



Würzburger Online-Schriften zum Europarecht

Julius-Maximilians-

**UNIVERSITÄT
WÜRZBURG**



Max Ehrmann

Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten

Die europäische Sustainable Finance
Strategie als Grundlage wirtschaftlicher
Transformation im Ringen mit dem
Relationsbegriff „Nachhaltigkeit“

Nr. 14



Würzburger Online-Schriften zum Europarecht

Die Würzburger Online-Schriften zum Europarecht werden herausgegeben von Professor Dr. Markus Ludwigs, Lehrstuhl für Öffentliches Recht und Europarecht, Juristische Fakultät der Julius-Maximilians-Universität Würzburg. Die Reihe bietet ein Forum für hervorragende Seminar- und Magisterarbeiten aus dem gesamten Bereich des Europarechts, einschließlich des Rechts der EMRK. Sie gibt den Studierenden der Universität Würzburg die Möglichkeit, ihre wissenschaftlichen Ideen und Konzepte der Fachöffentlichkeit zugänglich zu machen.

© Prof. Dr. Markus Ludwigs
Julius-Maximilians-Universität Würzburg
Juristische Fakultät
Domerschulstraße 16
97070 Würzburg
Tel.: +49 (0) 931 - 31-80023
Fax: +49 (0) 931 - 31-80651
l-oeur-ur@jura.uni-wuerzburg.de
<http://www.jura.uni-wuerzburg.de>
Alle Rechte vorbehalten.
Würzburg 2024.

Dieses Dokument wird bereitgestellt durch
den Publikationsservice der Universität
Würzburg.

Universitätsbibliothek Würzburg
Am Hubland
D-97074 Würzburg
Tel.: +49 (0) 931 - 31-85906
opus@uni-wuerzburg.de
<http://opus.bibliothek.uni-wuerzburg.de>
Titelblattgestaltung / Foto: Kristina Hanig

ISSN: 2199-790X

Zitiervorschlag:

Ehrmann, Max: Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten: Die europäische Sustainable Finance Strategie als Grundlage wirtschaftlicher Transformation im Ringen mit dem Relationsbegriff „Nachhaltigkeit“.
Würzburger Online-Schriften zum Europarecht, Nr. 14 (2024).
DOI: 10.25972/OPUS-34857

Max Ehrmann*

Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten

Die europäische *Sustainable Finance* Strategie als Grundlage wirtschaftlicher Transformation im Ringen mit dem Relationsbegriff „Nachhaltigkeit“

* Der Autor ist Student der Rechtswissenschaft und des Europarechts an der Julius-Maximilians-Universität Würzburg sowie studentische Hilfskraft am Lehrstuhl für Öffentliches Recht und Europarecht (Prof. Dr. *Markus Ludwigs*). Diese Arbeit entstand im Rahmen des Studienarbeitsseminars „Klimahaftung von Unternehmen – deutsches und internationales Privat- und Verfahrensrecht“ unter der Leitung von Prof. Dr. *Eva-Maria Kieninger* im Sommersemester 2023 und liegt in dieser Reihe in überarbeiteter Fassung und ergänzt um die neu in Kraft getretene European Green Bond-Verordnung auf dem Stand vom Dezember 2023 vor. Mein besonderer Dank gilt Frau Prof. Dr. *Eva-Maria Kieninger* für die engagierte Betreuung und Nachbesprechung der Seminararbeit sowie Herrn Prof. Dr. *Markus Ludwigs* für wertvolle Anregungen und die Möglichkeit der Veröffentlichung samt der damit verbundenen konstruktiven Zusammenarbeit.

*Sustainability is the theme of our time –
and the financial system has a key role to play in delivering that set of ambitions.¹*

– Christian Thimann
(Chairman of the EU’s High-Level Expert Group on Sustainable Finance)

¹ HLEG, *Financing a Sustainable European Economy. Final Report 2018*, S. 3.

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	I
Abkürzungsverzeichnis	III
Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten.....	1
A. Einleitung	1
B. Definitive Ansätze zu Nachhaltigkeit, ESG und Sustainable Finance	3
I. Die Definition von Nachhaltigkeit in ihrer internationalen Ausprägung	4
II. ESG und dessen regulatorisches Verhältnis zu Nachhaltigkeit	5
III. Sustainable Finance.....	7
IV. Zusammenfassung und strukturelle Probleme des Regulationsansatzes.....	7
C. Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten.....	10
I. Ausgangssituation auf den Finanzmärkten und Zielsetzung.....	10
II. Informationsarchitektur der Sustainable Finance Strategie	11
1. Unternehmerische Nachhaltigkeitsberichterstattung.....	11
2. Nachhaltige Unternehmensführung.....	12
III. Der Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten.....	13
1. Offenlegungs-Verordnung (VO (EU) 2019/2088)	13
a) Anwendungsbereich und Systematik der Offenlegungspflichten	13
b) Miniatur zur rechtlichen Informationsdogmatik	15
c) Regulatorisches Leitprinzip: Das Primat der Transparenz.....	16
2. Taxonomie-Verordnung (VO (EU) 2020/852)	18
a) Anwendungsbereich und Klassifikationssystem.....	18
b) Regulatorische Leitprinzipien	21
c) Konnexität des Rechtsrahmens und informatorische Verwertungsstruktur	23
3. Benchmark-Verordnung (VO (EU) 2019/2089).....	24
a) Zielsetzung und Inhalt der Verordnung	24
b) Exkurs: Ratings und Rankings und deren regulatorische Berücksichtigung ...	25
4. European Green Bond Verordnung (COM (2021) 391 final).....	26
a) Zielsetzung und Inhalt: Auf dem Weg zu einem neuen „Goldstandard“	26
b) Probleme und Chancen der freiwilligen Standardisierung.....	27
D. Kritische Würdigung des Rechtsrahmens	29
I. Zum Begriff „Nachhaltigkeit“ in der EU-Kapitalmarktregulierung	29

II. Kritik am Lamfalussy Verfahren und Klimaschutz durch Privatrecht	31
III. Finanzökonomische Perspektive der Regulierung	32
IV. Zusammenfassung	32
Anhang	XV
Abb. 1: Systematischer Aufbau der Offenlegungs-Verordnung	XV
Abb. 2: Ausarbeitung der RTS nach der Offenlegungs-Verordnung	XVI
Literaturverzeichnis	XVII
Materialverzeichnis	XVII

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
abw.	abweichend
allgem.	allgemein
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
ausfl.	Ausführlich
BASE	Bundesamt für die Sicherheit der nuklearen Entsorgung
Bd.	Band
Bsp.	Beispiel
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
CO ₂	Kohlenstoffdioxid
COM	<i>Commission/ Kommission</i>
CSR	<i>Corporate Social Responsibility</i>
DBB	Deutsche Bundesbank
DAX	Deutscher Aktienindex
ders.	derselbe
dies.	dieselbe
DNSH	<i>Do Not Significant Harm Prinzip</i>
dt.	deutsch
ebd.	ebenda
EP	Europäisches Parlament
ErwGr.	Erwägungsgrund
ESG	<i>Environment, Social, Governance</i>
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
et al.	<i>et alii</i>
EU	Europäische Union
EuGB	<i>European Green Bond</i>
e. V.	eingetragener Verein
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum

f. / ff.	folgende
FISG	Gesetzes zur Stärkung der Finanzmarktintegrität
FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V.
frz.	französisch
FS	Festschrift
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
HLEG	<i>EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance</i>
Hrsg.	Herausgeber
i. H. v.	in Höhe von
ILO	<i>International Labour Organization</i>
ISIC	<i>International Standard Industrial Classification of all Economic Activities</i>
ITS	<i>Implementing Technical Standards</i>
JRC	<i>Joint Research Centre</i>
krit.	kritisch
lit.	<i>litera</i>
Mrd.	Milliarden
MS	<i>Minimum Safeguards Prinzip</i>
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NACE	<i>Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne</i>
NFR	<i>Non-Financial Reporting</i>
Nr.	Nummer
OECD	<i>Organization for Economic Co-operation and Development</i>
PAI	<i>Principal Adverse Impacts Statement</i>
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
RTS	<i>Regulatory Technical Standards</i>
s.	siehe
S.	Seite
Sep.	September
sog.	sogenannt
stellv.	stellvertretend
teilw.	teilweise

TEG	<i>Technical Expert Group on Sustainable Finance</i>
UN	<i>United Nations</i>
v.	vom
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vorbem.	Vorbemerkungen
zit.	zitiert (als)

Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten

A. Einleitung

Der Klimawandel stellt ein rechtstatsächliches Faktum dar und seine teils irreversiblen Auswirkungen ermahnen Gesellschaft, Politik und Wirtschaft mit besonderer Dringlichkeit zu sofortigem Handeln.² In Anbetracht dessen avanciert der Begriff „Nachhaltigkeit“ zum neuen Leitmotiv jedweder Regulatorik auf nationaler, supranationaler und internationaler Ebene.³

Diese Entwicklung spiegelt sich auch innerhalb der Europäischen Union wider, die mit dem *European Green Deal*⁴ das wohl umfassendste Transformationsvorhaben in ihrer Geschichte anstrebt.⁵ Um die ambitionierten EU-Klimaschutzziele zu erreichen, die auf rechtlicher Ebene namentlich aus dem Übereinkommen von Paris⁶ und der UN Agenda 2030⁷ erwachsen, erfordert es vorrangig den Übergang hin zu einer nachhaltigen, zuvörderst dekarbonisierten Wirtschaft.⁸ Damit einher geht ein immenser Finanzierungsbedarf, der vonseiten der Kommission bis 2030 auf jährlich mindestens 180 Mrd. Euro beziffert wird und nicht allein von öffentlicher Hand bestritten werden kann.⁹ An diesem Punkt setzt die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten an, die nicht die Realwirtschaft als hauptsächlichen Emittent klimaschädlicher Emissionen, sondern die Finanzwirtschaft in den Blick nimmt.¹⁰ Mit einem noch im Werden befindlichen Rechtsrahmen sollen deren Akteure vornehmlich durch das regulatorische Mittel der Transparenz dazu angehalten werden, die Transformation der Gesamtwirtschaft – gewissermaßen als Katalysator für die Finanzwirtschaft – zu ermöglichen. Mag hierdurch vordergründig die Mobilisierung privater Kapitalmittel bezweckt sein, so wird langfristig eine anhaltende Implementierung von Nachhaltigkeitsbelangen intendiert.¹¹ Den Ausgangspunkt des EU-Konzepts nachhaltiger Finanzen bildet der Abschlussbericht der *EU High-Level Expert Group on*

² *Ipsen/Röh* ZIP 2020, 2001 (2001); *Lange* BKR 2020, 216 (216) jeweils m. w. N.

³ Vgl. *Bueren* WM 2020, 1611 (1611); *Rodi* KlimR 2022, 207 (207); *Schön* ZfPW 2022, 207 (208).

⁴ Europäische Kommission, Mitteilung „Der europäische Grüne Deal“ v. 11.12.2019, COM(2019) 640 final.

⁵ *Dietz* EuR 2022, 443 (443); *Geier/Hombach* BKR 2021, 6 (6); *Renner* ZBB 2023, 23 (23).

⁶ Vereinte Nationen, Übereinkommen von Paris v. 12.12.2015, UNTS 54113, 1. Zur Einordnung des Klimaschutzrechts im Mehrebenensystem, insbes. des vorerwähnten *European Green Deals* und des Übereinkommens von Paris *Franzius* KlimR 2022, 2; *Schlacke* NVwZ 2022, 905.

⁷ Vereinte Nationen, Resolution der Generalversammlung „Transformation unserer Welt: die Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung“ (UN Agenda 2030) v. 25.9.2015, A/RES/70/1.

⁸ *Krakuhn* et al. IRZ 2020, 563 (563); *Schön* ZfPW 2022, 207 (211).

⁹ *Dietz* EuR 2022, 443 (443 f.); *Lange* BKR 2020, 216 (217 f.); *Rodi* KlimR 2022, 207 (207).

¹⁰ Zur Kritik an diesem Ansatz s. unter D. IV. und ferner *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1509); vgl. *Baumüller* PiR 2018, 249 (249).

¹¹ *Dietz* EuR 2022, 443 (443); *Geier/Hombach* BKR 2021, 6 (6); *Renner* ZBB 2023, 23 (23).

Sustainable Finance (HLEG)¹². Dieses von der Kommission im Dezember 2016 eingesetzte Gremium bestehend aus Vertretern der Zivilgesellschaft, dem Finanzsektor, der Wissenschaft und Beobachtern europäischer und internationaler Institutionen war damit betraut, die Leitlinien eines auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Finanzsystems unter Wahrung der Finanzstabilität herauszuarbeiten, um dessen Allokationspotenzial gezielt nutzen zu können.¹³ Hierauf aufbauend präsentierte die Kommission noch im gleichen Jahr den „Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums“¹⁴, der im Wesentlichen drei Ziele formuliert: Erstens sollen mittels eines Klassifikationssystems („Taxonomie“) für Wirtschaftstätigkeiten Anreize zugunsten nachhaltiger Investitionen gesetzt werden.¹⁵ Des Weiteren sollen Nachhaltigkeitsaspekte verstärkt in Investitionsentscheidungen Berücksichtigung finden¹⁶ und drittens durch Offenlegung Transparenz und Langfristigkeit als teil- bzw. gleichberechtigte Elemente einer Investition gefördert werden.¹⁷ Diese Vorhaben werden rechtlich in einem Legislativpaket von nahezu kolossalem – in der Kritik bisweilen als megalomanisch verstandenem¹⁸ – Umfang ausbuchstabiert. Allein die in diesem Text zitierten Rechtsakte summieren sich auf über 1.200 Seiten. Flagrant bekundet diese quantitative Dynamik auch die ökonomische Perspektive: Das Investitionsvolumen in nachhaltige Geldanlagen stieg allein in Deutschland von 269,3 Mrd. Euro im Jahr 2019 auf 501,4 Mrd. Euro im Jahr 2021.¹⁹ Doch die Imposanz der angeführten Zahlen verleitet darüber hinwegzutäuschen, dass deren Aussagegehalt auf das ihnen zugrundeliegende Nachhaltigkeitsverständnis qualitativ determiniert ist.²⁰ Anders ausgedrückt: Solange sich in Ermangelung einer verbindlichen und nachvollziehbaren Festlegung von „nachhaltigen“ und „nicht nachhaltigen“ Finanzprodukten kein zutreffendes Bild über die mit der Investition verbundenen Auswirkungen auf vordefinierte Nachhaltigkeitsziele gemacht werden kann, ist das Jahresinvestitionsvolumen in nachhaltige Geldanlagen eine rein mengenmäßige Relationsgröße im Vergleich zu konventionellen Geldanlagen. Diese Zahl vermag aber keine Aussage über die eigentliche

¹² *EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, Financing a Sustainable European Economy. Final Report 2018 v. 31.1.2018.

¹³ Ausf. zur HLEG und der Ausarbeitung der EU-Initiative zu Sustainable Finance *Lanfermann* BB 2018, 490 (491); *ders.* BB 2019, 2219 (2219 f.); *Dietz* EuR 2020, 443 (444).

¹⁴ Europäische Kommission, Mitteilung „Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ v. 8.3.2018, COM(2018) 97 final.

¹⁵ COM(2018) 97 final S. 3, 5 ff.; HLEG, Final Report, S. 15 ff.

¹⁶ COM(2018) 97 final S. 3, 7 ff.; HLEG, Final Report, S. 20 f., 27 ff.

¹⁷ COM(2018) 97 final S. 4, 12 ff.; HLEG, Final Report, S. 20 f., 23 ff., 45 ff.

¹⁸ Illustrativ für die aufgeheizte mediale Berichterstattung: *Keller*, Auf den Wildwuchs von ESG folgt das regulatorische Korsett, the market (NZZ) v. 18.7.2023 und *Schwerdtfeger*, Grüne Regulierungswut: Lasst Brüssel zahlen!, WirtschaftsWoche v. 6.4.2023.

¹⁹ FNG, Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2022, S. 14.

²⁰ Vgl. *Schön* ZfPW 2022, 207 (220) m. w. N.

Nachhaltigkeitsperformance einer Investition zu treffen; was eines der grundlegenden Hemmnisse für nachhaltige Investitionen auf Verbraucherseite darstellt.²¹

Betrachtet man vor diesem Hintergrund den derzeitigen Forschungsstand, zeigt sich, dass die meisten Beiträge auf einzelne Regulierungsmaßnahmen beschränkt sind. Angesichts des Umfangs und der Komplexität erstaunt dies nicht.²² Jedoch wird somit die Frage nach der Eignung der EU *Sustainable Finance* Strategie als Fundament für die Nachhaltigkeitsentwicklung auf den Finanzmärkten nur perspektivisch illustriert. Hingegen ist eine umfassende Erörterung nicht nur wegen der reflexiven Systematik des Rechtsrahmens angezeigt.²³ Auch weil der Aktionsplan als Gesamtpaket konzipiert ist, bleibt die einzelne Maßnahme in ihrer Bewertung stets hinter der ambitionierten Zielsetzung zurück. Um dennoch eine sinnvolle Beschränkung zu wahren, empfiehlt es sich, weniger den Inhalt ausgewählter Vorschriften als vielmehr deren generalisierbare regulatorische Leitprinzipien darzustellen (unter C.). Auch erscheint dies wegen der oftmals wie selbstverständlich wirkenden Prämissen erforderlich, über die sich der Rechtsrahmen – der letztlich nichts weniger als die fundamentale Umwälzung der Wirtschaft zum Anliegen hat – trotz seines enormen Fundus an Erwägungsgründen bisweilen ausschweigt.²⁴ Dem ist eine definitorische Annäherung an die übergeordneten Begriffe der Finanzmarktregulierung vorangestellt (unter B.). Am Ende erfolgt als *Tour d’Horizon* eine kritische Würdigung des Maßnahmenkatalogs (unter D.).

B. Definitorische Ansätze zu Nachhaltigkeit, ESG und *Sustainable Finance*

Die Omnipräsenz von „Nachhaltigkeit“²⁵ und dessen beinahe inflationärer Gebrauch führen dazu, dass der Begriff zunehmend zu einer konturlosen Worthülse verkommt und birgt perspektivisch die Gefahr, dass sich Nachhaltigkeit als unkonkrete und permutable Devise selbst entwertet.²⁶ Der Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten ist dementsprechend auf eine kohärente Formulierung angewiesen, um den Regelungsgegenstand adressieren, praktikable Vorschriften formulieren und Marktvertrauen herstellen zu können.²⁷ Gleiches gilt für die Termini

²¹ FNG, Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2023, S. 42: Fehlende regulatorische Klarheit, fehlende Daten und fehlende Vergleichbarkeit werden als die drei größten Hemmnisse im Bereich der Impact Fonds wahrgenommen; beispielhaft aus den Rechtsakten zu diesen Hinderungsgründen ErwGr. 11–14 Taxonomie-VO.

²² So explizit bei *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1509); vgl. auch *Veil* WM 2020, 1093 (1094).

²³ *Lamy/Bach* EnWZ 2020, 348 (348); *Möslein/Mittwoch* WM 2019, 481 (481).

²⁴ *Calliess/Dross* ZUR 2020, 456 (458); *Köndgen*, FS K. Schmidt, S. 690.

²⁵ *Bueren* ZGR 2019, 813 (814): „Megatrend Nachhaltigkeit“; *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 1 ff.

²⁶ *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3601) (3605); *Schön* ZfPW 2022, 207 (208).

²⁷ *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1510); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1344).

