

# Klimaschutz durch Kapitalanlegerschutz?

## Zur Rolle des Privatrechts auf dem Weg hin zu einer nachhaltigen Wirtschaft beim Investmentgeschäft

Patrick Raschner

### A. Einführung in die Thematik/Anlassfall

Traditionell waren bei der Umsetzung von Maßnahmen gegen den Klimawandel in erster Linie Politik und staatliche Akteure gefordert. Mit dem 2018 beschlossenen EU-Aktionsplan für die Finanzierung nachhaltigen Wachstums,<sup>1</sup> der zur Realisierung des Pariser Abkommens und der UN-Agenda 2030 dient, wurde festgelegt, dass privaten Kapitalmarktteilnehmern eine Schlüsselrolle zur Abwendung des Klimawandels zukommt. Unter dem Schlagwort *Sustainable Finance* sollen die Faktoren *Environment*, *Social* und *Governance* (ESG) bei Anlageentscheidungen vermehrt berücksichtigt werden.<sup>2</sup> Mit der TaxonomieVO<sup>3</sup> wurde als wohl wichtigster Teil des Aktionsplans weltweit erstmals ein rechtlich-bindender Kriterienkatalog zur Beurteilung von Wirtschaftstätigkeiten als ökologisch nachhaltig geschaffen.<sup>4</sup> Als weiteres Herzstück des Aktionsplans wurde die OffenlegungsVO<sup>5</sup> verabschiedet, die nachhaltigkeitsbezogene Transparenzpflichten für Marktteilnehmer einführt.<sup>6</sup> Ergänzend dazu wurde am 21.4.2021 das *Sustainable Finan-*

---

1 Europäische Kommission (KOM), Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM(2018) 97 final, 1.

2 Vgl. illustrativ ebd. 22.

3 VO (EU) 2020/852, ABl. 2020 L 198/13.

4 Genauer Gortsos, The Taxonomy Regulation, in Busch/Ferrarini/Grünewald (Hg.), *Sustainable Finance in Europe* (2021) 351 ff.; Zahradnik/Richter-Schöller/Repic, Nachhaltigkeit bei der Vermögensveranlagung, in Zahradnik/Richter-Schöller (Hg.), *Handbuch Nachhaltigkeitsrecht* (Wien 2021) Rn 11.6 ff.

5 VO (EU) 2019/2088, ABl. 2019 L 317/1 (in der Folge SFDR, kurz für *Sustainable Finance Disclosure Regulation*).

6 Näher Veil, Transparenz über nachhaltige Investments und Nachhaltigkeitsrisiken, in Grundmann/Merkt/Mülbert (Hg.), *FS für K. J. Hopt zum 80. Geburtstag* (Berlin/Boston 2020) 1321 (1322); Busch, *Sustainability Disclosure in the EU Fi-*

ce April Package veröffentlicht, das u.a. Änderungen der „treuhänderischen Pflichten“ bei der kollektiven Vermögensanlage vorsieht.<sup>7</sup>

Die praktische Relevanz dieser Entwicklungen zeigte sich in Österreich im Frühjahr 2021 im Rahmen des sog. „Hygiene-Austria-Skandals“ rund um die Umetikettierung von FFP2-Masken „Made in China“ auf österreichische Herkunft. Wie in einem Artikel in der Tageszeitung Der Standard unter der Überschrift „Die Macht der Investoren“ berichtet, führte der Vorfall im März 2021 dazu, dass eines der an Hygiene Austria beteiligten Unternehmen, die an der Wiener Börse notierte Lenzing AG,<sup>8</sup> prompt von Österreichs größter Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) aus einem ethisch-nachhaltigen Fonds ausgeschlossen wurde.<sup>9</sup> Bemerkenswerterweise wurden beim zweitgrößten Asset-Manager zwar ähnliche Überlegungen angestellt, besagte AG jedoch zunächst nicht aus dem einschlägigen ESG-Fonds genommen. Erst einen Monat später wurde bekannt, dass der „Sin Stock“ ebenfalls nicht mehr im Portfolio enthalten war. Begründet wurde das Desinvestment allerdings nicht öffentlichkeitswirksam mit ESG-Erwägungen. Vielmehr blieb der Umstand, dass beim Verkauf der Aktien sogar Gewinne mitgenommen wurden, unkommentiert.<sup>10</sup> Rund zweieinhalb Monate nach publik werden des Skandals wurde von Österreichs größter KVG verlautbart, dass sie die Lenzing AG wieder ins investierbare ESG-Universum aufgenommen habe, nachdem sich das Unternehmen

---

nancial Sector, in Busch et al. (Hg), Sustainable Finance (Fn 4) 397 ff; Zahradnik et al., Nachhaltigkeit (Fn 4) Rn 11.10 f.

7 Genauer KOM, EU-Taxonomie, Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, Nachhaltigkeitspräferenzen und treuhänderische Pflichten, COM(2021) 188 final, 13.

8 Um genau zu sein, war Lenzing mit 50,1 % an der „Hygiene Austria LP GmbH“ beteiligt. 49,9 % der Anteile entfielen auf die nicht-börsennotierte Palmers Textil AG.

9 Dazu und zum Folgenden Der Standard vom 20.3.2021, <https://www.derstandard.at/story/2000125201507/die-macht-der-investoren> (alle Internetquellen zuletzt abgerufen am 10.6.2022).

10 Vgl das Interview mit Raiffeisen Capital Management im Börse Express vom 3.5.2021, <https://www.boerse-express.com/news/articles/fonds-im-portraet-vi-raiffeisen-nachhaltigkeit-oesterreichplus-aktien-fondsmanager-guenther-schmitt-im-interview-die-branchenrotation-weg-von-growth-hin-zu-value-ist-noch-nicht-abgeschlossen-321438>, mit der Frage „Was waren die Überlegungen dahinter und welches Weltbild soll das Portfolio widerspiegeln?“, die jedoch nicht beantwortet wurde.

von der Beteiligung an Hygiene Austria getrennt habe und dessen Management in einen „konstruktiven Dialog“ mit dem Fondsverwalter getreten sei.<sup>11</sup>

Vor diesem Hintergrund bezweckt der vorliegende Beitrag – aus nicht ausschließlich österreichischer, sondern ebenfalls deutscher Sicht – eine kritische Auseinandersetzung mit der Einbettung von Nachhaltigkeit im (künftigen) Rechtsrahmen der kollektiven Kapitalanlage. Insbesondere soll den soeben skizzierten Handlungsmöglichkeiten von Fondsmanagern („Exit“ und „Voice“) nachgegangen und analysiert werden, wie weit die Macht der Investoren im Lichte ihrer fiduziarischen Verantwortung tatsächlich reicht. Darauf aufbauend wird untersucht, ob *Private Enforcement* einen effektiven Ansatz zur Durchsetzung der nachhaltigen Anlagestrategien darstellt und Endanleger damit zur Rettung des Klimas beitragen können. Obwohl inhaltlich nicht nur ökologische Nachhaltigkeit erfasst ist, wird nachfolgend – wie auch im Titel dieses Beitrags – Klimaschutz in den Mittelpunkt gerückt, weil dies derzeit zweifellos das wichtigste Nachhaltigkeits- und Umweltziel darstellt.<sup>12</sup>

## B. Einbettung von Klimaschutz bei der Verwaltung von Investmentfonds

Die Frage, ob Vermögensverwalter ESG-Faktoren bei der Kapitalanlage berücksichtigen dürfen oder müssen, wird bereits seit mehreren Jahren intensiv diskutiert.<sup>13</sup> Bislang war die Beantwortung nur dann unproblematisch, wenn eine nachhaltige Anlagestrategie – wie im beschriebenen Fall – im Investmentvertrag zwischen Anleger und Fondsverwalter verankert wurde.<sup>14</sup> In allen anderen Fällen hing die Antwort

---

11 Näher *Erste Asset Management (EAM)*, Interview: Lenzing AG zu Nachhaltigkeit, EAM Blog vom 14.5.2021, <https://blog.de.erste-am.com/interview-lenzing-ag-zu-nachhaltigkeit/>.

12 Vollständigkeitshalber angemerkt sei, dass das hier zugrunde gelegte Begriffsverständnis von Klimaschutz nicht zwingend der TaxonomieVO entspricht, wo im Rahmen der Umweltziele zwischen Klimaschutz und Klimaanpassung unterschieden wird.

13 Zu verweisen ist auf das *Fiduciary Duty in the 21st Century Project* der *United Nations Environment Programme Finance Initiative*.

14 Dazu und zum Folgenden schon *Bueren*, *Sustainable Finance*, ZGR 2019, 813 (847).

davon ab, ob der bestehende Pflichtenkreis dahingehend auszulegen war, dass eine nachhaltige Anlagestrategie zu verfolgen sei. Zutreffend war auf die Interessenwahrungspflicht zurückzukommen,<sup>15</sup> die sowohl aufgrund spezialgesetzlicher Anordnung<sup>16</sup> als auch dem Auftrags- bzw. Geschäftsbesorgungsverhältnis des Investmentvertrages folgt.<sup>17</sup> Im Ergebnis war dies laut Aktionsplan Sustainable Finance jedoch weder klar noch branchenübergreifend kohärent.<sup>18</sup> In der EU wurde vor diesem Hintergrund als eine der zehn Maßnahmen des Aktionsplans die gesetzliche Klärung der (Nachhaltigkeits-)Pflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter ins Auge gefasst,<sup>19</sup> die nun mit dem *April Package* umgesetzt worden ist. Bevor dies unter Pkt. II näher analysiert wird, ist zunächst kurz auf die bereits bestehende vertragliche Einbettung von Nachhaltigkeit inkl. Klimaschutz einzugehen (Pkt. I).

### *I. Vereinbarung nachhaltiger Anlagegrundsätze und -strategien bei ESG-Fonds*

Ein Gebot zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeit besteht bei der Kapitalanlage *de lege lata* jedenfalls dann, wenn dies im Rahmen der

---

15 Vgl ebd. 849.

16 Siehe § 29 Investmentfondsgesetz 2011 (InvFG); § 26 Abs. 1 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) i. V. mit Kapitalanlage-Verhaltens- und -Organisationsverordnung (KAVerOV), die beide der Umsetzung von Art. 22 RL 2010/43 dienen. Näher z. B. *Bollenberger*, in *Bollenberger/Kellner* (Hg), *InvFG-Kommentar*, 1. Aufl. (Wien 2016) § 29 Rn 1.

