-Zero Targets, April 2024, abrufbar unter <https://newclimate.org/resources/publications/corporate-climate-responsibility-monitor-2024#:~:text=The%202024%20Corporate%20Climate%20Responsibility,they%20demonstrate%20corporate%20climate%20leadership>. [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Climate Accountability Institute (Hrsg.): Carbon Majors: Update of Top Twenty Companies 1965-2017, Press Release, 9. Oktober 2019, abrufbar unter <https://climateaccountability.org/wp-content/uploads/2020/12/CAI-PressRelease-Top20-Oct19.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Dachverband der Kritischen Aktionärinnen und Aktionäre: Gegenantrag zu TOP 2 der ordentlichen Hauptversammlung der DWS Group GmbH & Co. KGaA, 2024, abrufbar unter <https://group.dws.com/ir/annual-general-meeting/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Ders.: Gegenantrag zu TOP 3 der ordentlichen Hauptversammlung der Siemens AG, 2024, abrufbar unter <https://www.kritischeaktionaere.de/siemens/siemens-vorstand-agiert-verantwortungslos-unsere-gegenantraege> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Ders.: Gegenantrag zu TOP 2 der ordentlichen Hauptversammlung der RWE AG, 2020, abrufbar unter <https://www.rwe.com/-/media/RWE/documents/05-investor-relations/finanzkalender-und-veroeffentlichungen/hv2020/geganantraege-dachverband-der-kritischen-aktionaerinnen-und-aktionaere.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Dahmen, Lennart: Pflichten von Vermögensverwaltern und institutionellen Anlegern nach dem Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie, GWR 2019, 117–120.

DAI: Stellungnahme zu ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisory: Deutsches Aktieninstitut's response, 25. Juni 2012, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2012-06-25_dai-comment_esma_consultation_proxy_advisory_1.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Dass./Hengeler Müller (Hrsg.): ESG Study: Companies in the Transformation Process – Challenges and Opportunities of Sustainability, Mai 2022, abrufbar unter https://hengeler-news.com/assets/articles/2022-04_HM-DAI_ESG-Study-2022.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Dauner-Lieb, Barbara: Schadensersatz statt der Leistung – Wider den effizienten Vertragsbruch!, in: Danzl, Karl-Heinz/Dauner-Lieb, Barbara/Wittwer, Alexander (Hrsg.), Deutsches, österreichisches und internationales Schadensersatzrecht, Festschrift für Christian Huber, München 2020.

Dies.: Aktuelle Vorschläge zur Präsenzsteigerung in der Hauptversammlung, WM 2007, 9–16.

Dies./Langen, Werner (Hrsg.): NomosKommentar: BGB Schuldrecht, 4. Auflage, Baden-Baden 2021 [zit. *Bearbeiter*, in: NK-BGB SchuldR, § Rn.].

Deutscher Juristentag e.V. (Hrsg.): 74. Deutscher Juristentag, Stuttgart 2024, Beschlüsse, abrufbar unter https://djt.de/wp-content/uploads/2022/04/djt_74_Beschluesse_241209.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

- Dilenge, Michele*: Vorstandsvergütung und Greenwashing, BB 2023, 2819–2823.
- DIRK* (Hrsg.): HV-Saison 2024 – Entwicklungen im DAX40 und Trends bei den Stimmrechtsberatern und institutionellen Anlegern, 1. Juli 2024, abrufbar unter https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2024/07/2.3-HV-Saison-2024_Entwicklungen-im-DAX40-und-Trends-bei-den-Stimmrechtsberatern-und-institutionellen-Anleger.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Ders.* (Hrsg.): Stimmrechte auf der Hauptversammlung – Empfehlungen zur Zusammenarbeit mit Proxy Advisors, DIRK IR-Guide Band IX, Frankfurt 2014, S. 17, abrufbar unter https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2020/11/IR-Guide-Proxy-Advisor_FINAL.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dittmann, Felix/Schiereck, Dirk*: Ankündigungen von Klimaneutralitätszielen – Signale des Aufbrauchs oder des Verschlafens?, ZfU 2021, 130–149.
- DMI/Olshan Frome Wolosky* (Hrsg.): Shareholder Activism Annual Review 2024, abrufbar unter https://learn.diligent.com/rs/946-AVX-095/images/Shareholder_Activism_2024.pdf?version=0 [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Döding, Karl*: ESG-Aktivismus auf dem Vormarsch, AG 2021, R249–R250.
- Dörrwächter, Jan*: Nachhaltigkeit und Gesellschaftsinteresse: Zu den Pflichten des Vorstands im Zusammenhang mit ESG, NZG 2022, 1083–1093.
- Ders.*: Stimmrechts- und Vergütungsberatung, Interessenkonflikte und Unabhängigkeit, AG 2017, 409–415.
- Doyle, Timothy M.*: The Realities of Robo-Voting, in: American Council for Capital Formation (Hrsg.), November 2018, abrufbar unter https://accf.org/wp-content/uploads/2018/11/ACCF-RoboVoting-Report_11_8_FINAL.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Drechsler, Jannes*: Die Zielfunktion der Aktiengesellschaft und Friedmans Gesellschaftsbild im Spiegel internationaler gesellschaftsrechtlicher Entwicklungen, ZVglRWiss 123 (2024), 231–258.
- Drescher, Ingo/Fleischer, Holger/Schmidt, Karsten* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Gesetzbuch, Band 1, 6. Auflage, München 2025 [zit. *Bearbeiter*, in: MüKoHGB, § Rn.].
- Drinhausen, Florian*: Weiterer Reformbedarf im Aktienrecht – Mehr Aktionärsdemokratie wagen, ZHR 186 (2022), 201–212.
- Dutta, Anatol*: Das Statut der Haftung aus Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte, IPRax 2009, 293–299.
- Ders.*: Die neuen Haftungsregeln für Ratingagenturen in der Europäischen Union: Zwischen Sachrechtsvereinheitlichung und europäischem Entscheidungseinklang, WM 2013, 1729–1736.
- Eberius, Robert*: Verrechtlichung der ESG-Compliance: Pflichten für Fondsmanager und institutionelle Investoren, WM 2019, 2143–2152.
- Ebenroth/Boujong*, HGB → siehe unter *Joost, Detlev/Strohn, Lutz/Poelzig, Dörte* (Hrsg.).
- Eberspächer, Marc-Oliver*: Europäische Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater: Regulierungskompetenz und Regulierungsstrategien der Europäischen Union, Baden-Baden 2016 [zit. *Eberspächer*, Stimmrechtsberater, 2016, S.].

- Eccles, Robert G./Kastrapeli, Mirtha D.*: The Investing Enlightenment: How Principle and Pragmatism can create Sustainable Value through ESG, Boston 2017, abrufbar unter https://integratedreporting.ifrs.org/wp-content/uploads/2017/04/The_Investing_Enlightenment.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- EFAMA* (Hrsg.): Stewardship Code: Principles for asset managers‘ monitoring of, voting in, engagement with investee companies, 2018, abrufbar unter https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA%20Stewardship%20Code_FINAL.pdf (zuletzt abgerufen am 15. März 2025).
- Ehrl, Max*: Klimaschutz und Compliance im deutschen Gesellschaftsrecht – der steinige Weg zu mehr Verbindlichkeit, NZG 2021, 1521–1522.
- Ekardt, Felix*: Umweltschutz und Zivilrecht: Nachhaltigkeit durch Kapitalgesellschaftsrecht?, ZUR 2016, 463–473.
- Ekkenga, Jens*: Privilegien für Finanzintermediäre als Betreiber eines umwelt- und sozialpolitisch erwünschten „Shareholder Activism“?, in: Donald, David C./Haag, Hendrik/Paech, Philipp (Hrsg.), Nationales und Internationales Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, Festschrift für Andreas Cahn, München 2023, 71–83.
- Ders.*: Zur (Um-)Lenkung der Kapitalströme durch Investmentfonds zwecks Förderung „nachhaltiger“ Investitionen: ein Systemüberblick unter Berücksichtigung ausgewählter Problemschwerpunkte – Teil I, WM 2022, 1765–1771.
- Ders.*: Investmentfonds als neue Kontrollagenten einer „nachhaltigen“ Realwirtschaft: Sinnvolle Instrumentalisierung oder schrittweise Demontage der Kapitalmärkte in Europa?, WM 2020, 1664–1674.
- Ders./Schirrmacher, Carsten/Schneider, Björn*: Offene Fragen zur rechtlichen Steuerung nachhaltigen Unternehmertums, NJW 2021, 1509–1513.
- Emmerich, Volker/Habersack, Mathias* (Hrsg.): Aktien- und GmbH-Konzernrecht, Kommentar, 10. Auflage, München 2022.
- Encraft Impactive GmbH & Co. KG*: Ergänzungsantrag zur Tagesordnung der ordentlichen Hauptversammlung der RWE Aktiengesellschaft, 2022, abrufbar unter <https://www.rwe.com/-/media/RWE/documents/05-investor-relations/finanzkalender-und-veroeffentlichungen/hv2022/ergaenzung-der-tagesordnung-2022.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Engert, Andreas*: Hedgefonds als aktivistische Aktionäre, ZIP 2006, 2105–2113.
- Engine No. 1*: Engine No. 1 Responds to ExxonMobil Board Announcement, Pressemitteilung vom 24. Mai 2021, abrufbar unter <https://www.businesswire.com/news/home/20210524005576/en/Engine-No.-1-Responds-to-ExxonMobil-Board-Announcement> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- ESMA/EBA* (Hrsg.): Report: Implementation of SRD2 provisions on proxy advisors and the investment chain, ESMA32-380-267, 27. Juli 2023, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-07/ESMA32-380-267_Report_on_SRD2.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.* (Hrsg.): Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, ESMA/2013/84, 19. Februar 2013, abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-84.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Eßers, Lukas: Social Purpose als Unternehmenszweck, BB 2025, 450–454.

ExxonMobil Corporation: Susan Avery elected to ExxonMobil board, Pressemitteilung vom 25. Januar 2017, abrufbar unter https://corporate.exxonmobil.com/news/news-releases/2017/0125_susan-avery-elected-to-exxonmobil-board [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

EY (Hrsg.): Auswertung der Nachhaltigkeitsberichterstattung der DAX-40-Unternehmen für das Geschäftsjahr 2023, öffentlich abrufbare Zusammenfassung vom 16. August 2024, abrufbar unter https://www.ey.com/de_de/newsroom/2024/08/ey-dax-esg-analyse-august-2024 [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

EZB (Hrsg.): Leitfaden zu Klima- und Umweltrisiken: Erwartungen der Aufsicht in Bezug auf Risikomanagement und Offenlegungen, November 2020, abrufbar unter <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.de.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Fassbach, Burkhard/Schneiders, Benedikt: ESG auf der Agenda des Managements, GWR 2023, 210–212.

Faure, Anna: Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht, Baden-Baden 2019 [zit. *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre, 2019, S.].

Favoccia, Daniela/Maier, Moritz: Collaborative Engagement in ESG-Angelegenheiten und die Zurechnung von Stimmrechten, AG 2024, 148–156.

Ferrari, Franco/Kieninger, Eva-Maria/Mankowski, Peter u.a. (Hrsg.): Internationales Vertragsrecht, Rom I-VO – CISG – CMR – FactÜ, 3. Auflage, München 2018 [zit. *Bearbeiter*, in: Ferrari/Kieninger/Mankowski u.a., IntVertragsR, Art. Gesetz/VO Rn.].

Fest, Timo: Sustainable Shareholder Activism: Anliegen, Hemmnisse und Reformperspektiven, AG 2024, 269–281.

Ders.: Nachhaltige Unternehmensführung – Die Perspektive des Vorstands unter besonderer Berücksichtigung von Art. 25 CSDDD-E, AG 2023, 713–721.

Fink, Larry: Letter to CEOs, 2021, abrufbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2021-larry-fink-ceo-letter> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Fischer, David/Behncke, Nicolette/Fink, Hendrik: Klimawandel als Risiko und Chance für Unternehmen: Implikationen und Umsetzung der Empfehlungen der Expertenkommission TCFD, WPg 2017, 1143–1151.