„ESG“ und „*Sustainable Finance*“, die untrennbar mit dem Nachhaltigkeitskonzept verbunden sind, trotz ihrer teilweise gleichbedeutenden und dabei synekdochischen Verwendung aber keinesfalls gleichgesetzt werden dürfen.²⁸ Mitnichten führen diese Umstände dazu, dass sich Nachhaltigkeit als regulatorisches Leitprinzip disqualifiziert. Sondern es ist Sache der Rechtswissenschaft, diesen Unschärfen definitorisch entgegenzuwirken und so die Begrifflichkeiten operabel zu machen.²⁹

I. Die Definition von Nachhaltigkeit in ihrer internationalen Ausprägung

Ungeachtet der langen Begriffstradition geht das moderne Nachhaltigkeitsverständnis maßgeblich auf den *Brundtland* Bericht³⁰ der Vereinten Nationen von 1987 zurück.³¹ Hierin werden Ökologie, Ökonomie und Soziales zur Maxime einer nachhaltigen Entwicklung vereint, nach der den Bedürfnissen der heutigen Generation nur entsprochen werden kann, sofern und soweit die Möglichkeit künftiger Generationen zu gleicher Entwicklung nicht gefährdet wird.³² Diesem Postulat folgend kristallisiert sich unter dem Einfluss der ESG-Faktoren seit den 1990er Jahren in internationalen Abkommen anstelle eines überwiegend umweltbezogenen Verständnisses eine immer multiplexer werdende Begriffsexegese heraus, indem Nachhaltigkeit verstanden als Handlungsformel speziell in ökologischer, sozialer und unternehmerischer Hinsicht ausgeformt wird.³³ Abweichend von diesem holistischen und integrativen Ansatz ist das europäische Nachhaltigkeitskonzept von einer deutlichen Priorisierung der ökologischen Dimension geprägt.³⁴ Solchermaßen wird auch zwischen Nachhaltigkeit im weiten Sinne als ein auf Ausgleich angelegtes, egalitäres Drei-Säulen-Modell nach dem Vorbild des *Brundtland* Berichts und Nachhaltigkeit im engeren Sinne als originäres Umweltprinzip differenziert.³⁵ Diese parallele Entwicklung schlägt sich auch im Rahmen der EU-Finanzmarktregulierung nieder: Unterscheidet die Offenlegungs-VO³⁶ in Annäherung an den umfassenden Ansatz gleichrangig zwischen ökologischen und sozialen Belangen und weist zumindest rudimentär auch *Governance*-

²⁸ Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (817); *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1666); *Lange* BKR 2020, 216 (222).

²⁹ *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 2, 4 ff.; *Mittwoch*, Nachhaltigkeit, S. 23.

³⁰ Vereinte Nationen, Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future (*Brundtland* Bericht) v. 4.8.1987, A/42/427.

³¹ *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3602); *Schön* ZfPW 2022, 207 (208).

³² UN, *Brundtland* Bericht, S. 54; *Calliess/Dross* ZUR 2020, 456 (457 f.).

³³ Vgl. *Glück/Watermann* DB 2020, 2450 (2450); *Lange* BKR 2020, 216 (223).

³⁴ *Klöhn/Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (12); *Möslein/Mittwoch* WM 2019, 481 (482).

³⁵ *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 9 f., 16 f.; *Mittwoch*, Nachhaltigkeit, S. 18 ff.

³⁶ Verordnung (EU) 2019/2088 des EP und des Rates v. 27.11.2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, ABl. L 317, 9.

Bezüge auf,³⁷ rekuriert die Taxonomie-VO³⁸ hingegen zentral auf den Tatbestand der „ökologisch nachhaltigen Wirtschaftstätigkeit“³⁹. Jene perspektivische Verengung auf Umweltbelange setzt sich in der Benchmark-VO⁴⁰ und der *European Green Bond-VO* (EuGB-VO)⁴¹ fort.⁴² Die divergierende Schwerpunktsetzung führt aufgrund der Wechselbezüglichkeit der Rechtsakte zu irritierenden Friktionen im Gesamtgefüge nachhaltiger Finanzprodukte, da beispielsweise nicht abschließend geklärt scheint, wie Sozialbelange zu berücksichtigen sind, und überdies bleibt die ökologische Fokussierungen hinter etablierten Standards auf internationaler Ebene im Sinne der ESG-Trias und damit verbundenen Investitionserwartungen zurück.⁴³ Solchermaßen steht eine einheitliche Definition von Nachhaltigkeit auf EU-Ebene (noch) aus.⁴⁴

II. ESG und dessen regulatorisches Verhältnis zu Nachhaltigkeit

Mit dem ESG-Konzept, bestehend aus den drei Elementen Umwelt (*Environment*), Soziales (*Social*) und „gute Unternehmensführung“ (*Governance*), wird der Nachhaltigkeitsbegriff im ökonomischen Gewand durch kategorisierbare und messbare Faktoren kontextualisiert.⁴⁵ Aus dem übergeordneten Konzept „Nachhaltigkeit“ werden konkrete Kriterien und Handlungsanleitungen für Unternehmen, öffentliche Körperschaften und Behörden abgeleitet, mit dem Ziel, die Nachhaltigkeitsleistung analysieren und bewerten zu können.⁴⁶ Besonders im Lichte des ESG-Regimes lässt sich der durch die EU-Regulierung bedingte konzeptionelle Wandel auf den Finanzmärkten verdeutlichen: War das bisherige Verständnis von Nachhaltigkeitsaspekten eher

³⁷ Siehe ErwGr. 1, 10 und 14 sowie Art. 2 Nr. 24 Offenlegungs-VO: „Nachhaltigkeitsfaktoren‘ [sind] Umwelt-, Sozial- und Arbeitnehmerbelange, die Achtung der Menschenrechte und die Bekämpfung von Korruption und Bestechung.“

³⁸ Verordnung (EU) 2020/852 des EP und des Rates v. 18.6.2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088), ABl. L 198, 13.

³⁹ Siehe Art. 1 Abs. 1, Art. 2 Nr. 1, Art. 3 Taxonomie-VO.

⁴⁰ Verordnung (EU) 2016/1011 des EP und des Rates vom 8.6.2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, ABl. L 171, 1.

⁴¹ Verordnung (EU) 2023/2631 des EP und des Rates vom 22.11.2023 über europäische grüne Anleihen sowie fakultative Offenlegungen zu als ökologisch nachhaltig vermarkteten Anleihen und zu an Nachhaltigkeitsziele geknüpften Anleihen, ABl. L 2023/2631.

⁴² Siehe Art. 3 Nr. 23a und Nr. 23b, Art. 19a, 19b Benchmark-VO sowie ErwGr. 3, Art. 1 lit. c, Art. 4 Abs. 1 S. 1 EuGB-VO; im Allgemeinen *Lange* BKR 2020, 216 (223 ff.), im Besonderen *Geier/Hombach* BKR 2021, 6 (7).

⁴³ *Bueren* ZGR 2019, 813 (860); *Ekkenga* WM 2020, 1644 (1666).

⁴⁴ *Bueren* ZGR 2019, 813 (860) spricht dabei von einer „Erwartungslücke“ im Hinblick auf die divergierende rechtliche Konzeption des Nachhaltigkeitsbegriffs. Kein Beifall verdient die sich anschließende Bewertung, dass diese begriffliche Beschränkung mangels Alternativen geboten und eine Erweiterung von Beginn an mangels Praktikabilität abzulehnen sei – wie der relationsabhängige Definitionsansatz unter B. IV. bei abweichender Einschätzung gesetzgeberischen Gestaltungsvermögens noch zeigen wird.

⁴⁵ *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3602); *Schön* ZfPW 2022, 207 (210).

⁴⁶ Zur Kritik an der (konzeptionellen) Kapitalisierung von Nachhaltigkeit s. unter D. I. und D. III.

qualitativ geprägt, kommt es zunehmend zu einer quantitativen Erfassung⁴⁷ – neben die bloße Erfassung nachhaltigkeitspezifischer Risiken tritt (auch) Bewertung der Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsziele.⁴⁸ Diese Quantifizierung illustrieren auch die Delegierten Rechtsakte zur Taxonomie-VO⁴⁹ in Bezug auf den Nachhaltigkeitsbegriff, in denen die Auswirkungen unternehmerischen Handelns auf Umweltziele anhand einer weitreichenden Kasuistik exemplifiziert werden.⁵⁰ Dieser neue Definitionsansatz, der wohl einer gewissen Ohnmacht bei der Verrechtlichung der Termini erwächst, trägt nur bedingt zu einem besseren Verständnis bei.⁵¹ Denn hiermit wird allein deskriptiv und *a posteriori* festgelegt, wann etwas nachhaltig ist, nicht aber *a priori* was Nachhaltigkeit an sich bedeutet. Aus der Summe der Einzelfälle ein übergeordnetes regulatorisches Konzept abzuleiten, erweist sich als diffiziles Unterfangen. Für die Praxis bietet dieses Vorgehen zwar den Vorteil, dass für den Einzelfall leichter eine Zuordnung erfolgen kann.⁵² Zugleich wird in Ermangelung eines grundlegenden Begriffsverständnisses aber die Verpflichtung einer fortwährenden und kleinteiligen Regulierung begründet, da abseits des Schemas eine Zuordnung nur schwerlich möglich ist. Folglich ist der Rechtsrahmen der Gefahr der Über-Regulierung und des *Information Overloads* ausgesetzt.⁵³ Solchermaßen fehlt es weiterhin auf Ebene des ESG-Konzepts an einer legislativen Entscheidung über das Verhältnis der drei Faktoren untereinander, die trotz Betonung der faktoriellen Gleichwertigkeit auf nationaler und internationaler Ebene angesichts immanenter Zielkonflikte der ESG-Trias notwendig ist.⁵⁴ Als Beispiel soll die anlagebasierte Finanzierung von Bauvorhaben dienen: Ein Finanzprodukt, welches sich verstärkt auf die energetische Sanierung von Bestandsimmobilien konzentriert, ist im Lichte des „E-Faktors“ von ESG positiv zu bewerten. Schlagen sich die Sanierungskosten unumwunden in erhöhten, nicht sozialverträglichen Mieten nieder oder werden in diesem Zuge zur Reduzierung der Wohnungsnot in den Städten dringend erforderliche Neubauvorhaben

⁴⁷ Geier/Hombach BKR 2021, 6 (6); Ihlau/Zwenger BB 2020, 2091 (2092).

⁴⁸ In Anlehnung an Geier/Hombach BKR 2021, 6 (6) folgendes Beispiel: Der Klimawandel stellt in Gestalt der Erwärmung und des Anstiegs der Meere ein Nachhaltigkeitsrisiko für Fischereibetriebe dar. Hiervon zu unterscheiden ist die Frage, ob der Fischereibetrieb selbst nachhaltig wirtschaftet.

⁴⁹ Delegierte Verordnung (EU) 2023/2486 der Kommission v. 27.6.2023 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2020/852 des EP und des Rates durch Festlegung der technischen Bewertungskriterien und zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2021/2178 der Kommission in Bezug auf besondere Offenlegungspflichten für diese Wirtschaftstätigkeiten, ABl. L. 2023/2486 und Delegierte Verordnung (EU) 2023/2485 der Kommission vom 27.6.2023 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2021/2139 durch Festlegung zusätzlicher technischer Bewertungskriterien, ABl. L. 2023/2485. Gesamtschau über die Delegierten Rechtsakte bei Baumüller/Hrinkow, IRZ 2023, 539 (540 ff.).

⁵⁰ Schön ZfPW 2022, 207 (251), der von einem „präskriptive[n] Informationsmodell“ spricht.

⁵¹ Schön ZfPW 2022, 207 (243) (251), Köndgen, FS K. Schmidt, S. 692.

⁵² Zutreffend Köndgen, FS K. Schmidt, S. 692: „kasuistische Auflösung des Nachhaltigkeitsbegriffs“.

⁵³ Bueren ZGR 2019, 813 (867); Köndgen, FS K. Schmidt, S. 693.

⁵⁴ Ekkenga et al. NJW 2021, 1509 (1513); Schön ZfPW 2022, 207 (244).

aufgegeben, steht die Vereinbarkeit mit dem „S-Faktor“ in Frage. Weitere Zielkonflikte können sich durch die jeweilige Ausgestaltung der Arbeitsbedingungen vor Ort ergeben.

III. *Sustainable Finance*

Die EU-Kommission definiert *Sustainable Finance* (nachhaltiges Finanzsystem) in ihrem „Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ als die „Berücksichtigung umweltbezogener und sozialer Erwägungen bei Investitionsentscheidungen, was zu mehr Investitionen in längerfristige und nachhaltige Aktivitäten führt“⁵⁵. In den nachfolgenden Ausführungen um den Aspekt der guten Unternehmensführung komplementiert, wird *Sustainable Finance* zum Durchsetzungsinstrument von ESG in der Finanzwirtschaft auserkoren.⁵⁶ Bezogen auf das Investitionsverhalten privater und institutioneller Kapitalgeber hat sich ein dreistufiges *Sustainable-Finance*-Modell entwickelt, welches das überkommene Investitionsdreieck aus Risiko, Rendite und Liquidität um den Aspekt der Nachhaltigkeitspräferenz erweitert.⁵⁷ Letztere erfährt je nach Motivlage des Investors eine unterschiedliche Berücksichtigung: Im Rahmen von *Sustainable Finance* 1.0 kommt ein nachhaltigkeitsbezogenes Investitionshandeln nur in Frage, weil und wenn sich dieses finanziell vorteilhaft auswirkt.⁵⁸ Von diesem restriktiv-instrumentellen Verständnis emanzipiert sich *Sustainable Finance* 2.0, wonach den nicht-finanziellen Aspekten als gleichberechtigtes Element ein Eigenwert zukommt. Indes muss deren Berücksichtigung weiterhin in einem angemessenen Renditeverhältnis stehen. Erst auf Ebene von *Sustainable Finance* 3.0 ist die Nachhaltigkeitspräferenz nicht nur eigenständige Größe, sondern die priorisierte Entscheidungsgrundlage für eine Investition.⁵⁹

IV. Zusammenfassung und strukturelle Probleme des Regulationsansatzes

Die obigen Ausführungen verdeutlichen, dass Nachhaltigkeit, ESG und *Sustainable Finance* in enger Korrelation zueinander stehen.⁶⁰ Sie zeigen auch, dass der *bottom-up* Ansatz der EU-Regulierung, das heißt die basale, adjektivische Festlegung der Nachhaltigkeitseigenschaft, eine präzise Verwendung der Termini obligat macht, was bei zunehmender Regulierungsdichte umso schwerer fällt, wenn es an einer generellen Konzeption des substantivischen

⁵⁵ COM(2018) 97 final S. 2; ausf. *Bueren* ZGR 2019, 813 (816 f.); *Dietz* EuR 2022, 443 (443).

⁵⁶ COM(2018) 97 final S. 2, 13 f. und 21; *Lange* BKR 2020, 216 (218); *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3603).

⁵⁷ *Bueren* ZGR 2019, 813 (822) (864); Überblick im Allgemeinen bei *Köndgen*, FS K. Schmidt, S. 681 ff.

⁵⁸ *Bueren* ZGR 2019, 813 (822); *Klöhn/Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (19).

⁵⁹ *Bueren* ZGR 2019, 813 (824); *Klöhn/Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (19).

⁶⁰ *Stellv. Lange* BKR 2020, 216 (224).

Nachhaltigkeitsbegriffs fehlt (*top-down* Ansatz).⁶¹ Daraus resultieren zwei grundlegendere Probleme. Ersteres betrifft die regulatorische Reichweite, die sich nach der gewählten Definition von Nachhaltigkeit bemisst. Im Verständnis des Begriffs als primäre deontische Handlungsformel unserer Zeit wird zum einen ein möglichst extensiver Ansatz gefordert. Obschon das Phänomen der Abhängigkeit von Kontextualisierung insofern als konstitutives Element übergeordneter Leitbegriffe verstanden werden kann – so auch bei etablierten Rechtsbegriffen wie „Gerechtigkeit“ –⁶² können Bedenken hinsichtlich der Operabilität nicht restlos ausgeräumt werden, zumal solch holistische Ansätze in ihrer Ausgestaltung zumeist in einem Minimalkonsens münden.⁶³ Daher wird konträr ein restriktiver Ansatz vertreten, der Nachhaltigkeit zumeist auf die ökologische Begriffsdimension engführt.⁶⁴ Neben Konflikten mit den allgemeinen Begriffserwartungen und damit verbundenem Anlegervertrauen ist dieses Vorgehen zusätzlich mit dem Odium belastet, dass durch eine zu restriktive Ausgestaltung Klimaschutzziele verfehlt werden können.⁶⁵ Fraglich ist, wie sich der Unionsgesetzgeber hierzu positioniert hat. Wenn gleich er mit der Ausgestaltung des Vorhabens im *Lamfalussy* Verfahren⁶⁶ einen Mittelweg anstrebt, indem er auf Sekundärrechtsebene ein Rahmenwerk erlässt (und damit eine übergeordnete Nachhaltigkeitskonzeption in Ansätzen präsentiert), dass auf Tertiärebene durch Delegierte Rechtsakte konkretisiert wird, präferiert er mit der betont ökologischen Ausgestaltung einen Nachhaltigkeitsbegriff im engeren Sinne.⁶⁷ Das zweite Problem betrifft eine vorgelagerte Ebene: „Das“ oder „ein“ richtiges Verständnis von Nachhaltigkeit kann es angesichts der verschiedenen globalen Perspektiven nicht geben.⁶⁸ In Anbetracht der (umstrittenen) Globalität und der Globalisierung der Finanzmärkte ist dies auch im Rahmen der EU-Regulierung von

⁶¹ Vgl. *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3605); *Rodi KlimR* 2022, 207 (211).

⁶² *Gehne*, Nachhaltige Entwicklung, S. 73 ff.; *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 4 ff., 17.

⁶³ *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1666 f.); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1348).

⁶⁴ Vgl. *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 17, 22 f.; so explizit vertreten bei *Bueren* ZGR 2019, 813 (860 f.) und in der Gesamtbewertung wohl auch bei *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1511 ff.).

⁶⁵ Zu den mit nachhaltigen Finanzprodukten im Sinne des etablierten internationalen Sustainable Finance Standards verbundenen Begriffserwartungen *Bueren* ZGR 2019, 813 (860).

⁶⁶ Zum *Lamfalussy* Verfahren im Kapitalmarktrecht als Mittel zur Etablierung von Standards *Möllers* ZEuP 2008, 480 (482 ff.): Hierbei handelt es sich um ein vierstufiges Konzept der europäischen Gesetzgebungslehre mit dem Ziel, das bisherige Rechtssetzungsverfahren zu beschleunigen und die Harmonisierung zu fördern. Auf der ersten Stufe werden nach Vorschlag der Kommission vom EP und Rat im Mitentscheidungsverfahren nach Art. 294 AEUV die politischen Grundentscheidungen als „Rahmen“ der Rechtssetzung unter Bezeichnung von Art, Umfang, Änderungs- und Aktualisierungsmodalitäten der nachfolgenden Rechtsakte festgelegt. Auf der zweiten Stufe beschließen Kommission und EP konkretisierende Durchführungsbestimmungen. Auf der dritten Stufe werden von den zuständigen Aufsichtsbehörden – bei Kompetenzerteilung – technische Regulierungs- und Durchführungsstandards sowie – ohne zusätzliche Ermächtigung – Empfehlungen und Leitlinien zur Kontrolle der Umsetzung der Rechtsvorschriften der vorherigen Stufen erarbeitet. Auf der vierten Stufe wird von der Kommission die Einhaltung der Rechtsvorschriften überwacht. Vertiefend *Rötting/Lang* EuZW 2012, 8 (8 ff.).

⁶⁷ Fn. 39 und Fn. 42; am Bsp. der Taxonomie-VO nachzeichnend *Langfermann* BB 2020, 1643 (1644); *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1111).

⁶⁸ Vgl. *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1513); *Lange* BKR 2020, 216 (224).