17 Vgl z. B. *Buchbauer* in *Macher/Buchberger/Kalss/Oppitz* (Hg), *InvFG-Kommentar*, 2. Aufl. (Wien 2013) § 52 Rn 16 mwN. Allg. zur Einordnung *Kalss/Oppitz/Zollner*, *Kapitalmarktrecht*, 2. Aufl. (Wien 2015) § 29 Rn 242 mwN; *Chromek*, *Investmentgeschäft im Sinne des KAGB*, in *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried* (Hg), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 5. Aufl. (Köln 2019) Rn 16.182 mwN; anders *Köndgen/Schmies*, *Investmentgeschäft*, in *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hg), *Bankrechts-Handbuch*, Bd. II, 5. Aufl. (München 2017) § 113 Rn 203: Vertrag *sui generis*.

18 KOM, Aktionsplan (Fn 1) 10; mwN für divergierende Meinungen auch *Köndgen*, *Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung*, in *Boele-Woelki/Faust/Jacobs/Kuntz/Röthel/Thorn/Weitemeyer* (Hg), *FS für K. Schmidt zum 80. Geburtstag*, Bd. I (München 2019) 671 (698). Dagegen *Ekken-ga*, *Investmentfonds als neue Kontrollagenten einer "nachhaltigen" Realwirtschaft*, WM 2020, 1664 (1671).

19 KOM, Aktionsplan (Fn 1) 10 f, Maßnahme Nr. 7.

Privatautonomie im Investmentvertrag zugrunde gelegt wurde.<sup>20</sup> Entsprechende Verpflichtungen sind bei ESG-Fonds in den Fondsbestimmungen bzw. Anlagebedingungen enthalten, die Kernbestandteil des Investmentrechtsverhältnisses sind<sup>21</sup> und nähere Regelungen enthalten, nach welchen Veranlagungsgrundsätzen die Wertpapiere ausgewählt werden.<sup>22</sup> In der Praxis finden sich bei gewöhnlichen ESG-Fonds<sup>23</sup> bislang nur knappe Vorgaben,<sup>24</sup> wonach etwa bloß Aktien erworben werden dürfen, „die auf Basis eines vordefinierten Auswahlprozesses von der Verwaltungsgesellschaft als nachhaltig eingestuft werden.“<sup>25</sup> Andernorts wird noch ergänzt, dass „nicht in Unternehmen der Rüstungsbranche oder Unternehmen, die etwa gegen Arbeits- und Menschenrechte verstoßen, veranlagt [wird].“<sup>26</sup>

Weit gefasste Anlagegrundsätze sind per se nichts Neues, sondern auch bei herkömmlichen Fonds üblich. Nach h. A. reicht es aus, wenn prägnant geschildert wird, nach welchen objektiv nachvollziehbaren Grundsätzen Vermögenswerte ausgewählt werden.<sup>27</sup> Ob die in der Praxis anzutreffenden Formulierungen künftig weiterer Präzisierung bedürfen, um *Green Washing* zu verhindern, ist aktuell Gegenstand von aufsichtsrechtlichen Diskussionen,<sup>28</sup> hier aber nicht weiter zu diskutieren. Letzteres kann auch deshalb weitgehend ausgeklammert bleiben, weil eine ausführlichere Beschreibung der Anlagestrategien in der Praxis bei Nachhaltigkeits- wie auch gewöhnlichen Fonds über den

20 Eingehend dazu *Gietzelt*, Nachhaltiges Investment, Baden Baden 2019, 29 ff.

21 Vgl. z. B. *Berger* in Bollenberger/Kellner (Hg), InvFG-Kommentar (Fn ) § 53 Rn 1; für Deutschland *Kloyer/Seidenschwann* in Assmann/Wallach/Zetzsche (Hg), KAGB-Kommentar (Köln 2019) § 162 Rn 16.

22 § 53 Abs. 3 Z. 2 InvFG; § 162 Abs. 2 Nr. 1 KAGB.

23 Im Einzelnen kann nunmehr zwischen Fonds nach Art. 8 SFDR (auch als *light green* bekannt) und Art. 9 Fonds (*dark green*) unterschieden werden, worauf hier jedoch nur hingewiesen kann. Bei den besprochenen Bsp. handelt es sich um Art. 8 Fonds.

24 Für weitere Bsp. *Gietzelt*, Investment (Fn 20) 52 ff.

25 Siehe Art. 3 der Fondsbestimmungen in Erste Responsible Stock Europe (Stand: 30.04.2021), 2.

26 Prospekt Raiffeisen-Nachhaltigkeit-ÖsterreichPlus-Aktien (Stand: 10.3.2021), 42.

27 *Kloyer/Seidenschwann* (Fn 21) § 162 Rn 55 mwN.

28 *BaFin*, Konsultation 13/2021, die auch Negativbeispiele anführt.

Anlageprospekt geschieht,<sup>29</sup> der bei einem Publikumsangebot immer aufgestellt werden muss<sup>30</sup> und zur mittelbaren Konkretisierung der unbestimmten Veranlagungsbedingungen heranzuziehen ist.<sup>31</sup> Detailliertere Angaben sind in aller Regel bei Anlageziel und -politik enthalten.<sup>32</sup> Die „eine“ nachhaltige Anlagestrategie existiert hierbei nicht. Stattdessen gibt es in der Praxis verschiedene Strategien, die laufend weiterentwickelt werden.<sup>33</sup>

Zu den gegenwärtig praktisch wichtigsten nachhaltigen Anlagestrategien zählen negatives Screening bzw. Ausschlüsse, normbasiertes Screening, Best-in-Class, Engagement und Stimmrechtsausübung, nachhaltige Themenfonds, Impact Investing und die ESG-Integration in die klassische Finanzanalyse.<sup>34</sup> Dabei hängt die Wahl der passenden Anlagestrategien vom aufgelegten Fonds ab. Häufig sind in der Praxis aus guten Gründen auch Kombinationen mehrerer Konzepte zu finden (z. B. Negativscreening i. V. mit Best-in-Class und Engagement<sup>35</sup>), weil etwa „Best-in-Class allein [...] noch den Einäugigen unter den (ESG-)Blinden akzeptieren [würde]“.<sup>36</sup>

Im Ergebnis ist die investmentvertragliche Einbeziehung von Klimaschutz bei ESG-Fonds mit großer „Macht“ verbunden, die aber je nach Einzelfall durch detailliertere Vorgaben im Prospekt relativiert wird.

---

29 Vgl. auch Bueren, Finance (Fn 14) 843. Allg. Ammon/Izzo-Wagner in Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hg), Investmentgesetze-Großkommentar, 4. Aufl., Bd. II (Berlin/Boston 2020) § 162 KAGB Rn 35; Kloyer/Seidenschwann (Fn 21) § 162 Rn 55.

30 §§ 129 Abs. 1, 131 Abs. 1 InvFG; §§ 164 f KAGB.

31 Vgl. Gietzelt, Investment (Fn 20) 92 ff.

32 Siehe im Anlassfall Prospekt ÖsterreichPlus (Fn 26) Pkt. 13.1; Prospekt Responsible (Fn 25) 12 unter Pkt. 12.

33 So auch die drei Europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs): *Joint Committee*, Final Report on draft Regulatory Technical Standards under SFDR, JC 2021 03, 148 f.

34 Vgl. für Österreich FNG, Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2021, 19 f; allg. auch EUROSIF, European SRI Study 2018, 13; Bueren, Finance (Fn 14) 843; auch Gietzelt, Investment (Fn 20) 85 mit Bsp.

35 Illustrativ Prospekt ÖsterreichPlus (Fn 26) Pkt. 13.1.

36 Pointiert Bueren, Finance (Fn 14) 843.

## II. Klärung der „treuhänderischer Pflichten“ durch das April Package

### 1. Allgemeines

Obwohl die Mittelzuflüsse in nachhaltige Investments in letzter Zeit stark zugenommen haben, zielen die meisten der heute aufgelegten Fonds (noch) nicht auf ESG-Faktoren ab.<sup>37</sup> Wie bereits angemerkt, hatte ein Fondsmanager damit bis dato nur im Rahmen seiner (unklaren) privat- und aufsichtsrechtlichen Pflichten tätig zu werden.<sup>38</sup> Anknüpfend an den Aktionsplan wurde mit dem Maßnahmenpaket vom April 2021 nun eine „Klärung“ der treuhänderischen bzw. besser fiduziarischen Pflichten<sup>39</sup> beschlossen, die ab 1.8.2022 die gesetzliche Einbettung von *Sustainability* für alle Fondsmanager bringen soll.

Die Ergänzungen zur Nachhaltigkeit wurden nicht in der OGAW-Rahmen-RL<sup>40</sup> vorgenommen, sondern durch Änderung der bedeutenden Level 2-RL 2010/43<sup>41</sup> mit der DelRL 2021/1270.<sup>42</sup> Dem vorausgegangen ist ein umfangreicher Konsultationsprozess der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)<sup>43</sup> und eine weitere Konsultation durch die EU-Kommission,<sup>44</sup> auf deren Rückmeldungen<sup>45</sup> in der Folge auch Bezug zu nehmen ist.

37 Für Österreich *FMA*, Fakten, Trends & Strategien 2021, 118, wonach sich im Q2 2020 etwa 7 % des Fondsmarktes nach den ökologischen und ethisch-sozialen Kriterien des UZ 49 ausrichteten. Laut Fondsverband *BVI* machten nachhaltige Fonds im Q1 2021 8 % des gesamten dt. Fondsmarkts aus.

38 Siehe die Ausführungen bei Fn 15 ff.

39 Mit der englischen Sprachversion (*fiduciary duty*) wird in der Folge der Begriff der Treuhand vermieden, weil es darüber sehr unterschiedliche Vorstellungen gibt. Vgl. ebenso *Köndgen/Schmies*, Investmentgeschäft (Fn 17) Rn 103.

40 RL 2009/65/EG, ABl. 2009 L 302/32.

41 RL 2010/43/EU, ABl. 2010 L 176/42.

42 DelRL (EU) 2021/1270, ABl. 2021 L 277/141.

43 *ESMA*, Consultation Paper, ESMA34–45–569; *ESMA*, Final Report, ESMA34–45–688.

