

PHILIPP KLEINER

Umweltfinanzmarktrecht

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

117



Philipp Kleiner

Umweltfinanzmarktrecht

Standortbestimmung und Regulierung der
Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten

Mohr Siebeck

Philipp Kleiner, geboren 1993; Studium der Rechtswissenschaft an der Bucerius Law School (Hamburg) und der Pontificia Universidad Católica de Chile (Santiago de Chile); 2017 Bachelor of Laws, LL.B.; 2018 Erstes juristisches Staatsexamen; Referendariat am Hanseatischen Oberlandesgericht in Hamburg; 2023 Zweites juristisches Staatsexamen; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Öffentliches Recht I, Völker- und Europarecht der Bucerius Law School.
orcid.org/0009-0001-0910-838X

ISBN 978-3-16-162706-4 / eISBN 978-3-16-163265-5

DOI 10.1628/978-3-16-163265-5

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480

(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2024 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Laupp & Göbel in Gomaringen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Meiner Familie

Vorwort

Die Arbeit wurde im Herbsttrimester 2023 von der Bucerius Law School, Hochschule für Rechtswissenschaft in Hamburg, als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung wurden bis zum Frühjahr 2023 berücksichtigt.

Mein Dank gilt zunächst meinem Doktorvater, Prof. Dr. Dr. h.c. Jörn Axel Kämmerer, für die gute Betreuung meines Promotionsvorhabens und die anregenden Gespräche, die wir in diesem Zuge führten. Über viele Jahre erst als studentischer, dann als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl habe ich Zugang zur Rechtswissenschaft sowie zur akademischen Lehre gefunden.

Prof. Dr. Christoph Kumpan danke ich für die Zweitbegutachtung meiner Arbeit, Prof. Dr. Karsten Thorn für die Leitung meiner mündlichen Promotionsprüfung, die am 5. September 2023 stattfand. Der Dr.-Carl-Böse-Stiftung, der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung sowie der Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland bin ich für die finanzielle Unterstützung zur Veröffentlichung meiner Dissertation dankbar.

Bei meinem Promotionsvorhaben haben mich einige Menschen sehr eng begleitet. Viele Thesen und Gedanken habe ich in wöchentlichen Treffen mit Christoph Priess entwickelt. Dr. Andreas Kerkemeyer bin ich für den wiederholten Gedankenaustausch zu Dank verpflichtet. Gleiches gilt für das gesamte Team des Lehrstuhls für Öffentliches Recht, Völker- und Europarecht an der Bucerius Law School.

Ich habe das Glück, von einer Familie und Freunden umgeben zu sein, die stets für mich da sind. Ohne sie wäre diese Dissertation nicht entstanden. Ich danke in besonderem Maße meinen Eltern, Dr. Oswald und Elke Kleiner, deren bedingungslose Unterstützung ich sehr zu schätzen weiß, meinem Bruder, meinen Großeltern sowie meiner Partnerin, Emily Nikolai. Sie alle sind mein größtes Glück.

Hamburg, im Dezember 2023

Philipp Kleiner

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XIII
1. Kapitel: Einführung	1
<i>A. These und Anspruch dieser Arbeit</i>	1
<i>B. Gegenstand der Analyse</i>	2
<i>C. Gang der Darstellung</i>	6
2. Kapitel: Situationsbeschreibung und Definitionsversuch: Die ökologische Transformation der Finanzmärkte	9
<i>A. Recht als Wirklichkeitswissenschaft</i>	9
<i>B. Situationsbeschreibung und Marktentwicklung</i>	11
<i>C. Nachhaltigkeitswende und Umweltfinanzmarktrecht</i>	20
<i>D. Grundlage und Perspektiven der weiteren Untersuchung</i>	72
3. Kapitel: Die völkerrechtliche Ebene	75
<i>A. Einführung</i>	75
<i>B. Umweltvölkerrechtliche Regelungen</i>	77
<i>C. Abgestufte Staatenverantwortlichkeiten</i>	116
<i>D. Standortbestimmung im Völkerrechtsgefüge</i>	119
4. Kapitel: Regulierung auf europäischer Ebene	129
<i>A. Das Ende der Dichotomie von Finanzmarkt und Umwelt?</i>	129
<i>B. Methodik: Untersuchung spezifischer Regulierungscharakteristika</i>	134
<i>C. Das europäische Regulierungsprojekt</i>	145

5. Kapitel: Standortbestimmung im Regulierungsgefüge: Ein neues Umweltfinanzmarktrecht	267
<i>A. Rechtsgebiete im Ausgangspunkt der Untersuchung</i>	267
<i>B. Europäisches Umweltfinanzmarktrecht</i>	374
<i>C. Umweltfinanzmarktrecht als Teilgebiet des europäischen Umweltrechts</i>	402
6. Kapitel: Rechtsvergleichung – Das Umweltfinanzmarktrecht als globales Regulierungsprojekt	411
<i>A. Erkenntnisinteresse der rechtsvergleichenden Analyse</i>	411
<i>B. Methodik</i>	414
<i>C. Rechtsvergleichung</i>	416
<i>D. Ergebnis: Ein globales Regulierungsprojekt ohne vollständige Kohärenz</i>	549
7. Kapitel: Perspektive eines Umweltfinanzmarktvölkerrechts	553
<i>A. Rationalität eines Umweltfinanzmarktvölkerrechts</i>	553
<i>B. UNFCCC als institutioneller Rahmen und Flankierung des Pariser Übereinkommens</i>	554
<i>C. Mögliche Regulierungsgegenstände eines künftigen Umweltfinanzmarktvölkerrechts</i>	555
8. Kapitel: Zusammenfassung und Ausblick	563
<i>A. Rechtliche Konturierung der ökologischen Transformation an den Finanzmärkten</i>	564
<i>B. Völkerrechtliche Ebene und Globalität</i>	565
<i>C. Methodik und Konturierung des europäischen Regulierungsprojekts</i>	567
<i>D. Standortbestimmung im Regulierungsgefüge: Entwicklung eines neuen Umweltfinanzmarktrechts als Teilgebiet des europäischen Umweltrechts</i>	570
<i>E. Ausblick</i>	572

Literaturverzeichnis	583
Verzeichnis verwendeter Berichte und Analysen	597
Verzeichnis rechtsvergleichend untersuchter Rechtsakte	607
<i>A. China</i>	607
<i>B. Frankreich</i>	608
<i>C. Indonesien</i>	610
<i>D. Nigeria</i>	610
<i>E. Bangladesch</i>	610
<i>F. Brasilien</i>	610
<i>G. Vereinigte Staaten von Amerika</i>	611
Stichwortregister	613

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
1. Kapitel: Einführung	1
<i>A. These und Anspruch dieser Arbeit</i>	1
<i>B. Gegenstand der Analyse</i>	2
<i>C. Gang der Darstellung</i>	6
2. Kapitel: Situationsbeschreibung und Definitionsversuch: Die ökologische Transformation der Finanzmärkte	9
<i>A. Recht als Wirklichkeitswissenschaft</i>	9
<i>B. Situationsbeschreibung und Marktentwicklung</i>	11
I. Private Investitionsentscheidungen vermehrt von Nachhaltigkeitserwägungen geprägt	11
II. Wachstum des nachhaltigen Finanzmarkts	15
1. Marktentwicklung weltweit	16
2. Europa	18
3. Deutschland	19
<i>C. Nachhaltigkeitswende und Umweltfinanzmarktrecht</i>	20
I. Definitionsmerkmale der Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten	20
1. Verstärkte Berücksichtigung ökologischer Nachhaltigkeit	20
a) Nachhaltigkeit als funktional-temporaler Rechtsbegriff	20
b) Ökologie und Klimatologie als Bezugspunkte der Nachhaltigkeitswende	23
c) Ökologisch-finanzmarktrechtliche Nachhaltigkeit: Förderung inter-generationeller ökologischer Gerechtigkeit durch und auf dem Finanzmarkt	26
2. Bei Investitionsentscheidungen	26
a) In Finanzprodukte	27

aa) Mittlerfunktion zwischen Regulierungszielen und Marktmechanismen	27
bb) Finanzierungsfunktion für umwelt- und klimaschutzdienliche Wirtschaftsaktivitäten	28
cc) Auswahl relevanter Finanzproduktgruppen und ihre Rolle in der Nachhaltigkeitswende	29
(1) Eigenkapitalbeteiligungen	29
(a) Unternehmensbeteiligungen	30
(b) Fondsbeteiligungen	30
(2) Sukuk	31
(3) (Unternehmens-)Anleihen	32
(4) Kredite	34
(5) Verbriefungen	35
b) Am Finanzmarkt	36
c) Zwischenergebnis: Modifizierte Finanzprodukte als Vehikel der Nachhaltigkeitswende	39
3. Von Privaten	39
a) Notwendige Mobilisierung privaten Investitionspotenzials	40
b) Private im Sinne der Nachhaltigkeitswende und Abgrenzung zum Handeln der öffentlichen Hand	42
aa) Funktionale Bestimmung	42
bb) Mobilisierung von Finanzkapital statt Bereitstellung öffentlicher Mittel	43
4. Durch eine verbesserte Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken (Wirkmechanismus)	45
a) Nachhaltigkeitsrisiken	47
aa) Physische Risiken	47
bb) Folgerisiken	48
cc) Transitionsrisiken	48
dd) Reputationsrisiken und die Gefahr des Greenwashing	49
b) Internalisierung und Operationalisierung von Nachhaltigkeitsrisiken	50
II. Abstrakte Definitionsmerkmale eines Umweltfinanzmarktrechts ...	53
1. Aktuelle Dominanz indirekter Verhaltenslenkung	54
a) Lenkungsinstrumente	55
b) Inter- und intradisziplinäre Bezüge	57
aa) Verhaltensökonomie	57
bb) Neue Verwaltungsrechtswissenschaft	59
cc) Umweltökonomie und Finanzwissenschaft, Ökologie und Klimatologie sowie politikwissenschaftliche und soziologische Diskurse	61
2. Umwelt- und Klimaschutz als primäre Regulierungsziele	63
a) Umwelt- und Klimaschutz	63

aa) Zweck-Mittel-Konzeption: Umwelt- und Klimaschutz durch Risikoberücksichtigung am Finanzmarkt	64
bb) Finanzmarktmechanismen zur Erreichung von Umwelt- und Klimaschutz: Rendite- und Affektionsinteressen privater Anleger	65
(1) Affektionsinteressen	66
(2) Verändertes Risiko- und Ertragsprofil von Finanzprodukten als Treiber des nachhaltigen Finanzmarkts	66
cc) Potenzial globaler Hebelwirkung für den Umwelt- und Klimaschutz	68
b) Finanzmarktresilienz durch Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken	70
D. Grundlage und Perspektiven der weiteren Untersuchung	72
I. Definition und Ausblick	72
II. Rechtliche Ebenen und Standortbestimmung des Umweltfinanzmarktrechts	73
III. Begriffliche Abgrenzungen	73
3. Kapitel: Die völkerrechtliche Ebene	75
A. Einführung	75
B. Umweltvölkerrechtliche Regelungen	77
I. Bedeutung des Pariser Übereinkommens	77
II. Völkerrechtliche Verpflichtung aus Art. 2 Abs. 1 lit. c und Art. 9 Abs. 3 PÜ	78
1. Auslegung als methodische Vorgehensweise	79
a) Wortlaut der Art. 2 Abs. 1 lit. c i.V.m. Art. 9 Abs. 3 PÜ	80
aa) Beschränkung auf „Klimafinanzierung“	81
(1) Weites Verständnis der „Finanzmittelflüsse“	82
(2) Funktionaler Zusammenhang: Programmklausel in Art. 2 Abs. 1 lit. c PÜ, Konkretisierung in Art. 9 Abs. 3	83
(3) Konkretisierungen in Art. 9 PÜ	84
(a) Bereitstellung und Mobilisierung von Finanzmitteln nach Art. 9 Abs. 1 und Abs. 3 PÜ	85
(b) Gleichberechtigte Säulen der Klimafinanzierung mit Umsetzungsspielräumen und Gewährleistungsverantwortung der Vertragsparteien	87
bb) Zwischenergebnis: Mobilisierungsverpflichtung auf völkerrechtlicher Ebene eines Umweltfinanzmarktrechts	89

b)	Systematische Auslegung	90
aa)	Besondere Bedeutung der systematischen Auslegung im Klimaschutzvölkerrecht	90
bb)	Völkerrechtssätze nach Art. 31 Abs. 3 lit. c WVK	91
(1)	Anfänge im Umweltvölkerrecht	92
(2)	Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaänderungen und dessen Konkretisierungen	92
(a)	Protokoll von Kyoto: Einbindung von Marktmechanismen zur Erreichung von Klimaschutzzielen	94
(b)	Übereinkunft von Kopenhagen: Finanzmarkt als Finanzierungsinstrument für Klimaschutzmaßnahmen	95
(3)	Einfluss nichtbindender Absichtserklärungen: Wachsende Bedeutung privater Finanzmittel zur Erreichung von Nachhaltigkeitszielen	96
(4)	Zwischenergebnis: Finanzmarkt als Instrument zur Erreichung von Nachhaltigkeitszielen im Klimavölkerrecht zunehmend anerkannt	99
cc)	Binnensystematik des Pariser Übereinkommens	100
(1)	Keine explizite Erwähnung in der Präambel	100
(2)	Regelungsstandort in Art. 2 Abs. 1 lit. c PÜ: Klimavölkerrechtlich indizierte Verknüpfung von Klima- und Wirtschaftsbelangen	101
(3)	Zwischenergebnis	103
dd)	Spätere Übereinkünfte nach Art. 31 Abs. 3 lit. a WVK	103
(1)	Besondere Bedeutung im Klimaschutzvölkerrecht	103
(2)	Ergebnisse der Vertragsstaatenkonferenzen („COPs“)	104
(a)	COP 22 und COP 23: Bekräftigungen ohne weitergehende Substanz	104
(b)	COP 24: Konkretisierungen der Klimafinanzierung durch das „Katowice Rulebook“	106
(c)	COP 25: Keine Fortschritte	107
(d)	COP 26: Übereinkünfte mit unmittelbarem Finanzmarktbezug konkretisieren Nachhaltigkeitswende	107
ee)	Zwischenergebnis	109
c)	Teleologische Auslegung	109
aa)	Zielsetzungen für die ökologische Transformation der Finanzmärkte	109

