Investitionen amerikanischer Pensionsfonds nach ESG-Kriterien

Philipp Tamussino & Dr. Jan Friedeborn, Covington & Burling

Beim Thema ESG, der mittlerweile verbreiteten Abkürzung für Environment, Social und Governance, sind die politischen Lager in den USA derzeit sehr zerstritten. Das zeigte sich im April an der Kontroverse um eine neue Regelung des amerikanischen Arbeitsministeriums zur Verwaltung des immensen privaten Pensionsvermögens in den USA.

Diese wird durch das Employee Retirement Income Security Act (kurz: ERISA) geregelt, einem Gesetz von 1974, das unter anderem dem missbräuchlichen Umgang mit Pensionsvermögen Grenzen setzen sollte. Dabei geht es um gewaltige Summen, die zum großen Teil am Kapitalmarkt angelegt werden. Im Jahr 2020 betrug das Pensionsvermögen, dessen Verwaltung ERISA unterliegt, rund 11,9 Bio. USD. Das Grundprinzip von ERISA ist, das Pensionsvermögen so zu verwalten, dass unter Berücksichtigung der relevanten Risikofaktoren und des maßgeblichen Zeithorizonts der größtmögliche Ertrag erzielt wird.

Das Arbeitsministerium hat während der Trump-Präsidentschaft eine Regelung zu ERISA erlassen, die darauf gerichtet war, dass bei der Verwaltung des Pensionsvermögens ausschließlich finanzielle Aspekte eine Rolle spielen. Damit sollten vordergründig Vermögensverwalter davon abgehalten werden, Pensionsvermögen nach ESG-Kriterien anzulegen, was vom rechten politischen Spektrum in den USA unter dem Schlagwort „Woke Capital“ verpönt wird.

Das Arbeitsministerium – nunmehr unter Präsident Biden – war der Ansicht, dass diese Regelung aus der Ära Trump grundsätzlich zulässige Investitionen allein deshalb verhindern könnte, weil ihnen ESG-Kriterien zugrunde liegen. Das Anlegen von Pensionsvermögen in einen Fonds, der explizit nach ESG-Kriterien investiert, war demnach problematisch. In einem ersten Entwurf des Arbeitsministeriums war die neue Regelung so formuliert, dass die verantwortungsvolle Abschätzung der Gewinnerwartung und des Risikos einer Investition „oft“ auch die wirtschaftlichen Folgen des Klimawandels und anderer ESG-Faktoren berücksichtigen müsse. Das hätte die Investition in ESG-Fonds erleichtert. Um aber einem Gerichtsverfahren zuvorzukommen, in dem die neuen Regeln mit dem Argument angegriffen würden, dass diese faktisch die Berücksichtigung von Klimawandel und ESG-Faktoren erfordern, hat das Arbeitsministerium die Formulierung im Verlauf des weiteren Verfahrens abgeschwächt. In der letztlich verabschiedeten Fassung sind die rechtlichen Unterschiede zur Vorgängerregelung nur noch marginal.

Die neuen Regeln zur Verwaltung des Pensionsvermögens sehen nun vor, dass Investitionsentscheidungen grundsätzlich nicht aus anderen Motiven als der Gewinnerwartung und der Risikoabschätzung getroffen werden dürfen, dabei aber die wirtschaftlichen Auswirkungen des Klimawandels und anderer ESG-Faktoren für die Analyse der Gewinnerwartung und des Investitionsrisikos relevant sein können. Das ermöglicht nun Investitionen in ESG-Fonds, sofern der erwartete Ertrag vorteilhaft erscheint und nicht hinter anderen Anlagemöglichkeiten zurückbleibt. Ob das der Fall ist, bleibt der Einschätzung der Verwalter der Pensionsvermögen überlassen, die ihre Einschätzungen aber zumindest nachvollziehbar begründen müssen.