44 *KOM*, COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) .../... amending Delegated Regulation (EU) 2015/35 as regards the integration of sustainability risks in the governance of insurance and reinsurance undertakings, Ares(2020)2955224.

45 Abrufbar unter: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/11959-Nachhaltiges-Finanzwesen-Investmentfonds-müssen-soziale-und-ökologische-Aspekte-in-ihre-Kundenberatung-einbeziehen\\_de](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/11959-Nachhaltiges-Finanzwesen-Investmentfonds-müssen-soziale-und-ökologische-Aspekte-in-ihre-Kundenberatung-einbeziehen_de).

Im Allgemeinen betreffen die Neuerungen die Trias Organisationspflichten, operative Bedingungen und Risikomanagement. Dies umfasst neben einigen anderen punktuellen Anpassungen auch Neuerungen im Bereich der investimentrechtlichen Wohlverhaltensregeln. Dabei wurde jedoch nicht die bereits erwähnte Pflicht, im besten Interesse der Endanleger zu handeln,<sup>46</sup> geändert, sondern die in Art. 23 DelRL 2010/43 normierten Sorgfaltspflichten (und damit § 30 InvFG bzw. § 26 KAGB i. V. mit KAVerOV<sup>47</sup>) um zwei neue Absätze ergänzt.<sup>48</sup>

## 2. Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken

Nach dem neuen Art. 23 Abs. 5 DelRL 2010/43 haben Fondsverwalter bei der Erfüllung ihrer Sorgfaltspflichtenanforderungen künftig Nachhaltigkeitsrisiken zu berücksichtigen. Was als Nachhaltigkeitsrisiko zu verstehen ist, wird durch Verweis auf die SFDR klargestellt,<sup>49</sup> die auch sonst in engem Zusammenhang steht.<sup>50</sup> Es handelt sich demnach um ein Ereignis oder eine Bedingung im ESG-Bereich, das bzw. die bei Eintreten eine tatsächliche oder potenzielle wesentliche negative Auswirkung auf den Wert der Anlage haben könnte. Welche Nachhaltigkeitsrisiken damit konkret gemeint sind und welche Intensität diese haben müssen, bleibt allerdings auslegungsbedürftig.<sup>51</sup>

Bereits im Rahmen der ESMA-Konsultation wurde wohl deshalb die Frage aufgeworfen, ob die Integration von Nachhaltigkeitsrisiken nur erfordert, Risikoanalysen eines Rückgangs des finanziellen Werts von Anlagepositionen aufgrund nachhaltigkeitsbezogener Ursachen vorzunehmen, oder ob Fondsmanager (auch) die Auswirkungen der Ge-

---

46 Dazu Fn 16.

47 Im KAGB-Regime werden die Sorgfaltsanforderungen durch § 2 KAVerOV i. V. mit Art. 18 DelVO 231/2013 bestimmt. Damit sind österreichische und deutsche Umsetzung zwar nicht deckungsgleich, aber freilich weitgehend vergleichbar. Vgl. im Bezug zum Unionsrecht *Steffen* in Baur et al. (Hg), Bd. I, KAGB (Fn 29) § 26 Rn 38.

48 Zum Zeitpunkt des Verfassens lag weder in Österreich noch in Deutschland ein Umsetzungsvorschlag vor.

49 Art. 3 Nr. 11 RL 2010/43.

50 Siehe Art. 3 und 6 SFDR.

51 Von *Veil*, Transparenz (Fn 6) 1329 wurde bereits betont, dass die Begriffsbestimmung denkbar weit formuliert ist.

schäftsaktivitäten der investierten Unternehmen auf Umwelt und Gesellschaft bewerten sollten.<sup>52</sup> Von der Europäischen Wertpapieraufsicht wurde zwar offenbar letzteres Verständnis nahegelegt,<sup>53</sup> der klare Wortlaut der Norm (arg.: Wert der Anlage) spricht aber unzweifelhaft für ersteres Verständnis. Entsprechendes wurde informell von der EU-Kommission bestätigt, der zufolge damit künftig z. B. Klimarisiken wie Auswirkungen von Überschwemmungen auf den Wert einer Anlage zu berücksichtigen sind.<sup>54</sup> Ein solches Verständnis findet auch aus systematischer Sicht Deckung in Erwgr. 12 S. 2 SFDR.

Fraglich ist, wie die Berücksichtigung im Rahmen der Sorgfaltsanforderungen zu erfolgen hat. Ausweislich des neuen Art. 23 Abs. 5 Del-RL 2010/43 sind die Nachhaltigkeitsrisiken bei der Erfüllung der in den Abs. 1 bis 4 aufgeführten Anforderungen zu beachten. Für Fondsmanager bedeutet dies, dass sie der Berücksichtigung von Klimarisiken bei sämtlichen Sorgfaltsvorgaben Aufmerksamkeit zu schenken haben. Erfasst wird damit die sorgfältige Auswahl und laufende Überwachung der Anlagen, aber auch die Gewährleistung von ausreichender Expertise, die Aufstellung schriftlicher Grundsätze und die Verankerung von Verfahren. Zudem haben KVGs Nachhaltigkeitsrisiken bei der Umsetzung ihrer Risikomanagement-Grundsätze und Aufstellung der Prognosen und Analysen zu berücksichtigen. All dies gilt unabhängig davon, ob sie sich (wie im Anlassfall) vertraglich zur Integration von ESG-Faktoren verpflichtet haben.<sup>55</sup>

Obwohl somit gewisse Anhaltspunkte für die Berücksichtigung im Rahmen der *Due-Diligence* auszumachen sind, bestehen bei näherer

<sup>52</sup> Vgl. ESMA, Report (Fn 43) Rn 39.

<sup>53</sup> Ebd. Rn 40. Möglicherweise wurden Nachhaltigkeitsrisiken unpräzise mit der Integration der Nachhaltigkeitsfaktoren vermengt, worauf unter Pkt. B.II.3. so gleich separat einzugehen ist.

<sup>54</sup> KOM, Pressemitteilung vom 21.4.2021, IP/21/1804. Ein weiteres Bsp. wären Auswirkungen des Klimawandels auf Portfoliounternehmen, die im Agrar- und Ernährungssektor tätig sind, siehe z. B. Glander/Lühmann/Jesch, Nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor unter der Offenlegungsverordnung (Teil 1), BKR 2020, 485 (488).

<sup>55</sup> Wie zutr. von Köndgen (Finance [Fn 18], 699) in anderem Zusammenhang betont wurde, müsste Nachhaltigkeit bereits *de lege lata* im Rahmen der bestehenden Pflichten berücksichtigt werden, sofern dies relevante Auswirkungen hätte (wozu jedenfalls der Wert der Anlage zählt). Richtigerweise ist eine derart systematische Berücksichtigung aber ein Novum.

Betrachtung einige Unklarheiten. Ungewiss erscheint insbesondere der gebotene Umfang bei der Auswahl und Überwachung der Anlagen, dem Kernbereich der Investmenttätigkeit.<sup>56</sup> Wie dies zu erfolgen hat, wird nicht weiter vorgegeben. Bereits die ESMA betonte, dass ein prinzipienbasierter Ansatz gewählt wurde.<sup>57</sup> Ein kleiner Anhaltspunkt scheint sich in der Begründung des Legislativakts immerhin dahingehend zu finden, dass die Berücksichtigung sowohl in quantitativer als auch qualitativer Hinsicht erfolgen kann.<sup>58</sup> Mit ersterem dürfte die Verwendung von ESG-Daten und deren Integration bei der finanziellen Bewertung der Anlagen gemeint sein. Schwierigkeiten bestehen jedoch, weil die dafür notwendigen Daten oft noch nicht in der von den Vorschriften geforderten Form vorliegen werden.<sup>59</sup> Insofern sind gegenwärtig keine überzogenen Anforderungen daran zu stellen.<sup>60</sup> Aus diesem Grund soll wohl auch eine qualitative Berücksichtigung erlaubt sein, die sich vor allem um mögliche nachhaltige Anlagestrategien (wie z. B. Negativscreenings) drehen wird. Ein binärer Schematismus zwischen „grünen“ und „braunen“ Investments ist damit aber nicht vorgeschrieben. Neben dem allfälligen Verkauf risikobehafteter Investments gehört dazu, wie grundsätzlich erfreulicherweise von der ESMA festgehalten, vielmehr auch das *Engagement*<sup>61</sup> mit den Portfoliounternehmen, um Nachhaltigkeitsrisiken durch Abstimmungsstrategien etc. anzugehen.<sup>62</sup>

---

56 Vgl. *Oppitz* in Macher et al. (Hg), InvFG (Fn 17) § 30 Rn 10.

57 ESMA, Consultation (Fn 43) Annex II bei Q5.

58 Delegierte Richtlinie (EU) .../... der Kommission vom 21.4.2021 zur Änderung der Richtlinie 2010/43/EU in Bezug auf die von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zu berücksichtigenden Nachhaltigkeitsrisiken und -faktoren, C (2021) 2617 final, 3.

59 So dürfen sich Investmentanalysen nach Art. 23 Abs. 4 RL 2010/43 „quantitativ wie qualitativ nur auf verlässliche und aktuelle Daten stützen.“ Siehe auch die unter Fn 45 abrufbare Stellungnahme von BNP Paribas Asset Management im Konsultationsverfahren. Ebenso ESMA, Report (Fn 43) Rn 27, wonach aber der Grundsatz der Proportionalität gilt (Rn 29).

60 Vgl. zu Art. 4 SFDR *Steuer*, Quantitatives ESG-Reporting durch Finanzintermediäre, WM 2021, 1266 (1272 ff.).

61 Darunter versteht man allg. die formelle und informelle Einflussnahme auf Portfoliounternehmen. Näher im Zusammenhang mit der *Stewardship*-Diskussion und zu Grenzen informeller Einflussnahme *Hell*, Institutionelle Investoren, Stewardship und ESG, NZG 2019, 338 (340).