bb) Maßnahmen zur Zielerreichung	111
(1) Verpflichtung zur Regulierung	112
(2) Transparenzvorschriften und Klassifikationssysteme	113
(3) Überprüfungsinstrumente	113
cc) Zwischenergebnis: Transparenz- und Überprüfungsinstrumente völkerrechtlich geboten	114
2. Ergebnisse: Transformation der Finanzmärkte als klimavölkerrechtliches Instrument	115
<i>C. Abgestufte Staatenverantwortlichkeiten</i>	116
I. Prinzip der gemeinsamen, aber unterschiedlichen Verantwortlichkeiten	117
II. Kein konkreter Mindestmobilisierungsbetrag ableitbar	118
<i>D. Standortbestimmung im Völkerrechtsgefüge</i>	119
I. Internationales Währungs- und Finanzrecht sowie Investitionsschutzrecht	120
II. Umweltvölkerrechtliche Prinzipien und die Transformation der Finanzmärkte	121
1. Präventionsprinzip	121
2. Vorsorgeprinzip und Entbehrlichkeit eines grenzüberschreitenden Bezugs	121
3. Verursacherprinzip	123
4. Nachhaltigkeitsprinzip: Integration von Klima und Finanzmarkt sowie Internalisierung externer Umwelteffekte	124
III. Umweltvölkerrecht und Finanzmarkt: Evolution eines völkerrechtlichen Teilbereichs?	126
4. Kapitel: Regulierung auf europäischer Ebene	129
<i>A. Das Ende der Dichotomie von Finanzmarkt und Umwelt?</i>	129
I. Rechtliche Konturierung und Standortbestimmung – auf dem Weg zu einem Umweltfinanzmarktrecht?	129
II. Wechselseitige Verknüpfung von Umwelt- und Finanzmarktregulierungsrecht als Auflösung ihrer Dichotomie	131
<i>B. Methodik: Untersuchung spezifischer Regulierungscharakteristika</i>	134
I. Funktionalität des Regulierungsbegriffs	134
II. Regulierungscharakteristika als Untersuchungskriterien	137
1. Regulierungsebenen	137
2. Regulierungssachbereiche	137
3. Regulierungsanlass	138
4. Regulierungsziel	138
5. Regulierungsakteure	139

6. Regulierungsinstrumente	140
a) Teilkonkretisierung des Regulierungssachbereichs	140
b) Zur Verwirklichung von Regulierungszielen (Funktionalität der Regulierungstechniken)	141
aa) Steuerungsansatz: Lenkungsinstrumente und Instrumente direkter Verhaltenssteuerung	141
bb) Rechtsakttypus und angestrebter Harmonisierungsgrad	142
cc) Rahmenrechtsakt, Detailbestimmungen und Regulierungsebenen	142
7. Regulierungsprinzipien	143
8. Regulierungsstrategie	144
9. Regulierungsadressaten, betroffene Rechtspositionen und abwägungsleitende Maßstäbe	144
C. <i>Das europäische Regulierungsprojekt</i>	145
I. Regulierungssachbereiche	145
1. Klassifikationssystem nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten	147
b) Finanzmarktbezug durch Operationalisierung: Die Wirtschaftstätigkeit als funktionaler Begriff	153
aa) Wirtschaftstätigkeit als umweltzielrelevanter Wertschöpfungsschritt	153
bb) Finanzierungen nachhaltiger Projekte Dritter als Wirtschaftstätigkeit erfasst?	154
c) Umweltbezug trotz Übergangs- und ermöglichender Tätigkeiten	156
aa) Übergangstätigkeiten	157
bb) Ermöglichende Tätigkeiten	159
2. Transparenz hinsichtlich der Nachhaltigkeitsrisiken einer Investitionsentscheidung	159
3. Förderung von Langfristigkeitsdenken in der Finanz- und Realwirtschaft: Finanzmarktregulierungsrechtliche und gesellschaftsrechtliche Anknüpfungspunkte	160
4. Eigenkapitalanforderungen im Banken- und Versicherungsregulierungsrecht	161
5. Zwischenergebnis: Die Regulierungssachbereiche der ökologischen Transformation der Finanzmärkte	162
II. Regulierungsanlässe	163
1. Klimawandel und schlechter Zustand der natürlichen Lebensgrundlagen	163
2. Mangelnde Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken am Finanzmarkt	163
3. Verknüpfung: Mobilisierung des nachhaltigen Finanzmarkts behebt sowohl umwelt- als auch finanzmarktbezogene Defizite	164

III. Regulierungsziele	165
1. Umwelt- und Klimaschutzziele	165
a) Umweltziele gemäß Art. 9 Taxonomie-VO	166
b) Zunahme nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten in der Realwirtschaft	166
c) Umlenkung der Finanzströme durch Schaffung eines einheitlichen Klassifizierungssystems	167
2. Finanzwirtschaftliche Ziele	167
a) Finanzmarktresilienz	167
b) Adäquateres Risiko- und Ertragsprofil von Finanzprodukten durch Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken	168
3. Zielspezifität durch Verknüpfung und Hierarchisierung	168
a) Klima- und umweltpolitisches Primat	168
b) Primärrecht	171
c) Rechtsakte dieses Regulierungsprojekts	173
aa) Aktionsplan für ein nachhaltiges Finanzwesen und Taxonomie-VO	173
bb) Offenlegungs-VO und Nachhaltigkeits-Benchmark-VO	175
4. Einsatz des Finanzmarktes als Mittel zur Erreichung von Umwelt- und Klimaschutzziele	176
IV. Regulierungsakteure	177
1. Besonderer Einfluss von Multi-Stakeholder-Plattformen auf den Regulierungsprozess: Vorbereitung und Änderung von Sekundärrechtsakten	177
2. Rolle der Europäischen Kommission, der Europäischen Fachbehörden, pluralistisch zusammengesetzter Gremien sowie von Sachverständigen der Mitgliedstaaten im Rahmen delegierter Rechtsetzung (Tertiärrechtsakte)	179
3. Verhaltenssteuerung durch nationale Behörden auf Ebene der Aufsicht	180
4. Künftige Rolle der Europäischen Zentralbank zwischen Finanzmarktstabilität und Ökologisierung	181
5. Zwischenergebnis	183
V. Regulierungsinstrumente	184
1. Klassifikationssystem nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten	185
a) Überblick und Definitionsfunktion	185
b) Operationalisierungsfunktion: Berücksichtigung von Nachhaltigkeit in den Entscheidungsmechanismen am Finanzmarkt	186
aa) Binartität des Nachhaltigkeitsbegriffs auf Ebene der Wirtschaftstätigkeiten: Nachhaltige oder nicht- nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten	186
bb) Graduelle Nachhaltigkeit eines Finanzprodukts möglich	187

cc) Anteile nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten am Finanzprodukt bestimmen dessen Nachhaltigkeitsgrad	187
dd) Umsatz-, Investitions- oder Erlösanteile nachhaltiger Wirtschaftsaktivitäten als relevante Anteilsparameter	188
ee) Rechtspolitische Schwierigkeiten und Lösungsansätze	189
c) Zwischenergebnis: Definitions- und Operationalisierungsinstrument	190
d) Regulierungstechniken	191
aa) Lenkungskonzeption als Steuerungsansatz	191
bb) Rechtsakttypus: Verordnung als Vereinheitlichungsinstrument	193
cc) Detailtiefe und Regulierungsebenen	194
dd) Vollharmonisierung	196
ee) Zwischenergebnis: Grundlage eines einheitlichen europäischen nachhaltigen Finanzmarkts	198
2. Transparenzinstrumente	199
a) Systematisierung der Transparenzpflichten	199
aa) Produktbezogene Transparenzvorschriften	200
(1) Offenlegungsvorschriften	200
(2) Besonderes Kennzeichnungsinstrument: EU Green Bond Standard	202
bb) Subjektbezogene Transparenzvorschriften	206
(1) Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater	207
(a) Nachhaltigkeitsstrategien und Risikoabschätzungen	208
(b) Berichtspflicht und Zwitterstellung institutioneller Investoren	209
(2) Große Unternehmen und Unternehmen von öffentlichem Interesse	210
cc) Benchmarkregulierung	212
b) Regulierungstechniken	213
aa) Verhaltenslenkung durch Information	213
(1) Zusammenwirken direkter Transparenzpflichten und indirekter Verhaltenslenkung	213
(2) Reflexivität der Informationsordnung als Verhaltenslenkung	214
bb) Verordnungen als Rechtsakttypus	216
cc) Detailgrad definiert Mehr-Ebenen-Struktur der Nachhaltigkeitswende	217
(1) Offenlegungs-VO als Rahmenrechtsakt	217
(2) Nachhaltigkeits-Benchmark-VO: Detailbestimmung und Rahmenrechtsakt zugleich	219
dd) Harmonisierungsanspruch	219

(1) Offenlegungs-VO: Mindestharmonisierung zwischen Finanzmarkteffizienz und Umwelt- und Klimaschutzpotenzial	220
(2) Nachhaltigkeits-Benchmark-VO	221
c) Zwischenergebnis: Verhaltenslenkung durch Transparenzinstrumente als Wirkmechanismus	222
3. Aufsichtsrechtliche Instrumente	223
a) Generalklauselartige Aufsichtsbefugnisse	224
b) Künftige Aufsichtsregelungen zu nachhaltigkeitsbezogenen Dienstleistern	226
VI. Regulierungsprinzipien	228
1. Ökologisch-finanzmarktrechtliches Nachhaltigkeitsprinzip: Internalisierung von umwelt- und klimabezogenen Externalitäten auf dem Finanzmarkt	228
2. Prinzip der Vorsorge durch Etablierung eines gesamtwirtschaftlichen Transformationsregimes	230
3. Querschnittsprinzip zwischen Umweltschutz und Finanzmarktmechanismen	230
a) Verknüpfung von Umweltschutzzielen und Finanzmarktmechanismen als spezifischer Wirkmechanismus	231
b) Bezüge zu weiteren Sach- und Rechtsbereichen	232
aa) Lauterkeits-, wettbewerbs- und gesellschaftsrechtliche Bezüge	233
bb) Insbesondere: Gesellschaftsrechtliche Bezüge durch Transparenzvorgaben zur Vergütungspolitik	234
c) Institutionelle Ebene des Querschnittsprinzips	237
aa) Schlaglicht auf die nationale Ebene: der Sustainable Finance-Beitrag der Bundesregierung	237
bb) Europäische Ebene: Plattform für ein nachhaltiges Finanzwesen	238
cc) Einwirkung auf die delegierte Rechtsetzung in Taxonomie- und Offenlegungs-VO	239
dd) Rolle der Zentralbanken zwischen Finanzmarktstabilität und Ökologisierungsprozessen	241
d) Zwischenergebnis: Materielles und institutionelles Querschnittsprinzip	241
4. Lenkungsprinzip	242
5. Mehr-Ebenen-Prinzip der Rechtsetzung und Aufsicht zwischen Europäischer Union und Mitgliedstaaten	244
a) In der Taxonomie-VO	245
aa) Europäisches Klassifikationssystem für nachhaltige Investitionen	245

bb) Delegierte Rechtssetzung unter mitgliedstaatlicher Mitwirkung	246
cc) Aufsichtsordnung	247
b) In der Offenlegungs-VO	247
c) Zwischenergebnis	249
VII. Regulierungsstrategien	249
1. Einheitliches Regulierungsprojekt durch rechtsaktübergreifende Verhaltenslenkung	250
2. Einheitliche Auslegung der Verordnungen	250
3. Zwischenergebnis	252
VIII. Regulierungsadressaten und betroffene Rechtspositionen	252
1. Private Investoren und Emittenten als mittelbare Regulierungsadressaten	253
2. Betroffene Rechtspositionen und abwägungsleitende Maßstäbe im Kontext der Verhaltenslenkung	254
a) Unmittelbare Stärkung der Investitionsfreiheit durch eine verbesserte Informationsgrundlage und mittelbarer Schutz von Leben und Gesundheit	254
b) Drohender Finanzmarktausschluss nicht-nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten: Gezielte Wettbewerbslenkung oder bloß systemimmanente Verschärfung marktwirtschaftlichen Konkurrenzdrucks?	255
3. Finanzmarktteilnehmer, Finanzberater und ausgewählte große Unternehmen als unmittelbare Regulierungsadressaten	258
4. Betroffene Rechtspositionen und abwägungsleitende Maßstäbe bei unmittelbaren Transparenzpflichten	260
a) Aufwand der Informationsbeschaffung und Sensibilität der offenzulegenden Informationen	261
b) Verschlechterung der Marktposition für große Unternehmen und Finanzintermediäre durch gezielte Wettbewerbslenkung	261
c) Beeinträchtigung der Kapitalverkehrsfreiheit bei produktbezogenen Nachhaltigkeitspflichten	262
5. Zwischenergebnis: Betroffene Rechtspositionen spiegeln Regelungskonzeption	263
IX. Ergebnis: Charakteristika des europäischen Regulierungsprojekts	264
5. Kapitel: Standortbestimmung im Regulierungsgefüge:	
Ein neues Umweltfinanzmarktrecht	267
A. Rechtsgebiete im Ausgangspunkt der Untersuchung	267
I. Umweltrecht	267
1. Regulierungssachbereich	268