Fleischer, Holger: Auf dem Weg zu einem Klimagesellschaftsrecht?, DB 2024, 2410–2418.

Ders.: Klimaklagen gegen Vorstandsmitglieder: Englische Fälle und deutsches Recht, AG 2023, 833–844.

Ders.: Green Boardrooms: Klimaschutz und Corporate Governance, AR 2022, 26–27.

Ders.: Klimaschutz im Gesellschafts-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, DB 2022, 37–45.

Ders.: Corporate Purpose: A Management Concept and its Implications for Company Law, ECFR 2021, 161–189.

Ders.: Corporate Purpose: Ein Management-Konzept und seine gesellschaftsrechtlichen Implikationen, ZIP 2021, 5–15.

Ders.: Corporate Social Responsibility – Vermessung eines Forschungsfeldes aus rechtlicher Sicht, AG 2017, 509–525.

- Ders.*: Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht, AG 2012, 2–11.
- Ders.*: Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers, ZGR 2011, 155–181.
- Ders.*: Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2009, 505–541.
- Ders.*: Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Aktienrecht: Von „Holzmüller“ zu „Gelatine“, NJW 2004, 2335–2339.
- Ders./Chatard, Yannick*: Gesetzliche Zertifizierung nachhaltiger Unternehmen: Die französische „société à mission“ als Vorbild für Deutschland?, NZG 2021, 1525–1532.
- Ders./Hülse, Philipp*: Klimaschutz und aktienrechtliche Kompetenzverteilung: Zum Für und Wider eines „Say on Climate“, DB 2023, 44–53.
- Ders./Strothotte, Christian*: Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa? AG 2011, 221–233.
- FNG (Hrsg.)*: Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2024: Deutschland und Österreich, abrufbar unter https://fng-marktbericht.org/fileadmin/Marktbericht/2024/FNG-Marktbericht_2024_Online.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Freitag, Robert*: Art. 9 Rom I-VO, Art. 16 Rom II-VO als Superkollisionsnormen des Internationalen Schuldrechts? – Gedanken zum Verhältnis zwischen internen und externen Lücken des EuIPR, IPRax 2016, 418–426.
- Ders.*: Neue Publizitätspflichten für institutionelle Anleger? Kritische Anmerkungen zum Vorschlag der Kommission für eine Neufassung der Aktionärsrechterichtlinie, AG 2014, 647–655.
- Florstedt, Tim*: Die wesentlichen Änderungen des ARUG II nach den Empfehlungen des Rechtsausschusses: Weitere sozial- und ökopolitische Indienstnahme der AG, Höchstgrenzen für Vorstandsgehälter und Effektivierung des Aktionärsschutzes bei related party transactions, ZIP 2020, 1–9.
- Friede, Gunnar/Busch, Timo/Bassen, Alexander*: ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015, abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2699610 [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Fröndhoff, Bert*: Hedgefonds: Aktivistische Investoren fordern hohe Renditen statt Klimaschutz, Handelsblatt, 3. Juli 2024, abrufbar unter <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/hedgefonds-aktivistische-investoren-fordern-hohe-renditen-statt-klimaschutz/100049765.html> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Ders./Witsch, Kathrin/Hubik, Franz u.a.*: Immer mehr Konzerne kappen Klimaziele – Was den Wandel bremst, Handelsblatt, 12. Juni 2024, abrufbar unter <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/energie/transformation-immer-mehr-konzerne-kappen-klimaziele-was-den-wandel-bremst-01/100040478.html> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Fuchs, Andreas/Zimmermann, Martin (Hrsg.)*: Wertpapierhandelsrecht, WpHG, MAR, 3. Auflage, München 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Fuchs/Zimmermann, §/Art. Gesetz/VO Rn.].
- Fuhrmann, Ben W./Döding, Karl*: Enkraft Capital vs. RWE AG – misslungener Auftakt des ESG-Aktivismus in Deutschland?, AG 2022, R168–R170.

- Ders./Röseler, Sandra M.*: VW und die Leitungsautonomie – legitime Schranke für ESG-Aktivismus in Deutschland?, AG 2022, R153–R155.
- Gabius, Katja*: Das G in ESG: Herausforderungen durch die Nachhaltigkeitstransformation für den Aufsichtsrat, CCZ 2023, 51–58.
- GAO* (Hrsg.): Report to Congressional Requesters, Corporate Shareholder Meetings – Issues Relating to Firmst hat advise Institutional Investors on Proxy Voting, GAO-07-765, 2007, abrufbar unter <https://www.gao.gov/assets/gao-07-765.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- GEA Group AG*: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2024, abrufbar unter <https://www.gea.com/de/company/investor-relations/events-releases/agm/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Georgeson* (Hrsg.): European AGM Season Review 2024, abrufbar unter <https://www.georgeson.com/uk/insights/2024-european-agm-season-review> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Ders.* (Hrsg.): European AGM Season Review 2023, abrufbar unter <https://www.georgeson.com/uk/insights/2023-agm-season-review#:~:text=Fewer%20%22Say%20on%20Climate%22%20proposals,on%20their%20own%20voting%20policies> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Ders.* (Hrsg.): European AGM Season Review 2022, abrufbar unter <https://www.georgeson.com/uk/insights/2022-agm-season-review> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Gerlicher, Dominik*: Shareholder Activism im Regelungskontext des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts, Hamburg 2017 [zit. *Gerlicher*, Shareholder Activism, 2017, S.].
- Ghassemi-Tabar, Nima* (Hrsg.): Deutscher Corporate Governance Kodex, Kommentar, 2. Auflage, München 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: Ghassemi-Tabar, DCGK, Grundsatz Rn.].
- Ders./Cordes, Malte* (Hrsg.): Handbuch Vorstand und Aufsichtsrat: Rechte, Pflichten, Haftung, CMS, RMS, IKS, ESG, Straf- und Bußgeldtatbestände, D&O-Versicherung, 2. Auflage, Köln 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und AR, § Rn.].
- Glass Lewis*: Climate Thematic Voting Policy Guidelines, 2025, abrufbar <https://www.glasslewis.com/policy-guidelines> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.*: Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Continental Europe, 2025, abrufbar unter <https://www.glasslewis.com/policy-guidelines> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.*: Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Germany, 2025, abrufbar unter <https://www.glasslewis.com/policy-guidelines> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.*: Proxy Voting Benchmark Policy Guidelines: Shareholder Proposals & ESG-Related Issues, 2025, abrufbar unter <https://www.glasslewis.com/policy-guidelines> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.*: Shareholder Proposals Proxy Season Review 2023, abrufbar unter <https://www.glasslewis.com/resources-content-types/season-reviews> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Goette, Wulf/Arnold, Michael* (Hrsg.): Handbuch Aufsichtsrat, 2. Auflage, München 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: AR-HdB, § Rn.].
- Ders./Habersaack, Mathias/Kalss, Susanne* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz [zit. *Bearbeiter*, in: MüKoAktG, § Rn.]

- Band 2, 6. Auflage, München 2024,
- Band 3, 6. Auflage, München 2024,
- Nachtrag ARUG II, 5. Auflage, München 2021.

Graßl, Bernd/Nikoleyczik, Tobias: Shareholder Activism und Investor Activism: Typische Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene Vorbereitung und mögliche Reaktion der Zielgesellschaft, AG 2017, 49–60.

Grigoleit, Hans Christoph (Hrsg.): Aktiengesetz, Kommentar, 2. Auflage, München 2020 [zit. *Bearbeiter*, in: Grigoleit, AktG, § Rn.].

Grisar, Daniel/Volhard, Antonia: Vertraglich verbindliche Nachhaltigkeitsverpflichtungen in GmbH und AG, NZG 2024, 515–521.

Gröntgen, Florian: Operativer shareholder activism: Eine rechtliche Analyse des Zusammenspiels von aktivistischen Aktionären und Verwaltungsorganen unter Einbeziehung von Aktionärsrechterichtlinie und ARUG II (RegE), Köln 2020 [zit. *Gröntgen*, Operativer shareholder activism, 2020, S.]

GroßKommAktG → siehe unter *Hirte, Heribert/Mülbert, Peter O/Roth, Markus* (Hrsg.).

Groth, Julia: Abstimmung auf Hauptversammlungen – Stimmrechtsberater: Die heimliche Macht im Hintergrund, WirtschaftsWoche, 21. Mai 2023, abrufbar unter <https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/abstimmung-auf-hauptversammlungen-stimmrechtsberater-die-heimliche-macht-im-hintergrund/29155392.html> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Grüneberg: Bürgerliches Gesetzbuch mit Nebengesetzen, 84. Auflage, München 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Grüneberg, BGB, § Rn.].

Gsell, Beate/Krüger, Wolfgang/Lorenz, Stephan u.a. (Hrsg.): Beck-online.GROSSKOMMENTAR BGB, München 2025, Stand: 01.02.2025 [zit. *Bearbeiter*, in: BeckOGK BGB, § Rn.].

Haar, Brigitte: Haftung für fehlerhafte Ratings von Lehman-Zertifikaten – Ein neuer Baustein für ein verbessertes Regulierungsdesign im Ratingsektor?, NZG 2010, 1281–1285.

Habersack, Mathias: Freiheit und Nachhaltigkeit – zur Rolle der Aktiengesellschaft und ihrer Aktionäre, NZG 2023, 1103–1106.

Ders.: „Corporate Purpose“, in: Bachmann, Gregor/Grundmann, Stefan/Mengel, Anja/Kropf, Kaspar (Hrsg.), Festschrift für Christine Windbichler zum 70. Geburtstag am 8. Dezember 2020, Berlin/Boston 2020, 707–718.

Ders.: Gemeinwohlbindung und Unternehmensrecht, AcP 2020, 594–663.

Ders.: Rechtsfragen des Emittenten-Ratings, ZHR 169 (2005), 185–210.

Ders./Vetter, Jochen: Vorschläge für eine große Aktienrechtsreform, AG 2024, 377–393.

Habighorst, Magnus: Corporations, Climate, Governance – German Status Quo and Perspectives, TLJ 2024, 261–267.

Häller, Jan/Hoegen, Benedikt: Aktuelle Herausforderungen bei der Gestaltung der Vorstandsvergütung, ZVglRWiss 120 (2021), 209–221.

Hannigan, Branda: The Rise of Stewardship – “Smoke and Mirror” or Governance Realignment?, in: Siekmann, Helmut (Hrsg.), Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag, Band I, Tübingen 2017, 561–578.