62 Näher ESMA, Report (Fn 43) Rn 40.

### 3. „Rechnungstragen“ wichtigster nachteiliger Nachhaltigkeitsauswirkungen

Viel spannender ist noch der recht sperrige neue Art. 23 Abs. 6 DelRL 2010/43. Danach müssen Fondsverwalter, die gem. der SFDR (freiwillig) die sog. wichtigsten nachteiligen Auswirkungen von Anlageentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigen (besser bekannt als *principal adverse impacts* bzw. *PAI*),<sup>63</sup> diesen PAI auch bei Erfüllung aller Sorgfaltsanforderungen Rechnung tragen. Eine Definition für PAI gibt weder die SFDR noch die geänderte RL, was z. T. bereits heftig kritisiert worden ist.<sup>64</sup> Durch Verweis auf die SFDR wird nämlich nur (weit) definiert, was unter Nachhaltigkeitsfaktoren zu verstehen ist. Es handelt sich um „Umwelt-, Sozial- und Arbeitnehmerbelange, die Achtung der Menschenrechte und die Bekämpfung von Korruption und Bestechung“.<sup>65</sup> Welchen PAI damit tatsächlich Rechnung zu tragen ist, ist gegenwärtig noch unklar.<sup>66</sup>

Fest steht zumindest, dass Investmentfondsmanager im Anwendungsbereich von Art. 23 Abs. 6 DelRL 2010/43 künftig bestimmten ökologischen und sozialen Aspekten unabhängig von Renditeerwägungen in ihrer Investitions-Due-Diligence Rechnung tragen müssen. Im Ergebnis ist dies nicht weniger als eine kleine Revolution, weil dadurch das unter dem Begriff der *Double Materiality* diskutierte Konzept<sup>67</sup> sei-

63 Damit verbunden ist die Offenlegung einer „Erklärung über Strategien zur Wahrung der Sorgfaltspflicht“ auf seiner Website. Näher dazu Glander et al., Offenlegungspflichten (Fn 54) 489 ff; Busch, Disclosure (Fn 6) 409 ff; Veil, Transparenz (Fn 6) 1328.

64 Die knappe Regelung als „skandalös“ bezeichnend Veil, Transparenz (Fn 6) 1328; krit. auch Steuer, ESG-Reporting (Fn 60) 1266.

65 Siehe Art. 2 Nr. 24 SFDR auf den der neue Art. 3 Nr. 12 DelRL 2010/43 Bezug nimmt.

66 *De lege ferenda* lassen sich mögliche Anhaltspunkte wohl den in der DelVO zu Art. 4 SFDR normierten offenzulegenden ESG-Indikatoren entnehmen. Aktuell existiert jedoch bloß ein Entwurf der drei ESAs. Siehe Joint Committee, Report (Fn 33).

67 Dazu allg. FNG, Marktbericht (Fn 34) 5; illustrativ Täger, ‘Double materiality’: what is it and why does it matter?, Grantham Institute vom 21.4.2021, <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/news/double-materiality-what-is-it-and-why-does-it-matter/>.

nen Weg in die kollektive Vermögensverwaltung findet.<sup>68</sup> Es verwundert daher nicht, dass von einzelnen Marktteilnehmern schon in der Konsultation ein (potenzieller) Konflikt mit ihrer Interessenwahrungspflicht gesehen wurde.<sup>69</sup> Art. 23 Abs. 6 DelRL 2010/43 könnte zwar noch als bloße materielle Verhaltenspflicht zur korrespondierenden Offenlegungspflicht nach der SFDR verstanden werden.<sup>70</sup> Aufgrund der systematischen Einbeziehung der PAI geht Art. 23 Abs. 6 DelRL 2010/43 mE aber über die ursprüngliche Anforderung hinaus.

Die Relevanz der Norm hängt auch mit dem subjektiven Anwendungsbereich zusammen, weil gewisse große KVGs den PAI damit künftig zwingend bei allen Sorgfaltsanforderungen Rechnung tragen müssen.<sup>71</sup> Weitere Bedeutung erlangt die Norm dadurch, dass sich kleinere Fondsmanager auf *Comply-oder-explain*-Basis für die Einhaltung der Berichtspflicht entscheiden können,<sup>72</sup> was in der Praxis wohl häufig der Fall sein wird.<sup>73</sup> Im Zuge der Konsultation wurde von einzelnen Marktteilnehmern noch auf einen evtl. Widerspruch mit der Möglichkeit zur Differenzierung auf Produktebene hingewiesen.<sup>74</sup> Da in der Bestimmung auf die Transparenz auf Unternehmensebene (und gerade nicht auf Fondsebene) Bezug genommen wird, gilt Art. 23 Abs. 6 DelRL 2010/43 allerdings unabhängig davon, ob ein Finanzmarktteilnehmer ESG-Fonds auflegt oder nicht.<sup>75</sup>

Wie den PAI konkret Rechnung zu tragen ist und wie eine Implementierung bei der Auswahl und laufenden Überwachung zu erfolgen

---

68 Siehe für so ein Verständnis der (unveränderten) Anforderungen im KOM-Entwurf die unter Fn 45 abrufbare Stellungnahme von *BNP Paribas Asset Management*.

69 Dazu genauer Pkt. B.III.2.

70 Siehe Erwgr. 6 DelRL 2021/1270; auch *Steuer*, ESG-Reporting (Fn 60) 1269 bei Fn 9.

71 Art. 4 Abs. 3 und 4 SFDR.

72 Art. 4 Abs. 1 lit. a SFDR.

73 So berücksichtigen auch kleinere österreichische Asset-Manager laut ihrer Website die PAI.

74 Hintergrund ist, dass in der SFDR zwischen der Transparenz auf Ebene des Marktteilnehmers und auf Ebene des Finanzprodukts (hier: Fondsebene) differenziert wird. Vgl die unter Fn 45 abrufbare Stellungnahme der *WKÖ-Sparte Bank und Versicherung* wie auch der *Europäischen Vereinigung der Genossenschaftsbanken*, wonach anstelle von Art. 4 Abs. 1 lit. a SFDR eher auf Art. 7 Abs. 1 lit. a SFDR verwiesen werden sollte.

75 Vgl auch *Steuer*, ESG-Reporting (Fn 60) 1266 f.

hat, ist erneut nicht näher ausgeführt. Es werden aber ähnliche Erwägungen wie bei Art. 23 Abs. 5 DelRL 2010/43 gefordert sein (d.h. Negativ-Kriterien, *Engagement* oder *Exit*). Bemerkenswert ist, dass der ESMA-Entwurf noch ausdrücklich die Vorgabe enthielt, dass erfasste Fondsverwalter gegebenenfalls *Engagement*-Strategien entwickeln sollten, was auch die Stimmrechtsausübung umfasse.<sup>76</sup> Überhaupt sollten Fondsmanager i. S. der Idee des *Investment Stewardship* (auch *ESG-Stewardship*<sup>77</sup>) auf die nachhaltige wirtschaftliche Tätigkeit ihrer Portfoliounternehmen hinwirken.<sup>78</sup> Obwohl dies letztlich nicht *expressis verbis* übernommen wurde, haben die EU-Kommission und ESAs zuletzt sogar eine abgestufte Vorgehensweise nahegelegt, wonach eine Reduzierung von Anlagen oder Ausschluss dann erfolgen könnte (und sollte?), wenn festgelegte Ziele durch *Voice* oder *Stewardship* nicht erreicht werden.<sup>79</sup> Herausforderungen werden hier im Übrigen zumindest kurzfristig ebenso in der *Data Challenge* liegen.<sup>80</sup>

Im Ergebnis besteht künftig bei großen Asset-Managern und wohl häufig auch bei kleineren Marktteilnehmern wegen freiwilliger Selbstverpflichtung ein gewisses „Gebot der nachhaltigen Kapitalanlage“<sup>81</sup>, und zwar auch ohne investmentvertragliche Verankerung.<sup>82</sup>

### III. Reichweite der fiduziarischen Verantwortung

In Anbetracht der soeben skizzierten Einbettung von Nachhaltigkeit und des eingangs geschilderten „Hygiene-Austria-Skandals“ bleibt zu

<sup>76</sup> Vgl. ESMA, Report (Fn 43) 23.

<sup>77</sup> *Brellocks*, Institutionelle Investoren (ETF-Fonds, Versicherungen, Pensionskassen) im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZHR 2021, 319 (353) mwN.

<sup>78</sup> Vgl. ESMA, Report (Fn 43) Rn 40. Unter *Investment Stewardship* wird die Überwachung und aktive Ausübung von Eigentümerrechten verstanden. Allg. Hell, *Stewardship* (Fn 61) 338 f.; auch *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage (Tübingen 2015) 891 ff.

<sup>79</sup> Vgl. Erwgr. 16 in *Joint Committee*, Report (Fn 33) 14. Tendenziell auch KOM, EC Q&A on Sustainability-related Disclosures, Ares(2021)4556843, 3.

<sup>80</sup> Auch *Busch*, Disclosure (Fn 6) 412 f.; *Steuer*, ESG-Reporting (Fn 60) 1266 f.

<sup>81</sup> Anders bei der Portfolioverwaltung, siehe *Zahradnik et al.*, Nachhaltigkeit (Fn 4) Rn 11.65.

<sup>82</sup> Für Fondsmanager eines ESG-Fonds ergibt sich dies und noch mehr aufgrund rechtsgeschäftlicher Verpflichtung zur nachhaltigen Anlage.

untersuchen, wie weit die Macht der Investoren im Lichte der fiduziari-schen Verantwortung zu ihren Kunden tatsächlich reicht.

### 1. Grenzen der Macht von Fondsmanagern?

In Bezug auf das zugrundeliegende Investmentrechtsverhältnis ist zum Ersten festzuhalten, dass sowohl bei investmentvertraglicher als auch gesetzlicher Einbettung von Klimaschutz in aller Regel keine Pflicht zur Verfolgung einer bestimmten nachhaltigen Anlagestrategie besteht.<sup>83</sup> Grundsätzlich wird einem Fondsmanager ein weiter Handlungsspielraum zukommen, ob er sofort den *Exit* vollzieht oder ob er – ähnlich wie im Anlassfall bei Österreichs zweitgrößter KVG – (zunächst) durch *Engagement* in informelle Gespräche mit dem Portfoliounternehmen tritt. In diesem Sinn besteht m.E. ebenso keine Pflicht, nach einer abgestuften Systematik vorzugehen, bzw. kein Vorrang von *Engagement* gegenüber *Exit*. Zwar mag die Überlegung, dass *Exit* nur Platz für weniger verantwortungsbewusste Investoren machen könnte,<sup>84</sup> auf den ersten Blick einleuchtend scheinen. Aus rechts-ökonomischer Sicht ist das Verhältnis von *Exit* und *Voice* aber alles andere als klar.<sup>85</sup> Eine Pflicht zum *Exit* kann mit Blick auf die zunehmende Fondspraxis von Mindestanforderungen und Ausschlusskriterien allerdings bei nachhaltigen, aber u.U. auch bei herkömmlichen Anlagen öfters vertraglich geboten sein.<sup>86</sup> Überprüfungswürdig ist allenfalls, ob eine zu strikte *Exit*-Vorgangsweise mit dem im Investmentrecht übergeordneten Diversifikationsgebot in Widerspruch stehen kann.<sup>87</sup> Beson-

---

83 Anderes gilt nur im Einzelfall bei Aufnahme im Investmentvertrag.

84 Für Nw. z. B. *Hell*, Stewardship (Fn 61) 340.

85 Dafür *Broccardo/Hart/Zingales*, *Exit vs. Voice*, ECGI Finance WP No. 694/2020; dagegen *Gordon*, Corporate Governance, the Depth of Altruism and the Polyphony of Voice, in Engert/Enriques/Ringe/Varottil/Wetzer (Hg), *Business Law and the Transition to a Net Zero Carbon Economy* (Baden-Baden/München/Oxford 2021) 32 ff.