2. Regulierungsanlässe	269
3. Regulierungsziele	270
4. Regulierungsakteure	271
a) Auf europäischer Ebene	272
b) Auf nationaler Ebene	274
5. Regulierungsinstrumente	275
a) Innovationsoffenheit des Umweltrechts	276
b) Verhaltenssteuernde und -lenkende Regulierungsinstrumente	276
aa) Instrumente direkter Verhaltenssteuerung und indirekter Verhaltenslenkung	277
bb) Im Fokus: Regulierungsinstrumente indirekter Verhaltenslenkung	279
(1) Ökonomische Instrumente	279
(a) Incentivierungsmechanismus: Unmittelbar hoheitliche Intervention oder Rahmensetzung für Marktpreisbildung	280
(b) Mittelbare Marktpreisbeeinflussung durch Rahmensetzung: Vergleich mit Emissionszertifikathandel	282
(aa) Wirkmechanismus des Zertifikathandels	282
(bb) Vergleich	284
(cc) Konzeptionelle Parallelen legen umweltrechtliche Standortbestimmung nahe: neuer Finanzmarktbezug des Umweltrechts	285
(2) Informationelle Instrumente	286
(3) Reflexive Instrumente	290
cc) Zwischenergebnis: Regulierungsprojekt als innovative Kombination ökonomischer, informationeller und reflexiver Regulierungsinstrumente des Umweltrechts	291
c) Weitere Regulierungstechniken: Rechtsakttypen und Harmonisierungsgrad	292
aa) Verordnungen statt umweltrechtlich dominierender Richtlinien: Finanzmarkt als neue Institution des Umweltrechts	292
bb) Mindestharmonisierung und Möglichkeit der Schutzverstärkung durch die Mitgliedstaaten in der Offenlegungs-VO	294
6. Regulierungsprinzipien	294
a) Nachhaltigkeitsprinzip	295
aa) Genese und Funktion	295
bb) Abwägungs- und Optimierungsgebot	296
cc) Gebot der Internalisierung umweltbezogener Externalitäten	297

b)	Integrationsprinzip	298
aa)	Reagierende und induktive Einbindung von Umweltschutzerwägungen in alle Maßnahmen der öffentlichen Hand	299
bb)	Konsequenzen für die Standortbestimmung des Regulierungsprojekts	300
c)	Kooperationsprinzip	302
d)	Vorsorge- und Verursacherprinzip	304
7.	Regulierungsstrategie	305
8.	Regulierungsadressaten und betroffene Rechtspositionen	307
9.	Zwischenergebnis: Umweltrechtliche Determinanten des Regulierungsprojekts	308
II.	Finanzmarktregulierungsrecht	310
1.	Regulierungssachbereich	311
a)	Systematisierungsbedarf für Standortbestimmung	311
b)	Materielles Finanzmarktrecht	312
aa)	Regulierung von Transaktionsprozessen und Finanzmarktakteuren	313
bb)	Die CSR-Richtlinie: Offenlegung nichtfinanzieller Informationen als erster Impuls für qualitativ weiterreichendes Regulierungsprojekt	315
c)	Finanzaufsichtsrecht	318
d)	Zwischenergebnis: Regelung von Transaktionsprozessen bei gesteigerter Bedeutung nichtfinanzieller Faktoren	319
2.	Regulierungsanlässe: Marktineffizienzen und politische Instrumentalisierung des Finanzmarkts	320
3.	Regulierungsziele	322
a)	Anlegerschutz und Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes	322
b)	Offenheit für Rezeption rechtsgebietsfremder Ziele aufgrund der Finanzierungsfunktion für die Realwirtschaft	324
c)	Keine spezifisch verbraucherschutzrechtliche Dimension ...	324
4.	Regulierungsakteure	327
a)	Rolle Privater bei Normsetzung und Aufsicht	328
b)	Geflecht aus nationaler und europäischer Aufsicht	329
c)	Bestätigung des Ergebnisses durch das <i>Lamfalussy II</i> - Verfahren	330
d)	Bezüge zum Regulierungsprojekt	331
aa)	Rolle der Zentralbanken	332
bb)	Rolle der Finanzaufsichtsbehörden bei der Normsetzung: Anknüpfung an das <i>Lamfalussy II</i> -Verfahren	332
cc)	Aufsichtsebene: Dominanz der Finanzaufsichtsbehörden und Erfordernis einer stärkeren Rolle der Europäischen Umweltagentur	334

dd) Einflussmöglichkeiten Privater über die Plattform für ein nachhaltiges Finanzwesen statt weitreichender Selbstregulierungsbefugnisse	335
e) Zwischenergebnis: Dominanz finanzmarktrechtlicher Akteure bestätigt Finanzmarktrecht als Mittel zur Erreichung von Umweltschutzzwecken	337
5. Regulierungsinstrumente	338
a) Transparenzinstrumente: Die Informationsordnung des Finanzmarkts	339
aa) Informationsfunktion	339
bb) Regulierungsfunktion: Reflexivität der Transparenzinstrumente	339
cc) Systematisierung	340
(1) Periodische Publizität	341
(2) Anlassbezogene Publizität	341
(3) Themenspezifische Publizität	342
(4) Benchmarkregulierung	343
dd) Zwischenergebnis: Weitreichende Kongruenz zu Transparenzinstrumenten des Regulierungsprojekts	344
b) Aufsichtsrechtliche Instrumente: Kongruenz zum Regulierungsprojekt	345
c) Regulierungstechniken	347
aa) Steuerungsansatz	347
(1) Instrumente indirekter Verhaltenslenkung in Parallele zum Lenkungsprinzip	347
(2) Instrumente direkter Verhaltenssteuerung als Perspektive für eine effektivere Regulierung der ökologischen Finanzmarkttransformation?	348
bb) Regulierungsebenen, Rahmenrechtsakte und Detailbestimmungen: Lamfalussy II-Struktur auch in der Taxonomie- und Offenlegungs-VO erkennbar	350
cc) Rechtsakttypus: Finanzmarktrechtlicher Trend zur Verordnung auch in den Instrumenten des Regulierungsprojekts erkennbar	352
dd) Harmonisierungsanspruch: Voll- oder Mindestharmonisierung	355
(1) Uneinheitlichkeit im Finanzmarktregulierungsrecht mit Trend zur Vollharmonisierung	355
(2) Übereinstimmungen und Abweichungen zum Regulierungsprojekt	357
ee) Zwischenergebnis: Bestätigung der Zweck-Mittel-Konzeption aus Umweltschutzziel und Instrumenten des Finanzmarktrechts	359

6. Regulierungsprinzipien	360
a) Vertrauensgewährleistungsprinzip	360
b) Prinzip der Rahmensetzung	361
c) Risikoprinzip	363
d) Mehr-Ebenen-Prinzip	365
e) Zwischenergebnis: Finanzmarktrechtliche Prinzipien im Wirkmechanismus des Regulierungsprojekts	366
7. Regulierungsstrategie: Weitreichende Anlehnung an finanzmarktrechtlichen Regulierungsmix	367
8. Regulierungsadressaten und betroffene Rechtspositionen	369
a) Finanzmarktakteure als unmittelbare Adressaten des Regulierungsprojekts	369
b) Erweiterter Adressatenkreis durch Lenkungs- und Mobilisierungswirkung	371
c) Umweltbezüge als neue Rechtspositionen im Finanzmarktrecht	371
9. Zwischenergebnis: Finanzmarktrechtliche Determinanten des Regulierungsprojekts	372
<i>B. Europäisches Umweltfinanzmarktrecht</i>	<i>374</i>
I. Verbindung umwelt- und finanzmarktrechtlicher Regulierungscharakteristika als Prägefaktor eines neuen Teilrechtsgebiets	375
II. Regulierungssachbereiche: Dualität von Umwelt und Finanzmarkt	376
1. Verknüpfung umwelt- und finanzmarktbezogener Regulierungsrationaltäten	377
2. Umwelt- und Finanzmarktverständnis des Umweltfinanzmarktrechts	377
3. Spezifischer Wirkmechanismus zwischen Umwelt- und Finanzmarktbezügen	378
III. Konnexität faktischer Defizite als Regulierungsanlässe: Unzureichender Umwelt- und Klimaschutz sowie Risikofehlabschätzungen am Finanzmarkt	379
IV. Regulierungsziele: Primat des Umwelt- und Klimaschutzes bei mitverwirklichter Finanzmarktresilienz	380
1. Gleichgerichtetheit von Umwelt- und Klimaschutz sowie Finanzmarktresilienz	380
2. Primat des Umwelt- und Klimaschutzes – Finanzmarktresilienz als Mittel zum Zweck	380
3. Kompetenzgrundlagen umweltfinanzmarktrechtlicher Rechtsakte	381
V. Regulierungsakteure: Bedeutung von Multi-Stakeholder- Plattformen und Notwendigkeit verstärkter Kooperation hoheitlicher Institutionen	383

VI. Regulierungsinstrumente, Regulierungstechniken und Regulierungskonzepte	386
1. Der Finanzmarkt als Regulierungsinstrument und neue Institution des Umwelt(finanzmarkt-)rechts	386
2. Bisheriger Lenkungsansatz: Transparenzinstrumente mit ökonomischer und reflexiver Wirkung	387
3. Regulierungstechniken: Vereinheitlichungstendenzen zur Schaffung eines europäischen nachhaltigen Finanzmarkts	388
4. Genuin umweltfinanzmarktrechtliche Instrumente	389
5. Verknüpfung zweier übergeordneter Regulierungskonzepte: Das Umweltfinanzmarktrecht im Kontext der Kapitalmarktunion und des europäischen Grünen Deal	391
VII. Regulierungsprinzipien	392
1. Querschnittsprinzip: Verknüpfung von Umwelt- und Finanzmarktbelangen	392
2. Ökologisch-finanzmarktrechtliches Nachhaltigkeitsprinzip: Internalisierung von umwelt- und klimabezogenen Externalitäten auf dem Finanzmarkt	393
3. Prinzip der Vorsorge als Verknüpfung von umweltrechtlichem Vorsorge- und finanzmarktrechtlichem Risikoprinzip in einem gesamtwirtschaftlichen Transformationsregime	395
4. Lenkungsprinzip: Verhaltenslenkung vorrangig durch informationell-ökonomische und reflexive Regulierungsinstrumente	395
5. Kooperationsprinzip: Neue Finanzierungsverantwortung Privater im Umwelt- und Klimaschutz	397
6. Mehr-Ebenen-Prinzip und Internationalisierungstendenzen	397
VIII. Regulierungsadressaten und betroffene Rechtspositionen	399
1. Finanzintermediäre und bestimmte Akteure der Realwirtschaft als unmittelbar verpflichtete Regulierungsadressaten	399
2. Von Lenkungswirkung erfasste mittelbare Regulierungsadressaten	400
3. Rechtswirkungen spiegeln umweltfinanzmarktrechtliche Konzeption: Förderung umwelt- und finanzmarktbezogener Rechtspositionen durch partiell belastenden Lenkungsmechanismus	401
C. <i>Umweltfinanzmarktrecht als Teilgebiet des europäischen Umweltrechts</i>	402
I. Zielhierarchie: Umwelt- und Klimaschutzprimat im Umweltfinanzmarktrecht	403
II. Finanzmarktregulierung als Instrument eines integrierten Umweltrechts	404

III. Fortführung des Kooperationsprinzips und der Ökonomisierung des europäischen Umweltrechts sowie weitere umweltrechtliche Anknüpfungspunkte	405
IV. Strenge Umwelt- und Klimaschutzregulierung als notwendige Bedingung eines wirksamen Umweltfinanzmarktrechts	407
V. Ergebnis: Umweltfinanzmarktrecht als Teilgebiet des europäischen Umweltrechts	410
 6. Kapitel: Rechtsvergleichung – Das Umweltfinanzmarktrecht als globales Regulierungsprojekt	411
A. Erkenntnisinteresse der rechtsvergleichenden Analyse	411
I. Regulierungscharakteristika im internationalen Vergleich	411
II. Globalität der ökologischen Transformation der Finanzmärkte	412
III. Begriffsschärfung: Umweltfinanzmarktrecht aus internationaler Perspektive	413
IV. Kapitelstruktur	413
B. Methodik	414
C. Rechtsvergleichung	416
I. China	416
1. Frühe Regulierungsansätze in einem autoritären System mit großem Marktpotenzial	416
2. Situationsbeschreibung: Chinas nachhaltiger Finanzmarkt	419
3. Regulierungsuntersuchung und Vergleich	422
a) Regulierungssachbereich, Regulierungsanlässe und Regulierungsziele	422
aa) Umwelt- und Klimaschutz: Drängender Anlass und vorrangiges Ziel	422
bb) Finanzmarktbezug: Finanzierungsfunktion als Instrument und Resilienz als Ziel	426
cc) Zwischenergebnis: Europäisch-chinesische Konvergenz in Zielhierarchie und Zweck-Mittel-Konzeption	427
b) Regulierungsakteure	427
aa) Parteigremien als Regulierungsakteure	428
bb) Staatliche Institutionen als Regulierungsakteure	430
(1) Staatsrat der Volksrepublik China als oberstes Verwaltungsorgan	431
(2) Nationale Kommission für Entwicklung und Reform	432
(3) People's Bank of China	432
(4) Finanzaufsichtskommissionen: China Banking Regulatory Commission, China Securities Regulatory Commission und China Insurance Regulatory Commission	434

cc) Funktionen und Zusammenwirken chinesischer und europäischer Regulierungsakteure im Vergleich	436
(1) Intransparente Verbindung von Kommunistischer Partei und staatlichen Institutionen als Strukturmerkmal der chinesischen Regulierung	436
(2) Stärkere institutionelle Fragmentierung bei vergleichbarer Dominanz finanzmarktbezogener Regulierungsakteure	437
(3) Multi-Stakeholder-Plattformen als Mitwirkungs- und Selbstregulierungsorgane	437
(4) Börsenplätze in Shanghai sowie Shenzhen und ihr Regulierungspotenzial	440
c) Regulierungsinstrumente, Regulierungstechniken und Regulierungsadressaten	440
aa) Regulierungsinstrumente im chinesischen Recht: Werkzeugfunktion und Öffnungstendenzen ermöglichen Regulierungsprojekt	441
bb) Regulierungsinstrumente der ökologischen Finanzmarkttransformation in China	444
(1) Fünf-Jahres-Pläne der Kommunistischen Partei Chinas	444
(2) Richtlinien zum Aufbau eines grünen Finanzsystems (August 2016)	446
(a) Definitionsinstrument	446
(b) Operationalisierungsinstrument: Wirkmechanismus und Lenkungskonzeption . . .	447
(c) Transparenzinstrumente	449
(d) Zwischenergebnis: Parallelität bei Wirkmechanismus und Bedeutung von Transparenzinstrumenten	450
(3) Leitlinien zur Förderung von Investitionen und Finanzierungen zur Bekämpfung des Klimawandels (Oktober 2020)	450
(a) Definitionsinstrument: Klimaschutz als herausgehobener Regulierungssachbereich	451
(b) Vorbereitung weiterer Regulierungsinstrumente	452
(c) Zwischenergebnis: Sachliche Fragmentierung sowie Bestätigung des lenkenden Wirkmechanismus	453
(4) Ankündigung zur Emission von Green Bonds der People's Bank of China sowie Richtlinien zur Emission von Green Bonds der Nationalen Kommission für Entwicklung und Reform (beide 2015)	455