Relevanz.⁶⁹ Die fortschreitende, einseitige Verrechtlichung der Termini durch die Union und deren damit einhergehende tendenzielle Verengung⁷⁰ desavouiert hingegen den Einwand der unterschiedlichen Nachhaltigkeitsperspektiven. Wegen der globalen Ausrichtung und Vernetzung der Finanzwirtschaft führt dieses regulatorische Vorgehen zu einer inkongruenten, lokal begrenzten Minimallösung in einem auf finanzielle Globalisierung angelegten Markt. Stattdessen wäre es meines Erachtens konstruktiver, „Nachhaltigkeit“ (übereinstimmend mit der Konzeption von Nachhaltigkeitswissenschaften⁷¹) in Relation zu seinem Kontext intra- und interdisziplinär eingehender in den Blick zu nehmen. Hieraus lassen sich wesentliche Merkmale sowie damit verbundene Funktions- und Wirkungsweisen ableiten; was im Sinne der – als Dogmatik und gleichwohl im engeren Sinne auf *Gadamer* zurückgehend⁷² verstandenen – Hermeneutik wiederum Rückschlüsse auf den Begriff selbst zulässt (sog. hermeneutischer Zirkel).⁷³ Insoweit wäre es angezeigt, nicht einen neuen Nachhaltigkeitsbegriff, sondern einen genuin europäischen Nachhaltigkeitskontext als Grundlage der Regulierung und als Vorverständnis zum Nachhaltigkeitsbegriff zu etablieren, um einen flexiblen und zugleich operablen Rahmen für den weiteren Regulierungsrahmen zur Verfügung zu stellen.⁷⁴ Dem unpräzise ausgestalteten Verhältnis von Nachhaltigkeit, ESG und *Sustainable Finance*, den Diskrepanzen bei Erwartungen zu nachhaltigen Finanzprodukten und schließlich auch den immanenten Zielkonflikten könnte entgegengewirkt werden, wenn die definitorische Annäherung an „Nachhaltigkeit“ nicht als rein reproduzierender, sondern produktiver Prozess verstanden werden würde, in dem durch Vorurteile im Sinne *Gadamers*⁷⁵ als Vorwissen und Werturteil bedingte Erwartungslagen erkannt und bewusst in den Definitionsprozess miteinbezogen werden.⁷⁶

⁶⁹ Noch am Bsp. des Entwurfs zur EuGB-VO *Dietz* EuR 2022, 443 (448); *Renner* ZBB 2023, 23 (25).

⁷⁰ Vgl. *Lange* BKR 2020, 261 (271); *Mittwoch* KlimaRZ 2023, 2 (2); *Schön* ZfPW 2022, 207 (250).

⁷¹ Die Nachhaltigkeitswissenschaften umfassen ein inter- und intradisziplinäres Forschungsprogramm gerichtet auf die wissenschaftliche Durchdringung von Nachhaltigkeit und nachhaltiger Entwicklung. Da es sich nicht um eine abgeschlossene Disziplin handelt, sondern um ein Konglomerat universitärer Disziplinen, die sich aus ihrer jeweiligen Disziplin heraus mit dem Forschungsfeld Nachhaltigkeit befassen, empfiehlt sich sprachlich die Begriffsverwendung im Plural. Zum Verständnis und zur Einführung *Heinrichs/Michelsen/Michelsen/Adomßent*, Nachhaltigkeitswissenschaften, S. 39 ff.; *Heinrichs/Michelsen/Vilsmaier/Lang*, Nachhaltigkeitswissenschaften, S. 87 ff.; zur rechtlichen Perspektive *Heinrichs/Michelsen/Schomerus*, Nachhaltigkeitswissenschaften, S. 290 ff.

⁷² Grundlegend *Gadamer*, Wahrheit und Methode, S. 270 ff., 281–295; zur juristischen Hermeneutik *Hilgendorf/Joerden/Klatt*, Hdb. Rechtsphilosophie, S. 233 ff.

⁷³ Instruktiv zu diesem Vorgehen *KÜDES*, Terminologearbeit, S. 54; *Mittwoch*, Nachhaltigkeit, S. 12, 60 ff.

⁷⁴ Vgl. *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 5, 32: Nachhaltigkeit als „kontextabhängiger Relationsbegriff“.

⁷⁵ *Gadamer*, Wahrheit und Methode, S. 270 ff., 281 ff.

⁷⁶ *Hilgendorf/Joerden/Klatt*, Hdb. Rechtsphilosophie, S. 234 mit Verweis auf *Esser*, Vorverständnis und Methodenwahl in der Rechtsfindung, S. 10.

C. Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten

Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten und deren Zielsetzung erklärt sich erst vor dem Hintergrund der ökonomischen und rechtlichen Ausgangssituation (unter I.). Daran schließen sich Ausführungen zur informationellen Grundlage des Rechtsrahmens an (unter II.). Im Hauptteil werden die vier wichtigsten Verordnungen ihrem Inhalt nach problemorientiert skizziert, ehe sich jeweils vertieft mit den ihnen zugrundeliegenden regulatorischen Prinzipien befasst wird (unter III.).

I. Ausgangssituation auf den Finanzmärkten und Zielsetzung

Wenngleich nicht mit dem heutigen Handelsvolumen vergleichbar, war bereits vor dem Aktionsplan eine etablierte Praxis zu nachhaltigen Geldanlagen auf den europäischen Finanzmärkten verbreitet, die sich in einer Vielzahl privater Standards, Zertifizierungen und Leitlinien ausdrückte.⁷⁷ Weil die EU abgesehen von aufsichtsprudenziellen Maßnahmen als Reaktion auf die Finanzkrise 2008/09⁷⁸ hierfür keinen geeigneten regulatorischen Rahmen vorsah, war deren Mehrwert aufgrund mangelnder Transparenz und Vergleichbarkeit sowie unterschiedlichen Vorstellungen von „Nachhaltigkeit“ mitunter gering. In der Vergangenheit führte dies zu einer Fragmentierung des Marktes und zum Verlust von Anlegervertrauen.⁷⁹ Zusätzlich verfestigten sich natürlich bedingte Informationsasymmetrien zwischen den Akteuren der Real- und Finanzwirtschaft.⁸⁰ In Anbetracht dieses Marktversagens sah sich die Kommission dazu veranlasst, einen Paradigmenwechsel einzuleiten.⁸¹ Dem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht kam ursprünglich die kardinale Funktion zu, die Stabilität von Unternehmen und Märkten zu gewährleisten.⁸² Mit ihrer *Sustainable Finance* Strategie stellt die EU diese beiden Materien in den Dienst der Nachhaltigkeit und entwickelt sie um jenen externalen Impetus erweitert zu Instrumenten von Transparenz und Offenlegung.⁸³ Übergeordnetes Ziel des Vorhabens ist es, Kapitalgebern durch eine umfassende Informationsgrundlage zu ermöglichen, Finanzprodukte als „nachhaltig“ identifizieren zu können und so der Marktunsicherheit zu begegnen und Anreize für nachhaltige Investitionen zu schaffen.⁸⁴

⁷⁷ Klöhn/Jochmann KlimaRZ 2022, 12 (13); Lanfermann BB 2018, 490 (490).

⁷⁸ Dietz EuR 2022, 443 (451); Schön ZfPW 2022, 207 (209); Velte NZG 2021, 3 (3).

⁷⁹ Bueren ZGR 2019, 813 (837); Dietz EuR 2022, 443 (447); Nagel et al. BKR 2020, 360 (361).

⁸⁰ Bueren ZGR 2019, 813 (839); Geier/Hombach BKR 2021, 6 (6).

⁸¹ Stellv. Möslein/Mittwoch WM 2019, 481 (489); abw. Klöhn/Jochmann KlimaRZ 2022, 12 (13).

⁸² Bechtold WiD 2022, 334 (334 f.); Fleischer DB 2022, 37 (37); Rodi KlimR 2022, 207 (208).

⁸³ Klöhn/Jochmann KlimaRZ 2022, 12 (12); Rodi KlimR 2022, 207 (208).

⁸⁴ Geier/Hombach BKR 2021, 6 (6); Schön ZfPW 2022, 207 (220); Stumpp ZBB 2019, 71 (71).

II. Informationsarchitektur der *Sustainable Finance* Strategie

Im engeren Sinne umfasst die Finanzmarktregulierung diejenigen Vorschriften, die sich mit den Mitteln des Kapitalmarktrechts an die Akteure des Finanzmarkts richten und Finanzprodukte zum Gegenstand haben. Deren Anwendung setzt eine verlässliche informationelle Grundlage über Nachhaltigkeitsaspekte voraus, auf der die Offenlegungs- und Klassifikationsregelungen aufbauen können.⁸⁵ Weil diese Informationen der Realwirtschaft entstammen, ist der regulatorische Ansatz zu *Sustainable Finance* konzeptionell bereits im Gesellschafts- und Bilanzrecht radiziert.⁸⁶ Für diese Zwecke sind vornehmlich die Bereiche der nachhaltigkeitsbezogenen Unternehmensberichterstattung und Unternehmensführung relevant.

1. Unternehmerische Nachhaltigkeitsberichterstattung

Die Nachhaltigkeitsberichterstattung (*Sustainable Reporting*) geht auf die NFR-Richtlinie⁸⁷ zurück, die die „nicht-finanzielle Erklärung“ als neues Publizitätsinstrument für kapitalmarktorientierte Unternehmen einführt.⁸⁸ Deren Inhalt umfasst unter anderem Angaben zum Umgang mit nachhaltigkeitsbezogenen Chancen und Risiken, Auswirkungen der unternehmerischen Tätigkeit auf Umwelt- und Sozialbelange sowie die Implementierung von Nachhaltigkeitsaspekten in die Unternehmensstrategie (vgl. § 289c Abs. 1, 2 HGB).⁸⁹ Weil diese Informationen den Erfordernissen der zunehmenden Regulierung im Finanzsektor nicht mehr genügten, wurde im Wege der überarbeiteten CSR-Richtlinie⁹⁰ ein einheitlicher Standard zur nicht-finanziellen Erklärung festgelegt.⁹¹ Dieser bewirkt nicht nur eine Ausweitung des Adressatenkreises von 11.600 auf schätzungsweise 50.000 Unternehmen in der EU. Auch qualitativ kommt es zu einer (annähernden) Gleichstellung von Finanz- und Nicht-Finanzdaten innerhalb des Berichtsformats.⁹² Dabei verschiebt sich der Fokus von Mindestangaben hin zu konkreten „kapitalmarkt-orientierten Anforderungen“ im Sinne der ESG-Faktoren. In Ermangelung einer klaren

⁸⁵ *Ihlaul/Zwenger* BB 2020, 2091 (2092); *Scheid/Needham* IRZ 2020, 35 (39 f.).

⁸⁶ *Lanfermann* BB 2018, 1643 (1643); *Lange* BKR 2020, 261 (267).

⁸⁷ Richtlinie 2014/95/EU des EP und des Rates v. 22.10.2014 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; konziser Überblick bei *Stawinoga/Velte* DStR 2021, 2364 (2364 f.).

⁸⁸ *Lanfermann* BB 2018, 490 (490); *Velte* IRZ 2022, 63 (65); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1346).

⁸⁹ *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1509); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1346).

⁹⁰ Richtlinie (EU) 2022/2464 des EP und des Rates v. 14.12.2022 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; konziser Überblick bei *Schmidt* NZG 2021, 611 (611).

⁹¹ *Glander* et al. BKR 2020, 485 (488); *Rodi* KlimR 2022, 207 (208); *Velte* NZG 2021, 3 (4).

⁹² *Lanfermann* BB 2018, 490 (492); *Velte* NZG 2021, 3 (4); *ders.* IRZ 2022, 63 (67).

Abgrenzung zwischen Nachhaltigkeit und ESG bleibt fraglich, ob diese Neuerung zu einer übersichtlicheren Darstellung beitragen kann.⁹³ Auch wenn dies den ersten Schritt hin zu einer umfassenden Nachhaltigkeitsberichterstattung darstellen mag, fehlt es innerhalb des EU-Rechtsrahmens an einem Ansatz, um über das Berichtsformat hinaus die Dichotomie zwischen finanziellen und nicht-finanziellen Aspekten zu überwinden. Jedenfalls stehen der Finanzmarktregulierung hierdurch eine Fülle an zuvor nicht vorhandenen Informationen zur Verfügung, die für die Qualität der EU-Taxonomie unerlässlich ist.⁹⁴

2. Nachhaltige Unternehmensführung

Das Konzept der nachhaltigen Unternehmensführung (*Sustainable Corporate Governance*) beruht auf dem Gedanken, dass Wirtschaftsakteure für die Auswirkungen ihres Handelns auf Umwelt und Gesellschaft Verantwortung übernehmen müssen.⁹⁵ Eine rechtliche Ausgestaltung dieses Ziels fand erstmals mit der Zweiten Aktionärsrechte-Richtlinie⁹⁶ statt, die den theoretisch fundierten Wechsel von einem *Shareholder* zu einem *Stakeholder Value* Ansatz im Unionsrecht einläutete.⁹⁷ Hierfür prägend sind zwei Regulierungsprinzipien. Ersteres betrifft das sog. *Nudging*.⁹⁸ Durch vor allem an institutionelle Anleger und Vermögensverwalter adressierte Rechenschaftspflichten, die diese zur Veröffentlichung von Berichten über ihre Mitwirkungspolitik und Vergütung verpflichten, wird gezielt eine Öffentlichkeit für nachhaltigkeitsbezogene Informationen geschaffen. Der daraus resultierende gesellschaftliche Druck soll die Adressaten zu nachhaltigkeitsorientiertem Handeln veranlassen.⁹⁹ Als Korollar dessen ist zweitens das *Stewardship* Prinzip¹⁰⁰ zu nennen, in dem sich zwei interdependente Prämissen verfestigen.¹⁰¹ Zum einen, dass allen voran institutionelle Anleger die Realwirtschaft besser über Halteentscheidungen (*voice option*), d. h. die aktive Wahrnehmung von mit Unternehmensanteilen verbundenen Stimmrechten und dadurch Einfluss auf die unternehmerische Willensbildung unter dem Gesichtspunkt der Nachhaltigkeit, denn durch Kursbewegungen (*exit option*) durch den Kauf und

⁹³ Art. 19a, 19b NFR-RL; *Schön* ZfPW 2022, 207 (254); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1346).

⁹⁴ *Lanfermann* BB 2018, 490 (494); *Velte* NZG 2021, 3 (4); *ders.* IRZ 2022, 63 (63) (67).

⁹⁵ *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3602); *Scheid/Needham* IRZ 2020, 35 (35).

⁹⁶ Richtlinie (EU) 2017/828 des EP und des Rates v. 17.5.2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre. ABl. L 132, 1; krit. rechtsökonomische Einordnung bei *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1665).

⁹⁷ Grundlegend zum Stakeholder Value Ansatz *Freeman*, *Strategic Management*, S. 43 ff., 52 ff.; *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1345); krit. *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1510).

⁹⁸ Vertiefend unter C. III. 1. b); grundlegend *Thaler/Sunstein*, *Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, 2008; vgl. auch *Baumüller* PiR 2018, 249 (250): „naming and shaming“.

⁹⁹ *Schön* ZfPW 2022, 207 (208); *Velte* NZG 2021, 3 (3); *ders.* IRZ 2022, 63 (64).

¹⁰⁰ Grundlegend *Donaldson/Davis* *Australian Journal of Management* 1991, 49.

¹⁰¹ *Bueren* ZGR 2019, 813 (817); *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1509).

Verkauf von Unternehmensanteilen beeinflussen können. Auch wenn die Praxis auf den Finanzmärkten mehrheitlich von der *exit option* geprägt ist. Dieser unter dem Schlagwort „Langfristigkeit“ (*Long Termism*) firmierende Ansatz ist umstritten, weil er zu einer Stagnation von Kapital führt und deswegen im Widerspruch zum kapitalmarktökonomischen Verteilungsmechanismus steht, wonach unternehmerische Prosperität und als Ausdruck dessen Betriebsvermögen erst durch die Verteilung privaten Kapitals auf den Finanzmärkten erzielt werden kann.¹⁰² Und zum anderen nimmt der Unionsgesetzgeber an, dass – verkürzt dargestellt – kurzfristige Investitionsentscheidungen weniger nachhaltig sind als langfristige.¹⁰³ Die Betonung einer bewusst nachhaltig und langfristig zu gestaltenden Entwicklung kann als endgültige Abkehr eines rein temporär geprägten Verständnisses von Nachhaltigkeit gewertet werden und ebnet den Weg für das nun dazustellende Vorhaben.¹⁰⁴

III. Der Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten

Über die graduelle Regulierung im Unternehmenskontext geht der Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten deutlich hinaus, der dieses Thema in der Finanzwirtschaft dauerhaft zu implementieren versucht. Dabei kann konzediert werden, dass allen Maßnahmen – wie sich noch zeigen wird – stets ein *Novum* innewohnt.¹⁰⁵

1. Offenlegungs-Verordnung (VO (EU) 2019/2088)

a) Anwendungsbereich und Systematik der Offenlegungspflichten

Zum Abbau von Informationsasymmetrien etabliert die Offenlegungs-VO ein abgestuftes Transparenzregime durch Offenlegungspflichten.¹⁰⁶ Der persönliche Anwendungsbereich erfasst im Wesentlichen die neu eingeführten Begriffe „Finanzmarktteilnehmer“ (Art. 2 Nr. 1 Offenlegungs-VO) und „Finanzberater“ (Art. 2 Nr. 11 Offenlegungs-VO), der sachliche Anwendungsbereich „Finanzprodukte“ (Art. 2 Nr. 12 Offenlegungs-VO).¹⁰⁷ Die Verordnung ist somit auf diejenigen Fälle anwendbar, in denen Vermögenswerte wirtschaftlich verwaltet oder hierzu

¹⁰² *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1664 f.); *ders.* WM 2022, 1765 (1765 f.).

¹⁰³ Krit. zu dieser Annahme *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1664); *Möslein/Mittwoch* WM 2019, 481 (488).

¹⁰⁴ *Lanfermann* BB 2018, 490 (490); *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3603).

¹⁰⁵ *Möslein/Mittwoch* WM 2019, 481 (481) (485); *Schön* ZfPW 2022, 207 (211).

¹⁰⁶ ErwGr. 5, 10 und 27 Offenlegungs-VO; *Glander* et al. BKR 2020, 485 (487); *Nagel* et al. BKR 2020, 360 (360).

¹⁰⁷ *Glander* et al. BKR 2020, 485 (487); *Lange* BKR 2020, 261 (263).

beraten wird. Auch wenn dies einen Großteil der relevanten Finanzmarktaktivitäten abbildet, ist insbesondere der Bereich beratungsfreier Bankgeschäfte nicht umfasst, so insbesondere *Online Banking*, *Discount Brokerage* oder diverse Ordererteilung.¹⁰⁸ Inhaltlich differenziert die Offenlegungs-VO in ihrer ausgeprägten Systematik zwischen unternehmens- und produktspezifischen Vorschriften und innerhalb dieser Kategorien nach Adressat, Bezugsgegenstand und Veröffentlichungsmodalität.¹⁰⁹ Im Rahmen der unternehmensbezogenen Vorschriften sind Informationen über die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren in die Investitions- und Beratungsstrategien (Art. 3 und 4 Offenlegungs-VO) sowie in die Vergütungspolitik (Art. 5 Offenlegungs-VO) offenzulegen.¹¹⁰ Die Reichweite der produktspezifischen Vorschriften richtet sich nach den jeweiligen Eigenschaften des Finanzprodukts. Für alle Finanzprodukte ungeachtet ihrer Ausrichtung sind Informationen über die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren und deren Einfluss auf die Rendite zu veröffentlichen (Art. 6 und 7 Offenlegungs-VO).¹¹¹ Werden Finanzprodukte mit ökologischen und/ oder sozialen Merkmalen beworben (Art. 8 Offenlegungs-VO) oder mit diesen eine nachhaltige Investition angestrebt (Art. 9 Offenlegungs-VO), sind erweiterte Offenlegungspflichten zu erfüllen. Diese beinhalten im Besonderen Informationen über die Strategie zur Erreichung der besonderen Zielsetzung und gegebenenfalls das Verhältnis zu Referenzwerten.¹¹² Zur Konkretisierung dieser Anforderungen wurden von der Kommission nach Vorschlägen der europäischen Aufsichtsbehörden Technische Regulierungs- (RTS) und Durchführungsstandards (ITS) in Form Delegierter Rechtsakte erlassen.¹¹³

Indes hat der Unionsgesetzgeber den Ansatz der umfassenden Informationsgewinnung „zu konsequent“ umgesetzt: Da es an einer generellen, quantitativen Vorgabe im Sinne einer Wesentlichkeitsschwelle fehlt, sind alle nachhaltigkeitspezifischen Daten unabhängig der Anlageklasse und des Anteils am Portfolio offenzulegen. Infolgedessen kommt es zu einem umfangreichen und kleinteiligen Berichtswesen, das der Schaffung von Transparenz eher abträglich ist.¹¹⁴ Auch wenn dieses Problem in den RTS zu strukturieren versucht wurde, konfligiert die Flut an Informationen mit dem eigentlichen Ziel des Verordnungsgebers, Kapitalgeber vermöge einer nachvollziehbaren Entscheidungsgrundlage zu nachhaltigen Investitionen zu befähigen.¹¹⁵ An dieser Stelle tut Beschränkung not, da andernfalls eine sachgerechte Bewertung der

¹⁰⁸ Stellv. *Geier/Hombach* BKR 2021, 6 (7).