86 Im Anlassfall erfolgte der Ausschluss bei Österreichs größter KVG laut Aussagen des Fondsmanagements, weil den vom Investmentteam definierten Standards nicht entsprochen wurde. Siehe *EAM*, Interview (Fn 11).

87 Vgl bereits *Ekkenga*, Kontrollagenten (Fn 18) 1671. Ausf. zum Diversifikationsgebot *Schopper*, Haftung für Veranlagungsentscheidungen bei Portfolioverwaltung auf Einzelkundenbasis, Österreichisches BankArchiv 2013, 17 (21 f); *Zetzsche*, Prinzipien (Fn 78) 655 ff.

ders gelagert ist die Situation noch bei den populären Indexfonds, die als Ziel ihrer Anlagestrategie einen bestimmten Aktientitelindex nachbilden.<sup>88</sup> Da indexbasierte Anlageformen ihre Portfoliounternehmen nicht einfach veräußern können und somit keine *Exit*-Möglichkeit haben,<sup>89</sup> wird hier *Engagement* bzw. *Investment Stewardship* als wesentliches Instrument geboten sein.<sup>90</sup>

Grenzen der „Macht“ bestehen m.E. jedenfalls insofern, als dass eine bloß passive Anlage- und/oder Stimmrechtsverwaltung (künftig) etwa in Bezug auf die PAI als problematisch anzusehen ist. Das „Rechnung tragen“ der PAI bedingt zumindest irgendeine Form von Aktivität im Rahmen der Sorgfaltspflichten. Nicht ausreichend wird sein, wenn eine KVG Entsprechendes nur in ihren schriftlichen Grundsätzen und Verfahren aufnimmt, ohne tatsächlich in Form von *Engagement*, *Exit* oder Ähnlichem aktiv zu werden.

An dieser Stelle nur angerissen werden kann, dass die Macht von Fondsmanagern und speziell effektives Engagement noch weiteren rechtlichen und faktischen Grenzen unterliegt. Im Schrifttum wurde von *Köndgen* bereits auf quantitative Veranlagungsbeschränkungen<sup>91</sup> und beschränkte HV-Kompetenzen hingewiesen.<sup>92</sup> Noch genauer zu untersuchen ist ebenfalls die Rolle von Ankeraktionären,<sup>93</sup> wobei der Fall Lenzing gerade dafür spricht, dass das Vorhandensein von kontrollierenden Aktionären Fondsverwalter per se nicht von der Einflussnahme auf Portfoliounternehmen abhalten sollte.<sup>94</sup> Im Schrifttum kam *Ekkenga* im Zusammenhang mit der Rolle von Asset-Managern als

88 Siehe § 3 Abs. 2 Z. 32 InvFG.

89 Vgl. z. B. *Hell*, Stewardship (Fn 61) 340.

90 So wohl *ESMA*, Report (Fn 43) Rn 23 f. Bereits *de lege lata* eine Stimmpflicht annehmend *Zetzsche*, Prinzipien (Fn 78) 653, sofern durch die Abstimmungsteilnahme Werte geschaffen werden.

91 §§ 74, 78 InvFG; §§ 206, 210 Abs. 2 KAGB.

92 Näher *Köndgen*, Finance (Fn 18) 699, demzufolge ein Fondsverwalter daher eher *Exit* vorziehen wird. Auf letzteres hinweisend auch bereits *Spießhofer*, Unternehmerische Verantwortung (Baden-Baden 2017) 373.

93 Näher *Gözlügöl*, Controlling Shareholders: Missing Link in The Sustainability Debate?, Oxford Business Law Blog vom 16.7.2021, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/07/controlling-shareholders-missing-link-sustainability-debate>.

94 Nur 36,9 % befinden sich bei Lenzing im Streubesitz, 50,0 % werden konzentriert gehalten. Wie freilich zutr. von *Gözlügöl* (Fn 93) betont, wird aber auch die Identität der kontrollierenden Aktionäre eine Rolle spielen.

Anteilseigner zuletzt dennoch zum generellen Schluss, dass *Fund* und *Ownership Governance* keine miteinander vereinbaren Ziele sind. Vielmehr gehe die Optimierung des einen Zieles auf Kosten des anderen, weshalb Fondsmanager – mit Ausnahme von Indexfonds – für Engagement eher nicht geeignet seien.<sup>95</sup> Während auf die diffizile Stellung zur Portfoliogesellschaft hier nicht näher eingegangen werden kann,<sup>96</sup> soll indes als letzter Punkt das mit vorstehenden Ausführungen (auch) zusammenhängende Spannungsverhältnis zu den Interessen der eigenen Anleger analysiert werden.

## 2. Spannungsverhältnis mit der Interessenwahrungspflicht?

Von *Ekkenga* wurde vor der nun angenommenen nachhaltigen *Ownership Governance* bereits zutreffend auf ein schwieriges Zusammenspiel mit der ebenso in der RL 2010/43 normierten Pflicht zur Entwicklung von Strategien für die Stimmrechtsausübung hingewiesen,<sup>97</sup> weil letzteres „ausschließlich zum Nutzen des betreffenden OGAW“ zu erfolgen hat.<sup>98</sup> Damit angesprochen ist die Kardinalfrage nach dem Verhältnis der neuen Nachhaltigkeitspflichten zur Pflicht, ausschließlich im besten Interesse der Fondsanleger zu handeln (§ 29 InvFG; § 26 KAGB). Insbesondere mit Blick auf das Rechnungstragen wichtigster nachteiliger Nachhaltigkeitsauswirkungen nach Art. 23 Abs. 6 Del-RL 2010/43 wurden auch im Konsultationsverfahren teils diametrale Aussagen gemacht.<sup>99</sup> Von Vertretern der Fondsindustrie wurde ein Risiko oder sogar handfester Konflikt mit deren fiduziarischen Verantwor-

---

95 Aus dem Blickwinkel der *short-termism*-Debatte *Ekkenga*, Kontrollagenten (Fn 18) 1669; krit. auch bei Indexfonds *Hell*, Stewardship (Fn 61) 340; letzterem widersprechend *Brellocks*, Investoren (Fn 77) 353 ff., der jedoch allg. an ESG-Stewardship zweifelt (361 f.).

96 Hier ist laut *Renewed-Strategy* der EU-Kommission vom Juli 2021 mit weiteren Neuerungen zu rechnen. Siehe KOM, ANNEX to the Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy, COM(2021) 390 final, 8.

97 Vgl. schon zur Aktionärsrechte-RL *Ekkenga*, Kontrollagenten (Fn 18) 1669 f.; auch *Brellocks*, Investoren (Fn 77) 353 ff.

98 § 26 InvFG; § 3 Abs. 2 KAGB i. V. mit Art. 37 Abs. 1 DelVO 231/2013.

99 Der Kommissionsentwurf entspricht 1:1 dem final angenommen Rechtsakt, weshalb die Stellungnahmen grds. weiterhin Gültigkeit besitzen.

tung konstatiert.<sup>100</sup> Von Fürsprechern des nachhaltigen Finanzwesens wurde hingegen kritisiert, dass gerade keine Klarstellung bzgl. der Interessenwahrungspflicht vorgenommen wird,<sup>101</sup> weshalb bei einem all-fälligen Konflikt zwischen Rendite und Nachhaltigkeit das beste Interesse wahrscheinlich als das finanziell beste Interesse verstanden wird.<sup>102</sup>

Hierzu ist m.E. Folgendes zu erwägen: Ganz unproblematisch ist das Verhältnis bei privatautonomer Vereinbarung im Fall von ESG-Fonds, weil ein Fondsmanager hier sein Anlage- wie auch Abstimmungsverhalten von vornherein nicht nur auf die Gewinnmaximierung auszurichten hat. Hier gilt grds. ein Vorrang der Nachhaltigkeit. Keine Schwierigkeiten bestehen auch im Fall von herkömmlichen Fonds bei Übereinstimmung von Anleger- und z. B. Klimainteressen, wenn also das bestmögliche wirtschaftliche Ergebnis für den Fonds<sup>103</sup> und das Wohlergehen der Umwelt zugleich erreicht werden kann. Ein *prima facie* problematisches Verhältnis zur Exklusivklausel in § 26 InvFG bzw. Art. 37 Abs. 1 DelVO 231/2013 wird sich auflösen lassen.<sup>104</sup> Unterstützung findet dies auch in der geänderten Aktionärsrechte-RL,<sup>105</sup> die Fondsmanager auf *Comply-or-explain*-Basis zur Entwicklung einer Mitwirkungspolitik verpflichtet, die u.a. die Überwachung von Portfoliounternehmen im Hinblick auf ihre sozialen und ökologischen Auswirkungen umfasst (Art. 3g Aktionärsrechte-RL).<sup>106</sup>

100 Einen Konflikt annehmend *ALFI, Assogestioni's, ICI Global, Schroeders*. Der Dachverband der europäischen Investmentfonds-Verbände *EFAMA* sah immerhin das Risiko eines Konflikts. Siehe die unter dem Link bei Fn 45 abrufbaren Stellungnahmen.