- Harbarth, Stephan*: „Corporate Sustainability Due Diligence“-Richtlinie: (Kein) Systemumbruch im deutschen Aktienrecht?, AG 2022, 533–639.
- Ders.*: Aktienrecht, Gemeinwohl und Vergütungsparameter, ZGR 2018, 379–402.
- Harnos, Rafael*: Die gesellschaftsrechtliche Klimatrias: richtiger Schritt oder Sackgasse auf dem Weg zum nachhaltigen Unternehmensrecht? Kritische Analyse des Gutachtens F zum 74. Deutschen Juristentag und Beitrag zur Umsetzung des Art. 22 CSDDD sowie zum Say on Climate und Pay for Climate, AG 2024, S28.
- Ders.*: Bericht: 19. Jahrestagung „Die Hauptversammlung“ des Deutschen Aktieninstituts: (K)eine Änderung in der Praxis?, AG 2022, R290–R294.
- Ders./Holle, Philipp Maximilian*: Say on Climate, AR 2022, 12.
- Dies.*: Say on Climate, AG 2021, 853–866.
- Hasemyer, David*: Exxon’s Nod to Climate Change: A Board Member Who’s an Expert on It, Inside Climate News, 26. Januar 2017, abrufbar unter <https://insideclimatenews.org/news/26012017/exxons-nod-climate-change-board-member-who-studied-it/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Hasselblatt, Gordian N.* (Hrsg.): Münchener Anwaltshandbuch, Gewerblicher Rechtsschutz, 6. Auflage, München 2022 [zit. *Bearbeiter*, in: MAH Gewerblicher Rechtsschutz, § Rn.].
- Hau, Wolfgang/Poseck, Roman* (Hrsg.): Beck’scher Online-Kommentar BGB, 73. Edition, München 2025, Stand: 01.02.2025 [zit. *Bearbeiter*, in: BeckOK BGB, § Rn.].
- Hauber, Steffen*: Der Stimmrechtsberater in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft: Zugleich ein Beitrag zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie II, Baden-Baden 2020 [zit. *Hauber*, Stimmrechtsberater, 2020, S.].
- Haubold, Philipp P.*: Die Normierung der Unternehmensziele der Aktiengesellschaft im Lichte der Nachhaltigkeit, Baden-Baden 2024 [zit. *Haubold*, Nachhaltige Unternehmensziele, 2024, S.].
- Hausmann, Rainer/Odersky, Felix* (Hrsg.): Internationales Privatrecht in der Notar- und Gestaltungspraxis, Personenrecht und Rechtsgeschäfte, Familienrecht, Erbrecht, Schuldvertrags- und Sachenrecht, Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, München 2021 [zit. *Bearbeiter*, in: Hausmann/Odersky, IPR, § Gesetz Rn.].
- Hecker, Andreas/Bröcker, Norbert*: Die CSR-Berichtspflicht in der Hauptversammlungssaison 2018, AG 2017, 761–770.
- Hefermehl, Wolfgang*: Der Warentest in rechtlicher Sicht, GRUR 1962, 611–619.
- Heichl, Veronika/Henselmann, Klaus*: Nachhaltigkeitsberichterstattung im Wandel: Von der NFRD zu CSRD – Empirische Analyse von Unternehmen der DAX-Familie im Geschäftsjahr 2022, IRZ 2024, 75–82.
- Heidel, Thomas* (Hrsg.): Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Auflage, Baden-Baden 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Heidel, Gesetz, § Rn.].
- Heinen, Vanda*: Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance, Wiesbaden 2018 [zit. *Heinen*, institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater, 2018, S.].
- Dies./Koch, Christopher*: Stimmrechtsberater in der Corporate Governance – Implikationen für Unternehmen, BB 2018, 2731–2735.

- Dies./Koch, Christopher/Scharfbillig, Mario*: Exporting Corporate Governance: Do Foreign and Local Proxy Advisors Differ?, Gutenberg School of Management and Economics & Research Unit “Interdisciplinary Public Policy”, Discussion Paper Number 1810, Mainz 2018, abrufbar unter https://download.uni-mainz.de/RePEc/pdf/Discussion_Paper_1810.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Heithecker, Dirk* (Hrsg.): Handbuch Nachhaltige Finanzwirtschaft, Heidelberg 2021 [zit. *Bearbeiter*, in: Heithecker, HdB Nachhaltige Finanzwirtschaft, Kap. Rn.].
- Heldt, Cordula*: (Klima-)Transitionspläne in der Hauptversammlung: Das „Nein“ beim Say on Climate, HV-Magazin 01/2025, S. 30–31, abrufbar unter https://www.going-public.de/wp-content/uploads/epaper/epaper-HV_Magazin_01-2025/?mc_cid=57f78f61b7&mc_eid=29a09a4ae0#30 [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Hell, Patrick*: Stimmrechtsberater in der modernen Corporate Governance – Weitergehender Regulierungsbedarf oder „Much Ado About ... Something Else“?, ZGR 2021, 50–85.
- Ders.*: Offenlegung nichtfinanzieller Informationen: Nichtfinanzielle Publizitätspflichten im Spannungsfeld von Informations- und Regulierungsfunktion im europäischen, deutschen und US-amerikanischen Aktien-, Bilanz und Kapitalmarktrecht, Tübingen 2020 [zit. *Hell*, Offenlegung nichtfinanzieller Informationen, 2020, S.].
- Ders.*: Die Shareholder Proposal Rule des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts als Instrument des nachhaltigkeitsorientierten Aktionärsaktivismus, ZVglRWiss 119 (2020), 314–338.
- Ders.*: A Defense of Proxy Advisors in Light of the Revised EU Shareholder Rights Directive, ECL 2019, 185–192 abrufbar unter <https://doi.org/10.54648/eucl2019027>.
- Ders.*: Institutionelle Investoren, Stewardship und ESG, NZG 2019, 338–342.
- Hellgardt, Alexander/Hoger, Andreas*: Transatlantische Konvergenz der Aktionärsrechte, ZGR 2011, 38–82.
- Henning, Peter/Lehnen, Holger*: Auswahl und Festlegung sachgerechter Ziele (Verzielung) bei der Vorstandsvergütung von Finanzinstituten, WM 2022, 1771–1778.
- Henssler, Martin/Strohn, Lutz* (Hrsg.): Gesellschaftsrecht, BGB, PartGG, HGB, GmbHG, AktG, DCGK, GenG, UmwG, InsO, AnfG, IntGesR, 6. Auflage, München 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Henssler/Strohn, Gesetz, § Rn.].
- Herberger, Maximilian/Martinek, Michael/Rüßmann, Helmut u.a.* (Hrsg.): juris Praxiskommentar BGB, Band 6 – Internationales Privatrecht und UN-Kaufrecht, 10. Auflage, Saarbrücken 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: jurisPK-BGB IV, Art. VO Rn.].
- Herchen, Hilke*: Die Transformation des deutschen Privatrechts, NJW 2022, 3111–3115.
- Henssler, Martin/Herresthal, Carsten/Paschke, Marian* (Hrsg.): beck-online.GROSSKOMMENTAR HGB, München 2025, Stand: 01.02.2025 [zit. *Bearbeiter*, in: BeckOGK HGB, § Rn.].
- Heuser, Michael*: Die zivilrechtliche Haftung von Ratingagenturen nach Art. 35a Rating-VO (EU) Nr. 462/2013, Berlin 2019 [zit. *Heuser*, Haftung von Ratingagenturen, 2019, S.].
- Heuser, Moritz*: Shareholder Activism: Aktienrechtliche Schranken für Anteilseigneraktivismus, Köln 2012 [zit. *Heuser*, Shareholder Activism, 2012, S.].
- Ders.*: Aktivistische Aktionäre im Kontext des Aktien- und Kapitalmarktrechts, Der Konzern 2012, 308–319.

HK-BGB → siehe unter *Schulze, Reiner* (Hrsg.).

HK-ZPO → siehe unter *Saenger, Ingo* (Hrsg.).

Hirte, Heribert (Hrsg.): Kapitalgesellschaftsrecht, 9. Auflage, Köln 2023.

Ders./Mülbert, Peter O/Roth, Markus (Hrsg.): Aktiengesetz Großkommentar [zit. *Bearbeiter*, in: GroßKommAktG, § Rn.]

- Band 2, Teilband 1, §§ 23–40, 5. Auflage, Berlin 2016,
- Band 3, Teilband 1, §§ 53a–66, 5. Auflage, Berlin 2022,
- Band 4, Teilband 1, §§ 76–91, 5. Auflage, Berlin 2015,
- Band 6, § 117, 5. Auflage, Berlin 2018,
- Band 7, Teilband 1, §§ 118–130, 5. Auflage, Berlin 2017,
- Band 7, Teilband 2, §§ 131–146, 5. Auflage, Berlin 2019,
- Band 8, §§ 150–178, 5. Auflage, Berlin 2018.

Ders./Möllers, Thomas M.J. (Hrsg.): Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage, Köln 2014 [zit. *Bearbeiter*, in: KK-WpHG, § Rn.].

Hitz, Joerg-Markus/Lehmann, Nico: Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets, *European Accounting Review*, Taylor & Francis Journals, Vol. 27, Issue 4, 2018, 713–745, abrufbar unter <https://doi.org/10.1080/09638180.2017.1305282>.

Hölters, Wolfgang/Weber, Markus (Hrsg.): Aktiengesetz, Kommentar, 4. Auflage, München 2022 [zit. *Bearbeiter*, in: Hölters/Weber, AktG, § Rn.].

Hoffmann-Becking, Michael/Austmann, Andreas (Hrsg.): Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4: Aktiengesellschaft, 6. Auflage, München 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: MHdB GesR IV, § Rn.].

Holle, Philipp Maximilian: Kartellrechtliche Bewältigung von Nachhaltigkeitskooperationen, *ZHR* 188 (2024), 98–147.

Hollerung, Lukas: Sustainable Mergers & Acquisitions – eine Bestandsaufnahme, *ZHR* 188 (2024), 148–175.

Hommelhoff, Peter: CSR-Vorstands- und Aufsichtsratspflichten, *NZG* 2018, 1361–1366.

Ders.: Gesetzgebungsprojekte im Gesellschafts- und Unternehmensrecht für die kommende Legislaturperiode, *ZIP* 2013, 2177–2183.

Ders./Hopt, Klaus J./Leyens, Patrick C. (Hrsg.): Unternehmensführung durch Vorstand und Aufsichtsrat: Aktien-, Kapitalmarkt- und Bilanzrecht Corporate Governance, München 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Hommelhoff/Hopt/Leyens, Unternehmensführung, § Rn.].

Hopt, Klaus J.: Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, *ZHR* 166 (2002), 383–432.

House of Representatives: Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017, Report 115-451, 7. Dezember 2017, abrufbar unter <https://www.wlrk.com/docs/CorporateGovernanceReformandTransparencyActof2017.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Hüfstege, Rainer/Mansel, Heinz-Peter (Hrsg.): Bürgerliches Gesetzbuch: Rom-Verordnungen, Band 6, 4. Auflage, Baden-Baden 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: NK-BGB, Art. VO Rn.].

- Ihlau, Susann/Zwenger, Katharina*: Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten bei Anlageentscheidungen und Unternehmensbewertungen, BB 2020, 2091–2095.
- IIGCC*: Letter to ISS: Net Zero Proxy Advice, 30. August 2023, abrufbar unter <https://www.iigcc.org/insights/iigcc-proxy-advisor-working-group-sends-letter-to-iss> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.*: Investor Expectations of Corporate Transition Plans: From A to Zero, 2023, abrufbar unter <https://www.iigcc.org/resources/investor-expectations-of-corporate-transition-plans-from-a-to-zero> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Illert, Staffan/Schneider, Claudia*: Environmental – Social – Governance 2022 : ESG und Shareholder Activism, DB Beilage 2/2022, 33–35.
- Dies.*: Environmental – Social – Governance 2021 : ESG-relevante Themen für den Vorstand einer börsennotierten AG, DB Beilage 2/2021, 27–30.
- Inci, Serdar*: Shareholder Engagement: Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance, Baden-Baden 2018 [zit. *Inci*, Shareholder Engagement, 2018, S.].
- Insightia (Hrsg.): ESG Activism 2022, Report 2023.
- IPCC* (Hrsg.): Klimawandel 2021, Naturwissenschaftliche Grundlagen, Beitrag von Arbeitsgruppe I zum Sechsten Sachstandsbericht, Zusammenfassung für die politische Entscheidungsfindung, 2021, abrufbar unter <https://www.de-ipcc.de/350.php> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.* (Hrsg.): Klimawandel 2022, Minderung des Klimawandels, Beitrag von Arbeitsgruppe III zum Sechsten Sachstandsbericht, Zusammenfassung für die politische Entscheidungsfindung, 2022, abrufbar unter <https://www.de-ipcc.de/355.php> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.* (Hrsg.): Klimawandel 2022, Folgen, Anpassung und Verwundbarkeit, Beitrag von Arbeitsgruppe II zum Sechsten Sachstandsbericht, Zusammenfassung für die politische Entscheidungsfindung, 2022, abrufbar unter <https://www.de-ipcc.de/355.php> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Ipreo Ltd./DIRK* (Hrsg.): Investoren der Deutschland AG 5.0: Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30, Gemeinschaftsstudie 2018, S. 13, abrufbar unter https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2020/11/Investoren_der_Deutschland_AG_5-0_DAX-Studie-2018_Ipreo_DIRK.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- ISS*: Proxy Voting Guidelines: Benchmark Policy Recommendations: Central Europe, effective for Meetings on or after February 1, 2025, abrufbar unter <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.*: International Climate Proxy Voting Guidelines: Policy Recommendations, effective for Meetings on or after February 1, 2025, abrufbar unter <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/specialty/Climate-International-Voting-Guidelines.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.*: Proxy Voting Guidelines: Benchmark Policy Recommendations: United States, effective for Meeting on or after February 1, 2023, abrufbar unter <https://www.issgovernance.com/file/policy/2023/americas/US-Voting-Guidelines.pdf?v=1> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