¹⁰⁹ Tabellarische Übersicht bei Abb. 1; ergänzend hierzu *Steuer* BKR 2022, 296 (297 ff.).

¹¹⁰ *Glander et al.* BKR 2020, 485 (488 ff.); *Lange* BKR 2020, 261 (263).

¹¹¹ *Geier/Hombach* BKR 2021, 6 (13); *Glander et al.* BKR 2020, 545 (545 f.).

¹¹² *Glander et al.* BKR 2020, 545 (546 f.); *Lange* BKR 2020, 261 (263 f.).

¹¹³ Tabellarische Übersicht bei Abb. 2; ergänzend hierzu *Lanfermann* BB 2020, 1643 (1646).

¹¹⁴ *Glander et al.* BKR 2020, 485 (489); *dies.* BKR 2020, 545 (546).

¹¹⁵ *Bueren* ZGR 2019, 813 (866); *Glander et al.* BKR 2020, 485 (489).

Informationen nicht möglich ist und aufseiten der Finanzunternehmen ein unverhältnismäßig hoher Aufwand entsteht.¹¹⁶ Dies könnte dazu führen, dass sich das intendierte Regelungsvorhaben ins Gegenteil verkehrt: Anstatt Anreize für nachhaltige Investitionen zu schaffen, wird von diesen ob der damit verbundenen Komplexität abgesehen.¹¹⁷ Da es bisweilen so scheint, als würde der Unionsgesetzgeber mit der Offenlegung-VO einen nahezu unbegrenzten Zugang zu Informationen ohne substanzielle Differenzierung offerieren,¹¹⁸ erscheint es angezeigt, Grundgedanken und Struktur dieses informatorischen Ansatzes zu hinterfragen. Denn für dessen Beurteilung ist nicht nur entscheidend, *warum* sondern auch *wie* Informationen zugänglich gemacht werden.¹¹⁹

b) Miniatur zur rechtlichen Informationsdogmatik

Der Rechtsrahmen eines Informationsregimes bestimmt sich nach den Parametern Zweck, Empfänger, Verpflichteter und Inhalt.¹²⁰ Originärer Informationszweck ist grundsätzlich die Schaffung einer zuverlässigen Entscheidungsgrundlage, hier im Kontext nachhaltiger Finanzprodukte.¹²¹ Der Kreis der Informationsempfänger reicht vorliegend weit über die primären Adressaten der Finanzwirtschaft sowie deren Intermediäre zur reflektorischen Selbstinformation hinaus. Die erweiterte Perspektive des europäischen Transformationsrechts umfasst die Gesellschaft als Ganzes.¹²² Daraus folgt ein multipolares und zum Teil dualistisches Interessenspektrum unterschiedlicher Zwecksetzung. Dies ist insoweit problematisch, da der Kreis der Informationsverpflichteten in kohärenten Systemen vom Zweck ausgehend deduziert werden kann. Anderweitig droht das Informationsregime inkonsistent zu werden.¹²³ Die umgekehrte Engführung des Verpflichtetenkreises in Art. 1, Art. 2 Nr. 1 und 11 Offenlegungs-VO mag aus Praktikabilitätsabwägungen heraus und aus Sicht der Finanzmarktpraxis begrüßenswert sein, steht aber in einem Spannungsverhältnis zum umfassenden *Enforcement*-Ansatz auf Empfängerseite.¹²⁴ Diese Diskordanz setzt sich auch in der inhaltlichen Ausgestaltung fort. Ob nämlich die „Gießkannen-Methode“ der Offenlegungs-VO den verschiedenen Informationsbedürfnissen zweckdienlich ist, kann *prima facie* bezweifelt werden. Dabei hat es den Anschein, als wäre

¹¹⁶ *Bueren* ZGR 2019, 813 (867); *Poelzig* KlimaRZ 2023, 33 (33).

¹¹⁷ *Glander et al.* BKR 2020, 485 (489); zur Taxonomie-VO *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1115).

¹¹⁸ So auch *Schön* ZfPW 2022, 207 (236) zur Nachhaltigkeitsberichterstattung.

¹¹⁹ Zu den theoretischen Grundlagen der Informationsdogmatik *Gumpp* ZBB 2020, 103 (105 f.).

¹²⁰ *Gumpp* ZBB 2020, 103 (106); *Schön* ZfPW 2022, 207 (230).

¹²¹ *Köndgen*, FS K. Schmidt, S. 693; *Lange* BKR 2020, 261 (267).

¹²² COM(2018) 97 final S. 2; *Ekkenga* WM 2022, 1765 (1766 f.); *Schön* ZfPW 2022, 207 (239).

¹²³ *Gumpp* ZBB 2020, 103 (105); *Rodi* KlimR 2022, 207 (208); *Schön* ZfPW 2022, 207 (237).

¹²⁴ *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1665); *Möslein/Mittwoch* WM 2019, 481 (484).

die Kommission dem schlechten Leumund der Informationsasymmetrie anheimgefallen, deren Abbau ihr ausweisliches Ziel ist. Entgegen den etymologischen Ursprüngen beschreibt dieses Phänomen kein „ungewöhnliches“ Informationsgefälle im Sinne eines Ausnahmefalls, sondern ist geradezu charakteristischer Ausdruck für eine arbeitsteilige Wirtschaftspraxis von Akteuren, die innerhalb und außerhalb ihrer eigenen Unternehmensstruktur vernetzt sind.¹²⁵ Solchermaßen ist ein Rechtsrahmen illusorisch, wenn er den umfassenden Abbau von Informationsasymmetrien bezweckt. Vielmehr müssen asymmetrische Informationen nur dann mit einem angepassten und präzisen Instrumentarium behoben werden, wenn sie einer funktionierenden Rechts- und Wirtschaftsordnung entgegenstehen.¹²⁶ Obzwar es sich beim Finanzsektor um einen typischen *market for lemons*¹²⁷, das heißt einem Marktplatz mit einem hohen Maß an Informationsasymmetrien handelt,¹²⁸ stellt der *all or nothing approach* der Kommission in Anbetracht der dargestellten Negativeffekte ein gewagtes Vabanquespiel dar.¹²⁹

c) Regulatorisches Leitprinzip: Das Primat der Transparenz

Die Schaffung einer umfassenden informationellen Grundlage nach dem Modell der Offenlegungs-VO entfaltet sich *idealiter* in zweierlei Richtung Wirkung: Die intrinsische Informationsperspektive führt dazu, dass auf Makroebene der Finanzwirtschaft die Vergleichbarkeit von Informationen sowie die Glaubwürdigkeit von zertifizierten Geldanlagen verbessert wird und dass sich auf Mikroebene der Anleger ausgehend von den zur Verfügung gestellten Informationen eine Lenkungs- und Anreizwirkung zugunsten nachhaltiger Geldanlagen entfaltet.¹³⁰ Zudem müssen sich Finanzunternehmen durch die Offenlegung einer breiten Öffentlichkeit und dem Vergleich mit Konkurrenten hinsichtlich ihres nachhaltigkeitsbezogenen Verhaltens stellen. Diese extrinsische Perspektive im Gewand des Marktdrucks bezweckt, dass es unerlässlich werden wird, sich als Unternehmen der Finanz- wie auch der Realwirtschaft dezidiert mit Nachhaltigkeitsstrategien und -auswirkungen auseinanderzusetzen.¹³¹ Als Konnex beider Wirkungsstränge fungiert die systematische Integration von Nachhaltigkeitsfaktoren in die

¹²⁵ Stellv. Koch ZGR 2020, 183 (184).

¹²⁶ Stellv. Koch ZGR 2020, 183 (185 f.) (214); zu den Folgen *Kündgen*, FS K. Schmidt, S. 693.

¹²⁷ Grundlegend *Akerlof*, The Market for Lemons, Quarterly Journal of Economics 1970, 488 ff.; zum market for lemons und Informationsasymmetrien als Moral-Hazard-Effekt im Spiegel der Banken Krisen (wenngleich nicht ohne pointierte Stellungnahme) *Sinn*, Wenn Banken mit Zitronen handeln, Börsenzeitung v. 26.4.2008.

¹²⁸ BeckOGK/*Dornis* Rn. 50 ff.; EBJs/*Poelzig* Vorbem. Rn. 61 f.

¹²⁹ Zu Informationsasymmetrien und damit einhergehend dem Verlust von Anlegervertrauen als „Fundamentalproblem der [...] Krise auf den Finanzmärkten“ *Schön/Cortez* IRZ 2009, 11 (11 ff.); im Übrigen *Schön* ZfPW 2022, 207 (256); bereits zur CSR-RL *Stawinoga/Velte* DSStR 2021, 2364 (2370).

¹³⁰ *Dietz* EuR 2022, 443 (446); *Glander* et al. BKR 2020, 485 (488).

¹³¹ *Ihlau/Zwenger* BB 2020, 2091 (2091 f.); *Rodi* KlimR 2022, 207 (208).

Geschäftspraxis, was fortan als Ausdruck der Treuhandpflichten gegenüber Kapitalgebern verstanden werden kann.¹³² Eine Umsetzung dessen erfolgt im Transparenzregime der Verordnung mit dem jährlich zu veröffentlichenden *Principal Adverse Impacts Statement* (PAI), das die Vielzahl der offenzulegenden Informationen bündelt. Dessen Hauptgegenstand bildet die Darstellung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen des wirtschaftlichen Handelns auf Nachhaltigkeitsfaktoren.¹³³ Mit dieser gewählten Begrifflichkeit wird im Unterschied zur vergangenen, unternehmenszentrierten Offenlegung ein Perspektivwechsel vorgenommen: Der Schwerpunkt der regulatorischen Betrachtung wird von Nachhaltigkeitsrisiken im Sinne des Art. 2 Nr. 22 Offenlegungs-VO als interne, finanzielle Nachteile des Unternehmens (*outside-in* Perspektive) zu Nachhaltigkeitsfaktoren im Sinne des Art. 2 Nr. 24 Offenlegungs-VO als externe, nicht-finanzielle Nachteile für die Umwelt (*inside-out* Perspektive) transloziert.¹³⁴ Die hiermit vollzogene „kopernikanische Wende“ hat fortan anstelle des Unternehmens und den ihm drohenden Risiken durch umweltbedingte Faktoren die Umwelt und der ihr drohenden Risiken durch unternehmensbedingte Faktoren zum Zentrum. Ein weiterer Ansatzpunkt ist der sog. *Comply or Explain* Mechanismus: Adressaten solcher Vorschriften steht formal zwar eine Wahlmöglichkeit zu. Da das Abweichen von der gesetzlich intendierten Entscheidungsrichtung ein zusätzliches Begründungserfordernis auslöst, führt der damit statuierte (psychologische) Druck *in praxi* dazu, dass von dieser „Möglichkeit“ kaum Gebrauch gemacht wird.¹³⁵ Dies lässt sich anhand des Art. 4 Abs. 1 lit. a Offenlegungs-VO verdeutlichen: Die hiernach erforderliche Erklärung über eine Strategie zur Wahrung der Sorgfaltspflichten bei nachteiligen Investitionsauswirkungen ist abgesehen von den Fällen des Art. 4 Abs. 3 und 4 Offenlegungs-VO nicht zwingend. Finanzmarktteilnehmer können nach Art. 4 Abs. 1 lit. b Offenlegungs-VO hiervon absehen – wenn sie Gründe dazu angeben, warum die Berücksichtigung nicht geschieht und solchen Falls öffentlich Rechenschaft über ihr nicht nachhaltigkeitskonformes Handeln ablegen. Gleiches gilt für die Offenlegungspflichten von Finanzberatern nach Art. 4 Abs. 5 lit. b Offenlegungs-VO.¹³⁶ Grundlage dieser regulatorischen Maßnahmen ist die bereits erwähnte *Nudging*-Methode.¹³⁷ Ausgehend davon, dass der Einzelne situativ bedingt nicht dazu in der Lage sein kann, die im Interesse des Gemeinwohls liegende („richtige“) Entscheidung zu treffen, wird durch gezielte rechtliche Ausgestaltung abseits von Verboten eine moralische Verpflichtung induziert. Unter

¹³² ErwGr. 12 Offenlegungs-VO; *Bueren ZGR* 2019, 813 (865); ausdrücklich *Glander et al. BKR* 2020, 485 (488).

¹³³ Art. 4 und 7 Offenlegungs-VO; *Glander et al. BKR* 2020, 485 (489 f.); *Glander et al. BKR* 2023, 28 (30 ff.).

¹³⁴ *Glander et al. BKR* 2023, 28 (30); *Schön ZfPW* 2022, 207 (252).

¹³⁵ *Bechtold WiD* 2022, 334 (335); *Ekkenga et al. NJW* 2021, 1509 (1509).

¹³⁶ *Geier/Hombach BKR* 2021, 6 (13); *Glander et al. BKR* 2020, 485 (489) (492).

¹³⁷ Vertiefend C. II. 2; einführend in die rechtliche Perspektive des Nudgings *Hufen JuS* 2020, 193 (193 f.); zum Nudging-Ansatz der Taxonomie-VO *Wellerdt DÖV* 2021, 1109 (1115).

Rekurs auf das Konstrukt gesellschaftlicher Verantwortung wird bezweckt, dass die Wahl sodann zugunsten einer utilitaristischen Handlungsoption ausfällt.¹³⁸ Dabei bedarf es im Kontext von Regulierungsmaßnahmen der Betonung, dass es einen Unterschied macht, ob Kapitalgeber über ihre Investition und deren Auswirkungen zutreffend informiert und vermöge dessen eine freie Willensentscheidung treffen oder von Gesetzes wegen gezielt zu einer Entscheidung veranlasst werden.¹³⁹ Vor dem Hintergrund der neuen Stoßrichtung der *Sustainable Finance* Strategie wird von Teilen der Literatur kritisch angemerkt, dass die Suprematie der Nachhaltigkeit dazu führt, dass Finanzmarktakteure Entscheidungen oktroyiert werden und ein solches Vorgehen über das Maß allgemeiner Berücksichtigung und des „sanften“ bzw. libertären Paternalismus hinausgeht.¹⁴⁰

2. Taxonomie-Verordnung (VO (EU) 2020/852)

Allgemeinhin wird die Taxonomie-VO als das Hauptelement der *Sustainable Finance* Strategie angesehen.¹⁴¹ Zur Ermittlung des Nachhaltigkeitsgrades einer Investition wird im Rahmen ihres binären Klassifikationssystems festgelegt, ob die der Investition zugrundeliegenden Wirtschaftstätigkeiten „ökologisch nachhaltig“ oder „nicht ökologisch nachhaltig“ sind.¹⁴² Diese Bestimmung über Umwege folgt der finanzwirtschaftlichen Praxis, in der nicht unmittelbar in die einzelne unternehmerische Tätigkeit, sondern in ein Finanzprodukt investiert wird, das verschiedene Wirtschaftsaktivitäten zum Ziel hat. Anhand des Anteils am finanziellen Gesamtwert von Investitionen in nachhaltige und von solchen in sonstige Wirtschaftstätigkeiten lässt sich sodann der prozentuale Nachhaltigkeitsgrad beziffern.¹⁴³ Mit dieser originären Taxonomie gibt die Verordnung den zentralen Referenzwert für den übrigen Rechtsrahmen an.¹⁴⁴ Dieser Ansatz setzt jedoch voraus, dass die entsprechende Tätigkeit am Markt angeboten wird bzw. werden kann und in Höhe ihres objektiven Werts eingepreist wird.¹⁴⁵

a) Anwendungsbereich und Klassifikationssystem

¹³⁸ Dietz EuR 2022, 443 (459); Ipsen/Röh ZIP 2020, 2001 (2003); Schön ZfPW 2022, 207 (229).

¹³⁹ Schön ZfPW 2022, 207 (228); krit. Ekkenga WM 2022, 1765 (1766).

¹⁴⁰ Bueren ZGR 2019, 813 (869); Rodi KlimR 2022, 207 (211); Schön ZfPW 2022, 207 (254).

¹⁴¹ COM(2018) 97 final S. 6; stellv. Stumpp ZBB 2019, 71 (73): „normatives Herzstück“.

¹⁴² Krakuhn et al. IRZ 2020, 563 (563 ff.); Lanfermann BB 2020, 1643 (1643).

¹⁴³ Art. 4 Abs. 3 Taxonomie-VO; Ekkenga/Posch WM 2021, 205 (208); Lanfermann BB 2020, 1643 (1644).

¹⁴⁴ Ihlau/Zwenger BB 2020, 2091 (2092); Ipsen/Röh ZIP 2020, 2001 (2002).

¹⁴⁵ Bueren ZGR 2019, 813 (861); Ekkenga/Posch WM 2021, 205 (210 f.).

Vom Anwendungsbereich der Taxonomie-VO umfasst sind Finanzmarktteilnehmer, welche Finanzprodukte bereitstellen (Art. 11 Taxonomie-VO) und Unternehmen der Realwirtschaft, die zur Abgabe einer nicht-finanziellen Erklärung nach der Bilanz-Richtlinie¹⁴⁶ verpflichtet sind (Art. 8 Taxonomie-VO).¹⁴⁷ Ob eine Wirtschaftstätigkeit „ökologisch nachhaltig“ ist, bestimmt sich nach dem Katalog des Art. 3 Taxonomie-VO, dessen Kriterien kumulativ erfüllt sein müssen: Dies ist der Fall, wenn die Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung von mindestens einem Umweltziel im Sinne des Art. 9 Taxonomie-VO leistet, die übrigen Umweltziele nicht erheblich beeinträchtigt (Art. 17 Taxonomie-VO), spezifische und vornehmlich soziale Mindeststandards gewährleistet (Art. 18 Taxonomie-VO) sowie im Einklang mit den technischen Evaluierungskriterien steht.¹⁴⁸ Letztere wurden nach Entwürfen der *Technical Expert Group on Sustainable Finance* (TEG)¹⁴⁹ durch die Kommission erlassen und unterliegen der ständigen Evaluierung und Weiterentwicklung durch die hierfür gegründete *Platform on Sustainable Finance*^{150, 151}

Weil die Taxonomie-VO den Begriff der Wirtschaftstätigkeit nicht näher definiert, war dessen Bedeutung in der Literatur zunächst umstritten.¹⁵² Mit Erlass der Delegierten Rechtsakte gehört dies der Vergangenheit an. Deren Bewertungskriterien sind nach dem statistischen EU-Klassifikationssystem NACE Revision 2¹⁵³ strukturiert, das jedes Unternehmen entsprechend seines ökonomischen Schwerpunkts einem Wirtschaftszweig zuordnet.¹⁵⁴ Die sich hieraus ergebende Kongruenz von Wirtschaftszweig und -tätigkeit bietet den Vorteil einer einheitlichen und

¹⁴⁶ Richtlinie 2013/34/EU des EP und des Rates v. 26.6.2013 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen und zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG des EP und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates, ABl. L 182, 19.