101 Vgl die unter Fn 45 abrufbare Stellungnahme von *PRI Association*, derzufolge dies auch eine systematische Integration von Nachhaltigkeitsrisiken bei Abs. 5 untergräbt. Kritisch äußerte sich auch *ShareAction*. Vgl für entsprechende Stellungnahmen auch bereits *ESMA*, Report (Fn 43) Rn 37 f, die aber keinen weiteren Nutzen darin sah.

102 So die unter Fn 45 abrufbare Stellungnahme der *PRI Association*.

103 Für Österreich *Bollenberger* (Fn ) § 29 Rn 4; *Oppitz*, Das Investmentgeschäft, in *Avancini/Iro/Kozziol* (Hg), Österreichisches Bankvertragsrecht, 2. Aufl., Bd. VI (Wien 2007) Rn 3/69; *Macher*, Praxishandbuch Investmentfonds (Wien 2011) Rn 2/27. Zur Ausrichtung am Anlegerinteresse auch *Schopper*, Haftung (Fn 87) 20.

104 Vgl. für eine teleologische Reduktion im Zusammenhang mit Interessenkonflikten *Macher*, Praxishandbuch (Fn 103) Rn 2/29.

105 RL (EU) 2017/828, ABl. 2017 L 132/1.

106 Allg. *Brellocks*, Investoren (Fn 77) 336 ff.

Falls jedoch ein (mutmaßlicher) Konflikt zwischen Renditeinteresse der Fondsanleger einerseits und Umweltinteressen andererseits besteht, kann dem ersten Anschein nach tatsächlich ein problematisches Verhältnis bestehen. Dies deshalb, weil die modifizierte sorgfältige Auswahl und laufende Überwachung der Anlagen nach wie vor unter der Maßgabe des Handelns „im besten Interesse der OGAW“ steht,<sup>107</sup> womit den PAI nur unter dieser Handlungsdeterminante Rechnung zu tragen ist. Von *Bueren* wurde in diesem Zusammenhang schon vor dem *April Package* ein enger und weiter Ansatz (einzelnes Anlageobjekt vs. Portfolioebene) erwogen.<sup>108</sup> In der Sache könnte man auf kurze Sicht und insbesondere im Lichte der Interessenwahrungspflicht damit zum Schluss kommen, dass bei einem Konflikt Anlegerschutz vor Klimaschutz geht. Die besseren Argumente sprechen jedoch gegen eine Interessenabwägung im Einzelfall und für einen weiten Ansatz. Wenn nämlich Rechnungstragen auf lange Sicht für das gesamte Portfolio besser ist, woran angesichts der dramatischen Klimaereignisse und des zuletzt veröffentlichten Weltklimaberichts<sup>109</sup> grds. kein Zweifel bestehen kann, wird eine (kurzfristige) Verringerung der Rendite – im langfristigen Anlegerinteresse – gefordert sein. Nach dem Wortlaut ist gerade nicht vom besten Interesse des OGAW, sondern von der Gesamtheit aller Fonds die Rede. Ebenso dafür spricht der Zweck von Abs. 6 i. V. mit Art. 4 SDFR.<sup>110</sup>

Im Ergebnis hat Klimaschutz zwar nicht Vorrang vor Anlegerschutz, doch ist Klimaschutz durch Anlegerschutz möglich.

---

107 Siehe Art. 23 Abs. 1 RL 2010/43 bzw. § 30 Abs. 1 S. 1 InvFG. In Österreich kommt noch § 52 S. 2 hinzu. Vgl *Oppitz* (Fn 56) § 30 Rn 7. In Deutschland scheint die Situation auf den ersten Blick anders gelagert zu sein, weil in Art. 18 Abs. 1 DelVO 231/2013 nicht davon die Rede ist. Im Ergebnis muss aber Entsprechendes gelten.

108 *Bueren*, Finance (Fn 14) 849, demzufolge Letzteres tendenziell nur für *universal owners* naheliegt.

109 IPCC, Climate Change 2021: The Physical Science Basis, 2021.

110 Siehe KOM, Q&A (Fn 79), 3. Etwas anders zur (quantitativen) PAI-Berichterstattung *Steuer*, ESG-Reporting (Fn 60) 1268 f.

### C. Schadensersatz bei nachhaltigkeitswidriger Anlage

Während verwaltungsrechtliche Sanktionen sicher eine Motivation für die Einhaltung der (neuen) ESG-Anforderungen sind,<sup>111</sup> ist das Kapitalmarktrecht bei vertrags- bzw. pflichtwidrigem Handeln gerade auch durch Klagen von Anlegern geprägt, um Handlungsanreize für Marktteilnehmer zu setzen und die Berücksichtigung ihrer Interessen zu gewährleisten.<sup>112</sup> Damit gilt es zu untersuchen, welche Rolle der privaten Rechtsdurchsetzung auf dem Weg zu einer klimaneutralen Wirtschaft zukommt. Neben einem hier nicht zu vertiefenden Leistungs- und/oder Unterlassungsanspruch<sup>113</sup> stellt sich die Frage, ob ein Fondsmanager gegenüber den Endanlegern haftet, wenn er – trotz seines weiten Handlungsspielraums<sup>114</sup> – gegen die vereinbarte nachhaltige Anlagestrategie oder die modifizierten Sorgfaltspflichten verstößt. Wie in der Literatur bislang nur ansatzweise herausgearbeitet wurde, stellen sich in diesem Zusammenhang komplexe Rechtsfragen, die bis zu einer Haftung aufgrund immaterieller Schäden reichen können.

#### I. Haftungsrechtliche Anknüpfungspunkte

Wenn ein Fondsmanager investmentvertragswidrig handelt, indem er z. B. in Aktien investiert hat, die außerhalb der Anlagegrundsätze und Anlagepolitik liegen, die in den Fondsbestimmungen bzw. dem Prospekt des (ESG-)Fonds zugrunde gelegt wurden, kommt ein Anspruch

111 Siehe vor kurzem Finanzaufsicht nimmt DWS ins Visier, Handelsblatt vom 12.9.2021.

112 Vgl. nur *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken (München 1975) 511.

113 Das Problem einer nachhaltigkeitswidrigen Anlage lässt sich möglicherweise auch über die primären Leistungspflichten und über das Recht auf Vertragserfüllung lösen. Denkbar wäre dies wohl nur bei ESG-Fonds und unter der Prämisse der Einordnung der nachhaltigen Anlagestrategie als Hauptleistungspflicht. Für den Fall andauernder nachhaltigkeitswidriger Anlage ebenfalls noch erwägenswert ist die Möglichkeit der „Naturalrestitution“ im Wege eines Unterlassungsanspruchs. Vgl. dafür bei defizitärer Anlageorganisation i. V. mit § 280 Abs. 1 BGB *Zetzsche*, Prinzipien (Fn 78) 807.

114 Ausf. zum Sorgfaltsmaßstab und für eine Anlehnung an die *Business judgement rule*: *Schopper*, Haftung (Fn 87) 21 f; vgl. auch für D, aber auf Verschuldensebene *Köndgen/Schmies*, Investmentgeschäft (Fn 17) Rn 248 mwN.

auf Schadensersatz unkompliziert wegen Vertragsverletzung in Betracht (§ 1012 und § 1295 Abs. 1 ABGB; § 280 Abs. 1 BGB).<sup>115</sup>

Weniger klar ist, ob eine Verletzung der modifizierten Sorgfaltspflichten zur Haftung führt. In Österreich sind die Sorgfaltsanforderungen aber nach einhelliger Meinung in der Regel als Schutzgesetze anzusehen, weil sie der KVG Verhaltensvorgaben zur Wahrung der Anlegerinteressen auftragen.<sup>116</sup> Darüber hinaus geht die wohl h. M. davon aus, dass zugleich eine Verletzung des Investmentvertrages vorliegt,<sup>117</sup> die einem Anspruch aus Schutzgesetzverletzung vorgeht.<sup>118</sup> Ähnliche Überlegungen finden sich auch in Deutschland, wenngleich im Einzelnen strittig ist, ob die Verhaltenspflichten Schutzgesetze oder gleichzeitig sogar Vertragspflichten sind.<sup>119</sup> Da die allg. gebotene Sorgfalt auch Teil der Muster-Anlagebedingungen ist, ist die Diskussion im Ergebnis wohl zu vernachlässigen.<sup>120</sup>

Somit wird die Nichtberücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken jedenfalls zu einem Schadensersatzanspruch führen.<sup>121</sup> Art. 23 Abs. 5 DelRL 2010/43 ist dabei aber „nur“ als aufsichtsrechtlicher Mindeststandard aufzufassen, weil ein sorgfältiger Fondsverwalter auch Risiken geringerer Intensität für den Wert des Investments berücksichtigen wird. Schwieriger ist, ob Vorstehendes auch auf einen Verstoß gegen das PAI-Rechnungstragen zutrifft. Zwar ist Art. 23 Abs. 6 DelRL 2010/43

---

115 Zu § 1012 bei der Portfolioverwaltung *Oppitz*, Haftung des Vermögensverwalters, in Schäfer/Sethe/Lang (Hg), Handbuch der Vermögensverwaltung, 3. Aufl. (München 2022) § 57 Rn 2; für Deutschland z. B. *Steffen* (Fn 47) § 26 Rn 35; *Gietzelt*, Investment (Fn 20) 208.

116 Vgl *Kalss et al.*, KMR (Fn 17) Rn 281 mwN; *Oppitz*, Investmentgeschäft (Fn 103) Rn 3/139; *Paul*, Investmentgeschäft (Wien/Graz 2003) 82.

117 Schon *Heindl*, Investmentfondsgesetz (Wien 1991) 117; *Oppitz*, Investmentgeschäft (Fn 103) Rn 3/139; auch *Buchbauer* (Fn 17) § 52 Rn 19; etwas einschränkend auch *Kalss et al.*, KMR (Fn 17) Rn 253.

118 Näher *Kalss et al.*, KMR (Fn 17) Rn 281.

119 Dafür *Köndgen/Schmies*, Investmentgeschäft (Fn 17) Rn 114; vgl auch *Steffen* (Fn 47) § 26 Rn 35, 37; abl. u.a. *Stabenow* in Assmann et al. (Hg), KAGB (Fn 21) § 26 Rn 12 ff; krit. auch *Engert*, Sollten Fondsverwalter für fehlerhafte Anlageentscheidungen haften?, in Casper/Klöhn/Roth et al., FS für J. Köndgen zum 70. Geburtstag (Köln 2016) 167 (169 bei Fn 7).