(a) Ankündigung der People's Bank of China: Ausdifferenzierte Transparenz- und umfassende Aufsichtsinstrumente	456
(b) Richtlinien zur Emission von Green Bonds der Nationalen Kommission für Entwicklung und Reform: Eigenständige Taxonomiefunktion sowie Transparenzinstrument	458
(c) Zwischenergebnis: Sachliche und instrumentelle Fragmentierung	459
(5) Kataloge Green Bond abgestimmter Projekte (2020 und 2015)	459
(a) Standort im chinesischen Regulierungsgefüge ...	459
(b) Definitionsinstrument: Anforderungen an nachhaltige Finanzprodukte	460
(c) Klassifikationsinstrument: Taxonomie umweltschutzdienlicher Wirtschaftstätigkeiten	461
(d) Zwischenergebnis: Weitgehende funktionale Äquivalenz zur europäischen Taxonomie bei sachlich begrenzterem Anwendungsbereich	463
(6) Leitende Stellungnahmen zur Unterstützung der Entwicklung grüner Anleihen der China Securities Regulatory Commission (2017)	465
(a) Beschränkung auf nachhaltige Unternehmensanleihen, Festlegung erlaubter Mittelverwendungen und zusätzlicher Sorgfaltspflichten	465
(b) Ausschluss ganzer Branchen mit „hoher Umweltverschmutzung [und] hohem Energieverbrauch“	467
(c) Allgemeine Transparenzinstrumente	468
(d) Überprüfungs-, Bewertungs- oder Zertifizierungsinstrumente: Zusammenspiel von aufsichtsrechtlichen Instrumenten und besonderen Transparenzinstrumenten	469
(e) Zwischenergebnis: Kongruenter Wirkmechanismus bei anderweitigen Unterschieden zum europäischen Regulierungsprojekt	471
(7) Rechtsakte zur nachhaltigen Kreditvergabe als Teilbereich des nachhaltigen Finanzmarkts („Green Credit“)	471
(a) Green Credit Initiative: Grundstein für Wirkmechanismus, Transparenz- und Kontrollinstrumente des chinesischen Regulierungsprojekts (2007)	471

(b) Richtlinien zur nachhaltigen Kreditvergabe (2012)	473
(aa) Etablierung des Wirkmechanismus: Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken	473
(bb) Einführung reflexiver Regulierungsinstrumente	474
(cc) Gesellschaftsrechtliche Berührungspunkte	474
(dd) Transparenzinstrumente i.V.m. dem Statistiksystem für nachhaltige Kreditvergabe	475
(ee) Aufsichtsinstrumente – Anhaltspunkte für mitgliedstaatliche Aufsichtsbehörden?	476
(ff) Zwischenergebnis: Instrumentenmix im nachhaltigen Kreditmarkt	477
(8) Selbstregulierungsinstrumente	478
cc) Zwischenergebnis: Klassifikations-, Transparenz-, reflexive und Aufsichtsinstrumente als indirekte Verhaltenslenkung	480
d) Regulierungsprinzipien	483
aa) Querschnittsprinzip	483
bb) Ökologisch-finanzenmarktrechtliches Nachhaltigkeitsprinzip: Internalisierung umwelt- und klimabezogener Externalitäten auf dem chinesischen Finanzmarkt	484
cc) Lenkungsprinzip	485
dd) Internationalisierungsprinzip	486
e) Regulierungsstrategie	487
4. Ergebnis zur Rechtsvergleichung mit China: Bemerkenswerte Parallelen in Prämisse und Regulierungskonzeption bei fortbestehenden Unterschieden	488
II. Frankreich	489
1. Pionier und Vorbild der Regulierung zur ökologischen Finanzmarkttransformation	490
2. Situationsbeschreibung: Frankreichs nachhaltiger Finanzmarkt	492
3. Regulierungsuntersuchung	493
a) Regulierungssachbereich, Regulierungsanlässe und Regulierungsziele: Querschnittsnatur und Primat des Klima- und Umweltweltschutzes	494
b) Regulierungsakteure	496
aa) Normsetzung: Starke Rolle der Exekutive	496
(1) Offenlegungspflichten: Ministerium für den ökologischen Übergang und Ministerium für Wirtschaft, Finanzen und Industrie	497

(2) Multi-Stakeholder-Plattformen in bedeutender Funktion insbesondere bei Kennzeichnungsinstrumenten	497
bb) Aufsichtsrechtliche Ebene: Staatliche Aufsichtsbehörden und nichtstaatliche Zertifizierungsstellen	499
cc) Politischer Einfluss der AMF und der Banque de France – insbesondere das Network for Greening the Financial System (NGFS)	500
dd) Zwischenergebnis	501
c) Regulierungsinstrumente, Regulierungstechniken und Regulierungsadressaten	502
aa) Transparenzinstrumente	502
(1) Offenlegungsinstrumente	502
(a) Rechtslage: Berichtspflichten und Regulierungsadressaten	503
(aa) Allgemein unternehmensrechtliche Transparenzpflichten – Parallele zu Art. 8 Taxonomie-VO bei inhaltlich geringerer Reichweite	503
(bb) Speziell finanzmarktbezogene Transparenzpflichten – insbesondere im Verhältnis zur mindestharmonisierenden Offenlegungs-VO	505
(b) Funktion im französischen Regulierungsprojekt	508
(aa) Indirekte Verhaltenslenkung	509
(bb) Report-or-explain-Mechanismus mit unterschiedlichen Bezugspunkten	510
(cc) Reflexivität und Element regulierter Selbstregulierung	510
(2) Kennzeichnungsinstrumente als besondere Transparenzinstrumente	511
(a) Label Greenfin	513
(aa) Rechtslage	513
(bb) Rechtsvergleichende Untersuchung	514
(b) Label ISR	517
(3) Zwischenergebnis zu den Transparenzinstrumenten	519
bb) Ergebnis zu den Regulierungsinstrumenten: Kein einheitliches Klassifikationsinstrument und Geltung der allgemeinen aufsichtsrechtlichen Vorschriften	520
d) Regulierungsprinzipien: Lenkungs- und Internalisierungs-, Querschnitts- sowie Mehr-Ebenen-Prinzip	520

4. Ergebnis zur Rechtsvergleichung mit Frankreich: Impulsgeber für europäisches Regulierungsprojekt	522
III. Indonesien	523
1. Islamische Prägung des indonesischen Finanzmarkts	524
2. Zweck-Mittel-Konzeption: Umwelt- und Klimaschutz mithilfe des Finanzmarkts	526
3. Regulierungsakteure des indonesischen Regulierungsprojekts ...	527
4. Regulierungsinstrumente	527
a) Roadmap for Sustainable Finance: Zweck-Mittel- Konzeption und umweltrechtliche Konnotation in einem vorbereitenden Rechtsakt	528
b) „Umbrella Regulation“ No. 51 / POJK.03/2017: Definitions- und Transparenzinstrument sowie Pflicht zum Kapazitätsaufbau und zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken im Geschäftsbetrieb	529
c) Regulation No. 60 / POJK.04/2017: Vorgaben zur Emission nachhaltiger Finanzprodukte und Taxonomiefunktion	531
5. Künftige Regulierungsschritte eines aufstrebenden Schwellenlandes	532
6. Ergebnis: Exempel für Schwellenlandregulierung und Globalität	534
IV. Nigeria	535
1. Nationale Regulierungsanlässe und globale Konvergenz des nigerianischen Regulierungsprojekts	536
2. Regulierungsinstrumente und -akteure	537
V. Kenia: Erweiterung des lenkenden Instrumentenmix durch Steuerbefreiung nachhaltiger Finanzprodukte	538
VI. Bangladesch: Weitreichende Funktion der Zentralbank und Bedeutung unmittelbar steuernder Investitionspflichten	539
IVII. Brasilien: Fortschrittliches Regulierungsprojekt in Abhängigkeit von makrowirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen	542
VIII. Vereinigte Staaten von Amerika: Frühe Aufmerksamkeit, klassische Lenkungs-konzeption, aber regulatorischer Nachholbedarf	545
IX. Seychellen	548
D. <i>Ergebnis: Ein globales Regulierungsprojekt ohne vollständige Kohärenz</i>	549
7. Kapitel: Perspektive eines Umweltfinanzmarktvölkerrechts	553
A. <i>Rationalität eines Umweltfinanzmarktvölkerrechts</i>	553
B. <i>UNFCCC als institutioneller Rahmen und Flankierung des Pariser Übereinkommens</i>	554

<i>C. Mögliche Regulierungsgegenstände eines künftigen Umweltfinanzmarktvölkerrechts</i>	555
I. Kommunikation des erforderlichen Investitionsvolumens aufgrund national festgelegter Beiträge	556
II. Mindestvorgaben für nationale Lenkungsinstrumente	556
III. Mindeststandards nachhaltiger Finanzprodukte	557
IV. Abbau von Währungsrisiken	558
V. Möglichkeiten einer Rechtswahl	558
VI. Ausbau nationaler nachhaltiger Finanzmärkte	559
1. Wissenstransfer und strengere Umwelt- und Klimaschutzregulierung	559
2. Vereinfachter Marktzugang für Kleinanleger sowie Reverse-Enquiry-Mechanismus für institutionelle Investoren ...	560
VII. Regelwerk für staatliche finanzielle Unterstützungsleistungen	561
VIII. Ergebnis: Notwendige Flankierung des Umweltvölkerrechts	562
 8. Kapitel: Zusammenfassung und Ausblick	 563
<i>A. Rechtliche Konturierung der ökologischen Transformation an den Finanzmärkten</i>	564
<i>B. Völkerrechtliche Ebene und Globalität</i>	565
I. Erstmalige Handlungsverpflichtung im Pariser Übereinkommen ...	565
II. Globalität und regulatorisch weitgehende Parallelität der Regulierungsprojekte	566
<i>C. Methodik und Konturierung des europäischen Regulierungsprojekts</i>	567
I. Methodik: Untersuchung funktional verstandener Regulierungscharakteristika	567
II. Charakteristika des europäischen Regulierungsprojekts	567
<i>D. Standortbestimmung im Regulierungsgefüge: Entwicklung eines neuen Umweltfinanzmarktrechts als Teilgebiet des europäischen Umweltrechts</i>	570
I. Ein neues Umweltfinanzmarktrecht als Zweck-Mittel-Konzeption von Umwelt- und Klimaschutz sowie Finanzmarktmechanismen ...	570
II. Standortbestimmung im Regulierungsgefüge: Teilgebiet des europäischen Umweltrechts	571
<i>E. Ausblick</i>	572
I. Weiterentwicklung des europäischen Regulierungsprojekts	573
1. Delegierte Rechtsetzung zur Ausgestaltung der Taxonomie und Transparenzinstrumente sowie Treuhandpflichten für Asset Manager	573
2. Einführung des EU Green Bond Standard als Kennzeichnungsinstrument	573

3. Regulierung nachhaltigkeitsbezogener Finanzdienstleister	574
4. Konzeptionelle Erweiterung des Nachhaltigkeitsbegriffs um seine soziale Dimension	575
II. Völkerrechtliche Perspektiven: Entwicklung eines Umweltfinanzmarktvölkerrechts und Völkerrechtssubjektivität Privater	576
III. Private im Umweltfinanzmarktrecht: Strukturelle Aufgabenverschiebung von der öffentlichen Hand auf Private?	578
Literaturverzeichnis	583
Verzeichnis verwendeter Berichte und Analysen	597
Verzeichnis rechtsvergleichend untersuchter Rechtsakte	607
A. <i>China</i>	607
B. <i>Frankreich</i>	608
C. <i>Indonesien</i>	610
D. <i>Nigeria</i>	610
E. <i>Bangladesch</i>	610
F. <i>Brasilien</i>	610
G. <i>Vereinigte Staaten von Amerika</i>	611
Stichwortregister	613

1. Kapitel

Einführung

Umweltfinanzmarktrecht – dieser Begriff ist auf den ersten Blick dazu geeignet, neben interessierter Neugierde auch irritierte Überraschung oder Stirnrunzeln als Reaktionen hervorzurufen, schließlich verbindet er mit der Umwelt und dem Finanzmarkt zwei bislang weitgehend dichotome Sach- und Rechtsbereiche, die auch in ihren Zielen – Umwelt- und Klimaschutz auf der einen, Finanzmarktstabilität und Anlegerschutz auf der anderen Seite – wenig kongruent zu sein scheinen.

A. These und Anspruch dieser Arbeit

Konzipiert um den rechtlich wie tatsächlich zu fundierenden Begriff des Umweltfinanzmarktrechts, wird diese Arbeit jedoch zeigen, dass sich Umwelt- und Finanzmarktregulierungsrecht heute nicht mehr unberührt gegenüberstehen. Vielmehr verfolgen sie gleichgerichtete Regulierungsziele und vermögen, diese durch einen gemeinsamen Wirkmechanismus, der Umwelt- und Finanzmarktbelange miteinander verknüpft, effektiv zu erreichen. Als Umweltfinanzmarktrecht lässt sich das unions- und perspektivisch völkerrechtliche Teilgebiet bezeichnen, welches Umwelt- und Klimaschutz sowie Finanzmarktmechanismen zu wechselseitigem Nutzen miteinander verbindet. Handelt es sich dabei bloß um einen nunmehr gesellschaftlich besonders betonten Schnittbereich zwischen dem Umwelt- und Finanzmarktregulierungsrecht? Oder entsteht in der spezifischen und möglicherweise auch hierarchisierten Verknüpfung umwelt- und finanzmarktbezogener Belange gleichsam ein Amalgam dieser Rechtsgebiete, das mehr verkörpert als die Summe seiner Teile? Aufgrund seiner genuinen Regulierungscharakteristika, die gerade aus dieser Verknüpfung folgen, wäre es zu kurz gesprungen, das Umweltfinanzmarktrecht allein als Schnittbereich zu verstehen oder ohne Weiteres schlicht dem klassischen Umweltrecht oder Finanzmarktregulierungsrecht zuzuordnen. Sie sind aber die maßgeblichen Rechtsgebiete, zu denen die vorliegende Studie das Umweltfinanzmarktrecht ins Verhältnis setzt.