¹⁴⁷ *Geier/Hombach* BKR 2021, 6 (7 ff.); *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1111 ff.).

¹⁴⁸ Ebd.; zudem *Lanfermann* BB 2020, 1643 (1644); *Nagel et al.* BKR 2020, 360 (361).

¹⁴⁹ Die Technical Expert Group on Sustainable Finance war ein von der Kommission 2018 bis 2020 eingerichtetes Sachverständigengremium zusammengesetzt aus Interessensvertretern des öffentlichen und privaten Sektors. Es war beratend zu den Rechtsakten der Finanzmarktregulierung tätig und hatte die Entwicklung von Leitlinien und Durchführungsbestimmungen zur Aufgabe. Dies umfasste insbes. klimabezogene Offenlegungsvorschriften, schwerpunktmäßig die EU-Taxonomie zu nachhaltigen Wirtschaftstätigkeiten und ferner die Einführung eines Standards für sog. grüne Anleihen und kohlenstoffarme Benchmarks.

¹⁵⁰ Die Platform on Sustainable Finance folgte der Technical Expert Group on Sustainable Finance als die Kommission beratendes Gremium nach und wurde auf Grundlage des Art. 20 Taxonomie-VO errichtet. Ihre Hauptaufgabe ist die Sicherstellung der Umsetzung und Praktikabilität der Taxonomie-VO und damit die kontinuierliche Evaluierung der Technischen Regulierungs- und Durchführungsstandards.

¹⁵¹ Vgl. *Geier/Hombach* BKR 2021, 6 (9); *Nagel et al.* BKR 2020, 360 (361).

¹⁵² Vgl. *Ekkenga et al.* NJW 2021, 1509 (1510); ausf. *Ekkenga/Posch* WM 2021, 205 (207 f.).

¹⁵³ NACE Revision 2 (frz. Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne, dt. Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft) ist ein System zur detaillierten Klassifizierung von Wirtschaftszweigen in der EU und im EWR bezogen auf einen Betrieb bzw. auf eine Gruppe von Betrieben als wirtschaftliche Einheit. Es baut auf dem International Standard Industrial Classification of all Economic Activities (ISIC) der Vereinten Nationen auf.

¹⁵⁴ *Lamy/Bach* EnWZ 2020, 348 (349); *Stumpp* ZBB 2019, 71 (75).

vereinfachten Zuordnung im Wege eines international harmonisierten Standards. Jedoch führt dies bei Unternehmen, die mehrere sektoral verschiedene und annähernd äquivalente Wirtschaftstätigkeiten ausüben, zu einem unpräzisen Beurteilungsrahmen und kann dazu verleiten, durch gezielte Strukturierungsmaßnahmen Unternehmen fälschlicherweise als nachhaltig wirtschaftend darzustellen.¹⁵⁵ Dieserart verkennt der Unionsgesetzgeber die Heterogenität einer modernen und arbeitsteiligen Wirtschaftspraxis. Solchermaßen erscheint eine anteilige Zuordnung – auch in Anbetracht der Komplexität dieses Ansatzes – vorzugswürdig, um die mit dem Vertrauensprodukt „Nachhaltigkeit“¹⁵⁶ verbundenen Erwartungen der Anleger nicht zu frustrieren.¹⁵⁷ Gleichermäßen lässt sich die Kritik auf das zu Beginn dargestellte binäre Klassifikationsschema zur Wirtschaftstätigkeit nach Art. 3 Taxonomie-VO und dessen absolute Einordnung in „nachhaltig“ oder „nicht nachhaltig“ applizieren. Wenngleich die EU-Maßnahmen *in toto* von überbordender regulatorischer Konzeption sind, fällt im Rahmen der Taxonomie-VO unter dem Credo der Praktikabilität Gegenteiliges auf. Erklären lässt sich dieses Vorgehen damit, dass der Rechtsrahmen bewusst auf eine graduelle Abstufung der Nachhaltigkeitsbewertung verzichtet, um die quantitative Aussagekraft und Vergleichbarkeit der neuen EU-Taxonomie und ihr Potenzial als „Weltstandard“ zu gewährleisten.¹⁵⁸ In ihrer „Strategie zur Finanzierung einer nachhaltigen Wirtschaft“¹⁵⁹ aus dem Jahr 2021 stellt die Kommission auf die Förderung globaler Ambitionen zu nachhaltigkeitsorientierten Kapitalmärkten ab. Ihre Singularität als weltweit einziger Standard für nachhaltige Finanzprodukte hat die Taxonomie-VO eingebüßt und muss sich nunmehr dem Vergleich mit anderen Konzeptionen von *Sustainable Finance* stellen. Neben der Formulierung gemeinsamer Ziele und Leitlinien der Nachhaltigkeitstaxonomie zur Steigerung von Transparenz und Vergleichbarkeit ist die EU auch daran interessiert, dass ihre taxonomische Ausgestaltung global Schule macht – das heißt auf Finanzmärkten außerhalb der EU und des EWR von nationalen Akteuren anerkannt wird, als Vorbild für nationale Regulierung dient oder bestenfalls uniform übernommen wird.¹⁶⁰ Einen versöhnlichen Kompromiss hält zumindest Art. 8 Abs. 2 Taxonomie-VO bereit, wonach Unternehmen der Realwirtschaft in ihrer nicht-finanziellen Erklärung den Anteil ökologischer Wirtschaftstätigkeiten am Umsatzerlös und den Investitions- bzw. Betriebsausgaben angeben müssen. So wird die binäre Zuordnung um den erforderlichen quantitativen Umfang ergänzt.¹⁶¹

¹⁵⁵ Ekkenga et. al. NJW 2021, 1509 (1511).

¹⁵⁶ Bueren ZGR 2019, 813 (858); ders. WM 2020, 1613 (1613); Stumpp ZBB 2019, 71 (73).

¹⁵⁷ Lamy/Bach EnWZ 2020, 348 (349); Wellerdt DÖV 2021, 1109 (1111).

¹⁵⁸ Vgl. Bueren ZGR 2019, 813 (861); Schön ZfPW 2022, 207 (248); Stumpp ZBB 2019, 71 (76 f.).

¹⁵⁹ Europäische Kommission, Mitteilung „Strategie zur Finanzierung einer nachhaltigen Wirtschaft“ v. 6.7.2021, COM(2021) 390 final.

¹⁶⁰ COM(2021) 390 final S. 21 ff.

¹⁶¹ Lanfermann BB 2020, 1643 (1645); Schön ZfPW 2022, 207 (248).

b) Regulatorische Leitprinzipien

Im Rahmen ihres Klassifikationssystems führt die Taxonomie-VO zwei generalisierbare Prinzipien ein, die sich in unterschiedlicher Ausprägung im übrigen Rechtsrahmen wiederfinden. Mit ihnen strebt der Unionsgesetzgeber die Konturierung eines einheitlichen und kohärenten Nachhaltigkeitsbegriffs an.¹⁶² Von eminenter Bedeutung ist zunächst das sog. *Do Not Significant Harm* Prinzip (DNSH) gemäß Art. 3 lit. b Taxonomie-VO, nach dem eine Wirtschaftstätigkeit nicht im Konflikt mit den übrigen Umweltzielen des Art. 9 Taxonomie-VO stehen darf, die nicht von ihr aktiv gefördert werden. Jenes Kriterium der „erheblichen Beeinträchtigung“ stellt den Lebenszyklus einer Wirtschaftstätigkeit von der Bereitstellung hierfür erforderlicher Ressourcen und Infrastruktur über deren Ausübung bis hin zur Entsorgung ihrer Produkte mit in die Bewertung der ökologischen Nachhaltigkeit ein. Zu diesem Zweck werden in Art. 17 Taxonomie-VO in Verbindung mit den RTS des Umweltziels spezifische Indikatoren bereitgestellt.¹⁶³ Primär soll mit dem DNSH-Prinzip verhindert werden, dass eine als nachhaltig qualifizierte Wirtschaftstätigkeit keine über ihre positiven Auswirkungen hinausgehende negativen Wirkungen entfaltet und somit nur mit dem vermeintlichen Nimbus der Nachhaltigkeit ausstaffiert wäre. Eine Wirtschaftstätigkeit muss demgemäß nicht zu jedem Umweltziel einen positiven Beitrag leisten, darf sich aber auch nicht auf die anderen Umweltziele erheblich negativ auswirken.¹⁶⁴ Produziert ein Unternehmen des Elektromobilitätssektors beispielsweise Lithium-Ionen-Akkumulatoren und leistet damit einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung des Umweltziels Klimaschutz (Art. 3 lit. a i. V. m. Art. 9 lit. a, Art. 10 Taxonomie-VO), bezieht es das Lithium aber in raubbauender Gewinnung aus Salzsee-Solen in südamerikanischen Ländern und beeinträchtigt damit wesentlich jedenfalls das Umweltziel der nachhaltigen Nutzung von Wasserressourcen (Art. 3 lit. b i. V. m. Art. 9 lit. c, Art. 12, 17 Abs. 1 lit. c ziff. i Taxonomie-VO), muss der Wirtschaftstätigkeit die Eignung als „ökologisch nachhaltig“ versagt werden.¹⁶⁵ In diesem Zusammenhang umstritten war die taxonomische Klassifikation der elektrischen Energieerzeugung durch Atom- und Gaskraftwerke. In der Phase der Generierung von Strom als nahezu klimaneutral und als Übergangstechnologie (vgl. ErwGr. 41, Art. 10 Abs. 2 Taxonomie-VO) verstanden, werden diese Wirtschaftstätigkeiten von der Mehrheit der EU-Mitgliedstaaten – allen voran Frankreich, dessen Stromerzeugung 2022 zu über 60 Prozent auf

¹⁶² Stellv. zu dieser Zielsetzung *Glander et al.* BKR 2023, 28 (30).

¹⁶³ *Geier/Hombach* BKR 2021, 6 (9 f.); *Glander et al.* BKR 2023, 28 (309).

¹⁶⁴ ErwGr. 34 und 36 Taxonomie-VO; *Glander et al.* BKR 2023, 28 (30); *Ipsen/Röh* ZIP 2020, 2001 (2005).

¹⁶⁵ Je nach Fallgestaltung ist auch an eine Verletzung der Umweltziele des Art. 3 lit. e, Art. 14, Art. 17 Abs. 1 lit. e und Art. 3 lit. f, Art. 15, Art. 17 Abs. 1 lit. f Taxonomie-VO zu denken.

Atomenergie beruhte – als „ökologisch nachhaltig“ eingeschätzt.¹⁶⁶ Trotz massiver Kritik im Falle der Atomenergie unter anderem mit Verweis auf Fragen der Entsorgung atomarer Endprodukte (vgl. Art. 3 lit. b i. V. m. Art. 9 lit. d, Art. 17 Abs. 1 lit. d ziff. iii Taxonomie-VO)¹⁶⁷ und im Falle der Gasenergie mit Verweis auf die Freisetzung klimaschädlicher Stoffe, allen voran Kohlenstoffdioxid, bei der Verbrennung und dem Austreten von Methan bei der Förderung und dem Transport von Erdgas (vgl. Art. 3 lit. b i. V. m. Art. 9 lit. a, Art. 17 Abs. 1 lit. a Taxonomie-VO), stufte die Kommission beide Wirtschaftstätigkeiten unter bestimmten Voraussetzungen im Delegierten Rechtsakt als taxonomiekonform ein.¹⁶⁸ Nicht nur auf die sicherheitspolitische, ökologische und ökonomische Kritik an dieser politischen Entscheidung, sondern auch auf die fragliche Vereinbarkeit des Delegierten Rechtsakts mit den Rahmenprinzipien der Taxonomie-VO und überdies mit dem EU-Primärrecht sei verwiesen.¹⁶⁹ Darüber hinaus wird auf Ebene der Nicht-Finanzunternehmen edukativ bezweckt, ein Bewusstsein für die schädlichen Konsequenzen ihres unternehmerischen Handelns zu wecken und die vorzeitige Risikoerkennung zu fördern.¹⁷⁰ Dieser Rechtsgedanke findet sich bspw. auch in Art. 2 Nr. 17 Offenlegungs-VO wieder.

Weiterhin ist das *Minimum Safeguards* Prinzip (MS) zu nennen. Im Lichte der international geprägten Lesart von „Nachhaltigkeit“ extendieren Art. 3 lit. b und Art. 18 Taxonomie-VO das bislang allein ökologisch geprägte Begriffsverständnis der EU-Taxonomie durch die Inbezugnahme internationaler Abkommen um eine basale soziale Dimension, um dem allgemeinen Verständnis von *Sustainable Finance* bzw. seiner Ausprägung in den ESG-Faktoren als „auch sozial“ nachhaltige Geldanlage Rechnung zu tragen. Anzuführen sind insbesondere die OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen sowie die UN-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte inklusive der ILO-Kernarbeitsnormen und der Internationalen Charta der Menschenrechte. Deren nach dem Wortlaut des Art. 18 Taxonomie-VO wie *en passant*

¹⁶⁶ Falke ZUR 2022, 207 (209). So auch die Einschätzung aufseiten der EU: TEG, Taxonomy Report. Technical Annex, S. 209 f.; JRC, Technical assessment of nuclear energy with respect to the ‘do no significant harm’ criteria of Regulation (EU) 2020/852 (‘Taxonomy Regulation’), S. 30 ff., 177 ff.

¹⁶⁷ Bundesregierung, Stellungnahme zur EU-Taxonomie v. 21.1.2022, S. 1, 4 ff.; BASE, Fachstellungnahme zum Bericht des Joint Research Centre der Europäischen Kommission „Technical assessment of nuclear energy with respect to the ‘do no significant harm’ criteria of Regulation (EU) 2020/852 (‘Taxonomy Regulation’)“, S. 37 ff.

¹⁶⁸ Anhang I Abschn. 4.26–Abschn. 4.31 Delegierte Verordnung (EU) 2022/1214 der Kommission v. 9.3.2022 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2021/2139 in Bezug auf Wirtschaftstätigkeiten in bestimmten Energiesektoren und der Delegierten Verordnung (EU) 2021/2178 in Bezug auf besondere Offenlegungspflichten für diese Wirtschaftstätigkeiten (C/2022/631), ABl. L 188, 1. Dementgegen ist in der dt. Sustainable Finance Strategie ausdrücklich verankert, dass die Bundesregierung darauf hinwirkt, „dass in der Taxonomie die Stromerzeugung aus Kernkraft weiterhin nicht aufgenommen wird“ (Bundesregierung, Deutsche Sustainable Finance-Strategie, S. 22). Zur Kritik an den Ergänzungen der vorgenannten Abschnitte Falke ZUR 2022, 207 (209 f.).

¹⁶⁹ Allen voran Falke ZUR 2022, 207 (211 ff.); Bueren WM 2020, 1659 (1663); Ipsen/Röh ZIP 2020, 2001 (2005).

¹⁷⁰ Europäische Kommission, Bekanntmachung „Technische Leitlinien für die Anwendung des Grundsatzes der ‚Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen‘ im Rahmen der Verordnung zur Einrichtung einer Aufbau- und Resilienzfazilität“ v. 18.12.2021 (2021/C 58/01), ABl. C 58, 1, S. 2 f.; Stumpp ZBB 2019, 71 (73 f.).

wirkende Inbezugnahme darf indes nicht über ihre Bedeutung hinwegtäuschen.¹⁷¹ Weil sich die Mindestschutzanforderungen isoliert auf jede Wirtschaftstätigkeit beziehen und das DNSH-Prinzip eine lebenszyklische Betrachtung vornimmt, muss die Gewährleistung der Sozialstandards anhand der gesamten Wertschöpfungskette garantiert werden.¹⁷² Allerdings ist disputabel, ob sich hierüber eine praktikable Sozialausrichtung der EU-Taxonomie begründen lässt. Auf Grundlage der internationalen Übereinkommen gelingt dies allenfalls holzschnittartig, da deren Adressatenkreis und Erwartungshaltung (Grundsatz der Nulltoleranz negativer Auswirkungen) weit über den der europäischen Finanzmarktregulierung hinausgeht und neben Sozialstandards wie menschenwürdige Arbeitsbedingungen und hinreichenden Arbeitsschutz ebenfalls Verpflichtungen des Staates in diesem Kontext zum Inhalt haben. Auch sind dergleichen unternehmensbezogene Bestimmungen in ihrer Formulierung häufig von allgemeinem Charakter, mithin konkretisierungsbedürftig.¹⁷³ Zudem stellen sich in Anbetracht der realwirtschaftlichen Faktizität einer arbeitsteiligen Wertschöpfungskette eklatante Zurechnungsfragen, denen mittels des internationalen Rechtsrahmens nicht begegnet werden kann.¹⁷⁴ Und auch in rechtsmethodischer Hinsicht kann hieran Kritik geübt werden, sodass das Vorhaben zur bloßen Makulatur zu werden droht: In der Zusammenschau mit dem DNSH-Prinzip werden Unternehmen nicht zum aktiven Schutz von Sozialbelangen verpflichtet, indem sie ein positives Testat über deren Schutz und die Einhaltung der inkorporierten internationalen Standards ausstellen müssen. Sondern sie werden darauf zurückgeworfen, allein evidente und gravierende Verletzungen zu vermeiden, vgl. Art. 18 Abs. 2 Taxonomie-VO. Somit reduziert sich die unternehmerische Handlungsverpflichtung auf eine passive Verantwortung.¹⁷⁵ Ob die angedachte EU-Sozialtaxonomie als (eigenständige) Erweiterung der Taxonomie-VO ein ausreichendes Kompensat darstellt, wird sich noch zeigen müssen.¹⁷⁶

c) Konnexität des Rechtsrahmens und informatorische Verwertungsstruktur

Ein wesentliches Merkmal des Rechtsrahmens ist die ausgeprägte Konnexität der Maßnahmen.¹⁷⁷ Deren Regelungsstruktur ist auf die optimale Distribution und Allokation der durch die

¹⁷¹ *Lamy/Bach* EnWZ 2020, 348 (350); *Glander et al.* BKR 2023, 28 (31).

¹⁷² *Geier/Hombach* BKR 2021, 6 (11); *Schön* ZfPW 2022, 207 (245 f.).

¹⁷³ *Stellv. Bueren* WM 2020, 1611 (1615).

¹⁷⁴ *Möslein/Mittwoch* WM 2019, 481 (483); *Stumpp* ZBB 2019, 71 (77).

¹⁷⁵ *Bueren* WM 2020, 1611 (1616) m. w. N., der im Rahmen der Verantwortungskonzeption zwischen „do not harm“ und „know and show“ unterscheidet; *Stumpp* ZBB 2019, 71 (77).

¹⁷⁶ Zur Initiative einer EU-Sozialtaxonomie: Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss, Stellungnahme „Soziale Taxonomie – Herausforderungen und Chancen“ v. 21.12.2022 (2022/ C 486/ 03), ABl. C 486, 15; krit. *Schön* ZfPW 2022, 207 (244); im Allgemeinen *Ipsen/Röh* ZIP 2020, 2001 (2006).

¹⁷⁷ Besonders bildlich *Glück/Watermann* DB 2020, 2450 (2451): „Baukastenprinzip“.