- Dies.*: Due Diligence Package: ISS Governance Research & Voting and ISS ESG, Dezember 2024, abrufbar unter <https://www.issgovernance.com/compliance/due-diligence-materials/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Jaspers, Philipp*: Das Minderheitenrecht auf Bestellung eines besonderen Nachhaltigkeitsprüfers: Bloßes Kuriosum oder „Say on Climate“ durch die Hintertür?, AG 2022, R240–R243.
- Ders.*: Sustainable Shareholder Activism: Neue Herausforderung für die aktienrechtliche Beratung, AG 2022, 145–157.
- Jauernig, BGB → siehe unter *Stürner, Rolf* (Hrsg.).
- juris: Praxiskommentar BGB → siehe unter *Herberger, Maximilian/Martinek, Michael/Rüßmann, Helmut u.a.* (Hrsg.).
- Joost, Detlev/Strohn, Lutz/Poelzig, Dörte* (Hrsg.): Handelsgesetzbuch, begr. v. Karlheinz Boujong, Carsten Thomas Ebenroth und Detlev Joost, Band 2: Transportrecht, Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage, München 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Ebenroth/Boujong, HGB, § Gesetz Rn.].
- Kalss, Susanne*: Gesellschaftsrecht und Klimakrise, JZ 17/2024, 766–774.
- Dies.*: Stimmrechtsberater ans Licht oder an die Kandare?, EuZW 2014, 441–442.
- Kapoor, Sunny*: Haftung von Ratingagenturen für Emissionsratings, WM 2021, 2420–2424.
- Kehrel, Elias*: Der Einfluss von Sustainable Finance auf die Nachhaltigkeitsziele deutscher Aktiengesellschaften: Eine Untersuchung vor dem Hintergrund der Nachhaltigkeitsberichtspflichten für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter, Hürth 2023 [zit. *Kehrel*, Sustainable Finance, 2023, S.].
- Kelly, Tom Giles*: Institutional investors as environmental activists, Journal of Corporate Law Studies, 2021, Vol. 21, No. 2, 467–489, abrufbar unter <https://doi.org/10.1080/14735970.2021.1881356> [zit. *Kelly*, J Corp L Stud, Vol. 21, No. 2, 467].
- Keltsch, Torsten*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit – Entwicklung und Gegenwart sozial-ökologischen Aktionärsengagements in den USA und in Deutschland, Berlin 2012 [zit. *Keltsch*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S.].
- KK-AktG → siehe unter *Noack, Ulrich/Zetzsche, Dirk* (Hrsg.).
- KK-WpHG → siehe unter *Hirte, Heribert/Möllers, Thomas M.J.* (Hrsg.).
- Kleiner, Philipp*: Umweltfinanzmarktrecht – Standortbestimmung und Regulierung der Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten, Tübingen 2024 [zit. *Kleiner*, Umweltfinanzmarktrecht, 2024, S.].
- Kleinmanns, Hermanns*: Shareholder Activism – bedeutender Einfluss institutioneller Investoren auch in Deutschland?, IRZ 2016, 341–345.
- Klöhn, Lars*: Passive Investoren, Aktivisten und die Reform des deutschen Hauptversammlungsrechts, ZHR 192 (2021), 192–225.
- Ders./Brellocks, Michael/Schmolke, Klaus Ulrich/Semrau, Stephan* (Hrsg.): Marktmissbrauchsverordnung: Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Missbrauch, 2. Auflage, München 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: Klöhn, MMVO, Art. Rn.].

- Ders./Schwarz, Philip*: Die Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, ZIP 2012, 49–158.
- Kneissl, Matthias*: Die Neuausrichtung des deutschen Aktienrechts: Ein Vorschlag für eine immanente Reform, ZIP 2024, 2854–2860.
- Koch, Jens* (Hrsg.): Aktiengesetz, begr. v. Uwe Hüffer, 19. Auflage, München 2025 [zit. *Bearbeiter*, in: Koch, AktG, § Rn.].
- Ders.*: ESG – Zündstufen zum Megatrend, AG 2023, 553–563.
- Ders.*: Nachhaltigkeit im Personengesellschaftsrecht, ZPG 2023, 321–330.
- Ders.*: Der Kapitalanleger als Corporate Governance-Akteur im Rahmen der neuen §§ 134a ff. AktG, BKR 2020, 1–9.
- Kocher, Dirk/Heydel, Julia*: Kein abgestimmtes Verhalten und kein Stimmrechtsausschluss durch Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, AG 2011, 543–546.
- Köckeritz, Hagen*: Nachhaltigkeit – da (neue) Maß der Dinge bei der Vorstandsvergütung, NZG 2023, 1341.
- Köndgen, Johannes*: Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung, in: Boele-Woelki, Katharina/Faust, Florian/Jacobs, Matthias u.a. (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, Band I, München 2019, S. 671–700.
- König, Jan/Petermann, Vincenz*: Berücksichtigung von ESG-Faktoren in der Unternehmensbewertung, DStR 2023, 1150–1155.
- Kolat, Georg L.*: Shareholder Activism durch institutionelle Investoren: Ein organisationstheoretischer Beitrag zur Investor-Governance-Diskussion in Deutschland, Hamburg 2014 [zit. *Kolat*, Shareholder Activism durch institutionelle Investoren, 2014, S.].
- Kolter, Max*: Nachhaltigkeit durch Transparenz? Berichtspflichten als Instrument der Unternehmensregulierung, Tübingen 2023 [zit. *Kolter*, Nachhaltigkeit durch Transparenz, 2023, S.].
- Komo, Daniel/Mathias, Maximilian/Schimmel, Roland*: Say-on-Climate-Kompetenz der Hauptversammlung – Überlegungen und Vorschläge de lege ferenda, NZG 2025, 152–158.
- Kontogeorgou, Margarita*: Externes Rating und Anlegerschutz im Spiegel der neuen Verordnung (EU) Nr. 462/2013, DStR 2014, 1397–1404.
- Kort, Michael*: Neues zu „Holzmüller“: Bekanntmachungspflichten bei wichtigen Verträgen: Zugleich Besprechung von OLG Schleswig v. 8.12.2005 – 5 U 57/04, AG 2006, 120, AG 2006, 272–276.
- Kowalski, André*: Der Ersatz von Gesellschafts- und Gesellschafterschaden, Köln 1990 [zit. *Kowalski*, Gesellschafts- und Gesellschafterschaden, 1990, S.].
- Krause, Rainer*: Was liegt im Interesse der Gesellschaft?, ZHR 2023, 581–593.
- Kreft, Theresa/Schemmer, Elisabeth*: Die Regulierung von ESG-Rating-Anbietern in der EU, EuZW 2024, 1133–1143.
- Kremer, Thomas/Bachmann, Gregor/Favoccia, Daniela u.a.* (Hrsg.): Deutscher Corporate Governance Kodex, Kodex-Kommentar, 9. Auflage, München 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: Kremer u. a., DCGK, Grds./Empfehlung Rn.].

- Kretschmar, Thomas/Ringel, Marc/Schiereck, Dirk*: Nachhaltige Entwicklung und Klimaschutz durch große Investoren? Der Rückzug des norwegischen Staatsfonds aus Aktienanlagen in der Ölindustrie, ZfU 2020, 347–368.
- Krohn, Philipp*: Klimaschutzplan: Bayer ökologisch, Frankfurter Allgemeine, 20. August 2024, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/klimaschutzplan-bayer-oekologisch-19931204.html> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Kubis, Dietmar/Tödtmann, Ulrich* (Hrsg.): Arbeitshandbuch für Vorstandsmitglieder, begr. v. Johannes Semler und Martin Peltzer, 3. Auflage, München 2022 [zit. *Bearbeiter*, in: Kubis/Tödtmann, Vorstand-HdB, § Rn.].
- Kuhla, Tilmann*: Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, Marburg 2014 [zit. *Kuhla*, Stimmrechtsberater, 2014, S.].
- Kühle, Maximilian*: Bedürfnis für eine Say on Climate-Regelung, NZG 2023, 1583–1590.
- Kühnberger, Manfred/Wohlgemuth, Veit*: Zum Stand der nichtfinanziellen Berichterstattung – Eine Skizze globaler Entwicklungen, DStR 2022, 668–678.
- Kühn-Rittirsch, Denise/Welker, Tim*: Sorgfaltspflichten im Fokus: Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz vs. Batterieverordnung, ESG 2024, 127–140.
- Kumpan, Christoph/Misterek, Robin*: ESG-Risikomanagement im Spiel von CRR III, CRD VI und 7. MaRisk-Novelle, ZBB 2023, 1–22.
- Kuntz, Thilo*: ESG und Unternehmenssanierung in der Insolvenz, ZIP 2023, 1336–1347.
- Ders.*: Corporate Purpose – konzeptionelle Grundlagen, rechtstheoretische und rechtsdogmatische Aspekte, ZHR 186 (2022), 652–702.
- Kuthe, Thorsten*: Hauptversammlungssaison 2023: Analyse-Leitlinien des BVI und Abstimmungsrichtlinien von Glass Lewis und ISS, AG 2023, R8–R10.
- Ders./Beck, Sascha*: Vom Minderheitenschutz zum „Shareholder Activism“: Die Aktionärsverlangen nach § 122 AktG, AG 2019, 898–907.
- Ders./Lingen, Gero*: Anforderungen an eine nachhaltige Organvergütung und Unternehmensfinanzierung, CB 2021, 1–6.
- Laasch, Oliver/Wernick, Tessa*: Climate Change: Why Companies Should Embrace Disruptive Climate Activism, Harvard Business Review, 30. August 2024, abrufbar unter <https://hbr.org/2024/08/why-companies-should-embrace-disruptive-climate-activism> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Langenbucher, Katja*: Die Einflussnahme von Aktionären auf die Zusammensetzung des Vorstands, in: Dreher, Meinrad/Drescher, Ingo/Mülbert, Peter O./Verse, Dirk A. (Hrsg.), Festschrift für Alfred Bergmann zum 65. Geburtstag am 13. Juli 2018, Berlin/Boston 2018, 443–456.
- Dies.*: Hedge Fund Activism in Germany and the US – on Convergence, Differences and Normative Reasoning, in: Siekmann, Helmut (Hrsg.), Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag, Band I, Tübingen 2017, 743–760.
- Dies.*: Stimmrechtsberater, in: Krieger, Gerd/Lutter, Marcus/Schmidt, Karsten (Hrsg.), Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München 2013, 733–746.
- Langenbucher, Katja/Sharaf, Samy G.*: Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft, ZHR 185 (2021), 414–460.