Die These eines eigenständigen und letztlich dem Umweltrecht zuzuordnenden Teilgebiets entwirft diese Arbeit, indem sie das zugrunde liegende Phänomen erstmals umfassend rechtlich untersucht, im völkerrechtlichen wie europäischen Regulierungsgefüge als abgrenzbares Regulierungsprojekt definiert und verortet sowie rechtsvergleichend weiter konturiert. In dem Anspruch, ein tatsächliches

Phänomen juristisch zu erfassen und zu verorten, folgt sie *Böckenförde*, der die Funktion des Rechts so beschreibt:

„Recht besteht für die soziale Wirklichkeit und auf sie hin. Es muß daher die soziale Lebenswirklichkeit in seinen Begriffen, Instituten und Formen inhaltlich erfassen und sie dann rechtlich überformen (und dadurch normativ gestalten).“¹

Auch *Kloepfer* sieht die „Einpassung neuer Rechtsfiguren in die Rechtsordnung als zentrales Problem der Rechtswissenschaft“². Eben die innovative Verknüpfung von Umwelt- und Finanzmarktbelangen in das Regulierungsgefüge einzupassen, widmet sich diese Arbeit. Ihrer Regulierungsanalyse liegt ein funktionales Verständnis zugrunde, das auf ähnlichen Studien in der rechtswissenschaftlichen Literatur fußt und die Methodik für das hier verfolgte Erkenntnisinteresse adaptiert.

B. Gegenstand der Analyse

Wie ist aber das Phänomen zu fassen, das Gegenstand dieser Analyse ist? Während das erste Kapitel darauf eine präzise Antwort als Grundlage für die weitere Arbeit liefert, soll hier zunächst im Überblick von der ökologischen Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten gesprochen werden. Sie nahm erst zum Ende der zweiten Dekade des 21. Jahrhunderts Gestalt an und ist auch deshalb rechtswissenschaftlich bislang nicht umfassend ausgeleuchtet.³ Dies betrifft etwa ihre

¹ *Böckenförde*, in: Böckenförde/Goerdts/Gründer Karlfried et. al. (Hrsg.), Collegium Philosophicum, Die Historische Rechtsschule und das Problem der Geschichtlichkeit des Rechts, S. 26; weiter führt er aus: „Die konkreten Gestalten des Rechts müssen in gewisser Weise aus der sozialen Lebenswirklichkeit hervordringen, nicht um sie einfach abzuzeichnen, aber um ihr angemessen zu sein und daher auf sie erhalten oder verändernd durchgreifen zu können. [...] Leben die Begriffe, Institutionen, Formen und auch das System des Rechts nicht mehr aus ihrem Bezug zur sozialen Wirklichkeit, sondern nur aus ihrer logisch-begrifflichen Möglichkeit, so entfremdet sich das Recht seiner Funktion und verliert seine sozialordnende Kraft.“ Die rechtliche Konturierung und Standortbestimmung der ökologischen Transformation der Finanzmärkte folgt diesem Anspruch an die Funktion des Rechts.

² *Kloepfer*, in: Marburger/Hendler/Reinhardt/Schröder (Hrsg.), Emissionszertifikate und Umweltrecht, Der Handel mit Emissionsrechten im System des Umweltrechts, S. 74, sieht ferner die „innere Stimmigkeit der Rechtsordnung durch das unangepasste Hinzutreten von Rechtsinnovationen“ bedroht, sodass „nicht die Abwehr, sondern die schonende Einpassung [...] zentrale Aufgabe der Rechtsordnung gegenüber Rechtsinnovationen [ist]“; ähnlich *Aust*, *ZaöRV*, Band 73 (2013), 673, 703: „[...] sollte es auch zu den Aufgaben der Rechtswissenschaft zählen, die hier betrachteten Phänomene kritisch zu begleiten und ihr politisches Programm aus einer juristischen Perspektive zu hinterfragen“.

³ Publikationen und Beiträge hierzu beschränken sich ganz überwiegend auf einzelne Thementauschnitte, vgl. nur *Möslein/Mittwoch*, *WM* 2019, 481; *Müller-Debus/Barrett*, in: Stapelfeldt/Granzow/Kopp (Hrsg.), Greening Finance, Politische Ambition: Eine europäische Finanzwende; *Veil*, *WM* 2020, 1093; *Burgi*, Zertifizierung nachhaltiger Kapitalgesellschaften; zur zivilrechtlichen Seite vgl. *Steiauf*, Die Produktgestaltung von Klimaschutz-

Definitionsmerkmale, wesentliche Begrifflichkeiten sowie ihre Standortbestimmung im Regulierungsgefüge,⁴ das mit nunmehr voranschreitender Regulierung die völkerrechtliche, unionsrechtliche sowie nationalstaatliche Ebene umfasst und – wie zu zeigen sein wird – die Grundlage eines neuen Umweltfinanzmarkts darstellt.

„Hohe Umsätze mit gutem Gewissen“⁵ titelte im Januar 2020 die Frankfurter Allgemeine Zeitung, „Aus Schwarz mach Grün – Die US-amerikanische Fondsgesellschaft BlackRock will mehr gegen den Klimawandel tun“⁶ Die Zeit im selben Monat. Im Jahr 2019 betrug das weltweite Gesamtvolumen nachhaltiger Finanzprodukte ca. 260 Mrd. US-Dollar;⁷ das Wachstum um ungefähr 50 % gegenüber dem Vorjahr verdeutlicht die Dynamik dieser Entwicklung sowie den stetigen Bedeutungszuwachs des nachhaltigen Finanzmarkts.⁸ Die Gründe für den Wandel an den Finanzmärkten sind vielfältig und reichen von Affektionsinteressen privater Kleinanleger, anthropozentrischer und ökozentrischer Motivation größerer Stiftungen⁹ bis hin zu ökonomischen Abwägungen institutioneller Investoren und Emittenten. Aus Regulierungsperspektive ist es das Kernanliegen, privates Kapital zu mobilisieren und in umwelt- und klimaschutzdienliche Maßnahmen umzulenken, um auf diese Weise Umwelt- und Klimaziele erreichen zu können. Die ökologische Transformation der Finanzmärkte ist dafür essenziell: Laut Europäischer Kommission sind allein in Europa bis zum Jahr 2030

fonds als nachhaltiges Anlageprodukt für Privatanleger, 2017 sowie *Gietzelt*, Nachhaltiges Investment, 2019 oder bleiben überblicksartig, vgl. statt vieler *Löffler*, in: Stapelfeldt/Granzow/Kopp (Hrsg.), *Greening Finance, Finanzmarktregulierung 2030 – ein gutes Klima für Greening Finance?*; zur ökonomischen Perspektive siehe etwa *Deutsche Bundesbank*, *Der Markt für nachhaltige Finanzanlagen: eine Bestandsaufnahme; eine detaillierte Analyse bestehender Transparenzvorschriften im deutschen und französischen Recht samt Regelungsvorschlägen für nachhaltige Finanzanlagen* findet sich z.B. in *Veill/Deckert/Kämmerer/Voigt*, *Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung; eine Gesamtperspektive nehmen exemplarisch ein Köndgen*, in: Boele-Woelki/Faust/Jacobs/Kuntz/Röthel/Thorn/Weitemeyer (Hrsg.), *Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung* sowie *Bueren*, ZGR 2019, 813.

⁴ So ausdrücklich *Bueren*, ZGR 2019, 813, 874: „[...] ist das Verhältnis von Sustainable Finance und SCR zu anderen Rechtsgebieten wenig ausgeleuchtet“; zum „Definitionsdefizit“ statt vieler *Granzow/Naasz*, in: Stapelfeldt/Granzow/Kopp (Hrsg.), *Greening Finance, Vertrieb nachhaltiger Kapitalanlagen im Privatkundengeschäft*, S. 318.

⁵ *Papon*, Frankfurter Allgemeine Zeitung 24.1.2020, *Hohe Umsätze mit gutem Gewissen*, S. 25.

⁶ *Buchter*, Die Zeit 23.1.2020, *Aus Schwarz mach Grün*, S. 24.

⁷ *Climate Bonds Initiative*, 2019 Green Bond Market Summary, Februar 2020, S. 1.

⁸ *Climate Bonds Initiative*, 2018 Green Bond Market Summary, Januar 2019, S. 1; Analysen sehen selbst die großen deutschen DAX-Konzerne in ihren Klimabilanzen auf einem 5°-Kurs statt auf einem 1,5°- bis 2°-Kurs und verdeutlichen damit den künftig bestehenden Investitionsbedarf für eine ökologische Transformation, die nur mit einem stark wachsenden nachhaltigen Finanzmarkt zu erreichen ist, vgl. *Knitterscheidt*, Handelsblatt Online 9.7.2019, *DAX-Konzerne auf Fünf-Grad-Kurs – So fällt die CO₂-Bilanz der Großunternehmen aus*.

⁹ Georg Schütte, *Wir wollen nicht mehr Teil dieses Geschäfts sein*, 18.3.2021, *Die Zeit*.

zusätzliche Investitionen in Höhe von ca. 260 Mrd. Euro jährlich nötig, die nur zusammen mit privaten Investoren aufzubringen sind.¹⁰ Diese übernehmen eine die Finanzierung betreffende, in ihrer Reichweite noch klärungsbedürftige Verantwortlichkeit für die primär hoheitliche Aufgabe des Umwelt- und Klimaschutzes – eine Konzeption, die perspektivisch weitere Fragen aufwirft, insbesondere zur Letztverantwortung für die Mobilisierung des erforderlichen Investitionskapitals.

Neben den vordergründigen Investitionsbedarf tritt als weiterer, sowohl umwelt- als auch finanzmarktbezogener Ausgangspunkt des Umweltfinanzmarktrechts die unzureichende Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken¹¹ bei privaten Investitionsentscheidungen. Diese sind bislang, so die Prämisse, nicht adäquat in das Risiko- und Ertragsprofil von Finanzprodukten eingepreist. Finanzmarkt und Umweltschutz versagen demnach gleichzeitig, insoweit Nachhaltigkeitsrisiken strukturell unterschätzt und nachhaltige Finanzprodukte gegenüber nicht-nachhaltigen Investitionen benachteiligt werden. Da in der Konsequenz umwelt- und klimaschädliche Wirtschaftstätigkeiten trotz der mit ihnen verbundenen zusätzlichen Risiken strukturell bessere Finanzierungschancen haben, wird die ökologische Transformation der Realwirtschaft behindert. In dem rechtspolitischen und gesellschaftlichen Bestreben, diesem Defizit entgegenzuwirken und den Finanzmärkten eine Rolle bei der Transformation der Realwirtschaft zuzusprechen, um positive Umwelt- und Klimaeffekte herbeizuführen, erfährt die Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten eine erste Konkretisierung. Sie beschreibt damit eine tatsächliche globale Entwicklung genauso wie sie durch ihre zunehmende Umsetzung in zielgerichtete Regulierung ein rechtliches Instrument zur nachhaltigen Transformation der Realwirtschaft darstellt. Ihre spezifische Zweck-Mittel-Konzeption, mit den Mechanismen und der Regulierung jedenfalls eines Teils des Finanzmarkts Umwelt- und Klimaschutzziele zu dienen, beschreibt dabei ein Kerncharakteristikum des Umweltfinanzmarktrechts. Aus funktionaler, das heißt an den Regulierungszielen orientierter Perspektive, ist dieses Regulierungsmerkmal auch für die Standortbestimmung im Regulierungsgefüge bedeutsam.

Die spezifische Zweck-Mittel-Konstruktion offenbart zudem eine Eigenschaft des Umweltfinanzmarktrechts, die sich in einen breiteren Diskurs einfügt: Ökonomie und Ökologie sind hier keine Gegensätze, sondern erreichen ihre Ziele aus Umwelt- und Klimaschutz, Rendite und Finanzmarktstabilität parallel und prägen so die Regulierung. In der Praxis am Finanzmarkt wird diese Beobachtung bestätigt:

¹⁰ *Europäische Kommission*, Der europäische Grüne Deal, 11.12.2019, S. 18 f.

¹¹ Siehe zur Definition der Nachhaltigkeitsrisiken und ihrer Systematisierung als physische Risiken, Folge- und Transitions- sowie Reputationsrisiken 2. Kapitel, C.I.4.

„Wir merken, dass Nachhaltigkeit und Rendite kein Widerspruch sind. Unsere aktuelle Vermögensanlage erzielt mindestens eine so gute Rendite wie früher, als wir uns noch nicht an grünen Kriterien orientiert haben“¹²,

führt etwa *Georg Schütte* aus, der Generalsekretär der Volkswagenstiftung. Angesichts der Kongruenz von ökonomischen und ökologischen Regulierungszielen ist neben dem Umwelt- und Klimaschutz die gleichfalls gestärkte Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte gegenüber Nachhaltigkeitsrisiken als Merkmal des Umweltfinanzmarktrechts nicht zu vergessen. Sie wird hier unter dem Topos der „Finanzmarktresilienz“ als genuin umweltfinanzmarktrechtliches Regulierungsziel beschrieben. Die inhärente Verbindung von Ökologie und Ökonomie verdeutlicht zugleich die Interdisziplinarität des Umweltfinanzmarktrechts, das in einen Dialog mit der Umweltökonomie und Finanzwissenschaft eintreten sowie über die angestrebte Lenkung menschlichen (Investitions-)Verhaltens verhaltensökonomische Erkenntnisse miteinbeziehen muss.¹³

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken bei privaten Investitionsentscheidungen, die Ökonomie und Ökologie als Wirkmechanismus der Nachhaltigkeitswende miteinander verbindet, wird mit dem voranschreitenden Klimawandel – an dessen menschlicher Verursachung der neue Sachstandsbericht des Weltklimarats keinen Zweifel mehr lässt¹⁴ – und zunehmenden ökologischen Problemen immer bedeutsamer. „Die Klimakrise ist längst da“¹⁵ schreibt *Die Zeit* im Juli 2021 als Reaktion auf die Flutkatastrophe in Nordrhein-Westfalen und Rheinland-Pfalz, deren zahlreiche Todesopfer, zerstörte Landstriche und versicherte Schäden von mindestens fünf Mrd. Euro¹⁶ die potenziellen Auswirkungen von Nachhaltigkeitsrisiken an einem tragischen, aber nach globalen Maßstäben noch begrenzten Ereignis verdeutlichen. Mit der Zerstörung des Regenwaldes, dem Auftauen von Permafrostböden, der Algenblüte, Heuschreckenplagen, ex-

¹² Georg Schütte, Wir wollen nicht mehr Teil dieses Geschäfts sein, 18.3.2021, *Die Zeit*; ähnliches berichtet – exemplarisch – der MDax-Konzern Dürr AG, der ein ökologisch nachhaltiges Finanzierungsprodukt auflegte, das mehrfach überzeichnet war: „Also haben wir das mit dem klassischen Schuldschein gelassen und komplett auf Nachhaltigkeit gesetzt“, sagt der CFO in *Prellberg*, *Manager Magazin* April 2020, Je grüner, desto billiger, S. 88 f.