Unternehmensberichterstattung gewonnen Informationen ausgerichtet. Im Zusammenspiel von Offenlegungs-VO und Taxonomie-VO wird dieser informationelle Grundstock auf die Ebene der Finanzwirtschaft übertragen und ausgewertet, um für die verschiedenen Arten von Finanzprodukten spezifische Informationsprofile erstellen zu können.¹⁷⁸ Wenngleich die hiermit verbundenen Bemühungen einer komprimierten Informationsökonomie ausbaufähig sind, wird so die Grundlage für die weiteren, im Aktionsplan angelegten Rechtsakte bereitet.¹⁷⁹ Zentrum dieser Verwertungsstruktur ist die Taxonomie-VO, der insoweit eine Ergänzungs-, Inkorporations- und Änderungsfunktion zukommt.¹⁸⁰

3. Benchmark-Verordnung (VO (EU) 2019/2089)

a) Zielsetzung und Inhalt der Verordnung

Eine essentielle Rolle im Transformationsprozess kommt den Referenzwerten (*Benchmarks*) auf den Finanzmärkten zu, die als evaluativ-explorative Operatoren der Messung und Beurteilung der Leistung von Finanzprodukten dienen.¹⁸¹ In ihrer komparativen Funktion sind sie die Schleusenwärter der Kapitalströme.¹⁸² Das regulative Eingreifen durch die Union war notwendig geworden, weil die klassischen Bewertungsinstrumente nachhaltigkeitspezifische Faktoren nicht ausreichend internalisieren und es im Bereich der ESG-ausgerichteten *Benchmarks* an Transparenz und Vergleichbarkeit fehlte.¹⁸³ Basierend auf den durch die Offenlegungs- und Taxonomie-VO zur Verfügung gestellten Informationen formuliert die Benchmark-VO zwei Referenzwerte für CO₂-arme Investitionen, den „EU-Referenzwert für den klimabedingten Wandel“ und den „Paris-abgestimmten EU-Referenzwert“.¹⁸⁴ Durch deren Mindestanforderungen werden Nachhaltigkeitsaspekte verstärkt in die Beurteilung von Finanzprodukte implementiert und so deren Attraktivität im Vergleich zu nicht nachhaltigen Finanzprodukten gesteigert. So sollen insbesondere unternehmerische Bemühungen zur Emissionsreduktion abgebildet und an den Finanzmärkten honoriert werden.¹⁸⁵ Auch wenn die Benchmark-VO nur an die Administratoren der Referenzwerte adressiert ist, bewirkt sie mittelbar nicht zu unterschätzende

¹⁷⁸ *Nietsch* ZIP 2022, 449 (450): „aufs engste verzahnt“, allerdings bei abw. Bewertung des Verhältnisses von Nudging-Ansatz und Bedeutung der Berichterstattung; *Wellerdt* EuWZ 2021, 834 (834).

¹⁷⁹ *Baumüller* PiR 2020, 293 (293); *Bueren* ZGR 2019, 813 (839) (859).

¹⁸⁰ ErwGr. 19 f., 25 und 35 Taxonomie-VO; *Bueren* WM 2020, 1659 (1659 f.); *Kruse/Winter* ZBB 2020, 178 (181).

¹⁸¹ *Ipsen/Plappert* WM 2022, 209 (209); *Klöhn/Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (17).

¹⁸² *Bueren* ZGR 2019, 813 (831); *Ekkenga* WM 2022, 1765 (1769).

¹⁸³ *Ipsen/Plappert* WM 2022, 209 (209 f.); *Schön* ZfPW 2022, 207 (222).

¹⁸⁴ Art. 19 ff. Benchmark-VO; *Lanfermann* BB 2018, 1643 (1645); ausf. *Ipsen/Plappert* WM 2022, 209 (211).

¹⁸⁵ *Klöhn/Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (17 f.); *Möslein/Mittwoch* WM 2019, 481 (484).

Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Mit der finanznummerischen Abbildung unternehmerischer CO₂-Reduktion unterwirft sie das Konzept Nachhaltigkeit den Regeln des Finanzmarkts und entfaltet so eine doppelte Anreizwirkung zum weiteren Ausbau der Nachhaltigkeitsperformance: Unternehmen können nun ihr nachhaltiges Handeln „kapitalisieren“ lassen und müssen sich zudem dem Vergleich mit Konkurrenten stellen (*nudging*).¹⁸⁶

b) Exkurs: Ratings und Rankings und deren regulatorische Berücksichtigung

Eine vergleichbare Stellung nehmen Ratings und Rankings ein. Auch bei diesen handelt es sich um Messverfahren, wenngleich sie im Unterschied zu den Referenzwerten verstärkt auf die Skalierung der Bewertung abzielen.¹⁸⁷ Trotz ihrer Bedeutung als vermittelnde Intermediäre steht eine übergeordnete EU-Regulierung bisweilen aus, was den blinden Fleck der *Sustainable Finance* Strategie darstellt.¹⁸⁸ Jedenfalls im Rating-Bereich wurden im Auftrag der Kommission Leitlinien zur Integration von Nachhaltigkeitsaspekten durch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) veröffentlicht.¹⁸⁹ So entwickelte sich zumindest partiell unter deren Aufsicht ein Transparenzregime, das Finanzagenturen zur Offenlegung der ihren Entscheidungen zugrundeliegenden Methodik und Parameter verpflichtet. Eine durchschlagende Veränderung im Finanzsektor evozieren diese Leitlinien jedoch nicht. Solange die Finanzintermediäre dergestalt von der Nachhaltigkeitstransformation ausgeschlossen werden und deren reduktives Potential durch die Bündelung von Informationen in ihren Ratingentscheidungen ungenutzt bleibt, ist der Rechtsrahmen weiterhin dem Vorwurf des *Information Overloads* ausgesetzt. Im Besonderen potenzieren sich die Defizite fehlender Regulierung bei ESG-Ratings: Da keine einheitliche ESG-Definition und folglich keine standardisierten Indikatoren zu ihrer Messung existieren, sind Finanzagenturen nicht dazu in der Lage, verlässliche und vergleichbare Bewertungen bereitzustellen.¹⁹⁰ In der Folge kommt es zu einer Entkoppelung von Marktpraxis und Unternehmensrealität.¹⁹¹ Obgleich dies nicht der Beweggrund für die Abstinenz in der europäischen Regulierungsstrategie ist, wird die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsaspekte in Ratingentscheidungen mitunter kritisch gesehen. So hält die EMSA in ihrem Abschlussbericht 2019 fest, dass die Vermengung von Bonitäts- mit Nachhaltigkeitserwägungen

¹⁸⁶ Glück/Watermann DB 2020, 2450 (2452); Ipsen/Plappert WM 2022, 209 (213 f.).

¹⁸⁷ Baumüller PiR 2020, 293 (296); Lange BKR 2020, 261 (270).

¹⁸⁸ Ihlau/Zwenger BB 2020, 2091 (2093); weniger krit. Bueren ZGR 2019, 813 (863) (870).

¹⁸⁹ Stellv. zur aufsichtsprudenziellen Entwicklung Lanfermann BB 2019, 2219 (2221).

¹⁹⁰ Bueren WM 2020, 1611 (1611); Ihlau/Zwenger BB 2020, 2091 (2093) (2095).

¹⁹¹ Berg et al. RoF 2022, 1314 (1317 ff.): Korrelation i. H. v. 0,54 statt den marktüblichen 0,99.

den ursprünglichen Ratingzweck verfremdet und zu Fehlinterpretationen verleiten kann.¹⁹² Die Herausforderung besteht darin, ESG-Faktoren einerseits adäquat in Bonitätseinschätzungen zu berücksichtigen und diese andererseits trennscharf und gleichsam autonom als eigene Produktkategorie zu etablieren.¹⁹³ Nebstdem muss ein Weg dafür gefunden werden, wie man kleinere und mittlere Unternehmen in das Ratingsystem einbeziehen kann, da diese derzeit weder zur Veröffentlichung nachhaltigkeitspezifischer Informationen als Grundlage der Ratingentscheidung verpflichtet sind noch dazu in der Lage wären. Anderweitig würde man einen Teil der Realwirtschaft langfristig von den Kapitalströmen abtrennen und somit deren nachhaltige Transformation verhindern.¹⁹⁴

4. European Green Bond Verordnung (COM (2021) 391 final)

a) Zielsetzung und Inhalt: Auf dem Weg zu einem neuen „Goldstandard“

Zwar sind sog. „grüne“ Anleihen (*Green Bonds*)¹⁹⁵ das am schnellsten wachsende Marktsegment des nachhaltigen Finanzmarkts, jedoch ist deren Anteil am ausstehenden Volumen aller Nicht-Zentralstaatsanleihen mit nur 1,5 Prozent vergleichsweise gering.¹⁹⁶ Diese Diskrepanz zum allgemein verbreiteten gesellschaftlichen Nachhaltigkeitsfokus ist der privat strukturierten Ausgangslage im Finanzsektor und den hieraus erwachsenden Problemen der Intransparenz und des *Greenwashing* geschuldet.¹⁹⁷ Mit der *European Green Bond* Verordnung (EuGB-VO) wird die Schaffung eines einheitlichen Standards bezweckt, der das Marktvertrauen in „grüne“ Anleihen wiederherstellen und so Investitionsanreize schaffen soll.¹⁹⁸ Die Verordnung trat am 20.12.2023 in Kraft, anzuwenden ist sie von Emittenten ab dem 21.12.2024.

Die Verordnung ist als *soft law regulation* Modell ausgestaltet: Die Vorschriften statuieren einen grundsätzlich freiwilligen Standard für „grüne“ Anleihen, der nur dann obligatorischer Natur

¹⁹² ESMA, Final Report 2019, S. 19 und S. 30 f.; *Lange* BKR 2020, 261 (270).

¹⁹³ *Bueren* ZGR 2019, 813 (870 f.); *Ihlau/Zwenger* BB 2020, 2091 (2095).

¹⁹⁴ *Ihlau/Zwenger* BB 2020, 2091 (2093); *Ipsen/Röh* ZIP 2020, 2001 (2003).

¹⁹⁵ Der Begriff der „grünen“ Anleihe im engeren Sinn bezeichnet Anleihen, deren Erlöse – aufgrund einer Verwendungsabrede (use-of-proceed) – in nachhaltige („grüne“) Projekte fließen, vgl. Art. 2 Nr. 5 EuGB-VO. Unter das erweiterte Begriffsverständnis fallen alle Anleihen, die ein Nachhaltigkeitsziel verfolgen (auch sustainability-linked bond), vgl. Art. 2 Nr. 6 EuGB-VO. Ausf. zum Begriff *Jäger et al.* ZBB 2021, 209 (210 ff.); *Schlitt/Esmaty* BKR 2023, 426 (426); *Veil* WM 2020, 1093 (1095).

¹⁹⁶ DBB, Green Bond Monitor Sep. 2021, S. 4; zur Entwicklung *Bueren* ZGR 2019, 813 (821).

¹⁹⁷ ErwGr. 2, 3 ff. und 26 EuGB-VO; *Dietz* EuR 2022, 443 (447); *Schlitt/Esmaty* BKR 2023, 426 (426); *Vorndran* BKR 2022, 777 (780).

¹⁹⁸ *Dietz* EuR 2022, 443 (447); *Renner* ZBB 2023, 23 (23 ff.); *Schlitt/Esmaty* BKR 2023, 426 (427).

ist, wenn Emittenten die Bezeichnung „Europäische Grüne Anleihe“, „*European Green Bond*“ oder „EuGB“ wählen.¹⁹⁹ Damit verbunden ist nach der EuGB-VO das Erfordernis der ausschließlichen Erlösmittelverwendung zur Finanzierung ökologisch nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten im Sinne der EU-Taxonomie.²⁰⁰ Dies kann sowohl durch direkte Investitionen in (im)materielle Anlagegüter als auch durch den Aufbau finanziellen Vermögens erfolgen, wenn die hieraus resultierenden Erlöse in Taxonomie-konforme Wirtschaftstätigkeiten investiert werden. In diesem Zusammenhang zeigt sich die herausragende Bedeutung der Taxonomie-VO als Rückgrat des europäischen Nachhaltigkeitsbegriffs.²⁰¹ Eine Pflicht zur Emission nachhaltiger Anleihen wird indes nicht begründet. Weiterhin enthält die Verordnung Veröffentlichungsempfehlungen für Emittenten sonstiger grüner Anleihen.²⁰² Eingebettet sind diese finanzökonomischen Vorschriften in einen auf die Informationsbedürfnisse der Anleger zugeschnitten Rahmen.²⁰³ Bevor eine „grüne“ Anleihe begeben wird, muss ein vorgeprüftes Informationsblatt zu den nachhaltigkeitsrelevanten Aspekten der Anleihe veröffentlicht werden. Dem schließen sich eine jährliche Berichtspflicht betreffend die Erlösmittelverwendung (sog. Allokationsbericht, Art. 11 EuGB-VO) und mindestens einmal während der Laufzeit eine Berichtspflicht betreffend die mit der Anleihe erzielten Umweltauswirkungen an (sog. Wirkungsbericht, Art. 12 EuGB-VO). Diese Informationen sind nebst Wertpapierprospekt auf der Website des Emittenten zu publizieren und die ESMA hierüber zu informieren.²⁰⁴

b) Probleme und Chancen der freiwilligen Standardisierung

Wegen seiner Freiwilligkeit steht und fällt der Erfolg des neuen *Green Bond* Standards mit seiner praktischen Anwendbarkeit auf den Finanzmärkten. In Ansehung der ausgeprägten Konnexität der Regulierung zu nachhaltigen Finanzprodukten bedarf es hierfür einer konsequenten Einbeziehung der EuGB-VO in den übrigen Rechtsrahmen.²⁰⁵ Die im Trilog vorgenommenen Änderungen an der Entwurffassung²⁰⁶ tragen bedeutend zur Verbesserung von Kontur und Kongruenz des Rechtsakts bei, wie die nachfolgenden Gegenüberstellungen mit der finalen Fassung verdeutlichen sollen: Dem erforderlichen Gleichlauf stand zum einen entgegen, dass sich die

¹⁹⁹ Art. 1 lit. a, Art. 3 ff. EuGB-VO; *Dietz* EuR 2022, 443 (448); *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1109) (1116).

²⁰⁰ ErwGr. 8 und 9, Art. 4 f., Art. 6 EuGB-VO; *Dietz* EuR 2022, 443 (448); *Vorndran* BKR 2022, 777 (779).

²⁰¹ Art. 4 ff., Art. 16 EuGB-VO; *Dietz* EuR 2022, 443 (447 f.); krit. *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1117).

²⁰² Art. 1 lit. c, Art. 20 und Art. 21 EuGB-VO.

²⁰³ Art. 10 ff. und Art. 14 ff. EuGB-VO; *Dietz* EuR 2022, 443 (449); *Renner* ZBB 2023, 23 (26 f.).

²⁰⁴ Ausf. zum Informationsrahmen *Schlitt/Esmaty* BKR 2023, 426 (428 ff.); *Veil* WM 2020, 1093 (1097 f.).

²⁰⁵ *Bueren* ZGR 2019, 813 (836); *Veil* WM 2020, 1093 (1093).

²⁰⁶ Vorschlag der Kommission für eine Verordnung des EP und des Rates über europäische grüne Anleihen, COM(2021) 391 final.

Bestimmung der Taxonomiekonformität nur auf den Beginn und nicht auf die Gesamtlauzeit der Anleihe bezog. Sofern sich die Nachhaltigkeitsanforderungen oder die ihr zugrundeliegenden wissenschaftlichen Erkenntnisse nach der Emission einer Anleihe geändert hätten, wäre die ökologische Einschätzung desselben Finanzprodukts nach der Taxonomie-VO und der EuGB-VO nicht deckungsgleich.²⁰⁷ Mit der Neuregelung des Art. 8 Abs. 3 EuGB-VO wird die Taxonomie-konforme Ausrichtung nunmehr über die gesamte Laufzeit der Anleihe garantiert.²⁰⁸ Zum anderen wurden die noch im Entwurf enthaltenen, weitreichenden Ausnahmen im Bewertungsregime zugunsten öffentlicher Emittenten abgesehen von der Sonderregelung des Art. 13 EuGB-VO weitestgehend gestrichen. Dies ist zu begrüßen, denn im Zusammenspiel mit der Offenlegungs-VO und Taxonomie-VO, die solche Ausnahmetatbestände nicht kennen, entstanden solchermaßen systemwidrige Regelungslücken.²⁰⁹ Trotz der Verbesserungen veranlasst die fehlende Verbindlichkeit zur Kritik,²¹⁰ was dazu dienen soll, sich vertiefter dem Prinzip freiwilliger Regulierung durch *soft law* zu widmen. Dabei kann konstatiert werden, dass die EU trotz fortschreitender Verrechtlichung durch verbindliche Normen *generaliter* bei Standards am Prinzip der Freiwilligkeit festhält²¹¹ – so etwa auch bei den Referenzwerten der Benchmark-VO. Dies erwächst den Bedürfnissen eines dynamischen, auf flexible Regelungen angewiesenen Finanzmarktes, was zwar effektiver durch *soft law regulation* denn durch verpflichtende Normierung gewährleistet werden kann. Es bedeutet jedoch zugleich die Erweiterung des Spektrums um konkurrierende staatliche Standards. Mithin kann dies zu einer erneuten Fragmentierung des Marktes und infolge der Vielzahl entwerteter Wahlmöglichkeiten zu einem *race to the bottom* führen.²¹² Auch wenn dies zunächst paradox klingen mag, lassen sich jene Bedenken ebenso im Falle verbindlicher Vorschriften reproduzieren: Beanspruchen staatliche Standards eine singuläre Deutungshoheit oder lassen keinen Raum für eine innovative Marktpraxis, folgt hieraus die Entwertung privater Standards mit den gleichen Folgen wie dargestellt.²¹³ Diese disparate Bewertung lässt sich darauf zurückführen, dass beide Standpunkte aus einem Extrem heraus argumentieren. Eine „goldene Mitte“ zwischen *soft law* Standards und „*hard law*“ Verrechtlichung liegt in hybriden Regelungsmodellen vermöge der hieraus hervorgehenden produktiven Konkurrenz zwischen privaten und staatlichen Initiativen.²¹⁴ Die EuGB-VO schafft hierfür trotz konzeptioneller Kritik eine geeignete, konsensuale Grundlage. Mit dem

²⁰⁷ Zum Entwurf *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1117).

²⁰⁸ *Schlitt/Esmaty* BKR 2023, 426 (429).

²⁰⁹ Zum Entwurf *Dietz* EuR 2022, 443 (449) mit Verweis auf Art. 11, Art. 14 Abs. 3 COM(2021) 391 final.

²¹⁰ *Dietz* EuR 2022, 443 (450): „Makel der Freiwilligkeit“; *Vorndran* BKR 2022, 777 (779).

²¹¹ *Bueren* ZGR 2019, 813 (835); teilw. abw. *Klöhn/Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (13).

²¹² *Bueren* ZGR 2019, 813 (836); *Schön* ZfPW 2022, 207 (240 f.).

²¹³ *Bueren* ZGR 2019, 813 (836).

²¹⁴ *Bueren* ZGR 2019, 813 (836 f.); *Schön* ZfPW 2022, 207 (240).

Nachhaltigkeitsstandard für „grüne“ Anleihen wird ein neuer Maßstab auf den Finanzmärkten etabliert, der nicht nur durchsetzungsfähig ist, sondern gleichfalls privaten Alternativen mit höheren Anforderungen ausreichend Entwicklungsspielraum lässt.²¹⁵ Zudem befähigt er Anleger erstmalig dazu, die ökologische Ausrichtung ihrer Investition bewerten zu können und verstärkt so den konstruktiven Austausch zwischen den Standards.²¹⁶

D. Kritische Würdigung des Rechtsrahmens

Die Beurteilung der EU-Regulierung zu nachhaltigen Finanzprodukten fällt differenziert aus. Fest steht, dass die *Sustainable Finance* Strategie vielfach Neuland auf dem Kapitalmarkt beschritten und über diesen hinausgehend bleibende Veränderungen initiiert hat.²¹⁷ Die ungebrochene Dynamik, mit der die EU dieses Vorhaben seit nunmehr sechs Jahren trotz der Polykrise unserer Zeit vorantreibt, spricht für dessen besonderen Stellenwert als neuer Nukleus der DNA des Unionsrechts im Allgemeinen.²¹⁸ Zu kurz griffe jedoch die Kritik, würde man es genügen lassen, dass „immerhin“ oder „erstmalig“ das Thema Nachhaltigkeit in der Finanzwirtschaft umfassend regulatorisch adressiert wurde. Eine Evaluation zu den effektiven Auswirkungen der Maßnahmen auf den Finanzmärkten ist in Ermangelung einer empirisch gesicherten Grundlage²¹⁹ und angesichts des engen Zeithorizonts – beispielsweise traten die Delegierten Rechtsakte zur Taxonomie-VO erst am 01.01.2023 vollständig in Kraft und die EuGB-VO ist erst ab dem 21.12.2024 anzuwenden – derzeit schwerlich möglich.²²⁰ Dies bleibt vielmehr der nachfolgenden wissenschaftlichen Diskussion vorbehalten. Daher erscheint es nach aktuellem Stand konstruktiv und gleichfalls fertil, die erarbeiteten Prinzipien und den Rechtsrahmen thesenartig und *in abstracto* einer definatorischen (I.), rechtsmethodischen (II.) und finanzökonomischen Reflektion (III.) zu unterziehen, ehe ein abschließendes Fazit gezogen werden kann, ob sich die vom Aktionsplan ausgehenden Maßnahmen als „belastbare Grundlage“²²¹ der Transformation der Realwirtschaft erweisen (IV.).