- Lazard* (Hrsg.): Shareholder Activism Update: Early Look at 2023 Trends, Studienzusammenfassung, 18. April 2023, abrufbar unter <https://www.lazard.com/research-insights/shareholder-activism-update-early-look-at-2023-trends/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Leyens, Patrick C.*: Informationsintermediäre des Kapitalmarkts – Private Marktzugangskontrolle durch Abschlussprüfung, Bonitätsratings und Finanzanalyse, Tübingen 2017 [zit. *Leyens*, Informationsintermediäre, 2017, S.].
- Lieberknecht, Markus*: J. Greta BlackRock? Institutionelle Investoren als Klimaaktivisten, in: Bayer, Daria/Butz, Felix/Langlet, Franca u.a (Hrsg.), Nachhaltigkeitsrecht: Selbstverständnis, Status Quo und Perspektiven, Baden-Baden 2023, 189–205.
- Ders.*: Institutional Investors as Climate Activists: Curb your Enthusiasm, European Legal Studies Institute Osnabrück, Research Paper Series No. 22-04, 1–24, abrufbar unter https://www.elsi.uni-osnabrueck.de/fileadmin/user_upload/2022/ELSI_Research_Paper_Series_No_22-04.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Liebscher, Thomas*: Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG: Auslegung und Abgrenzung der übernahme- und kapitalmarktrechtlichen Zurechnungsvorschriften gem. § 22 WpHG, § 30 WpÜG, ZIP 2002, 1005–1017.
- Lieder, Jan*: Unternehmerische Entscheidungen des Aufsichtsrats, ZGR 2018, 523–583.
- von der Linden, Klaus/Winkler, Luise*: Environmental – Social – Governance 2024: ESG in der HV-Saison 2024, DB Beilage 2/2024, 30–31.
- Dies.*: Environmental – Social – Governance 2023: Die Hauptversammlung wird grün – Guidelines der Stimmrechtsberater, Say on Climate, ESG-Activism, DB Beilage 2/2023, 40–41.
- Link, Simon Patrick*: Shareholder und Investor Activism – Rechtsfragen der aktuellen Praxis, ZGR 2021, 904–955.
- Lutter, Marcus*: Teilfusionen im Gesellschaftsrecht, in: Fischer, Robert/Möhring, Philipp/Westermann, Harry (Hrsg.), Wirtschaftsfragen der Gegenwart, Festschrift für Carl Hans Barz zum 65. Geburtstag am 6. Dezember 1974, Berlin/New York 1974, 199–218.
- MAH Gewerblicher Rechtsschutz → siehe unter *Hasselblatt, Gordian N.* (Hrsg.).
- MAH Int. WirtschaftsR → siehe unter *Piltz, Burghard* (Hrsg.).
- Malenko, Nadya/Shen, Yao*: The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design, The Review of Financial Studies, Volume 29, Issue 12, 2016, 3394–3427, abrufbar unter <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw070>.
- Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennot. AG → siehe unter *Schäfer, Frank A.* (Hrsg.).
- Martens, Klaus-Peter*: Aktienrechtliche Probleme eines Ausstiegs aus der Kernenergie, in: Goerdeler, Reinhard/Hommelhoff, Peter/Lutter, Marcus u. a. (Hrsg.), Festschrift für Alfred Kellermann zum 70. Geburtstag am 29. November 1990, Berlin/New York 1991, 271–308.
- Mense, Christian/Klie, Marcus*: HV-Saison 2015 : Aktuelle Trends und rechtliche Entwicklungen für die Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungen, GWR 2015, 45–50.
- Merkner, Andreas/Schulenburg, Friedrich/Elixmann, Philipp*: Praxisfragen bei der Konzeptionierung und Durchführung eines Say on Climate, AG 2024, 257–268.

- Meyer, Andreas/Veil, Rüdiger/Rönnau, Thomas* (Hrsg.): Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2. Auflage, München 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: MarktmissbrauchsR-HdB, § 1 Rn. 1].
- Meyer-Sparenberg, Wolfgang/Jäckle, Christof* (Hrsg.): Beck'sches M&A-Handbuch: Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, 2. Auflage, München 2022 [zit. *Bearbeiter*, in: BeckHdB M&A, § Rn.].
- MHdB GesR IV → siehe unter *Hoffmann-Becking, Michael/Austmann, Andreas* (Hrsg.).
- MHdB GesR VIII → siehe unter *Born, Manfred/Ghassemi-Tabar, Nima/Gehle, Burkhard* (Hrsg.).
- Mittwoch, Ann-Christin*: Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht, Tübingen 2022 [zit. *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht, 2022, S.].
- Dies./Wetenkamp, Leah/Bleier, Annika*: Unternehmensrechtliche Nachhaltigkeit und ESG, NJW 2022, 3601–3605.
- Mock, Sebastian/Mohamed, Jean*: Say on Human Rights – zur Beachtung von Menschenrechten im aktienrechtlichen Organisationsgefüge, NZG 2022, 350–356.
- Ders./Velte, Patrick*: Nachhaltigkeit im (neuen) Deutschen Corporate Governance Kodex, AG 2022, 885–892.
- Möllers, Thomas M. J.*: Green Deal: Greenwashing, Information Overload und der vergessene Good Corporate Citizen als Investor, ZHR 185 (2021), 881–919.
- Möslein, Florian/Mittwoch, Anne-Christin*: Der Europäische Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums, WM 2019, 481–489.
- Moosmeyer, Klaus/Lösler, Thomas* (Hrsg.): Corporate Compliance: Handbuch der Haftungsvermeidung im Unternehmen, begr. v. Christoph E. Hauschka, 4. Auflage, München 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Moosmeyer/Lösler, Corporate Compliance, § Rn.].
- MüKoAktG → siehe unter *Goette, Wulf/Habersaack, Mathias/Kalss, Susanne* (Hrsg.).
- MüKoBGB → siehe unter *Säcker, Jürgen/Rixecker, Roland/Oetker, Hartmut/Limperg, Bettina/Schubert, Claudia* (Hrsg.).
- MüKoHGB → siehe unter *Drescher, Ingo/Fleischer, Holger/Schmidt, Karsten* (Hrsg.).
- MüKoZPO → siehe unter *Rauscher, Thomas/Krüger, Wolfgang* (Hrsg.).
- Mülbart, Peter*: Soziale Verantwortung von Unternehmen im Gesellschaftsrecht, AG 2009, 766–774.
- Ders./Sajnovits, Alexander*: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität im anbrechenden ESG-Zeitalter – *Klaus J. Hopt* zum 80. Geburtstag, WM 2020, 1557–1567.
- Müller-Michaels, Olaf/Ringel, Wiebke*: Muss sich Ethik lohnen? Wider die ökonomische Rechtfertigung von Corporate Social Responsibility, AG 2011, 101–113.
- Musielak, Hans-Joachim/Voit, Wolfgang* (Hrsg.): Zivilprozessordnung mit Gerichtsverfassungsgesetz: Kommentar, 21. Auflage, München 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Musielak/Voit, ZPO, § Rn.].
- Mutter, Stefan*: Vorlage und Erläuterung der nichtfinanziellen Erklärung: Wie ist die HV-Tagesordnung zu gestalten?, AG 2024, R6.

Nagel, Stefanie/Lorenz, Lennart/El-Qalqili, Joel: Nachhaltige Investitionen im System der Offenlegungs-VO und Taxonomie-VO, BKR 2022, 360–365.

Nietsch, Michael: Nachhaltigkeit als Aufgabe von Compliance? – Grundsatzüberlegungen zur organisatorischen Zuweisung im Unternehmen, CCZ 2023, 61–69.

Ders. (Hrsg.): Corporate Social Responsibility Compliance, Wiesbaden 2021 [zit. *Bearbeiter*, in: Nietsch, Corporate Social Responsibility Compliance, § Rn.].

Nikas, Alexandros/Doukas, Haris/Papandreou, Andreas: A Detailed Overview and Consistent Classification of Climate-Economy Models, in: Doukas, Haris/Flamos, Alexandros/Lieu, Jenny (Hrsg.), Understanding Risks and Uncertainties in Energy and Climate Policy: Multidisciplinary Methods and Tools for a Low Carbon Society, 2019, 1–54, abrufbar unter <https://doi.org/10.1007/978-3-030-03152-7>.

NK-BGB → siehe unter *Hüßtege, Rainer/Mansel, Heinz-Peter* (Hrsg.).

NK-BGB SchuldR → siehe unter *Dauner-Lieb, Barbara/Langen, Werner* (Hrsg.).

N.N.: Say on Climate Votes: Glass Lewis Overview, Glass Lewis Blog, 27. April 2021, abrufbar unter <https://www.glasslewis.com/say-on-climate-votes-glass-lewis-overview/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Noack, Ulrich/Zetzsche, Dirk (Hrsg.): Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage, Köln 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: KK-AktG, § Rn.]

- Band 1, 4. Auflage, Köln 2023,
- Band 2/1, 4. Auflage, Köln 2020,
- Band 3/1, 4. Auflage, Köln 2023.

Obernosterer, Vera: „Say on Climate“-Beschluss bei der Alzchem Group AG: Große Mehrheit der Aktionäre stimmt für Klimafahrplan, Gesellschaftsrecht Blog, 22. Mai 2023, abrufbar unter Blog Gesellschaftsrecht, 22. Mai 2023, abrufbar unter <https://blog.otto-schmidt.de/gesellschaftsrecht/2023/05/22/say-on-climate-beschluss-bei-der-alzchem-group-ag-grosse-mehrheit-der-aktionaeere-stimmt-fuer-klimafahrplan/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Ockenfels, Axel/Rostalski, Frauke: Klimawandel als Frage der Verantwortung, KlimR 2024, 258–266.

OECD (Hrsg.): ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations, Report 2021, abrufbar unter https://www.oecd.org/en/publications/esg-investing-and-climate-transition_7b321b7a-en.html [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Dies.: The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Corporate Governance, 2011, abrufbar unter https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2011/11/the-role-of-institutional-investors-in-promoting-good-corporate-governance_g1g15a8a/9789264128750-en.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

Ohmer, Nils: Gegenantrag zur ordentlichen Hauptversammlung der Siemens AG am 10. Februar 2022, S. 6, abrufbar unter <https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:d7f93cbc-4596-4d63-9670-38dc0ae7ae/Gegenantraege-HV2022-220127.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

van Olffen, Martin/Breukink, Evert-Jan: Say on What’s Next?, ECFR 2023, 745–758.

Orlik, Bernhard/Gebauer, Daniela: Lehren aus der HV-Saison 2019 – Die neue Macht der Aktionäre, HV-Magazin 03/2019, S. 10–13, abrufbar unter

- https://www.goingpublic.de/wp-content/uploads/epaper/2019_3_HV/#10 [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Osman, Yasmin*: Aareal Bank: Missglückte Hedgefonds-Revolté sorgt für Chaos im Aufsichtsrat, Handelsblatt, 9. Dezember 2021, abrufbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/ausserordentliche-hauptversammlung-aareal-bank-missglueckte-hedgefonds-revolte-sorgt-fuer-chaos-im-aufsichtsrat/27877954.html> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Osterloh-Konrad, Christine*: Die gute Absicht im Privatrecht, ZfPW 2024, 237–249.
- Dies./Stark, Johanna*: Haftung von Emittenten und Intermediären für Nachhaltigkeitsinformationen, ZHR 187 (2023), 309–347.
- Ott, Christoph*: Hauptversammlung for Future: Einfluss des Aktionariats auf die Aufstellung der Aktiengesellschaft in Klima- und Umweltfragen, NZG 2020, 99–103.
- Paefgen, Walter G.*: Nochmals: „Corporate Purpose“ – Überlegungen zu einem Beitrag in der Festschrift für Christine Windbichler, DZWIR 2022, 555–562.
- Ders.*: CSR als aktienrechtliche Organverantwortung, in: Bergmann, Alfred/Hoffmann-Becking, Michael/Noack, Ulrich (Hrsg.), Recht und Gesetz, Festschrift für Ulrich Seibert zum 65. Geburtstag, Köln 2019, 629–651.
- Papadelis, Sotiris/Flamos, Alexandros*: An Application of Calibration and Uncertainty Quantification Techniques for Agent-Based Models, in: Doukas, Haris/Flamos, Alexandros/Lieu, Jenny (Hrsg.), Understanding Risks and Uncertainties in Energy and Climate Policy: Multidisciplinary Methods and Tools for a Low Carbon Society, 2019, 79–96, abrufbar unter <https://doi.org/10.1007/978-3-030-03152-7>.
- Pardey, Frank/Balke, Rüdiger/Link, Jochen* (Hrsg.): StichwortKommentar: Schadenrecht: Haftungsgrund, Haftungsumfang, Versicherung, Baden-Baden 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: Pardey/Balke/Link, SchadenR, Stichwort Rn.].
- Piltz, Burghard* (Hrsg.): Münchener AnwaltsHandbuch: Internationales Wirtschaftsrecht, München 2017 [zit. *Bearbeiter*, in: MAH Int. WirtschaftsR, § Rn.].
- Plagemann, Nikolaus/Rahlmeyer, Niklas*: Vier Corporate Governance Trends für 2015, NZG 2015, 895–899.
- Podszun, Rupperecht/Rohner, Tristan*: Nachhaltigkeit im Recht – Transformation des Wirtschaftsrechts, NJW 2024, 3017–3024.
- Poelzig, Dörte*: Stimmrechtsberater – ihre Rolle und ihr rechtlicher Rahmen, ZHR 185 (2021), 373–413.
- Poseck, Roman*: Nachhaltiges Aktienrecht in der rechtspolitischen Perspektive, in: Nietsch, Michael (Hrsg.), Nachhaltiges Aktienrecht: 9. Wiesbadener Compliance-Tag der EBS Law School – Center for Corporate Compliance, Baden-Baden 2023, 11–20.
- PRI* (Hrsg.): Introductory Guides to Responsible Investment – An introduction to responsible investment: listed equity, 13. Januar 2025, abrufbar unter <https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-listed-equity/4932.article> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Pufé, Iris*: Nachhaltigkeit, 3. Auflage, Konstanz/München 2017 [zit. *Pufé*, Nachhaltigkeit, 2017, S.].