120 Vgl *Stabenow* (Fn 119) § 26 Rn 51.

121 Eine Verletzung dieser Sorgfaltspflichten wird zugleich einen Verstoß gegen die Interessenswahrungspflicht darstellen. Vgl in diese Richtung Erwgr. 12 S. 2 SFDR.

systematisch in den Wohlverhaltens- bzw. Sorgfaltspflichten enthalten; wie ausgeführt ist jedoch unklar, ob mit Abs. 6 eigene (möglicherweise widersprüchliche) Ziele oder der (langfristige) Schutz von Anlegerinteressen verfolgt werden,<sup>122</sup> womit eine Schutzgesetz- und/oder Vertragsverletzung vorliegen könnte.

## II. Ersatzfähiger Schaden

Besondere Aufmerksamkeit ist der Frage zu widmen, worin genau der Schaden besteht und welche Ersatzleistung für den geschädigten Investor in Betracht kommt.

### 1. Art des Schadens

Unproblematisch ist die Annahme eines ersatzfähigen Schadens nur dann, wenn ein sorgfaltswidriges Handeln zu finanziellen Verlusten führt. Ein Vermögensschaden, der z. B. aufgrund der Missachtung von Klimarisiken eintritt, ist nichts Neues, auch wenn sich komplexe Fragen bei der Schadensberechnung ergeben können.<sup>123</sup> Hinzu kommt in Österreich, dass nicht abschließend geklärt ist, ob die Rechtsprechung zur individuellen Vermögensverwaltung,<sup>124</sup> wonach nicht einzelne im Portfolio enthaltene Wertpapiere isoliert zu betrachten sind („keine Rosinentheorie“), auch bei der Fondsverwaltung<sup>125</sup> und für nachhaltige Investments gilt.<sup>126</sup>

Noch größere Schwierigkeiten bestehen, wenn ein Verhalten nicht sorgfaltskonform war, aber kein wirtschaftlicher Verlust festzustellen

---

122 Dazu die Erörterungen bei Pkt. B.III.2.

123 Dazu näher *Gietzelt*, Investment (Fn 20) 212 f.

124 OGH 11.5.2010, 9 Ob 85/09d bei Erwgr. 3.2; dazu *Schopper*, Haftung (Fn 87) 25; vgl. hingegen für Deutschland *Zetzsche*, Prinzipien (Fn 78) 804.

125 Tendenziell dafür bei Verletzung von Veranlagungsgrenzen *Macher* in: Macher et al. (Hg), InvFG (Fn 17) § 79 Rn 34.

126 Die Beantwortung dieser Frage, die grds. auch Relevanz für den Ersatz von immateriellen Anlegerschäden hat, würde den Rahmen sprengen. *Prima facie* erscheint eine undifferenzierte Übernahme zumindest bei ESG-Fonds problematisch.

ist,<sup>127</sup> weil der *Sin Stock* eine bessere Rendite einbrachte<sup>128</sup> oder z. B. (nur) entgegen der nachhaltigen Abstimmungsstrategie gehandelt wurde.<sup>129</sup> Während eine unrichtige Zusammenstellung des Fonds zwar m.E. ebenso als materieller Schaden anzusehen ist,<sup>130</sup> liegt die Besonderheit in diesem Szenario dennoch darin, dass bei Nichtveräußerung einer ungewollten Aktie trotzdem bloß ein Ersatz der damit (auch) verbundenen ideellen Interessen<sup>131</sup> bzw. des immateriellen Schadens<sup>132</sup> in Frage kommt.

## 2. Ersatz von nichtfinanziellen Anlegerschäden

### a) (Un-)Möglichkeit der Naturalrestitution

Entsprechend den allg. Regeln (§ 1323 ABGB; § 249 BGB) gilt grds. auch bei Anlegerschäden von Fondsanlegern der Vorrang der *Naturalrestitution*.<sup>133</sup> Davon erfasst werden materielle wie immaterielle Schä-

---

127 Vgl. schon *Spießhofer*, Verantwortung (Fn 92) 373; auch *Busch*, Disclosure (Fn 6) 441.

128 Vgl. *Bueren*, Finance (Fn 14) 853. Denkbar ist etwa, dass ein Fondsmanager trotz Verwirklichung eines Ausschlussgrundes in die entsprechenden Wertpapiere investiert blieb, ein Verkauf im gebotenen Zeitraum jedoch zu einem größeren Verlust geführt hätte.

129 Siehe für die USA *Vereckey*, ESG funds often fail to vote their values, research shows, MIT Sloan Ideas Made to Matter vom 21.6.2021, <https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/esg-funds-often-fail-to-vote-their-values-research-shows>.

130 Vgl. ebenso im Zusammenhang mit der Überschreitung von Anlagegrenzen *Letzsche*, Prinzipien (Fn 78) 803; speziell auch für den Fall der Nichtberücksichtigung von Nachhaltigkeit bei der Portfolioverwaltung *Zabradnik et al.*, Nachhaltigkeit (Fn 4) Rn 11.71.

131 Näher *Koziol*, Österreichisches Haftpflichtrecht I, 4. Aufl. (Wien 2020) Rn B/1/125.

132 Vgl. auch *Gietzelt*, Investment (Fn 20) 211 f. Einen immateriellen Schaden erwägend auch *Bueren*, Finance (Fn 14) 853; vgl. auch iZm der Nichtberücksichtigung von Nachhaltigkeit bei der Anlageberatung *Zabradnik et al.*, Nachhaltigkeit (Fn 4) Rn 11.46.

133 Vgl. für Österreich *Kalss et al.*, KMR (Fn 17) Rn 286. Vgl. allg. für Deutschland *Steffen* (Fn 47) § 26 Rn 37.

den,<sup>134</sup> weshalb eine Modifikation des Schadensbegriffes – wie zuletzt mancherorts erwogen<sup>135</sup> – in Österreich und Deutschland nicht notwendig ist.

Aufgrund der Rechtsstellung der Fondsanleger untereinander als Miteigentümerschaft und der kollektiven Natur der Schäden<sup>136</sup> geht die h. M. in Österreich jedoch davon aus, dass Naturalrestitution praktisch unmöglich ist.<sup>137</sup> Nach der auf *Iro*<sup>138</sup> zurückgehenden Ansicht handelt es sich um Gesamthandforderungen und wäre es zuerst notwendig, dass die Gemeinschaft ihr Wahlrecht ausübt. Es handle sich um einen Anspruch auf eine unteilbare Leistung, der nicht ohne Weiteres von einzelnen Fondsanlegern verlangt werden kann. Da dies wegen der Anonymität und der fehlenden gemeinsamen Organisation der Fondsanleger aber sehr schwerfällig ist, sei die Naturalrestitution ganz generell untunlich und ein Wahlrecht der Miteigentümerschaft zu verneinen. Vielmehr soll entgegen § 848 ABGB, der als abbedungen anzusehen ist, jeder Einzelne den auf ihn entfallenden aliquoten Teil des Gesamtschadens im Wege des Geldersatzes geltend machen können.<sup>139</sup> Was bislang gerade als Vorteil für die Endanleger aufgefasst wurde,<sup>140</sup> ist hier jedoch problematisch, weil die Möglichkeit, Geldersatz für den verbliebenen immateriellen Schaden zu erhalten, stark eingeschränkt ist.<sup>141</sup>

Im Gegensatz dazu wurde in Deutschland von *Gietzelt* die Möglichkeit der Wiederherstellung der Konformität bei prinzipienwidriger Anlage im Wege des Naturalersatzes bejaht.<sup>142</sup> Auf den ersten Blick lässt sich dieser Unterschied wohl dadurch erklären, dass die lange vorherr-

134 Vgl. z. B. *Schubert*, Die Wiedergutmachung immaterieller Schäden im Privatrecht (Tübingen 2013) 11.

135 Für Deutschland *Spießhofer*, Verantwortung (Fn 92) 373; allg. zur Anlageberatung *Busch*, Disclosure (Fn 6) 441.

136 Näher *Zetzsche* in Assmann et al. (Hg), KAGB (Fn 21) § 78 Rn 10 f.

137 So *Kalss et al.*, KMR (Fn 17) Rn 286.

138 *Iro*, Das Investmentgeschäft, in Avancini/Iro/Koziol (Hg), Bankvertragsrecht II (Wien 1993) Rn 8/107; ebenso *Oppitz*, Investmentgeschäft (Fn 103) Rn 3/142.

139 Vgl. *Oppitz*, Investmentgeschäft (Fn 103) Rn 3/142; auch *Buchbauer* (Fn 17) § 52 Rn 19; i. E. auch *Heindl*, Investmentfondsgesetz (Fn 117) 79, 118.

140 So *Oppitz*, Investmentgeschäft (Fn 103) Rn 3/142.

141 Dazu sogleich unter b).

142 *Gietzelt*, Investment (Fn 20) 210; erwägend auch *Bueren*, Die EU-Taxonomie nachhaltiger Anlagen (Teil I), WM 2020, 1611 (1618).

schende Auffassung davon ausging, Fondsanleger könnten nur auf Leistung an alle und damit auf Leistung in das Sondervermögen klagen.<sup>143</sup> Nach inzwischen wohl überwiegender a. A.<sup>144</sup> steht dem einzelnen Fondsanleger, wie in Österreich, ein Individualanspruch in Bezug auf seinen Anteil zu und keine bloße *actio pro socio*.<sup>145</sup> Inwiefern daneben ein Anspruch auf Leistung in das Investmentvermögen besteht, scheint unklar. Nach jüngerer Ansicht ist zwischen Leistungs- und Ersatzansprüchen zu differenzieren, wobei ein Urteil nur im ersteren Fall den Fondsmanager im Verhältnis zu anderen Anlegern bindet. Wenn es um Ersatzansprüche ginge, solle hingegen (nur) ein Klagerecht des einzelnen Anlegers auf Leistung an sich selbst bestehen. Schließlich handle es sich gerade um teilbare Geldleistungen.<sup>146</sup>

Vor diesem Hintergrund bestehen erhebliche Zweifel, ob dem geschädigten Anleger mittels Naturalrestitution ein Ausgleich verschafft werden kann. Selbst wenn man zum gegenteiligen Ergebnis gelangt, scheint Naturalersatz nur ausnahmsweise bei andauernder Verletzung von Negativ-Kriterien oder ähnlichem denkbar. Es wäre hingegen unmöglich, wenn der *Sin Stock* aufgrund mittlerweile erfolgter Umschichtung bei aktiv verwalteten Fonds verkauft wurde.<sup>147</sup> In anderen Szenarien (z. B. bei pflichtwidriger Stimmrechtsausübung) scheidet Naturalrestitution von vornherein aus.