I. Zum Begriff „Nachhaltigkeit“ in der EU-Kapitalmarktregulierung

²¹⁵ Schlitt/Esmaty BKR 2023, 426 (435); Vorndran BKR 2022, 777 (779).

²¹⁶ Rodi KlimR 2022, 207 (211); Vorndran BKR 2022, 777 (780).

²¹⁷ Glück/Watermann DB 2020, 2450 (2450); Scheid/Needham IRZ 2020, 35 (35) (38).

²¹⁸ Vgl. Baumüller PiR 2020, 293 (293) (295); Lanfermann BB 2018, 1643 (1646).

²¹⁹ Erste empirische Erhebungen allein zur Taxonomie-VO bei Hombach et al., IRZ 2023, 329 (329 ff.) und Hombach et al., IRZ 2023, 387 (387 ff.).

²²⁰ Ekkenga et al. NJW 2021, 1509 (1513); Krakuhn et al. IRZ 2020, 563 (566).

²²¹ So auch der Titel von Stumpp ZBB 2019, 71 (71 ff.) zur Taxonomie-VO.

Durch ihren Maßnahmenkatalog treibt die EU die Verrechtlichung des Nachhaltigkeitsbegriffs unzweifelhaft voran.²²² Die Ausführungen zeugen indes davon, dass es dem Unionsgesetzgeber weder auf einer übergeordneten normativen Ebene noch in den einzelnen Rechtsakten gelingt, ein kohärentes Konzept von Nachhaltigkeit zu entwickeln noch dessen Verhältnis zu den ESG-Faktoren zu klären oder den Investitionserwartungen entsprechend in eine *Sustainable Finance Strategie* einzubetten.²²³ Wenngleich der Klimawandel das wohl drängendste Problem unserer Zeit ist, steht die aufgezeigte apodiktische Priorisierung der ökologischen Begriffsdimension nicht im Einklang mit dem integrativen Nachhaltigkeitsansatz des *Brundtland* Berichts, der ausweislich der Erwägungsgründe auch den EU-Maßnahmen zugrunde liegt.²²⁴ Die Folge ist eine fragmentierte Rechtslandschaft, für deren Gesamtbild es noch wesentlicher Mosaiksteine bedarf, um dem Nachhaltigkeitsbegriff in all seinen Facetten ausreichend Rechnung zu tragen. Insbesondere die von den Vorschriften nur indirekt adressierte Implementierung sozialer und unternehmerischer Nachhaltigkeitsförderung wird durch fehlende Kohärenz und unterschiedliche Schwerpunktsetzung erschwert.²²⁵ Den Gegenstimmen kann nicht gefolgt werden, die in der Priorisierung des ökologischen Aspekts einen gewinnbringenden Beitrag zur begrifflichen Konkretisierung sehen.²²⁶ Bei einem hollistisch verstandenen und als solchen in der Wirtschaftsrealität etablierten Verständnis von Nachhaltigkeit müssen alle Dimensionen dieses Leitmotivs in die Regulierung miteingestellt werden – wenn nicht eine präzise und sich abgrenzende, eigenständige Begriffsbestimmung der Nachhaltigkeit im Kontext des europäischen Finanzmarkts erfolgt.

Neben dem zu Beginn konstatierten Verhältnis von Begriffsdefinition und Regulationsweite ist auch die Signifikanz des Ökologie-Kriteriums innerhalb des definitorischen Ansatzes maßgeblich. Ausweislich seines Titels, der salient dem Dominat wirtschaftlichen Wachstums entspringt, folgt der Aktionsplan erneut konträr zum internationalen Ansatz einem „schwachen“ Konzept von Nachhaltigkeit, das sich dem ökonomischen Progressionsnarrativ unterordnet. Demgemäß postuliert der Unionsgesetzgeber nicht die Hegemonie eines emanzipierten Nachhaltigkeitsbegriffs auf den Finanzmärkten, sondern bedient sich eines rein funktionalen Verständnisses von Nachhaltigkeit als Mittel ökonomischer Gestaltung.²²⁷ Dies wird sich sogleich in der finanzökonomischen Betrachtung widerspiegeln.

²²² *Bueren* ZGR 2019, 813 (856) (873); *Lange* BKR 2020, 261 (271).

²²³ Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (859); *Lange* BKR 2020, 216 (222); *Mittwoch* KlimaRZ 2023, 2 (2).

²²⁴ *Mittwoch* KlimaRZ 2023, 2 (2); *dies.*, Nachhaltigkeit, S. 21, 73, 215.

²²⁵ *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3605); *Stumpp* ZBB 2019, 71 (79).

²²⁶ So aber *Bueren* ZGR 2019, 813 (860 f.); *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1673); *Köndgen*, FS K. Schmidt, S. 692.

²²⁷ *Mittwoch*, Nachhaltigkeit, S. 33, 82 f., 212; *Möslein/Mittwoch* WM 2019, 481 (482).

II. Kritik am Lamfalussy Verfahren und Klimaschutz durch Privatrecht

Mit der Implementierung des Nachhaltigkeitsgedankens in der Finanzwirtschaft versucht die EU mit rechtlichen Mitteln nachzuvollziehen, wofür es in den (übrigen) Nachhaltigkeitswissenschaften bislang an einem Konsens fehlt. Noch besteht keine anerkannte Praxis, wie Nachhaltigkeit technisch-nummerisch zu bestimmen und Nachhaltigkeitsfaktoren zu messen sind.²²⁸ Aufgrund dessen wurden die Evaluierungskriterien vom Unionsgesetzgeber in Delegierte Rechtsakte transponiert. Auch wenn dies im Ausgangspunkt zugunsten einer flexiblen Anpassung an die kontinuierliche, wissenschaftliche Entwicklung zu begrüßen ist, führt die zu weitgehende Auslagerung auf Tertiärrechtsebene insbesondere im Fall der Taxonomie-VO dazu, dass der Unionsgesetzgeber auf Ebene der Rahmenrechtsakte bei grundlegenden (und prämissenbehafteten) Fragen einer abschließenden Antwort schuldig bleibt. Dieserart kommt es nicht nur zu einer Technisierung des Konzepts Nachhaltigkeit zulasten der Operabilität wegen fehlender eindeutiger Bestimmbarkeit. Letztlich wird damit auch kein probater Lösungsansatz bereitgestellt, sondern nur die Verantwortung hierfür verschoben.²²⁹ Auch an dieser Stelle sei auf die damit verbundenen demokratie-theoretischen Bedenken ausdrücklich hingewiesen.²³⁰

Doch nicht nur der Ansatz des Aktionsplans, auch dessen Instrumentarium ist kritikabel: Lange Zeit verstand man unter einer gelungenen Wirtschaftspolitik die ordoliberalen Beschränkung staatlicher Vorgaben auf einen die Privatautonomie gewährleistenden Ordnungsrahmen, der die innere Ausgestaltung den Marktkräften überlässt.²³¹ Dies gehört spätestens mit dem EU-Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten der Vergangenheit an, durch den das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in den aktiven Dienst des Klimaschutzes zwecks Umlenkung privater Kapitalströme in Gemeinwohlanliegen gestellt wird.²³² Bereits dieser konzeptionelle Ansatz erfährt vielfach Widerspruch.²³³ Nicht unzitiert bleiben dürfen die Worte *Peter Hommelhoffs*, der bereits anlässlich der NFR-Richtlinie eine „Revolution über das Bilanzrecht“²³⁴ hereinbrechen sah. Hier zeigt sich, dass inzwischen eine neue Schule an Boden gewinnt, die in Anerkennung

²²⁸ *Bueren* ZGR 2019, 813 (859); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1347).

²²⁹ *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1667); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1347).

²³⁰ Zur Kritik am Lamfalussy Verfahren im Rahmen der europäischen Finanzmarktregulierung *Bueren* ZGR 2019, 813 (858); *Brauneck* WM 2019, 1530, 1533 ff.; zur Kritik im Allgemeinen *Möllers* ZEuP 2008, 480 (485 ff.) (502 ff.); *Rötting/Lang* EuWZ 2012, 8 (12 ff.).

²³¹ Grundlegend zum Freiburger Ordoliberalismus (auch Freiburger Schule der Nationalökonomie) *Eucken*, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Tübingen 1952; *Böhm*, Freiheit und Ordnung in der Marktwirtschaft (Wiederabdruck hrsg. v. *Mestmäcker*), Baden-Baden 1980.

²³² *Klöhn/Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (21); *Rodi* KlimR 2022, 207 (211 f.).

²³³ *Bueren* ZGR 2019, 813 (845); *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1509 f.).

²³⁴ *Hommelhoff*, in: FS Kübler 2015, S. 291 ff.

der Bedeutung der Wirtschaftsakteure und deren Einfluss auf die Umwelt die formale Demarkationslinie zwischen der Kompetenz des Öffentlichen Rechts für exogene Faktoren und der des Privatrechts für endogene Faktoren verschwischt.²³⁵

III. Finanzökonomische Perspektive der Regulierung

Doch wehret den Anfängen. Das Informationsregime des Rechtsrahmens beruht auf der Prämisse, dass sofern eindeutig qualifizierbar ist, welches Finanzprodukt als nachhaltig gelten kann, dahingehende Investitionen gleichsam „automatisch“ von den Kapitalgebern getätigt werden.²³⁶ Der damit verbundene Gedanke eines *business case for sustainability* scheint sich in neueren Studien zwar zu bestätigen,²³⁷ ist aber noch nicht ausreichend empirisch abgesichert.²³⁸ Ohne diese These falsifizieren zu wollen, erscheint es nicht nur fraglich, ob dies als Fundament eines solch grundstürzendes Vorhaben wie die Transformation der Gesamtwirtschaft ausreicht. Das unhinterfragte Akzeptieren eines *status quo* produziert auch eine regulatorische Passivität in Dingen, die evident einer Regulierung bedürfen.²³⁹ Es lässt sich bezweifeln, ob dieser von der EU verfolgte *Sustainable Finance* 1.0 Ansatz zu einem langfristigen Umdenken im Finanzsektor führen wird. Solange dieser in der überkommenen Kapitalmarktlogik verhaftet ist, die Nachhaltigkeit als bloßes Vehikel ökonomischer Interessen anstatt als autarke Größe versteht, fehlt es an der notwendigen Internalisierung der negativen Auswirkungen des bisherigen Investitionshandelns.²⁴⁰ Hierfür bedarf es allerdings Maßnahmen, die einem *Sustainable Finance* 2.0 oder 3.0 Verständnis entsprechen und die – zurzeit – keinen Rückhalt im Rechtsrahmen finden.

IV. Zusammenfassung

Der Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten ist der „große Sprung nach vorn“ der EU in Richtung einer nachhaltigen und klimafreundlichen Zukunft. Indes steht nicht mehr die Umlenkung privater Kapitalströme, sondern ein substanzielles Umdenken der rechtlichen und wirtschaftlichen Architektur der Real- und Finanzwirtschaft im Mittelpunkt des Bestrebens.²⁴¹ Dies

²³⁵ Vgl. *Bechtold* WiD 2022, 334 (334) (337); *Fleischer* DB 2022, 37 (37 ff.) (44).

²³⁶ *Lanfermann* BB 2021, 2859 (2860); *Nagel* et al. BKR 2020, 360 (360).

²³⁷ *Glander* et al. BKR 2020, 485 (486) m. w. N.; *Ihlau/Zwenger* BB 2020, 2091 (2091) (2095).

²³⁸ *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1510); *Köndgen*, FS K. Schmidt, S. 690.

²³⁹ *Stellv. Klöhn/Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (20).

²⁴⁰ Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (874); *Mittwoch*, Nachhaltigkeit, S. 83, 206 ff.

²⁴¹ *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1666); *ders.* WM 2022, 1765 (1769). *Stumpp* ZBB 2019, 71 (79).

bewirkt auch einen Wechsel des *modus operandi* der Finanzmarktregulierung: Waren deren Vorschriften anfangs auf die Begründung von Transparenzpflichten gerichtet, etabliert die Summe ihrer mittelbaren Auswirkungen zunehmend eine Verpflichtung zu nachhaltigkeitskonformem Handeln. Forciert wird damit die latente Steuerung (finanz-)ökonomischer Grundmechanismen.²⁴² Im Spiegel dieser neuen Zielsetzung erscheint das Regelwerk als Fundament zu schmal. Und auch wenn das Maßnahmenpaket unbeschadet aller Kritik und allen Pathos von Teilen der Literatur als Grundstein für die wohl größte wirtschaftliche Transformation der Neuzeit bezeichnet wird,²⁴³ droht dessen Tragfähigkeit unter der Last der fortlaufenden Entwicklung ins Wanken zu geraten. Das Übermaß der Rechtsakte bindet noch heute bedeutende Kapazitäten des Finanzsektors und beschränkt so dessen transformatives Potenzial. Empfehlenswert erscheint es daher, anstatt neue Regelwerke auf schwankendem Grund aufzutürmen, die nächste Dekade der Regulierung unmittelbar in bereits bestehende rechtliche wie tatsächliche Strukturen der Wirtschaftspraxis einzubinden.²⁴⁴ Solange der überbordende Regulierungsansatz auf den Kapitalmarkt limitiert bleibt und nicht auch die Realwirtschaft als umwelt- und klimaschädlicher Hauptemittent unmittelbar miteinbezieht, kann es sich letztlich nur um eine *Second Best Solution* handeln.²⁴⁵

²⁴² *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1667); *Schön* ZfPW 2022, 207 (255); *Velte* NZG 2021, 3 (4).

²⁴³ In diese Richtung *Lamy/Bach* EnWZ 2020, 348 (354); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1347).

²⁴⁴ *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3605); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1347).

²⁴⁵ *Poelzig* KlimaRZ 2023, 33 (33); *Schön* ZfPW 2022, 207 (224 f.).

Anhang

Abb. 1: Systematischer Aufbau der Offenlegungs-VO

Unternehmensbezogene Offenlegungspflichten unter der Offenlegungs-VO									
Art.	Anwendbar auf		Bezugsgegenstand (interne Unternehmensstrategie)	Veröffentlichungsmodalität			Konkretisiert durch		
	FMT	Finanzberater		Internet	vor. Info	Bericht	RTS	Taxonomie-VO	
Art. 3	Ja (Abs. 1)	Ja (Abs. 2)	Nachhaltigkeitsrisiken	X			Nein	Nein	
Art. 4	Ja (Abs. 1-4)	Ja (Abs. 5)	Nachhaltigkeitsauswirkungen	X			Art. 4-13 RTS	Nein	
Art. 5	Ja	Ja	Vergütungspolitik	X ¹			Nein	Nein	
Produktbezogene Offenlegungspflichten unter der Offenlegungs-VO									
Art.	Anwendbar auf		Bezugsgegenstand (Ausgestaltung des Finanzprodukt)	Veröffentlichungsmodalität			Konkretisiert durch		
	FMT	Finanzberater		Internet	vor. Info	Bericht	RTS	Taxonomie-VO	
Art. 6	Ja (Abs. 1)	Ja (Abs. 2)	Nachhaltigkeitsrisiken		X		Nein	Art. 5-7	
Art. 7	Ja	Nein	Nachhaltigkeitsauswirkungen		X	X	Nein	Nein	
Art. 8	Ja	Nein	besondere Merkmale		X		Art. 14-22 RTS	Art. 6	
Art. 9	Ja	Nein	nachhaltige Investition		X		Art. 23-32 RTS	Art. 5	
Art. 10	Ja	Nein	bes. Merkmale/ nachh. Investition	X			Art. 33-35 RTS	Nein	
Art. 11	Ja	Nein	bes. Merkmale/ nachh. Investition			X	Art. 36-52 RTS	Art. 5-7	
Pflichten betreffend Marketingmittlungen unter der Offenlegungs-VO									
Art	Anwendbar auf		Bezugsgegenstand (Marketingmitteilung)	Veröffentlichungsmodalität			Konkretisiert durch		
	FMT	Finanzberater		Internet	vor. Info	Bericht	RTS	Taxonomie-VO	
13	Ja	Ja	Marketingmitteilung			Marketingmitteilung	Ja	Nein	

¹ Zudem ist eine zusätzliche Aufnahme der Informationen in die Vergütungsrichtlinie der Finanzmarktteilnehmer oder Finanzberater erforderlich, wenn diese nach sektoralen Rechtsvorschriften eine Vergütungspolitik festlegen müssen, vgl. Art. 7 Abs. 2 Offenlegungs-VO.

Zu den Abkürzungen: besondere Merkmale (bes. Merkmale), Finanzmarktteilnehmer (FMT), Internetseite (Internet), nachhaltige Investition (nachh. Investition), regelmäßige Berichterstattung (Bericht), vorvertragliche Informationen (vor. Info)

Abb. 2: Ausarbeitung der RTS nach der Offenlegungs-VO

Konkretisierung der Offenlegungs-VO durch RTS		
Offenlegungspflichten	Ermächtigungsgrundlage	Konkretisierung durch RTS
Art. 4	Art. 4 Abs. 6 und 7	Art. 4 bis 13
Art. 4 Abs. 1 lit. a, Abs. 3 und 4		Art. 4 bis 10
Art. 4 Abs. 5		Art. 11 bis 12
Art. 8 Abs. 1 und 2	Art. 8 Abs. 3	Art. 14 bis 22
Art. 9 Abs. 1 bis 4	Art. 9 Abs. 5	Art. 23 bis 32
Art. 10 Abs. 1	Art. 10 Abs. 2	Art. 33 bis 35
Art. 10 Abs. 1		Art. 33
Art. 10 Abs. 1 i. V. m. Art. 8 Abs. 1		Art. 34
Art. 10 Abs. 1 i. V. m. Art. 9 Abs. 1 bis 3		Art. 35
Art. 11	Art. 11 Abs. 4	Art. 36 bis 52
Art. 11 Abs. 1 i. V. m. Art. 8 Abs. 1		Art. 36 bis 42
Art. 11 Abs. 1 i. V. m. Art. 9 Abs. 1 bis 3		Art. 43 bis 52

(Abbildung nach *Glander/Lühmann/Jesch* BKR 2020, 485 (488), abgeändert)

Literaturverzeichnis

Akerlof, George A., The Market for Lemons. Quality Uncertainty and the Market Mechanism, Quarterly Journal of Economics 1970, S. 488–500.

Baumüller, Josef, Neue Ansatzpunkte der EU-Kommission zur Weiterentwicklung der Unternehmensberichtserstattung. Ein Aktionsplan und seine Folgen, PiR 2018, S. 249–256.

Ders., Erneuerung der europäischen Sustainable-Finance-Strategie. Inhalte und Implikationen des neuen Konsultationspapiers vom April 2020, PiR 2020, S. 293–295.

Ders./ Hrinkow, Matthias, „Taxo 4“ und die vorläufige Vollendung der „grünen EU-Nachhaltigkeitstaxonomie“: Eine Gesamtschau, IRZ 2023, S. 539–544.