¹³ Auch die Bundesregierung erkennt den breit angelegten Forschungsbedarf im Kontext der Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten, um „Wissensgrundlagen zu verbessern“, vgl. *Bundesregierung*, Klimaschutzprogramm 2030 der Bundesregierung zur Umsetzung des Klimaschutzplans 2050, Oktober 2019, S. 146 f.

¹⁴ *Intergovernmental Panel on Climate Change*, *Climate Change* 2021, August 2021, S. 5; dazu *Bauchmüller/Weiß*, *Süddeutsche Zeitung* Online 9.8.2021, Der Mensch war's.

¹⁵ *Grefe*, *Die Zeit* 22.7.2021, Die Klimakrise ist längst da, S. 33.

¹⁶ *Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.*, Versicherte Hochwasserschäden in NRW und Rheinland-Pfalz im Bereich von 4 bis 5 Milliarden Euro, <https://www.gdv.de/de/themen/news/versicherte-hochwasserschaden-in-nrw-und-rheinland-pfalz-im-bereich-von-4-bis-5-milliarden-euro-69000>, zuletzt geprüft am 15.8.2023; darin sind unversicherte Schäden nicht mit inbegriffen; siehe dazu auch *Süddeutsche Zeitung* Online 27.7.2021, Hochwasser kostet Versicherer bis zu 5,5 Milliarden Euro.

tremer Hitze, Waldbränden und Tropenstürmen sind gegenwärtige oder künftig drohende Szenarien exemplarisch beschrieben, die überall auf der Welt das Schadenspotenzial von Nachhaltigkeitsrisiken vervielfachen; dem Weltklimarat zufolge droht bereits bis zum Jahr 2030 eine Erderwärmung von 1,5 °C und bis zum Ende des Jahrhunderts ein globaler Temperaturanstieg von 4,4 °C.¹⁷ So erscheint ein weltweites Schadensvolumen von 550 Billionen US-Dollar allein als Folge des Klimawandels¹⁸ realistisch und verdeutlicht die Notwendigkeit der ökologischen Transformation der Finanzmärkte hin zu Resilienz, also (finanz-)systemischer Widerstandsfähigkeit gegenüber Nachhaltigkeitsrisiken,¹⁹ und Dominanz umwelt- und Klimaschutzdienlicher Finanzierungen.

Terminologisch verwendet diese Arbeit den Ökologiebegriff auch für den Bereich des Klimawandels. Definiert als „Wissenschaft von den Wechselbeziehungen zwischen den Lebewesen und ihrer Umwelt“²⁰, wird sie demnach weit verstanden. Spricht die Arbeit von „Klimaschutz“, orientiert sie sich an der rechtlich wie gesellschaftlich etablierten Terminologie, obgleich das Klima – verstanden als das „durchschnittliche Wetter, oder genauer als die statistische Beschreibung in Form von Durchschnitt und Variabilität relevanter Größen über eine Zeitspanne im Bereich von Monaten bis zu Tausenden oder Millionen von Jahren“²¹ – streng genommen nicht geschützt, sondern nur beeinflusst werden kann.

C. Gang der Darstellung

Die Struktur dieser Arbeit orientiert sich an ihrem mehrschichtigen Erkenntnisinteresse, welches primär in der rechtlichen Konturierung des Phänomens der Nachhaltigkeitswende sowie in ihrer Standortbestimmung im unionsrechtlichen sowie globalen und völkerrechtlichen Regulierungsgefüge liegt.

Zunächst ist es erforderlich, das faktische und zwischen unterschiedlichen Begrifflichkeiten sowie verschiedenen Sachbereichen schillernde Phänomen der ökologischen Transformation an den Finanzmärkten zu definieren.²² Das Recht schafft hier als „Wirklichkeitswissenschaft“²³ die Grundlage für die weitere – juristische – Betrachtung der Nachhaltigkeitswende. Ein neues Umweltfinanz-

¹⁷ *Intergovernmental Panel on Climate Change*, Climate Change 2021, August 2021, S. 18.

¹⁸ *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken, 20.9.2019, S. 9.

¹⁹ Siehe zur Definition der Finanzmarktresilienz als Regulierungsziel des europäischen Regulierungsprojekts 4. Kapitel, C.III.2.a).

²⁰ *Auberle*, Duden – Deutsches Universalwörterbuch.

²¹ *Intergovernmental Panel on Climate Change*, Klimaänderungen 2013/2014, A-14; weiter wird ausgeführt: „Die relevanten Größen sind zumeist Oberflächenvariablen wie Temperatur, Niederschlag und Wind“.

²² 2. Kapitel: Situationsbeschreibung und Definitionsversuch.

²³ *Heller/Niemeyer*, Staatslehre, 1983, S. 50 ff.

marktrecht stellt das Ergebnis dieses noch andauernden Verrechtlichungsprozesses dar. Die Analyse seiner verschiedenen Ebenen beginnt mit den völkerrechtlichen Bezugspunkten,²⁴ die insbesondere im Pariser Übereinkommen (PÜ) liegen. Dieses Abkommen beinhaltet offen formulierte, aber für alle Vertragsparteien verbindliche Regelungen zur Transformation der Finanzmärkte. Es ermöglicht nicht nur ihre Standortbestimmung im Völkerrechtsgefüge,²⁵ sondern bietet zusammen mit der rechtsvergleichenden Analyse weiterer Rechtsordnungen neben dem Unionsrecht²⁶ die Basis für die später aufgezeigte Perspektive eines Umweltfinanzmarktvölkerrechts.

Zuvor – und im Anschluss an die völkerrechtliche Ebene – widmet sich die Arbeit dem unionsrechtlichen Regulierungsprojekt,²⁷ das mit der Taxonomie-²⁸, Offenlegungs-²⁹ und Nachhaltigkeits-Benchmark-Verordnung³⁰, seinen delegierten Rechtsakten sowie weiteren Gesetzgebungsvorschlägen³¹ bereits weit fortgeschritten, aber noch nicht abgeschlossen ist. Nach einer umfassenden Analyse seiner Regulierungscharakteristika wird das europäische Regulierungsprojekt ins Verhältnis zum Umweltrecht und zum Finanzmarktregulierungsrecht gebracht, indem die strukturellen Gemeinsamkeiten und Divergenzen seiner Regulierungscharakteristika mit denen des Umwelt- und Finanzmarktregulierungsrechts untersucht werden. Die unionsrechtliche Konturierung und Standortbe-

²⁴ 3. Kapitel: Die völkerrechtliche Ebene.

²⁵ 5. Kapitel: Standortbestimmung im Regulierungsgefüge: Ein neues Umweltfinanzmarktrecht.

²⁶ 6. Kapitel: Rechtsvergleichung – Das Umweltfinanzmarktrecht als globales Regulierungsprojekt.

²⁷ 4. Kapitel: Regulierung auf europäischer Ebene.

²⁸ Europäisches Parlament und Rat, Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2018/2088, ABl. L 198, 18.6.2020, S. 13–43, im Folgenden: „Taxonomie-VO“.

²⁹ Europäisches Parlament und Rat, Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, ABl. L 317, 27.11.2019, S. 1–16, im Folgenden: „Offenlegungs-VO“; im Englischen wird die Offenlegungs-VO häufig als „Sustainable Finance Disclosure Regulation (SDFR)“ bezeichnet.

³⁰ Europäisches Parlament und Rat, Verordnung (EU) 2019/2089 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) 2016/1011 hinsichtlich EU-Referenzwerten für den klimabedingten Wandel, hinsichtlich auf das Übereinkommen von Paris abgestimmter EU-Referenzwerte sowie hinsichtlich nachhaltigkeitsbezogener Offenlegungen für Referenzwerte, ABl. L 317, 27.11.2019, S. 17–27, im Folgenden: „Nachhaltigkeits-Benchmark-VO“.

³¹ Zu nennen sind etwa die Vorschläge der Europäischen Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 2013/34/EU, 2004/109/EG und 2006/43/EG und der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen („Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)“) sowie für eine Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Rates über grüne Anleihen („European Green Bonds Regulation (EU GBS)“).

stimmung schließt mit dem Ergebnis, dass es sich bei der europäischen Regulierung um ein neues europäisches Umweltfinanzmarktrecht handelt, das als Teilgebiet des europäischen Umweltrechts anzusehen ist. Das darauffolgende, schon erwähnte rechtsvergleichende Kapitel nimmt die Globalität und strukturellen Gemeinsamkeiten der rechtlichen Transformationsprozesse an den weltweiten Finanzmärkten in den Blick. Im Anschluss daran wird die perspektivische Entwicklung eines Umweltfinanzmarktvölkerrechts erörtert.³² Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung ihrer wesentlichen Ergebnisse zum Umweltfinanzmarktrecht und einem Ausblick auf dessen unions- und völkerrechtliche Weiterentwicklungsperspektiven sowie auf die künftige Verantwortungsdistribution zwischen Privaten und der öffentlichen Hand für die ggf. verpflichtende Finanzierung von Umwelt- und Klimaschutzmaßnahmen.³³

³² 7. Kapitel: Perspektive eines Umweltfinanzmarktvölkerrechts.

³³ 8. Kapitel: Zusammenfassung und Ausblick.

2. Kapitel

Situationsbeschreibung und Definitionsversuch: Die ökologische Transformation der Finanzmärkte

A. Recht als Wirklichkeitswissenschaft

Recht als „Wirklichkeitswissenschaft“¹ hat zur Aufgabe, tatsächliche Phänomene juristisch zu erfassen, ihre Merkmale zu definieren und in die bestehende Rechtsordnung einzugliedern. Diese Arbeit hat mit der ökologischen „Nachhaltigkeitswende“² an den Finanzmärkten ein solches Phänomen der Wirklichkeit zum Gegenstand. Sie beschreibt die zunehmend stärkere Berücksichtigung von Nachhaltigkeitserwägungen bei privaten Investitionsentscheidungen. Da die ökologische Transformation der Finanzmärkte mit Umwelt- und Klimaschutzziele sowie Fragen der Finanzmarktstabilität verbunden ist, rückt sie auch in den gesetzgeberischen Fokus. Ihre Regulierung³ steht noch weitgehend am Anfang; sie greift tatsächliche Entwicklungen auf, lenkt und stößt sie an und wird in dieser Arbeit als Umweltfinanzmarktrecht qualifiziert. Die Arbeit unternimmt den Versuch, das Regulierungsprojekt, wie es in Europa, aber auch weltweit vorangetrieben wird, zu beschreiben und im Regulierungsgefüge zu verorten. Der detaillierten Regulierungsanalyse notwendig vorgelagert ist bei neuartigen Phänomenen wie der Nachhaltigkeitswende ihre Beschreibung, auf deren Grundlage sie anschließend ins Recht „übersetzt“ und nach juristischen Maß-

¹ Heller/Niemeyer, Staatslehre, 1983, S. 50 ff.

² In der Terminologie der Europäischen Kommission werden die „Nachhaltigkeitswende“ und der europäische Grüne Deal weitgehend synonym verwendet vgl. *Europäische Kommission*, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament gemäß Art. 294 Abs. 6 AEUV betreffend den Standpunkt des Rates im Hinblick auf den Erlass einer Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen (2018/0178 (COD)) und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, 23.4.2020, S. 2; in dieser Arbeit bezeichnet die Nachhaltigkeitswende die ökologische Transformation der Finanzmärkte.

³ Der Regulierungsbegriff ist ein schillernder, der vielfach aufgearbeitet und kontextualisiert wurde, vgl. dazu nur *Fehling/Ruffert*, Regulierungsrecht oder *Schmidt-Preuß/Körber*, Regulierung und Gemeinwohl. Diese Arbeit löst sich von dem ursprünglichen, auf Netzwirtschaften begrenzten Regulierungsbegriff und verwendet „Regulierung“ als methodische Beschreibung des Rechts, das durch bestimmte Regulierungscharakteristika geprägt und in erster Linie funktional als Mittel zur Erreichung bestimmter Zwecke verstanden wird; siehe zu dieser Methodik ausführlich 4. Kapitel, B.

staben untersucht werden können.⁴ Diese Definition unternimmt das folgende Kapitel, das damit zugleich der inhaltlichen Themenabgrenzung dient und zudem die politischen und wirtschaftlichen Hintergrunderwägungen der Nachhaltigkeitswende beleuchtet.