## b) Geldersatz für immaterielle Anlegerschäden

Während ideelle Schäden im österreichischen Schadenersatzrecht im Fall der Naturalherstellung grds. in gleicher Weise zu ersetzen sind wie

---

143 Schon *Canaris*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl. (Berlin/New York 1981) Rn 2437; auch *Gietzelt*, Investment (Fn 20) 213 ff mwN.

144 Siehe die Einschätzungen von *Köndgen/Schmies*, Investmentgeschäft (Fn 17) Rn 251 bei Fn 9 und *Engert*, Fondsverwalter (Fn 119) 178 bei Fn 30 jeweils mwN. Vgl auch *Kloyer/Seidenschwamm* (Fn 21) § 162 Rn 25, 48; *Ammon/Izzo-Wagner* (Fn 29) § 162 Rn 25.

145 Ausdrücklich *Hopt* in Baumbach/Hopt (Hg), HGB, 40. Aufl. (München 2021) (7) Bankgeschäfte Rn X/1.

146 Vgl *Zetzsche*, Prinzipien (Fn 78) 797 f, der ersteres mit der Gleichbehandlungspflicht begründet.

147 Dazu allg. *Köndgen/Schmies*, Investmentgeschäft (Fn 17) Rn 22.

Vermögensschäden,<sup>148</sup> ist dies im Fall von Geldersatz nicht so.<sup>149</sup> Die Judikatur spricht nach restriktiver Rechtsprechung grds. nur in den ausdrücklich gesetzlich anerkannten Fällen einen Ersatz zu,<sup>150</sup> wenn gleich zumindest ein Teil der Lehre ideelle Schäden bei grobem Verschulden ersetzen möchte.<sup>151</sup> Bei Annahme einer Vertragsverletzung sind wenigstens die Voraussetzungen des § 1331 ABGB für den Ersatz des immateriellen Schadens bei Sachbeschädigung entsprechend anzuwenden.<sup>152</sup> Ein Ersatz wäre danach nur bei qualifiziertem Verschulden zu bejahen. Für den Fall, dass die zu erbringende Leistung selbst ideellen Wert oder den Zweck hatte, immaterielle Interessen zu fördern, wird ein Schadenersatz immerhin bei grobem Verschulden angenommen.<sup>153</sup> Unter der Prämisse, dass die Förderung ideeller Interessen bei ESG-Fonds der (überwiegende) Vertragszweck ist, könnte in Österreich demnach bei grob nachhaltigkeitswidriger Anlage ein Geldersatz zustehen.<sup>154</sup>

Im deutschen Recht ist die Chance einer allfälligen Geldentschädigung geringer, weil dies gem. § 253 Abs. 1 BGB nur in den gesetzlich bestimmten Fällen gefordert werden kann.<sup>155</sup> Da eine solche Rechtsgrundlage für immaterielle Anlegerschäden nicht vorhanden ist,<sup>156</sup> wäre ein Ersatz nur zu bejahen, wenn man die Missachtung von Klimaschutz bzw. Nachhaltigkeitspräferenzen als eine Verletzung des allgemeinen Persönlichkeitsrechts ansieht.<sup>157</sup> Während eine Analyse von § 823 Abs. 1 BGB hier außen vor bleiben soll,<sup>158</sup> wäre nach österreichischem Recht wohl keine entsprechende Anerkennung als neuer ge-

148 Näher *Koziol*, HPR I (Fn 131) Rn B/1/135 und Rn D/1/21 mwN.

149 *Koziol*, HPR I (Fn 131) Rn D/3; *Karner* in *Koziol/Bydlinski/Bollenberger* (Hg), ABGB, 6. Aufl. (2020 Wien) § 1293 Rn 1 f.

150 Statt aller *Karner* (Fn 149) § 1293 Rn 2.

151 Zum Diskussionsstand *Rabl/Riedler*, Schuldrecht Besonderer Teil, 6. Aufl. (Wien 2017) Rn 13/57.

152 *Koziol*, HPR I (Fn 131) Rn D/3/32; *Danzl*, in *Koziol et al.* (Hg), ABGB (Fn 149) § 1331 Rn 3.

153 *Koziol*, HPR I (Fn 131) Rn D/3/32.

154 Weitere Fragen ergeben sich freilich, wie dies in Geld auszudrücken wäre.

155 Allg. *Schubert*, Wiedergutmachung (Fn 134) 11.

156 Vgl *Gietzelt*, Investment (Fn 20) 212.

157 Offenlassend *Bueren*, Finance (Fn 14) 853.

158 Vgl für das gegenwärtige Verständnis z. B. *Weller/Tran*, Klimawandelklagen im Rechtsvergleich – private enforcement als weltweiter Trend?, ZEuP 2021, 573 (597 f)

geschützter Persönlichkeitsbereich auf Basis von § 16 ABGB<sup>159</sup> anzunehmen – auch im Lichte von § 1331 ABGB. Nicht anderes gilt für die Überlegung einer ergänzenden Auslegung des Investmentvertrages,<sup>160</sup> die zumindest in Österreich an der Annahme einer Vertragslücke wie auch fehlendem entsprechenden hypothetischen Willen der KVG scheitern wird. Realistisch scheint vielmehr, dass sich ein Fondsmanager die Übernahme des Risikos eines Immaterialschadens gesondert vergüten lassen würde.

### III. Weitere Hindernisse bei der Rechtsdurchsetzung

Eine Inanspruchnahme des Fondsverwalters bei nachhaltigkeitswidriger Kapitalanlage wird noch durch die problematische Aufdeckung von Vertrags- bzw. Pflichtverletzungen aufgrund unpräziser Rechnungslegung erschwert.<sup>161</sup> Deshalb findet eine Geltendmachung von Ersatzansprüchen auch heute nur sehr begrenzt statt.<sup>162</sup> Ob dieser Befund teilweise erträglicher wird, weil eine Disziplinierung durch den Markt erfolgt,<sup>163</sup> scheint im hier interessierenden Zusammenhang jedoch zweifelhaft. Anders als bei gewöhnlichen Fonds, wo ein Kunde letztlich auf die (nicht) erzielte Rendite reagieren wird, kann ein Anleger die Missachtung seiner nichtfinanziellen Interessen noch weniger nachvollziehen und gegebenenfalls mit Vertragsbeendigung darauf reagieren.

---

159 Allg. dazu *Koziol*, Österreichisches Haftpflichtrecht II, 3. Aufl. (Wien 2018) Rn A/2/16 ff.

160 Dies erwägend *Bueren*, Finance (Fn 14) 853, der noch einen mögl. Schadenersatz aufgrund des *effet utile* anspricht, aber überzeugend verneint.

161 Vgl. *Köndgen/Schmies*, Investmentgeschäft (Fn 17) Rn 247; *Kalss et al.*, KMR (Fn 17) Rn 287; *Zetzsche*, Prinzipien (Fn 78) 805.

162 Evtl. hilft künftig die Berichterstattung gem. SFDR, die aber noch nicht beschlossen ist (s. Fn 66).

163 Zur herkömmlichen Fondsverwaltung *Engert*, Fondsverwalter (Fn 119) 180 f, der freilich betont, dass auch diese Kontrolle unvollkommen ist.

D. Schlussbemerkung und Hauptergebnisse

- I. Lange zeichnete sich das Kapitalanlagerecht durch den Dualismus von Funktions- und Anlegerschutz aus.<sup>164</sup> Die verschiedenen *Sustainable Finance*-Maßnahmen können grds. zu Recht als Paradigmenwechsel angesehen werden,<sup>165</sup> weil damit exogene Regelungsziele Eingang in die Kapitalmarktgesetzgebung finden.<sup>166</sup>
- II. Aufgrund des *EU Sustainable Finance April Package* ist im Bereich der kollektiven Kapitalanlage i. d. S. künftig grundsätzlich ein „Gebot der nachhaltigen Kapitalanlage“ und zum Teil sogar ein „Gebot zum Investment Stewardship“ anzunehmen, wobei die „Macht“ von Fondsmanagern bei der Berücksichtigung von Nachhaltigkeit – sowohl *de lege lata* als auch *de ferenda* – in ihren gesellschaftsrechtlichen, vertraglichen sowie faktischen Handlungsmöglichkeiten weit reicht.
- III. Die Integration von Nachhaltigkeit kann zu einem Spannungsverhältnis mit der fiduziarischen Verantwortung gegenüber den Endanlegern führen, sofern die Erreichung des Klimaschutzes nicht mit dem Ziel des Anlegerschutzes korrespondiert.<sup>167</sup> Bei langfristiger Betrachtung kann m. E. aber auch hier ein Gleichklang mit der Interessenwahrungspflicht hergestellt werden.
- IV. Aus privatrechtlicher Sicht ist der konstatierte Umschwung trotzdem teilweise zu relativieren, weil nicht alle tradierten Anleger-schutzmechanismen zur Förderung des Klimaschutzes beitragen können. Insbesondere ist ein Schadensersatzanspruch bei Verletzung nachhaltigkeitsbezogener Interessen aufgrund unbefriedigender Ersatzmöglichkeit nichtfinanzieller Anlegerschäden noch eingeschränkter möglich als schon bisher.

---

164 Vgl. illustrativ z. B. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Aufl. (Heidelberg 2020) Rn 6; ausf. *Zetzsche*, Prinzipien (Fn 78) 315 ff.

165 So zum Aktionsplan *Köndgen*, Finance (Fn 18) 688; vgl. auch *Bueren*, Finance (Fn 14) 856; zum Pariser Abkommen *Veil*, Nachhaltigkeitsförderung durch Finanzmarktrecht, in: Burgi/Möslein (Hg.), Zertifizierung nachhaltiger Kapitalgesellschaften (Tübingen 2021) 319 (320).

166 *Köndgen*, Finance (Fn 18) 688.

167 Vgl. auch schon in anderem Zusammenhang *Veil*, Nachhaltigkeitsförderung (Fn 165) 341 f.