- PWC* (Hrsg.): Klimaberichterstattung börsennotierter Unternehmen, Studie 2020, Zusammenfassung öffentlich einsehbar unter <https://www.pwc.de/de/nachhaltigkeit/building-public-trust-award/klimaberichterstattung-borsennotierter-unternehmen.html#:~:text=Fast%20alle%20Unternehmen%20berichten%20grunds%C3%A4tzlich,dem%20Lagebericht%20oder%20nicht%EF%AC%81nanziellen%20Bericht> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Rat der EU*: „Fit für 55“: Rat verabschiedet wichtige Rechtsakte zur Verwirklichung der Klimaziele für 2030, Pressemitteilung vom 25. April 2023, abrufbar unter <https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2023/04/25/fit-for-55-council-adopts-key-pieces-of-legislation-delivering-on-2030-climate-targets/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Rauscher, Thomas* (Hrsg.): Europäisches Zivilprozess- und Kollisionsrecht: EuZPR / EUIPR, Band III: Rom I-VO – Rom II-VO, 5. Auflage, Köln 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: Rauscher, EuIPR III, Art. VO Rn.].
- Ders./Krüger, Wolfgang* (Hrsg.): Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung mit Gerichtsverfassungsgesetz und Nebengesetzen, Band 1, 7. Auflage, München 2025 [zit. *Bearbeiter*, in: MüKoZPO, § Rn.].
- Reichert, Jochem* (Hrsg.): Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung, begr. v. Johannes Semler und Rüdiger Volhard, 6. Auflage, München 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: Reichert, HV-HdB, § Rn.].
- Ders./Groh, Jakob*: (Noch) keine Klimapolitik über § 122 II AktG: Zugleich Bespr. von OLG Braunschweig Beschl. V. 8.5.2023 – 2 W 25/23, NZG 2023, 1504, NZG 2023, 1500–1503.
- Regelin, Frank Peter*: Nachhaltige Elemente in der Vorstandsvergütung – Pflicht oder Kür?, in: Nietsch, Michael (Hrsg.), Nachhaltiges Aktienrecht: 9. Wiesbadener Compliance-Tag der EBS Law School – Center for Corporate Compliance, Baden-Baden 2023, 41–70.
- Regierungskommission DCGK* (Hrsg.): Kodexreform 2022 hebt Bedeutung von ESG hervor, Pressemitteilung vom 17. Mai 2022, abrufbar unter <https://dcgk.de/files/dcgk/usercontent/de/download/pressemitteilungen/220517%20PM%20DCGK%202022.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Renner, Moritz*: Menschenrechts- und umweltbezogene Unternehmensverantwortung zwischen Kapitalmarkt und Lieferkette, ZEuP 2022, 782–819.
- Reuters*: Advisory firm Glass Lewis backs two dissident nominees in Exxon battle, 18. Mai 2021, abrufbar unter <https://www.reuters.com/business/finance/advisory-firm-glass-lewis-backs-two-dissident-nominees-exxon-battle-2021-05-18/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Rezmer, Anke*: Schlappe für DWS-Vorstand: Zehn Prozent der Aktionäre verweigern Entlastung, Handelsblatt, 16. Juni 2023, abrufbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/schlappe-fuer-dws-vorstand-zehn-prozent-der-aktionae-re-verweigern-entlastung-/29207846.html> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Rieckers, Oliver*: Nachlese zur Hauptversammlungssaison 2024 und Ausblick auf 2025 (Teil 1), DB 2025, 374–379.
- Ders.*: Nachlese zur Hauptversammlungssaison 2023 und Ausblick auf 2024 (Teil 2), DB 2024, 506–512.
- Ders.*: Nachlese zur Hauptversammlungssaison 2023 und Ausblick auf 2024 (Teil 1), DB 2024, 439–445.

- Ders.*: Nachlese zur Hauptversammlungssaison 2022 und Ausblick auf 2023 (Teil 1), DB 2023, 306–311.
- Ders.*: Nachlese zur Hauptversammlungssaison 2021 und Ausblick auf 2022, DB 2022, 172–184.
- Rodi, Michael*: Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht als Instrumente der Klimapolitik, KlimR 2022, 207–212.
- Ders./Kalis, Michael*: Klimaklagen als Instrument des Klimaschutzes, KlimR 2022, 5–10.
- Röttgen, Norbert/Kluge, Hans-Georg*: Nachhaltigkeit bei Vorstandsvergütungen, NJW 2013, 900–905.
- Rogg, Hanna/Rothenburg, Vera*: Umsetzung der CSRD-Berichtspflichten – Herausforderungen für den Vorstand, NZG 2024, 1349–1446.
- Roth, Markus*: Klimawandel und Gesellschaftsrecht, NZG 2024, 1103–1109.
- Ders.*: Reform des deutschen Alterssicherungssystems, ZRP 2023, 2–4.
- Rothenburg, Vera*: Ökologische und soziale Nachhaltigkeit im Entwurf des neuen Deutschen Corporate Governance Kodex, ESG 2022, 2–6.
- Rotsch, Friederike*: Gesellschaftsrecht zur Verfolgung von Klimaschutzziele wenig geeignet, AR 2024, 177–178.
- Rottenecker, Noah*: Nachhaltigkeitsaspekte in der Vorstandsvergütung: zur Ausgestaltung der Vergütungsstruktur gem. § 87 I AktG im Lichte der Nachhaltigkeitserfordernisse de lege lata und de lege ferenda, NZG 2024, 665–672.
- Ruland, Yorick/Bürger, Christian/Weber, Lars*: Environment, Social, Governance – ESG-bezogene Haftungsrisiken: Sustainable Finance, Greenwashing und Corporate Social Governance, Newsdienst Compliance 2022, 220027.
- Ruppel, Conrad*: ARUG II: Aktienrechtliche Transparenzpflichten für kollektive Vermögensverwalter im Lichte des Investmentrechts, ZGR 2022, 219–262.
- Ruttloff, Marc/Wagner, Eric/Reischl, Marcus/Skoupil, Christoph*: Auf dem Weg zum Chief Sustainability Officer (CSO) – Teil 1, CB 2021, 364–370.
- RWE AG*: Ordentliche Hauptversammlung 2022, Abstimmungsergebnisse, abrufbar unter <https://www.rwe.com/investor-relations/finanzkalender-und-veroeffentlichungen/zurueckliegende-hauptversammlungen/hauptversammlung-2022/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.*: Ordentliche Hauptversammlung 2020, Abstimmungsergebnisse, abrufbar unter <https://www.rwe.com/investor-relations/finanzkalender-und-veroeffentlichungen/zurueckliegende-hauptversammlungen/hauptversammlung-2020/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- S&P Market Intelligence/DIRK (Hrsg.)*: Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX in 2023, Joint study, Juni 2024, abrufbar unter <https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2024/06/DAX-Studie-Wem-gehoert-die-Deutschland-AG-11.0.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Sachs, GG → siehe unter von Coeln, Christian/Mann, Thomas (Hrsg.).

- Säcker, Jürgen/Rixecker, Roland/Oetker, Hartmut/Limberg, Bettina/Schubert, Claudia* (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch [zit. *Bearbeiter*, in: MüKoBGB, §/Art. VO Rn.]
- Band 1, 10. Auflage, München 2025,
 - Band 2, 9. Auflage, München 2022,
 - Band 3, 9. Auflage, München 2022,
 - Band 7, 9. Auflage, München 2022,
 - Band 9, 9. Auflage, München 2022,
 - Band 13, 9. Auflage, München 2022.
- Saenger, Ingo* (Hrsg.): NomosHandkommentar: Zivilprozessordnung: Familienverfahren, Gerichtsverfassung, Europäisches Verfahrensrecht, 10. Auflage, Baden-Baden 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: HK-ZPO, § Rn.].
- Salz, Jürgen*: Was die Aufspaltung von Brenntag bedeutet, WirtschaftsWoche, 5. Dezember 2023, abrufbar unter <https://www.wiwo.de/unternehmen/industrie/chemie-was-die-aufspaltung-von-brenntag-bedeutet-/29540906.html> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Sanders, Anne*: Say on Climate Beschlüsse von Hauptversammlungen – und die (grüne) Zukunft des Aktienrechts, in: VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2022, Köln 2023, 59–90.
- Schäfer, Achim/Wucherer, Wilhelm*: Aktivistische Aktionäre in AG und SE: Neue Akteure, alte Instrumente – Chancen für eine Renaissance der Hauptversammlung?, AG 2023, 483–493.
- Schäfer, Frank A.* (Hrsg.): Handbuch börsennotierte AG: Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, begr. v. Reinhard Marsch-Barner und Frank A. Schäfer, 6. Auflage, Köln 2025 [zit. *Bearbeiter*, in: Marsch-Barner/Schäfer, HdB börsennot. AG, Kap. Rn.].
- Ders./Sethe, Rolf/Lang, Volker* (Hrsg.): Handbuch der Vermögensverwaltung in Deutschland, der Schweiz, Österreich und Liechtenstein, 3. Auflage, München 2022 [zit. *Bearbeiter*, in: Schäfer/Sethe/Lang, Vermögensverwaltung-HdB, § Rn.].
- Schaefer, Hans*: Shareholder Activism und Corporate Governance, NZG 2007, 900–903.
- Schiessl, Maximilian*: Empfehlungen an Publikumsgesellschaften für den Umgang mit Hedgefonds, ZIP 2009, 689–697.
- Schirmer, Jan-Erik*: Die responsive Funktion der Hauptversammlung, ZHR 188 (2024), 60–97.
- Ders.*: Klimahaftung und Compliance, ZIP 2023, 234–240.
- Schlacke, Sabine/Köster, Miriam/Thierjung, Eva-Maria*: Das „Europäische Klimagesetz“ und seine Konsequenzen, EuZW 2021, 620–626.
- Schmiady, Hendrik/Naumann, Nico*: Collaborative Engagement und die Zurechnung von Stimmrechten: Wann kann es heikel werden?, BaFinJournal, 30. März 2023, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2023/fa_bj_23_03_Collaborative_Engagement.html [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Schmidt, Jessica*: Die Umsetzung der Aktionärsrechte-Richtlinie 2017: der Referentenentwurf für das ARUG II, NZG 2018, 1201–1220.
- Schmidt, Karsten/Bayer, Walter/Vetter, Jochen* (Hrsg.): Aktiengesetz: Kommentar, begr. v. Karsten Schmidt und Marcus Lutter, 5. Auflage, Köln 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § Rn.].