Nachhaltigkeit wird heute als „wirkungsmächtigstes Narrativ auf den deutschen und europäischen Finanzmärkten“⁵ bezeichnet – wohlgemerkt ökologisch konnotiert und nicht allein ökonomisch als langfristiger finanzieller Erfolg verstanden. Die ökologische Transformation an den zuvörderst renditeorientierten Finanzmärkten bedarf einer näheren rechtswissenschaftlichen Analyse nicht zuletzt deshalb, weil diese „Nachhaltigkeitswende“ zunehmend regulatorisch begleitet wird. Wie aber können ökologische und ökonomische Maximen zu beiderseitigem Nutzen auf dem Finanzmarkt zusammentreffen und wie sind entsprechende Regulierungsprojekte im Regulierungsgefüge zu verorten? Basierend auf den tatsächlichen Beobachtungen an den Finanzmärkten sowie der Literatur⁶ zu den politischen, finanz- und volkswirtschaftlichen sowie rechtlichen Dimensionen der Nachhaltigkeitswende wird sogleich begründet, dass diese Definition das hier untersuchte Phänomen konturiert:

Danach beschreibt die „Nachhaltigkeitswende“ die weltweit zunehmende Berücksichtigung ökologischer Nachhaltigkeitserwägungen bei privaten Investitionsentscheidungen auf dem Finanzmarkt und dadurch steigende Investitionsvolumina in nachhaltige Finanzprodukte (siehe zu diesen Definitionsmerkmalen sogleich C.). Sie ist gleichsam der Nukleus des Umweltfinanzmarktrechts, welches das tatsächliche Phänomen der Nachhaltigkeitswende verrechtlicht und in zweckgerichtete Regulierung überführt, die Umweltschutz- sowie finanzwirtschaftliche Ziele verfolgt. Das Umweltfinanzmarktrecht erschließt das Investitionspotenzial des Privatsektors einschließlich der Kleinanleger vorrangig, aber weder zwingend noch ausschließlich, mittels Lenkungsinstrumenten, die sich

⁴ Die Struktur dieser Arbeit entspricht mit dieser „Realbereichsanalyse“, die der dogmatischen und funktionalen Analyse des Rechts vorgelagert ist, der Methodik, wie sie auch in der Neuen Verwaltungsrechtswissenschaft vorgeschlagen wird, vgl. *Voßkuhle*, in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Hoffmann-Riem (Hrsg.), *Methoden, Maßstäbe, Aufgaben, Organisation*, § 1, Rn. 29; wie im 4. Kapitel unter B. gezeigt wird, bestehen weitere, insbesondere steuerungswissenschaftliche Bezüge dieses Themas zur Neuen Verwaltungsrechtswissenschaft.

⁵ *Köndgen*, in: Boele-Woelki/Faust/Jacobs/Kuntz/Röthel/Thorn/Weitemeyer (Hrsg.), *Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung*, S. 671.

⁶ Siehe für einen Ausschnitt rechtswissenschaftlicher Publikationen bereits 1. Kapitel, Fn. 3; finanzwirtschaftliche Daten sammeln neben den staatlichen Institutionen wie Finanzmarktaufsichtsbehörden und Zentralbanken z.B. die Climate Bonds Initiative und das European Sustainable Investment Forum; auch die Europäische Kommission und die G20 Green Finance Study Group veröffentlichen wertvolle Beiträge; dazu kommen diverse weitere Publikationen, die nicht allesamt berücksichtigt werden können, teilweise aber in einzelnen Fußnoten genannt werden.

Marktmechanismen bedienen, um Finanzkapital zu mobilisieren oder umzulenken.

B. Situationsbeschreibung und Marktentwicklung

Bevor die einzelnen Merkmale der Nachhaltigkeitswende zu einer juristisch handhabbaren Definition zusammengefügt werden, soll der Blick auf die Wirklichkeit gerichtet und die bereits stattfindende ökologische Transformation der Finanzmärkte vermessen werden. Die weltweite Entwicklung eines – vielfach noch unregulierten – nachhaltigen Finanzmarkts ist ein Auftrag an die Rechtswissenschaft, mit ihrem Ordnungs- und Regelungsanspruch diesem Phänomen Beachtung zu schenken.

1. Private Investitionsentscheidungen vermehrt von Nachhaltigkeitserwägungen geprägt

Die wachsende Bedeutung von Nachhaltigkeitserwägungen bei privaten Investitionsentscheidungen⁷ war zunächst ein Trend an den Finanzmärkten, der ohne unmittelbar einflussnehmende Regulierung begonnen hatte.⁸ Seit seinem Beginn etwa zum Anfang der zweiten Dekade des 21. Jahrhunderts führt er zu steigenden Investitionsvolumina in nachhaltige Finanzprodukte. In Umfragen wird regelmäßig ein großes und zugleich wachsendes Interesse von Privatpersonen an nachhaltigen Investitionen gemessen.⁹ Exemplarisch gaben im Jahr 2019 46% der

⁷ So formuliert auch die *Europäische Kommission*, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, 8.3.2018, S. 2; ähnlich *G20 Green Finance Study Group*, G20 Green Finance Synthesis Report 2017, Juli 2017, S. 7; *European Securities and Markets Authority*, Strategy on Sustainable Finance, 6.2.2020, S. 3.

⁸ *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Perspektiven – Nachhaltigkeit, 2019, S. 53; *Hufeld*, RdF 2019, 177; *Autorité des Marchés Financiers/Autoriteit Financiële Markten*, French and Dutch financial market authorities call for a European regulation of ESG data, ratings, and related services, <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-release/s/amf-news-releases/french-and-dutch-financial-market-authorities-call-european-regulation-esg-data-ratings-and-related>, zuletzt geprüft am 9.8.2023, S. 22, die als bestätigende Beispiele auch Crowd-Funding Plattformen für nachhaltige Zwecke und lokale Initiativen zur Finanzierung nachhaltiger Communityprojekte anführen; zum Regulierungsbedarf aufgrund zunehmender Marktvolumina siehe auch *Mittwoch*, in: Burgi (Hrsg.), Zertifizierung nachhaltiger Kapitalgesellschaften, Zertifizierung als Mosaikstein unternehmensrechtlicher Nachhaltigkeit, S. 57 f.

⁹ *Price Waterhouse Coopers*, Privatkundenstudie, September 2020, S. 7 ff.; *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing*, Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice, 2019; *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing*, Sustainable Signals: New Data from the Individual Investor, 2017; *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing*, Sustainable Signals: The Individual Investor Perspective, Februar 2015; für den Trend zu nachhaltigerem Konsumentenverhalten zusammenfassend *Schönl*

befragten US-Bürgerinnen und Bürger an, sehr interessiert an Finanzprodukten zu sein, die zum Klimaschutz beitragen; fast eine Verdopplung zu den Werten aus dem Jahr 2017.¹⁰ 83 % bzw. 78 % der Befragten sind interessiert an nachhaltigen Finanzprodukten, die zur Reduzierung von Plastik bzw. zum Klimaschutz beitragen.¹¹ 71 % stimmen zudem darin überein, dass ihre Investition einen Einfluss auf Klimaschutzmaßnahmen haben kann,¹² zwei Jahre zuvor waren es nur 58 % gewesen.¹³ 84 % würden sich wünschen, über die tatsächlichen Auswirkungen ihrer nachhaltigen Investitionen informiert zu werden.¹⁴ In Deutschland gaben in einer Studie 83 % der Befragten an, dass Umwelt- und Klimaschutz zu den größten Herausforderungen aktueller und künftiger Generationen zähle; für 43 % ist Nachhaltigkeit bei einer Investitionsentscheidung ein wichtiger Faktor, für 47 % spielt er bei der Auswahl eines Finanzdienstleisters eine wesentliche Rolle.¹⁵ Es ist davon auszugehen, dass diese Anteile künftig wachsen werden, denn immer noch 57 % der Befragten hatten im Juli 2020 keine Vorstellung von der Bedeutung des Begriffs „nachhaltiger Finanzprodukte“.¹⁶ Zusammen mit der sogleich dargestellten konstant positiven Entwicklung des nachhaltigen Finanzmarkts belegen diese Werte, dass eine Mehrheit individueller Investoren im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen für nachhaltige Finanzprodukte Umweltschutzziele verfolgen möchte. Großes Wachstumspotenzial liegt in dem Umstand, dass ein großer Teil der Investoren bislang jedoch noch keine entsprechende Investition ge-

Ebert, in: Faust/Scholz (Hrsg.), Nachhaltige Geldanlagen, Vom Nachhaltigen Wirtschaften als ökonomische Grundlage, S. 13 f.

¹⁰ *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing*, Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice, 2019, S. 5; zu den Werten aus dem Jahr 2017 *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing*, Sustainable Signals: New Data from the Individual Investor, 2017, S. 6; in beiden Umfragen wurden jeweils 1000 US-Bürgerinnen und Bürger befragt; bereits im Jahr 2015 zeigte eine vorangegangene Studie das große Investitionspotenzial im privaten Sektor, siehe *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing*, Sustainable Signals: The Individual Investor Perspective, Februar 2015; dazu auch im Überblick *Mohr*, Frankfurter Allgemeine Zeitung 8.6.2019, Wo würde Greta investieren?, S. 26; *Müller*, Manager Magazin Mai 2019, Luxus in Grün, S. 125; dieser Trend ist auch bei regional tätigen Finanzberatern erkennbar *Risch*, Lübecker Nachrichten 14.3.2021, Nachhaltige Geldanlage liegt im Trend, S. 9.

¹¹ *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing*, Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice, 2019, S. 5.

¹² *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing*, Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice, 2019, S. 6.

¹³ *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing*, Sustainable Signals: New Data from the Individual Investor, 2017, S. 7.

¹⁴ *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing*, Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice, 2019, S. 8.

¹⁵ Zu diesen Werten siehe *Price Waterhouse Coopers*, Privatkundenstudie, September 2020, S. 5 ff., diese Daten wurden durch eine Befragung von insgesamt 4.059 Personen in Deutschland im Juni und Juli 2020 erhoben.

¹⁶ *Price Waterhouse Coopers*, Privatkundenstudie, September 2020, S. 12.

tätigt hat.¹⁷ Für die Ebene des höchsten Managements im deutschsprachigen Raum ergibt eine Studie aus 2020, dass 90 % der Befragten eine nachhaltige Unternehmensführung für wichtig oder sehr wichtig halten.¹⁸ Auch unter professionellen Finanzmarktakteuren ist die Berücksichtigung von Nachhaltigkeits-erwägungen bei Investitionsentscheidungen ein drängendes und zunehmend relevanter werdendes Thema. Dies belegen öffentliche Äußerungen, stellvertretend¹⁹ etwa von *Larry Fink*,²⁰ dem Chef des weltweit größten Vermögensverwalters *Blackrock*, genauso wie Marktanalysen und -berichte²¹ sowie empirische Erhebungen unter diesen Akteuren selbst.²² Eine große Mehrheit von 84 % der institutionellen Investoren gibt in einer Studie an, aus Überzeugung in nachhaltige Finanzprodukte zu investieren; 51 % möchten zur globalen Nachhaltigkeitssagenda beitragen, zu der auch das Pariser Übereinkommen gehört.²³ Umwelt-

¹⁷ *Price Waterhouse Coopers*, Privatkundenstudie, September 2020, S. 23 f.; vgl. zu diesem generellen Phänomen im Kontext nachhaltigen Konsumentenverhaltens *K. White/Hardisty/Habib*, *Harvard Business Review* Juli / August 2019.

¹⁸ *FAZ Business Media Research/Finance Magazin/Landesbank Baden-Württemberg*, Nachhaltigkeit und Green Finance, März 2021, S. 8; grundsätzlich spielen Nachhaltigkeits-erwägungen bei größeren Unternehmen bereits eher eine Rolle als in mittelständischen und kleinen Unternehmen, *FAZ Business Media Research/Finance Magazin/Landesbank Baden-Württemberg*, Nachhaltigkeit und Green Finance, Juni 2020, S. 9.

¹⁹ Auch der Porsche-Chef *Oliver Blume* bestätigt die gewachsene Bedeutung von Nachhaltigkeits-erwägungen am Finanzmarkt: *Oliver Blume*, Kann Porsche das Klima schützen?, 18.3.2021, *Die Zeit*; ebenso *D. Schäfer*, Handelsblatt Online 16.4.2019, Warum Axel Weber Unternehmen zwingen will, nachhaltiger zu wirtschaften.

²⁰ *Fink*, Letter to CEOs, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>, zuletzt geprüft am 15.8.2023; dazu „Blackrock will mehr auf Nachhaltigkeit drängen“, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* Online 14.1.2020, Blackrock will mehr auf Nachhaltigkeit drängen; *Buchter*, *Die Zeit* 23.1.2020, Aus Schwarz mach Grün, S. 24.

²¹ *Berschens/Narat/Osman/Riedel*, Handelsblatt 22.10.2019, Boombranche Nachhaltigkeit, S. 4; *Klemm*, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung* 26.1.2020, Klima retten, Geld verdienen, S. 30; *Mohr*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* Online 25.6.2019, Pensionsvorsorge soll grün werden; *Papon*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 24.1.2020, Hohe Umsätze mit gutem Gewissen, S. 25; *Nienhaus/Schieritz*, *Die Zeit* 12.3.2020, Moral und Geschäft sind keine Gegensätze, S. 27; *C. Schütte*, *Manager Magazin* März 2021, Das größte Geschäft unserer Zeit, S. 99 f.; *Buchter*, *Die Zeit* 12.5.2021, Saurier unter Druck, S. 26; mittlerweile hat dieser Trend auch die Anlagepolitik großer Stiftungen und Universitäten erreicht und wird in diesen Institutionen häufig mit dem Begriff des „Divestment“ beschrieben, siehe das Interview mit *Georg Schütte*, Wir wollen nicht mehr Teil dieses Geschäfts sein, 18.3.2021, *Die Zeit* bzw. *Brautlecht*, *Die Zeit* 18.3.2021, Schmutzige Universitäten, S. 27.

²² *Climate Bonds Initiative*, Green Bond European Investor Survey, November 2019; *Global Impact Investing Network*, Annual Impact Investor Survey 2019, Juni 2019, die Erhebung wurde auch in den beiden Jahren 2018 und 2017 durchgeführt, *Global Impact Investing Network*, Annual Impact Investor Survey 2018, Juni 2018; *Global Impact Investing Network*, Annual Impact Investor Survey 2017, Mai 2017; *HSBC Trinkaus & Burkhardt AG*, Sustainable Finance: Kapitalmärkte setzen auf Grün, 2017; *Ernst and Young*, How will ESG performance shape your future?, Juli 2020, S. 23 ff.