Bechtold, Stefan, Nachhaltigkeitsziele in der Wirtschaftspolitik – juristische Überlegungen, WiD 2022, S. 334–337.

Berg, Florian/ Kölbel, Julian F./ Rigobon, Roberto, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, RoF 2022, S. 1315–1344.

Böhm, Franz, Freiheit und Ordnung in der Marktwirtschaft (Wiederabdruck hrsg. v. *Mestmäcker*), Baden-Baden 1980.

Brauneck, Jens, Neues EU-Öko-Label für Finanzprodukte nach Vorgaben der EU-Kommission?, WM 2019, S. 1530–1537.

Budzikiewicz, Christine/ Weller, Marc-Philipp/ Wurmnest, Wolfgang (Hrsg.), Beck'scher Online-Großkommentar zum Internationalen Gesellschaftsrecht. Teil 2: Internationales und europäisches Finanzmarktrecht, München 2022, Stand: 01.11.2022. (zit.: BeckOGK/Bearbeiter)

Bueren, Eckart, Sustainable Finance, ZGR 2019, S. 813–875.

Ders., Die EU-Taxonomie nachhaltiger Anlagen (Teil 1), WM 2020, S. 1611–1619.

Ders., Die EU-Taxonomie nachhaltiger Anlagen (Teil 2), WM 2020, S. 1659–1663.

Calliess, Christian/ Dross, Miriam, Umwelt- und Klimaschutz als integraler Bestandteil der Wirtschaftspolitik. Überlegungen im Lichte von European Green Deal und Corona-Recovery Plan, ZUR 2020, S. 456–464.

Dietz, Sara, Die Finanzmärkte in der Klimakrise: Zur Grünen Geldpolitik der EZB und den Maßnahmen für ein nachhaltiges Finanzsystem der Kommission, EuR 2022, S. 443–460.

Donaldson, Lex/ Davis, James H., Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, Australian Journal of Management 1991, S. 49–64.

Ebenroth, Carsten Thomas/ Boujong, Karlheinz/ Joost, Detlev/ Strohn, Lutz, Handelsgesetzbuch. Bd. 2: Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz, WpHG), 4. Aufl., München 2020. (zit.: EBJS/Bearbeiter)

Ekkenga, Jens, Investmentfonds als neue Kontrollagenten einer „nachhaltigen“ Realwirtschaft: Sinnvolle Instrumentalisierung oder schrittweise Demontage der Kapitalmärkte in Europa?, WM 2020, S. 1664–1674.

Ders., Zur (Um-)Lenkung der Kapitalströme durch Investmentfonds zwecks Förderung „nachhaltiger Investitionen“. Ein Systemüberblick unter Berücksichtigung ausgewählter Problem-schwerpunkte, WM 2022, S. 1765–1771.

Ders./ Schirmmacher, Carsten/ Schneider, Björn, Offene Fragen zur rechtlichen Steuerung nachhaltigen Unternehmertums, NJW 2021, S. 1509–1513.

Ders./ Posch, Peter, Die Klassifizierung umweltnützlicher „Wirtschaftsaktivitäten“ und ihrer Finanzierung nach dem neuen Unionsrecht und das Problem des Greenwashing, WM 2021, S. 205–213.

Esser, Josef, Vorverständnis und Methodenwahl in der Rechtsfindung. Rationalitätsgrundlagen richterlicher Entscheidungspraxis. Frankfurt a. M. 1972.

Eucken, Walter, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Tübingen 1952.

Falke, Josef, EU-Taxonomie – Greenwashing für Atom- und Gaskraftwerke?, ZUR 2022, S. 207–215.

Fleischer, Holger, Klimaschutz im Gesellschafts-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, DB 2022, S. 37–45.

Franzius, Claudio, Der „Green Deal“ in der Mehrebenenordnung, KlimR 2022, S. 2–5.

Freeman, Robert Edward, Strategic Management. A Stakeholder Approach, Boston 1984.

Gadamer, Hans-Georg, Wahrheit und Methode. Grundzüge einer philosophischen Hermeneutik (Gesammelte Werke, Bd. 1), Tübingen 1990.

Gehne, Katja, Nachhaltige Entwicklung als Rechtsprinzip. Normativer Aussagegehalt, rechtstheoretische Einordnung, Funktionen im Recht (Recht der Nachhaltigen Entwicklung, Bd. 9), Tübingen 2011. (zit.: *Gehne*, Nachhaltige Entwicklung, Seite)

Geier, Bernd/ Hombach, Katharina, ESG: Regelwerke im Zusammenspiel, BKR 2021, S. 6–14.

Glander, Harald/ Lühmann, Daniel/ Jesch, Thomas A., Nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor unter der Offenlegungsverordnung (Teil 1), BKR 2020, S. 485–493.

Dies., Nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor unter der Offenlegungsverordnung (Teil 2), BKR 2020, S. 545–550.

Glander, Harald/ Kropf, Christian/ Lühmann, Daniel, Praktische Umsetzung der Pflichten aus der Offenlegungs-VO. Anforderungen an und Zusammenwirkungen von PAI, DNSH sowie MS, BKR 2023, S. 28–37.

Glück, Oliver/ Watermann, Lisa, Sustainable Finance: Überblick über Strategie und Umsetzungsstand des EU-Aktionsplans, DB 2020, S. 2450–2456.

Gumpp, Tobias, Beteiligungstransparenz und Informationseffizienz – regulierungstheoretische und rechtsökonomische Reformvorschläge, ZBB 2020, S. 103–114.

Heinrichs, Harald/ Michelsen, Gerd (Hrsg.), Nachhaltigkeitswissenschaften, Berlin/ Heidelberg 2014.

Hilgendorf, Eric/ Joerden, Jan C., Handbuch Rechtsphilosophie, Stuttgart 2021.

Hombach, Katharina et al., Verpflichtende Erstanwendung der EU-Taxonomie – Eine empirische Analyse aller betroffenen deutschen Nicht-Finanzunternehmen (Teil 1), IRZ 2023, S. 329–335.

Dies., Verpflichtende Erstanwendung der EU-Taxonomie – Eine empirische Analyse aller betroffenen deutschen Nicht-Finanzunternehmen (Teil 2), IRZ 2023, S. 387–390.

Hommelhoff, Peter, Nichtfinanzielle Ziele in Unternehmen von öffentlichem Interesse – Die Revolution übers Bilanzrecht, in: *Bork, Reinhard/ Kayser, Godehard/ Kebekus, Frank* (Hrsg.), Festschrift für Bruno M. Kübler zum 70. Geburtstag, München 2015, S. 291–300. (zit.: FS Kübler)

Hufen, Friedhelm, Nudging. Rechtsformen, Möglichkeiten und Grenzen der sanften Beeinflussung des Menschen durch den Staat, JuS 2020, S. 193–199.

Ihlau, Susann/ Zwenger, Katharina, Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten bei Anlageentscheidungen und Unternehmensbewertungen, BB 2020, S. 2091–2095.

Ipsen, Nils/ Röh, Lars, Mysterium Taxonomie. Was ist eine ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit?, ZIP 2020, S. 2001–2010.

Ipsen, Nils/ Plappert, Liesa, Klimaschutz durch DAX & Co. Die neue Regulierung von Klimabenchmarks, WM 2022, S. 209–214.

Jäger, Lukas/ Ringel, Marc/ Schiereck, Dirk, Green Bonds als Instrumente der Klimaschutzfinanzierung: Eine Literaturübersicht, ZBB 2021, S. 209–225.

Kahl, Wolfgang (Hrsg.), *Nachhaltigkeit als Verbundbegriff* (Recht der Nachhaltigen Entwicklung, Bd. 2), Tübingen 2008. (zit.: *Kahl, Nachhaltigkeit*, Seite)

Klöhn, Lars/ Jochmann, Jakob, *Nachhaltigkeit im Kapitalmarktrecht – Eine Standortbestimmung nach dem EU-Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums*, *KlimaRZ* 2022, S. 12–21.

Köndgen, Johannes, *Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomie – Regulierung*, in: *Boele-Woelki, Katharina* et al. (Hrsg.), *Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag* (Bd. 1), München 2019, S. 671–700. (zit.: *FS K. Schmidt*)

Koch, Jens, *Informationsweitergabe und Informationsasymmetrien im Gesellschaftsrecht*, *ZGR* 2020, S. 183–216.

Krakuhn, Joachim/ Hoffmann, Klaus/ Lothholz, Sebastian, *Die Bedeutung der EU-Taxonomie-Verordnung für die Berichterstattung von Unternehmen*, *IRZ* 2020, S. 563–566.

Kruse, Oliver/ Winter, Jens, *Produkt- und Beratungsanforderungen nachhaltiger Geldanlagen – Im Spannungsfeld zwischen Anlegerschutz und Praktikabilität*, *ZBB* 2020, S. 178–189.

Lamy, Christoph/ Bach, Inga Sophia, *Die EU-Taxonomie-Verordnung und ihre Auswirkungen auf die Energiewirtschaft*, *EnWZ* 2020, S. 348–354.

Lanfermann, Georg, *Sustainable Finance als neues Leitmotiv der Unternehmensberichterstattung*, *BB* 2018, S. 490–494.

Ders., *Künftige Ausrichtung der EU-Unternehmensberichterstattung: Gesetzgebungspaket zu Sustainable Finance und „Fitness Check“*, *BB* 2018, S. 1643–1647.

Ders., *EU-Aktionsplan zu Sustainable Finance: Wie weit ist der europäische Gesetzgeber mit der Umsetzung?*, *BB* 2019, S. 2219–2223.

Ders., *Auswirkungen der EU-Taxonomie-Verordnung auf die Unternehmensberichterstattung*, *BB* 2020, S. 1643–1647.

Ders., Aktuelle Entwicklungen und Umsetzungsfragen zur EU-Taxonomie grüner Wirtschaftstätigkeiten, BB 2021, S. 2859–2863.

Lange, Markus, Sustainable Finance: Nachhaltigkeit durch Regulierung? Teil 1: Hintergründe und Entwicklungen, BKR 2020, S. 216–224.

Ders., Sustainable Finance: Nachhaltigkeit durch Regulierung? Teil 2: Themenfelder und Regelungsansätze, BKR 2020, S. 261–271.

Mittwoch, Anne-Christine, Kohärenz im Kampf gegen den Klimawandel: Ein Plädoyer für das Konzept der planetaren Grenzen im Recht, KlimaRZ 2023, S. 2–3.

Dies., Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Bd. 107), Tübingen 2022. (zit.: *Mittwoch*, Nachhaltigkeit, Seite)

Dies./ Wetenkamp, Leah/ Bleier, Annika, Unternehmensrechtliche Nachhaltigkeit und ESG, NJW 2022, S. 3601–3605.

Möllers, Thomas M. J., Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre im Kapitalmarktrecht. Vollharmonisierung, Generalklauseln und soft law im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens als Mittel zur Etablierung von Standards, ZEuP 2008, S. 480–505.

Nagel, Stefanie/ Lorenz, Lennart/ El-Qalqili, Joel, Nachhaltige Investitionen im System der Offenlegungs-VO und Taxonomie-VO. Zur aufsichtsrechtlichen Einordnung von Impact-Fonds, BKR 2022, S. 360–365.

Nietsch, Michael, Von der nichtfinanziellen Berichterstattung zur Nachhaltigkeitsberichterstattung – Eine Momentaufnahme zum Vorschlag der Corporate Sustainability Reporting Directive, ZIP 2022, S. 449–461.

Poelzig, Dörte, Klimaschutz durch Kapitalmärkte?, KlimaRZ 2023, S. 33–34.

Renner, Moritz, Die geplante „European Green Bond“-Verordnung und ihre (international-)privatrechtliche Durchsetzung, ZBB 2023, S. 23–34.

Rodi, Michael, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht als Instrument der Klimapolitik, *KlimR* 2022, S. 207–212.

Rötting, Michael/ Lang, Christina, Das Lamfalussy-Verfahren im Umfeld der Neuordnung der europäischen Finanzaufsichtsstrukturen, *EuZW* 2012, S. 8–14.

Scheid, Oliver/ Needham, Sean, Sustainable Finance: Überblick über die Gesetzesinitiativen und deren Auswirkungen auf die Unternehmensberichterstattung, *IRZ* 2021, S. 35–40.

Schlacke, Sabine, Klimaschutzrecht im Mehrebenensystem, *NVwZ* 2022, S. 905–912.

Schlitt, Michael/ Esmaty, Laura, Der Europäische Green Bond Standard: Überblick und erste Würdigung, *BKR* 2023, S. 426–435.

Schmidt, Jessica, Gesellschaftsrecht: Corporate Sustainability Reporting: RL-Vorschlag, *NZG* 2021, S. 611.

Schön, Stephan/ Cortez, Benjamin, Finanzmarktkrise als Vertrauenskrise. Special Purpose Entities und Ratingagenturen als Ursache für Informationsasymmetrien an den globalen Finanzmärkten, 2009, S. 11–17.

Schön, Wolfgang, „Nachhaltigkeit“ in der Unternehmensberichterstattung, *ZfPW* 2022, S. 207–256.

Stawinoga, Martin/ Velte, Patrick, Der EU-Richtlinienentwurf zur Nachhaltigkeitsberichterstattung. Darstellung zentraler Änderungen und kritische Würdigung der Reformmaßnahmen, *DStR* 2021, S. 2364–2371.

Steuer, Sebastian, Rechtsdurchsetzung im „grünen“ Kapitalmarkt. Die nationale Begleitgesetzgebung zur Taxonomie-VO und zur SFDR, *BKR* 2022, S. 296–304.

Stumpp, Maximilian, Die EU-Taxonomie für nachhaltige Finanzprodukte – Eine belastbare Grundlage für Sustainable Finance in Europa?, *ZBB* 2019, S. 71–80.

Thaler, Richard H./ Sunstein, Cass R., Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness, New Haven 2008.

Veil, Rüdiger, Europa auf dem Weg zu einem Green Bond Standard, WM 2020, S. 1093–1102.

Velte, Patrick, Regulierung der nachhaltigen Corporate Governance? Eine kritische Würdigung unter Berücksichtigung des geplanten Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetzes (FISG), NZG 2021, S. 3–5.

Ders., Regulierung der Sustainable Board Governance – das fehlende Glied in der Kette des „EU Green Deal“-Projekts?, IRZ 2022, S. 63–68.

Vorndran, Alexander, Nachhaltigkeitsbezogene Finanzierungsinstrumente als Baustein in der Unternehmensfinanzierung, BKR 2022, S. 777–783.

Wellerdt, Alexander, Europäische Entwicklung zur Förderung einer nachhaltigen Unternehmenstätigkeit. Sustainable Corporate Governance, Sustainability Reporting, Sustainable Finance, NZG 2021, S. 1344–1348.

Ders., Der Legislativvorschlag für eine Verordnung zu Europäischen Green Bonds. Ein Beitrag zum Klimaschutz oder ein Ausweis des Greenwashing?, DÖV 2021, S. 1109–1117.

Materialverzeichnis

Bundesamt für die Sicherheit der nuklearen Entsorgung (BASE), Fachstellungnahme zum Bericht des Joint Research Centre der Europäischen Kommission „Technical assessment of nuclear energy with respect to the ‘do no significant harm’ criteria of Regulation (EU) 2020/852 (‘Taxonomy Regulation’)“. Unter besonderer Berücksichtigung der Kriterieneignung für die Aufnahme der Kernenergie in die EU-Taxonomie, Berlin 2021 (abrufbar unter: https://www.base.bund.de/SharedDocs/Downloads/BASE/DE/berichte/2021-06-30_base-fachstellungnahme-jrc-bericht.pdf.pdf).²⁴⁶

Bundesregierung, Stellungnahme zur EU-Taxonomie v. 21.1.2022 (abrufbar unter: https://www.bmu.de/fileadmin/Daten_BMU/Download_PDF/Nukleare_Sicherheit/bundesregierung_stellungnahme_taxonomie_bf.pdf).

Dies., Deutsche Sustainable Finance-Strategie, Berlin 2021 (abrufbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/deutsche-sustainable-finance-strategie.pdf?__blob=publicationFile&v=6).

Deutsche Bundesbank (DBB), Green Bond Monitor. Zentralbereich Märkte September 2021 v. 1.9.2021 (abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/867282/0c3bc2b8daf75f5be183137f8906046d/mL/green-bond-monitor-data.pdf>).

EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG), Financing a Sustainable European Economy. Final Report 2018 v. 31.1.2018 (abrufbar unter: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf). (zit.: HLEG, Final Report, Seite)

Europäische Behörde für Wertpapier- und Marktaufsicht (ESMA), Final Report. Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings v. 18.7.2019 (abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-320_final_report_guidelines_on_disclosure_requirements_applicable_to_credit_rating_agencies.pdf).

²⁴⁶ Alle im Materialverzeichnis angeführten Internetquellen wurden zuletzt am 30.12.2023 aufgerufen.

Europäische Kommission, Bekanntmachung „Technische Leitlinien für die Anwendung des Grundsatzes der ‚Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen‘ im Rahmen der Verordnung zur Einrichtung einer Aufbau- und Resilienzfazilität“ v. 18.12.2021, 2021/C 58/01 (abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A52021XC0218%2801%29>).

Dies., Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische grüne Anleihen v. 6.7.2021, COM(2021) 391 final (abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>).

Dies., Mitteilung „Strategie zur Finanzierung einer nachhaltigen Wirtschaft“ v. 6.7.2021, COM(2021) 390 final (abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/ALL/?uri=COM:2021:390:FIN>).

Dies., Mitteilung „Der europäische Grüne Deal“ v. 11.12.2019, COM(2019) 640 final (abrufbar unter: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0021.02/DOC_1&format=PDF).

Dies., Mitteilung der Kommission. Aktionsplan Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM(2018) 097 final v. 8.3.2018 (abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>).

Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss, Stellungnahme „Soziale Taxonomie – Herausforderungen und Chancen“ v. 21.12.2022 (2022/ C 486/ 03), ABl. C 486, 15 (abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022IE0721&from=EN>).

Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V., Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2023 – Deutschland und Österreich, Berlin 2023 (abrufbar unter: https://www.forum-ng.org/fileadmin/Marktbericht/2023/FNG_Marktbericht2023_Online.pdf).

Dies., Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2022 – Deutschland, Österreich und die Schweiz, Berlin 2022 (abrufbar unter: https://www.forum-ng.org/fileadmin/Marktbericht/2022/FNG-Marktbericht_NG_2022-online.pdf).

Joint Research Centre (JRC), Technical assessment of nuclear energy with respect to the ‘do no significant harm’ criteria of Regulation (EU) 2020/852 (‘Taxonomy Regulation’), Luxemburg 2021 (abrufbar unter: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-03/210329-jrc-report-nuclear-energy-assessment_en.pdf).

Konferenz der Übersetzungsdienste europäischer Staaten (KÜDES), Empfehlungen für die Terminologiarbeit, Bern 2018 (abrufbar unter: https://termcoord.eu/wp-content/uploads/2018/12/kuedes_empfehlungenfuerdieterminologiarbeit2003.pdf).

Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG), Taxonomy Report. Technical Annex v. März 2020 (abrufbar unter: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-03/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy-annexes_en.pdf).

Vereinte Nationen, Übereinkommen von Paris v. 12.12.2015, UNTS 54113, 1 (abrufbar unter: <https://treaties.un.org/doc/Publication/UNTS/Volume%203156/Part/volume-3156-I-54113.pdf>).

Dies., Resolution der Generalversammlung „Transformation unserer Welt: die Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung“ v. 25.9.2015 (UN Agenda 2030), A/RES/70/1 (abrufbar unter: <https://www.un.org/depts/german/gv-70/band1/ar70001.pdf>).

Dies., Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future (Brundtland Report) v. 4.8.1987, A/42/427 (abrufbar unter: <https://digitallibrary.un.org/record/139811#record-files-collapse-header>). (zit.: UN, Brundtland Bericht, Seite)