- Schmidt, Maximilian/Pacher, Sebastian*: ESG-Leistungskriterien in der Vorstandsvergütung, ZCG 2022, 112–115.
- Schmolke, Klaus Ulrich*: Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, ZGR 2007, 701–744.
- Schneider, Uwe H.*: Abgestimmtes Verhalten durch institutionelle Anleger: Gute Corporate Governance oder rechtspolitische Herausforderung?, ZGR 2012, 518–534.
- Ders./Anzinger, Heribert*: Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung – „A quiet guru’s enormous clout“, NZG 2007, 88–96.
- Schoch, Nicholas P.*: Interessenkonflikte bei kollektiven Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern, Baden-Baden 2021 [zit. *Schoch*, Interessenkonflikte, 2021, S.].
- Schockenhoff, Martin*: Proxy Fights – bald auch in Deutschland? Einwerben von Stimmrechtsvollmachten durch Aktionäre und Verwaltung, NZG 2015, 657–664.
- Ders./Culmann, Johannes*: Shareholder Activism in Deutschland, ZIP 2015, 297–307.
- Ders./Nußbaum, Anton*: Die neuen Transparenzvorschriften für Stimmrechtsberater, ZGR 2019, 163–190.
- Schön, Wolfgang*: „Nachhaltigkeit“ in der Unternehmensberichterstattung, ZfPW 2022, 207–256.
- Ders.*: Informationspflichten der Unternehmensleitung zwischen Aktionärsinteresse, Kapitalmarktinformation und sozialer Verantwortung, in: Boele-Woelki, Katharina/Faust, Florian/Jacobs, Matthias u. a. (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, Band II, München 2019, 391–409.
- Schroth, Ulrich*: Die Rechtsprechung des BGH zum Tötungsvorsatz in der Form des „dolus eventualis“, NSTZ 1990, 324–326.
- Schulze, Reiner* (Hrsg.): NomosHandkommentar: Bürgerliches Gesetzbuch, 12. Auflage, Baden-Baden 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: HK-BGB, § Rn.].
- Schumann, Alexander/Schockenhoff, Martin*: Acting in Concert – geklärte und ungeklärte Rechtsfragen, ZGR 2005, 568–610.
- Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel* (Hrsg.): Kapitalmarktrechts-Kommentar: Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Europäische Marktmissbrauchsverordnung, 5. Auflage, München 2020 [zit. *Bearbeiter*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, § Gesetz/VO Rn.].
- Schwarz, Philip*: Institutionelle Stimmrechtsberatung: Rechtstatsachen, Rechtsökonomik, rechtliche Rahmenbedingungen und Regulierungsstrategien, Berlin 2013 [zit. *Schwarz*, Stimmrechtsberatung, 2013, S.].
- Seibert, Ulrich*: Stimmrecht und Hauptversammlung – eine rechtspolitische Sicht, BB 1998, 2536–2540.
- Seibt, Christoph H.*: CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz: Berichterstattung über nichtfinanzielle Aspekte der Geschäftstätigkeit – Neues Element des Corporate Reputation Management, DB 2016, 2707–2716.
- Ders.*: Grenzen des übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestandes in § 30 Abs. 2 WpÜG (Acting in Concert): Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt/M., Beschluss v. 25.6.2004 – WpÜG 5, 6 und 8/03, ZIP 2004, 1309 – Pixelpark, ZIP 2004, 1829–1837.

- Ders./Mohamed, Jean*: Das Konzept des Deutschen Corporate Governance Kodex: Zwingend durch unionsrechtliche und internationale Vorstellungen?, AG 2022, 357–361.
- Ders./Vesper-Gräse, Marlen*: EU-Lieferketten-Richtlinie (CSDDD): Praxishinweise zum Handlungsbedarf, DB 2024, 1530–1538.
- Setzer, Joana/Higham, Catherine*: Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot, in: The London School of Economics and Political Science, Policy report 2024, abrufbar unter <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2024/06/Globaltrends-in-climate-change-litigation-2024-snapshot.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Seyfarth, Georg* (Hrsg.): Vorstandsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: Seyfarth, Vorstandsrecht, § Rn.].
- Sharaf, Samy G.*: Das Bekenntnis zu Menschenrechten in der Verbandssatzung, ZIP 2022, 1427–1435.
- Shu, Chong*: The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced, Journal of Financial Economics, Volume 154, April 2024, Article 103810, abrufbar unter <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103810>.
- Siemens AG*: Ordentliche Hauptversammlung 2022, Abstimmungsergebnisse, abrufbar unter <https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:be1bf259-89b7-4946-80eb-373175b703d4/Siemens-HV2022-Abstimmungsergebnisse.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Simons, Cornelius*: Corporate Social Responsibility und globales Wirtschaftsrecht: Rechtspolitisches Impulsreferat, ZGR 2018, 316–333.
- Skadden/Mergermarket* (Hrsg.): Activist Investing in Europe, 2025, abrufbar unter https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2025/01/activist_investing_in_europe_2025.pdf?rev=06ad2ee641d342eeae841744cd35e935 [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Smolenska, Agnieszka/van't Klooster, Jens*: A Risky Bet: Climate Change and the EU's Microprudential Framework for Banks, Journal of Financial Regulation, Volume 8, Issue 1, Oxford 2022, 51–74, abrufbar unter <https://doi.org/10.1093/jfr/fjac002>.
- Soergel*: Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, begr. v. Theodor Soergel [zit. *Bearbeiter*, in: Soergel, BGB, §/Art. Rn.]
- Band 3/2: Schuldrecht 1/2, §§ 243–304, 13. Auflage, Stuttgart 2014,
 - Band 9/2, Schuldrecht 7/2, §§ 631–651y, 13. Auflage, Stuttgart 2022,
 - Band 27/1: Rom II-VO; Internationales Handelsrecht; Internationales Bank- und Kapitalmarktrecht, 13. Auflage, Stuttgart 2019.
- Spießhofer, Birgit*: Die neue europäische Richtlinie über die Offenlegung nichtfinanzieller Informationen – Paradigmenwechsel oder Papiertiger?, NZG 2014, 1281–1287.
- Spindler, Gerald*: Klimaschutz und Aktienrecht: Der Funktionswandel der Corporate Governance, NZG 2021, 994–994.
- Ders.*: Corporate Social Responsibility in der AG – Mythos oder Realität?, in: Erle, Bernd/Goette, Wulf/Kleindiek, Detlef u. a. (Hrsg.), Festschrift für Peter Hommelhoff zum 70. Geburtstag, Köln 2012, 1133–1148.
- Stanford Graduate School of Business/Hoover Institution/Rock Center for Corporate Governance/MSCI Sustainability Institute* (Hrsg.): Institutional Investor Survey on Sustainability, Joint survey 2024, S. 6, abrufbar unter <https://www.msci-institute.com/wp-content/uploads>

- /2024/04/2024-cgri-msci-sustainability-survey-FINAL.pdf* [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- State Street Corp.*: Global Proxy Voting and Engagement Policy, effective March 25, 2024, for voting decisions as of March 26, 2024, abrufbar unter <https://www.ssga.com/library-content/assets/pdf/global/asset-stewardship/proxy-voting-and-engagement-policy.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- von *Staudinger, J.* (Hrsg.): Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen [zit. *Bearbeiter*, in: Staudinger, BGB, § Rn.]
- Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse, §§ 241–243; Neubearbeitung, Berlin 2024,
 - Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse, §§ 249–254, Neubearbeitung, Berlin 2021,
 - Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse, §§ 611 – 613, Neubearbeitung, Berlin 2022,
 - Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse, §§ 631 – 650v, Neubearbeitung, Berlin 2019,
 - Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse, §§ 826–829, Neubearbeitung, Berlin 2021.
- Stern, Alexander P.*: Fehlinformationen zur Nachhaltigkeit am Kapitalmarkt, NZG 2024, 1304–1311.
- Stern, Nicholas*: The Economics of Climate Change: The Stern Review, Cambridge 2007.
- Steuer, Sebastian*: Klimaziele im Unternehmensrecht: Freiwillige Verlautbarungen und Perspektiven nach dem CSDDD-Entwurf, ZIP 2023, 13–25.
- Ders.*: Passive Investoren: Indexbasierte Vermögensverwaltung und die Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, Baden-Baden 2022 [zit. *Steuer*, Passive Investoren, 2022, S.].
- Stilz, Eberhard/Veil, Rüdiger/ Henssler, Martin* (Hrsg.): beck-online.GROSSKOMMENTAR AktG, München 2025, Stand: 01.02.2025 [zit. *Bearbeiter*, in: BeckOGK AktG, § Rn.].
- Stüber, Katharina*: Der Einfluss von „Proxies“ in der Hauptversammlung, WM 2020, 211–217.
- Stürner, Rolf* (Hrsg.): Bürgerliches Gesetzbuch mit Rom-I-VO, Rom-II-VO, Rom-III-VO, EG-UnthVO/HUntProt und EuErbVO, begr. v. Othmar Jauernig, 19. Auflage, München 2023 [zit. *Bearbeiter*, in: Jauernig, BGB, §/Art. Gesetz/VO Rn.].
- Stumpp, Maximilian*: Nachhaltigkeitsratingagenturen: Haftung und Regulierung, Tübingen 2022 [zit. *Stumpp*, Nachhaltigkeitsratingagenturen, 2022, S.].
- Sustainable-Finance-Beirat* (Hrsg.): Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation, 31 Empfehlungen des Sustainable-Finance-Beirats an die Bundesregierung, 2021, abrufbar unter https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2021/02/210224_SFB_-Abschlussbericht-2021.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Taylor Wessing/Edelman Smithfield* (Hrsg.): Studie Hauptversammlung: Ergebnisse einer befragung im DAX40, MDAX, SDAX und Prime Standard, September 2023, abrufbar unter https://www.taylorwessing.com/-/media/taylor-wessing/files/germany/2023/10/hv-studie_taylor-wessing_edelman-smithfield_2023.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- TCFD* (Hrsg.): Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, Final Report, Juni 2017, abrufbar unter <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].

- Thaeter, Ralf/Guski, Roman*: Shareholder Activism: Gesellschaftsrechtliche Schranken aktiven Aktionärsverhaltens, AG 2007, 301–308.
- Thiemeßl, Matthias/Kornfeld, Melanie/Kienberger, Stefan*: Klimarisikoberichterstattung: Klimaszenarien und ihre Qualitätsmerkmale, IRZ 2024, 235–239.
- Theusinger, Ingo/Ilg, Felix*: Klimatransformationspläne: Stand der Praxis und künftige Rechtslage, DB 2024, 2419–2421.
- Thinking Ahead Institute (Hrsg.): The Asset Owner 100: Most influential capital on the planet, November 2023, abrufbar unter <https://www.thinkingaheadinstitute.org/content/uploads/2023/11/AO100-2023-final.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Tönnies, Alexander/Tönnies, Michael*: Nachhaltigkeit in der Vorstandsvergütung börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland: Ergebnisse einer Strichprobenanalyse von DAX-40- und S-DAX-Unternehmen für das Geschäftsjahr 2021, WPg 2024, 224–232.
- Torggler, Ulrich*: Proxy Advisors and Disclosure of Conflict of Interests, in: Tountopoulos, Vassilios/Veil, Rüdiger (Hrsg.), Transparency of stock corporations in Europe: rationales, limitations and perspectives, Athen/München 2019, 143–154.
- Tröger, Tobias*: Die Regelungen zu institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern im Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), ZGR 2019, 126–162.
- Tuch, Andrew f.*: Proxy advisor influence in a comparative light, Boston University Law Review, Vol. 99, 2019, Issue 1459, 1459–1513, abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3384264 [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Tüshaus, Fee*: Kapitalmarkt-Report: Say on Climate, AG 2023, R327–R328.
- Tyborski, Roman*: Aktionärsvertreter verweigern Conti-Chefaufseher Wolfgang Reitzle die Entlastung, Handelsblatt, 26. April 2023, abrufbar unter <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/autozulieferer-aktionarsvertreter-verweigern-conti-chefaufseher-wolfgang-reitzle-die-entlastung/29115818.html> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Unger, Knut*: Gegenantrag zu TOP 2 der ordentlichen Hauptversammlung der Vonovia SE, 2023, abrufbar unter <https://www.vonovia.com/investoren/corporate-governance/hauptversammlung-archiv-2023-bis-2021> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Union Investment Institutional GmbH* (Hrsg.): DAX 40 Klimastudie: Mühe lohnt sich, November 2024, abrufbar unter [690750_241105_Update_DAX_40_Klimastudie_2024.pdf](https://cdn.dam.union-investment.de/690750_241105_Update_DAX_40_Klimastudie_2024.pdf) https://cdn.dam.union-investment.de/690750_241105_Update_DAX_40_Klimastudie_2024.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- The Vanguard Group, Inc.*: Proxy voting policy for U.S. portfolio companies, effective February 2024, abrufbar unter https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/advocate/investment-stewardship/pdf/policies-and-reports/us_proxy_voting_policy_2024.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Dies.*: Vanguard Investment Stewardship Insights: ESG metrics in compensation plans, September 2023, abrufbar unter https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/advocate/investment-stewardship/pdf/perspectives-and-commentary/esg_metrics_in_compensation_plans.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Vaupel, Christoph f.*: Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, AG 2011, 63–77.