Wenn zwei Investitionsmöglichkeiten unter dem Aspekt des erwarteten Ertrags gleichwertig sind, dann können auch andere Zielsetzungen als die reine Gewinnerwartung berücksichtigt werden. Ohne dies namentlich zu nennen, dürften dies nach der Erwartung des Arbeitsministeriums insbesondere Klimaschutz und ESG-Faktoren sein. Die Verwalter sollten aber darlegen können, dass ihre Entscheidungen unter finanziellen Aspekten vorteilhaft sind. Denn es ist immer mit einem Risiko verbunden, Anlagemöglichkeiten als finanziell gleichwertig einzuschätzen und dann die Entscheidung auf nicht-finanzielle Kriterien zu stützen. Solche Entscheidungen sind nach der Grundausrichtung von ERISA allzu leicht angreifbar, insbesondere mit den in den USA verbreiteten Massenklagen (Class Actions).

Grundprinzip der Verwaltung von Pensionsvermögen unter ERISA bleibt somit auch nach der Neuregelung, dass finanzielle Interessen der sogenannten Planteilnehmer an ihren Rentenansprüchen nicht anderen Zielen untergeordnet werden dürfen. Daher dürfen nachhaltige Investitionen nicht auf Kosten der Ertragserwartung gehen oder ein höheres Verlustrisiko aufweisen als alternative Anlagemöglichkeiten. In diesem Rahmen dürfen dann auch die Präferenzen der Planteilnehmer und der Pensionäre für nachhaltige Investitionen berücksichtigt werden, das heißt, solche Präferenzen können von den Verwaltern berücksichtigt werden, wenn sie dem übergeordneten Ziel der Ertragsmaximierung nicht entgegenstehen.

Für den Kapitalmarkt bedeutsam ist auch, dass die Verwalter der Pensionsvermögen bei der Stimmrechtsausübung den Richtlinien der professionellen Stimmrechtsberater nur dann folgen dürfen, wenn diese mit ihrem eigenen Mandat der Ertragsmaximierung im Einklang stehen. Darüber hinaus dürfen die Vermögensverwalter eigene Richtlinien zur Stimmrechtsausübung erstellen, die sie aber regelmäßig überprüfen müssen. Dieser Aspekt der neuen Regelung geht darauf zurück, dass das Arbeitsministerium die Ausübung der Stimmrechte durch die Vermögensverwalter befördern wollte. Denn zuvor bestand eine Regelung, wonach es kein Pflichtverstoß war, wenn ein Vermögensverwalter nicht alle Stimmrechte ausübte. Diesen sicheren Hafen hat das Arbeitsministerium nun gestrichen, um Enthaltsamkeit bei der Stimmrechtsausübung entgegenzuwirken.

Wie umstritten die neuen Regeln sind, zeigt sich daran, dass mit Beschlüssen im US-Kongress deren Inkrafttreten noch verhindert werden sollte. Das Repräsentantenhaus hat mit republikanischer Mehrheit einen Blockadebeschluss gefasst. Im Senat stimmten neben der republikanischen Minderheit auch zwei demokratische Senatoren gegen die neuen Regeln. Präsident Biden hat diese Beschlüsse daraufhin mit einem Veto seinerseits blockiert. Der US-Kongress kann ein solches Veto zwar überstimmen, die dafür notwendige qualifizierte Mehrheit wird aber wohl nicht zustande kommen. Darüber hinaus wurde bereits ein Gerichtsverfahren zur Überprüfung der Rechtmäßigkeit der neuen Regeln bei einem Gericht eingeleitet, dessen Richter dafür bekannt ist, der Regierung Biden nicht wohlgesonnen zu sein.

Das Prozedere zeigt, dass die Neuregelung des Arbeitsministeriums ein Brennglas ist, an dem sich der Zwist der politischen Lager in den USA zur Bedeutung von ESG im Wirtschaftsleben entzündet. Dafür ist bezeichnend, dass Biden zum ersten Mal in seiner Präsidentschaft ein Veto einlegen musste.

Philipp Tamussino ist US-Corporate Senior Counsel im Frankfurter Büro von Covington & Burling mit Fokus auf grenzüberschreitende Akquisitions- und Finanztransaktionen. Er vertritt Mandanten bei M&A, Finanzierungen, Private-Equity-Transaktionen, Corporate-Governance-Angelegenheiten, Joint Ventures und VC-Investments.
Dr. Jan Friedeborn ist Associate im Frankfurter Büro von Covington & Burling. Er ist als Rechtsanwalt in Deutschland und in New York zugelassen und berät im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, insbesondere bei internationalen Transaktionen, sowie bei Unternehmensfinanzierungen und Unternehmensrestrukturierungen.