- Veil, Rüdiger* (Hrsg.): Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Tübingen 2022 [zit. *Bearbeiter*, in: Veil, Kapitalmarktrecht, § Rn.].
- Velte, Patrick*: Quo vadis, EU-Umweltberichterstattung? – Normative Rahmenbedingungen, empirische Befunde zum Einfluss von Corporate Governance und kritische Würdigung zur Entscheidungsnützlichkeit, DB 2023, 1041–1049.
- Ders.*: Sorgfaltspflichten in der Wertschöpfungskette als Bestandteil der Nachhaltigkeitsberichterstattung – Normative Rahmenbedingungen, empirische Befunde und kritische Würdigung, DStR 2023, 2358–2366.
- Ders.*: Nachhaltige Vergütungssysteme als Treiber der unternehmerischen Nachhaltigkeitsleistung? Ein Beitrag zur EU-Sustainable Corporate Governance-Debatte vor dem Hintergrund empirischer Befunde, DStR 2022, 440–446.
- Ders.*: Sustainable Corporate Governance: Integration von Nachhaltigkeit in das Aktien- und Bilanzrecht (Teil I), DB 2021, 1054–1062.
- Ders.*: „Nachhaltige und langfristige“ Vorstandsvergütung nach dem ARUG II: Erste Anmerkungen zur zwingenden Einbeziehung von Sozial- und Umweltaspekten nach § 87 I 2 AktG, NZG 2020, 12–15.
- Ders.*: Corporate Sustainability Committees, Chief Sustainability Officers and Environmental Performance – Empirical evidence from European firms, ZfU 2020, 191–213.
- Ders.*: Regulierung von Stimmrechtsberatern nach ARUG II – Neue Transparenzpflichten gem. § 134d AktG als „zahnloser Papiertiger“?, AG 2019, 893–898.
- Velte, Patrick/Stern, Hermann J.*: zur Einbeziehung der relativen CO₂-Leistung in die Vorstandsvergütung nach dem ARUG II, IRZ 2020, 389–396.
- Vetter, Eberhard*: Rechtsprobleme des externen Ratings, WM 2004, 1701–1712.
- Vetter, Jochen*: Aktionäre als Treiber für Nachhaltigkeit, in: Nietsch, Michael (Hrsg.), Nachhaltiges Aktienrecht: 9. Wiesbadener Compliance-Tag der EBS Law School – Center for Corporate Compliance, Baden-Baden 2023, 71–134.
- Ders.*: Sind Say-on-Climate-Beschlüsse sinnvoll?, AG 2023, 564–577.
- Ders.*: Say-on-Climate-Voten international im Trend, Börsen-Zeitung, 15. Mai 2022, abrufbar unter <https://www.boersen-zeitung.de/recht-kapitalmarkt/say-on-climate-voten-international-im-trend-9bd9371a-c161-11ec-90bc-84fdf3cf25fd> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Ders.*: Mehr Demokratie wagen? Überlegungen zu einer Erweiterung der Entscheidungskompetenzen der Hauptversammlung, in: Bergmann, Alfried/Hoffmann-Becking, Michael/Noack, Ulrich (Hrsg.), Recht und Gesetz, Festschrift für Ulrich Seibert zum 65. Geburtstag, Köln 2019, 1021–1040.
- Ders.*: Geschäftsleiterpflichten zwischen Legalität und Legitimität – Muss sich Ethik lohnen?, ZGR 2018, 338–378.
- VGR* (Hrsg.): Reformbedarf im Aktienrecht: Vorschläge für eine große Aktienrechtsreform, Köln 2024 [zit. *Bearbeiter*, in: VGR, Reformbedarf im Aktienrecht 2024, § Rn.].
- Dies.*: Stellungnahme zu dem Entwurf des Deutschen Corporate Governance Kodex 2022 vom 21.1.2022, AG 2022, 239–245.

- Volkswagen Aktiengesellschaft*: Tagesordnung zur ordentlichen Hauptversammlung 2022, abrufbar unter <https://www.volkswagen-group.com/de/hauptversammlung-2022-17246> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Vonovia SE*: Ordentliche Hauptversammlung 2023, Abstimmungsergebnisse, abrufbar unter <https://www.vonovia.com/presse/pressemitteilungen/2023/vonovia-se-hauptversammlung-2023-stimmt-allen-tagesordnungspunkten-mit-grosser-mehrheit-zu> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Wachter, Thomas* (Hrsg.): Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage, Köln 2022 [zit. *Bearbeiter*, in: *Wachter, AktG*; § Rn.].
- Walden, Daniel*: Corporate Social Responsibility: Rechte, Pflichten und Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat, *NZG* 2020, 50–60.
- Warmington, Andrew*: Second shareholder asks Brenntag to split, *Specialty Chemicals Magazine*, 16. Februar 2023, abrufbar unter <https://www.specchemonline.com/second-shareholder-asks-brenntag-split> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Weber, Christoph Andreas/Kebekus, Benedict*: Diversifizierung und Corporate Governance, *ZHR* 184 (2020), 324–362.
- Wegener, Bernhard W.*: Menschenrecht auf Klimaschutz? Grenzen grundrechtsgestützter Klimaklagen gegen Staat und Private, *NJW* 2022, 425–431.
- Weiand, Neil George/Rölike, Nicole*: Environment – Social – Governance 2021: ESG – ein neues Rechtsgebiet?, *DB Beilage* 2/2021, 2–4.
- Weihe, Lars*: Compliance 2024: Was Verantwortliche im Mittelstand wissen müssen, *CCZ* 2024, 85–91.
- Weitnauer, Manuel*: Corporate Sustainability – Compliance, Unternehmensstrategien und Risiken (Teil II), *GWR* 2023, 239–244.
- Weller, Marc-Philippe*: Empfehlen sich im Kampf gegen den Klimawandel gesetzgeberische Maßnahmen auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts?, *Gutachten F zum 74. Deutschen Juristentag*, Stuttgart 2024.
- Ders.*: Klimatransformation des Gesellschaftsrechts, *NJW-Beilage* 2024, 58–62.
- Ders./Böbel, Moritz/Jung, Vivien*, Aktionärsklimaklagen, *ZIP* 2025, 345–356.
- Ders./Benz, Nina*: Klimaschutz und Corporate Governance, *ZGR* 2022, 563–601.
- Ders./Fischer, Tim*: ESG-Geschäftsleitungspflichten: Unternehmenstransformation zur Klimaneutralität, *ZIP* 2022, 2253–2265.
- Ders./Hößl, Theresa/Seemann, Camilla*: Greening Corporate Law: Eine Klimatrias für das Gesellschaftsrecht, *ZGR* 2024, 180–219.
- Ders./Hößl, Theresa/Seemann, Camilla*: Klimaneutralität im Privatrecht, *ZEuP* 2024, 575–609.
- Ders./Hoppmann, Vincent*: Environmental Social Governance (ESG) : Neue Kompetenzen der Hauptversammlung?, *AG* 2022, 640–647.
- Ders./Tran, Mai-Lan* : Klimawandelklagen im Rechtsvergleich – *private enforcement* als weltweiter Trend?, *ZEuP* 2021, 573–605.
- Weller, Oscar*: VGR: Vorschläge für eine große Aktienrechtsreform, *NZG* 2024, 914.

- Wentz, Japser*: Das Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie – von der Aktionärsrechterichtlinie über den Referentenentwurf zum Regierungsentwurf, WM 2019, 906–915.
- Werther, Johann*: DAX-Konzern gibt Aufspaltung bekannt und beugt sich aktivistischem Investor, Börse Online, 6. Dezember 2023, abrufbar unter <https://www.boerse-online.de/nachrichten/aktien/dax-konzern-gibt-aufspaltung-bekannt-und-beugt-sich-aktivistischem-investor-20344911.html> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Whelan, Tensie/Atz, Ulrich/Van Holt, Tracy/Clark, Casey*: ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020, 2021, abrufbar unter https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Wicke, Hartmut*: Nachhaltigkeit als Unternehmenszweck, DNotZ 2020, 448–455.
- Wilhelm, Alexander*: Dritterstreckung im Gesellschaftsrecht: zur Anwendung der allgemeinen mitglied- und organschaftlichen Verhaltensbindungen auf Außenstehende unter besonderer Berücksichtigung ausgewählter Corporate Governance-Probleme, Tübingen 2017 [zit. *Wilhelm*, Dritterstreckung im Gesellschaftsrecht, 2017, S.].
- Wilsing, Hans-Ulrich*: Corporate Governance in Deutschland und Europa: Die Rolle der institutionellen Investoren, der Proxy Advisors und die der Aktionäre, ZGR 2012, 291–308.
- Winkler, Sylko*: Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, Gottmadingen 2008 [zit. *Winkler*, Die Verantwortung institutioneller Anleger, 2008, S.].
- Witte, Jürgen/Hrubesch, Boris*: Rechtsschutzmöglichkeiten beim Unternehmens-Rating, ZIP 2004, 1346–1354.
- Wojcik, Karl-Philipp*: Zivilrechtliche Haftung von Ratingagenturen nach europäischem Recht, NJW 2013, 2385–2389.
- World Economic Forum/BCG* (Hrsg.): The Cost of Inaction: A CEO Guide to Navigating Climate Risk, Annual Report, December 2024, abrufbar unter <https://www.weforum.org/publications/the-cost-of-inaction-a-ceo-guide-to-navigating-climate-risk/> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- Wünschmann, Jan*: Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, Baden-Baden 2015 [zit. *Wünschmann*, Stimmrechtsberater, 2015, S.].
- Wulf, Inge/Friedrich, Tim Jan/Kirste, Lucas*: Vergütungsrelevanz von ökologischen Steuerungs- und Prognosekennzahlen: Deskriptive Analyse am Beispiel von DAX40-Unternehmen, ZfU 2024, 622–650.
- WWF/Öko-Institut e. V.* (Hrsg.): Dirty Thirty – Emissionen des Industriesektors in Deutschland, Mai 2023, abrufbar unter <https://www.wwf.de/fileadmin/fm-wwf/Publikationen-PDF/Klima/WWF-DirtyThirty-Emissionen-Industrie.pdf> [zuletzt abgerufen am 15. März 2025].
- von Zehmen, Dominik*: Vergütungssysteme für Vorstände auf dem Prüfstand: Dos and don'ts bei der Systemgestaltung nach ARUG II und DCGK 2020, BB 2021, 628–638.
- Zetzsche, Dirk*: Langfristigkeit im Aktienrecht? – Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Reform der Aktionärsrechterichtlinie, NZG 2014, 1121–1131.

Ders.: Pflichten von Asset Managern und Asset Owners gem. §§ 134a ff. AktG, AG 2020, 637–657.

Ders./Preiner, Christina: Der Verhaltenskodex für Stimmrechtsberater zwischen Vertrags- und Wettbewerbsrecht: zur Einordnung der Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis, AG 2014, 685–697.

Zipperle, Madeleine/Lingen, Gero: Das Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrichtlinie im Überblick, BB 2020, 131–138.