²³ *Global Impact Investing Network*, Annual Impact Investor Survey 2019, Juni 2019, S. 4;

und Klimaschutz ist demnach auch bei diesen Finanzmarktakteuren angekommen. Gleichzeitig spielen vielfältige andere Gründe eine Rolle für ihre nachhaltigen Investitionsentscheidungen. Neben der Unternehmensstrategie als solcher ist dies etwa die entsprechende Nachfrage ihrer Kunden, die für 51 % der Investoren im Jahr 2019 gegenüber 46 % im Jahr 2018 einen wichtigen Faktor darstellte.²⁴ Privatpersonen haben für die ökologische Transformation des Finanzmarkts mithin eine doppelte Funktion: zum einen als Endanleger ihres Privatvermögens, zum anderen als Kunden institutioneller Investoren, die mit ihren Präferenzen die dortigen Investitionsentscheidungen beeinflussen.

Die Entwicklung der weltweiten nachhaltigen Finanzmärkte bestätigt die veränderten Präferenzen bei Investitionsentscheidungen. Diese Beobachtung reiht sich in den allgemeinen gesellschaftlichen Trend zu einer nachhaltigeren Lebensweise ein, wie er sich auch in parallelen Entwicklungen in anderen Bereichen des privaten und öffentlichen Lebens manifestiert;²⁵ die Entwicklung der weltweiten nachhaltigen Finanzmärkte gewinnt insofern an Robustheit. Die spezifische Besonderheit der hier untersuchten Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten

in einer anderen Studie wird dieser Anteil für das Jahr 2017 auf 65 % beziffert, *HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, Sustainable Finance: Kapitalmärkte setzen auf Grün*, 2017, S. 6 f.

²⁴ *Global Impact Investing Network, Annual Impact Investor Survey 2018*, Juni 2018, S. 4; *Global Impact Investing Network, Annual Impact Investor Survey 2019*, Juni 2019, S. 4; in einer anderen Studie war die Nachfrage von Investoren sogar für 75 % der Befragten ein Grund, in nachhaltige Finanzprodukte zu investieren *FAZ Business Media Research/Finance Magazin/Landesbank Baden-Württemberg, Nachhaltigkeit und Green Finance*, März 2021, S. 19.

²⁵ Zu denken ist etwa an „Sustainable Fashion“, dazu *Muthu, Fast Fashion, Fashion Brands and Sustainable Consumption*, 2019, oder die Mobilitätswende, vgl. nur *Herberz/Hahnell/Brosch, Transportation Research Part A: Policy and Practice*, Band 139 (2020), 102; ebenfalls wird dieser Trend am Konsum bestimmter Lebensmittel sowie am Bedeutungszuwachs organischer oder biologisch abbaubarer Produkte deutlich, *Tetra Pak, Consumer Environmental Trends Report*, 2019, S. 15; vgl. zu diesem allgemeinen Trend auch *Zeit Campus Redaktion/Meinungsforschungsinstitut Ipsos, Zeit Campus Magazin Oktober 2019, Zeit-Campus Umfrage zum Thema Klimaschutz*, S. 24; *National Retail Federation/IBM Institute for Business Value/IBM Corporation, Research Insights: Meet the 2020 consumers driving change*, Juni 2020, S. 2 ff., wonach in verschiedenen Produktkategorien – darunter Lebensmittel, Bekleidung und Kosmetik – stets mindestens 35 % der Konsumenten wertegelenkte Kaufentscheidungen treffen; in einer Studie sahen 80 % der befragten Privatkunden in Nachhaltigkeit keine Modeerscheinung, sondern einen gesellschaftlichen Wandel, *Price Waterhouse Coopers, Privatkundenstudie*, September 2020, S. 2; in einer Umfrage mit 7.000 Teilnehmern gaben 86 % der Befragten an, dass Umweltthemen künftig an Bedeutung gewinnen werden, *Tetra Pak, Consumer Environmental Trends Report*, 2019, S. 6; in einer europaweiten Umfrage wurde ermittelt, dass 75 % der Europäerinnen und Europäer den Klimawandel als ein ernstes Problem ansehen, siehe *Europäische Kommission, Special Eurobarometer 459*, September 2017, S. 5 ff.; mit 93 % der Befragten, die entsprechend antworteten, besteht auch ein weitgehender gesellschaftlicher Konsens, dass der Klimawandel – zumindest auch – auf menschliches Verhalten zurückzuführen ist, *Europäische Kommission, Special Eurobarometer 479*, November 2018, S. 18 f.

besteht jedoch darin, Ökologie und Ökonomie miteinander beiderseits gewinnbringend zu verknüpfen. Die daraus folgenden regulatorischen Implikationen sind später zu erörtern.²⁶ Mittlerweile erwägen immer mehr Staaten, in diesen Prozess lenkend einzugreifen oder haben, wie z.B. in Europa, bereits Regulierungsschritte unternommen,²⁷ um ihn zu intensivieren und Fehlentwicklungen vorzubeugen.²⁸ Dieser Globalität der Regulierungsprojekte geht die ökonomische Entwicklung der weltweiten nachhaltigen Finanzmärkte voraus. Der Blick auf den europäischen und deutschen Markt komplementiert die globalen Statistiken, die belegen, dass es sich bei der ökologischen Transformation um ein weltweites Phänomen handelt.²⁹

II. Wachstum des nachhaltigen Finanzmarkts

Der globale nachhaltige Finanzmarkt setzt sich aus der Gesamtsumme auf den Markt gebrachter nachhaltiger Finanzprodukte zusammen. Ein Finanzprodukt ist grundsätzlich als nachhaltig anzusehen, wenn und soweit es die nachhaltige Transformation der Realwirtschaft finanziert.³⁰ Aus einer produktbezogenen Perspektive ist der nachhaltige Finanzmarkt ein Segment des Finanzmarkts, das durch spezielle Produktmerkmale, insbesondere zweckgebundenen Erlösverwendungen, gekennzeichnet ist. Obgleich eine solche Differenzierung für die erste Konturierung sowie statistische Beschreibung der Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten durchaus geeignet ist, zeichnet sie rechtswissenschaftlich noch kein vollständiges Bild: Dafür ist die produktbezogene Sichtweise um subjektbezogene Regelungen und Klassifikationsinstrumente zu ergänzen, die ebenfalls dem nachhaltigen Finanzmarkt zuzurechnen sind.³¹ Während der produktbezogene Blickwinkel den statistisch belegbaren Bedeutungszuwachs des nachhaltigen

²⁶ Siehe dazu das 4. Kapitel, C.

²⁷ Zum Verständnis von „Lenkungsinstrumenten“ in dieser Arbeit sogleich; zur rechtlichen Situation in unterschiedlichen Ländern dieser Welt siehe 6. Kapitel, C.

²⁸ Darunter können etwa „Greenwashing“ (dazu noch unten) und zu ambitionslose Geschäftsstrategien im Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken zählen, vgl. *Knitterscheidt*, Handelsblatt Online 9.7.2019, Dax-Konzerne auf Fünf-Grad-Kurs – So fällt die CO₂-Bilanz der Großunternehmen aus; einer der drängendsten Aspekte der Nachhaltigkeitswende ist die verbindliche Vereinheitlichung der Definitionen, welche Finanzprodukte als ökologisch nachhaltig zu bewerten sind, vgl. nur *Europäische Kommission*, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, 8.3.2018, S. 5; mangels europäisch vereinheitlichter Definitionsgrundlage wird für die Schilderung der Marktentwicklung daher der Ansatz der Climate Bonds Initiative als bedeutsame Nichtregierungsorganisation auf diesem Gebiet zugrunde gelegt, *Climate Bonds Initiative*, Climate Bonds Standard, Dezember 2019, S. 30 f.

²⁹ Eine weitergehende Darstellung des nachhaltigen Finanzmarkts findet sich für China, Frankreich und Indonesien als Länder, in denen das Regulierungsprojekt weit fortgeschritten ist, im Rahmen der rechtsvergleichenden Analyse, siehe 6. Kapitel, C.

³⁰ Siehe zu den wichtigsten nachhaltigen Finanzprodukten und ihren Definitionen 2. Kapitel, C.I.2.

³¹ Siehe dazu 4. Kapitel, C.V. 1. und C.V. 2.a)aa).

gen Finanzmarkts unterstreicht (dazu sogleich), wird für die Konturierung des europäischen Regulierungsprojekts demnach ein breiteres Verständnis zugrunde gelegt (4. Kapitel).

1. Marktentwicklung weltweit

Zwar machten nachhaltige Anleiheprodukte – die volumenmäßig größte Produktgruppe im nachhaltigen Finanzmarkt³² – im Jahr 2019 nur rund 2 % des weltweiten Anleihemarktes aus.³³ Dieser Wert stellte aber eine deutliche Steigerung dar: Im Jahr 2016 betrug der Anteil nur 0,13 %.³⁴ Die erste nachhaltige Anleihe wurde im Jahr 2007 ausgegeben.³⁵

Die Gesamtsumme auf den Markt gebrachter nachhaltiger Finanzprodukte lag 2019 bei ca. 260 Mrd. US-Dollar – ein neuer Rekord³⁶ und ein Wachstum von ungefähr 50 % gegenüber dem Jahr 2018 (ca. 167 Mrd. US-Dollar).³⁷ Der Emissionsbetrag in 2018 hatte ebenfalls über dem aus 2017 mit etwa 156 Mrd. US-Dollar gelegen,³⁸ wenn auch nur ca. 3 %. Diese Zahlen deuten darauf hin, dass die Dynamik der Nachhaltigkeitswende Fahrt aufnimmt,³⁹ Nachhaltigkeitsaspekte bei Investitionsentscheidungen am Finanzmarkt also in der Tat stärker berücksichtigt werden. Bekräftigt wird diese Beobachtung von Daten zum dritten Quartal des Jahres 2020, welches trotz der Covid-19-Pandemie mit einem Emissionsvolumen von 69,4 Mrd. US-Dollar das bislang zweitstärkste Quartal überhaupt in der Geschichte des globalen nachhaltigen Finanzmarkts war.⁴⁰ Insgesamt wird der Betrag aller ausstehender nachhaltiger Finanzprodukte auf ca. 1,45 Billionen US-Dollar geschätzt;⁴¹ als ausstehend in diesem Sinne werde hier „noch laufende“ Finanzprodukte verstanden, die im Finanzmarkt nicht endgültig abgewickelt und zurückgezahlt sind.

³² Vgl. *Climate Bonds Initiative*, 2019 Green Bond Market Summary, Februar 2020, S. 1.

³³ *Deutsche Bundesbank*, Der Markt für nachhaltige Finanzanlagen: eine Bestandsaufnahme, S. 21.

³⁴ *Europäische Kommission*, Financing Sustainability, 8.6.2017, S. 4.

³⁵ *Europäische Investitionsbank*, Grüne Anleihen, https://www.eib.org/de/investor_relations/cab/index.htm, zuletzt geprüft am 9.8.2023; siehe dazu auch *Australian and New Zealand Banking Group*, GBCNZ: Green Bond Market Overview, August 2016, S. 3; *Climate Bonds Initiative*, ASEAN Green Financial Instruments Guide, 2019, S. 1.

³⁶ *Climate Bonds Initiative*, 2019 Green Bond Market Summary, Februar 2020, S. 1.

³⁷ *Climate Bonds Initiative*, 2018 Green Bond Market Summary, Januar 2019, S. 1.

³⁸ *Climate Bonds Initiative*, Green Bond Highlights 2017, Januar 2018, S. 1.

³⁹ Vgl. *Deutsche Bundesbank*, Der Markt für nachhaltige Finanzanlagen: eine Bestandsaufnahme, S. 21; so auch schon *United Nations Environment Programme*, The Financial System We Need, Oktober 2015, S. 44 sowie *Rosen*, in: Ulshöfer/Bonnet (Hrsg.), Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt, Nachhaltige Geldanlagen als Innovationstreiber, S. 85 f.

⁴⁰ *Climate Bonds Initiative*, Green Bond Market Summary Q3 2020, November 2020, S. 2; nur das zweite Quartal 2019 war mit einem Emissionsvolumen von 73,1 Mrd. US-Dollar noch stärker.

⁴¹ *Climate Bonds Initiative*, Bonds and climate change, September 2018, S. 31.

Die Bedeutung des Privatsektors auch auf Seiten der Emittenten nachhaltiger Finanzprodukte wird dadurch belegt, dass die größten Emittentengruppen im Jahr 2018 wie auch 2019 private Unternehmen aus der Realwirtschaft sowie Finanzunternehmen waren. Erst dann folgen staatliche Akteure, wie z.B. die Europäische Investitionsbank oder die Kreditanstalt für Wiederaufbau als Investitions- und Förderbanken.⁴²

Gemessen am jährlichen Emissionsvolumen sind die Vereinigten Staaten der weltweit größte Markt für nachhaltige Finanzprodukte, gefolgt von China, Frankreich und Deutschland. Bemerkenswert ist, dass mit China und Frankreich zwei Nationen dominierende Rollen einnehmen, die bereits Regulierung im Bereich der Nachhaltigkeitswende geschaffen haben.⁴³ Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, als in China erst seit dem Jahr 2015 nachhaltige Finanzprodukte auf den Markt gebracht werden; in demselben Jahr betraten auch Indien, Brasilien und Mexiko die Bühne der Nachhaltigkeitswende.⁴⁴ Ihre weltweite Dimension lässt sich ferner daran ablesen, dass nachhaltige Finanzprodukte mittlerweile aus 51 Jurisdiktionen stammen; neu hinzugekommen sind in 2019 Barbados, Ecuador, Griechenland, Kenia, Panama, Russland, Saudi-Arabien und die Ukraine.⁴⁵ Großes Potential verspricht auch, dass der Anteil nachhaltiger Finanzprodukte aus den Ländern des Verbands Südostasiatischer Nationen („ASEAN“)⁴⁶ bislang nur rund 1 % am Weltmarkt ausmacht, obwohl sie zusammengerechnet die sechst größte Volkswirtschaft der Welt darstellen.⁴⁷

Vorrangige Zwecke, für die die Emissionserlöse nachhaltiger Finanzprodukte verwendet werden, sind klima- und umweltschutzfördernde Projekte im Transportwesen – dieser Bereich ist in China besonders dominant⁴⁸ – und das Umfeld sauberer Energieerzeugung.⁴⁹ Es ist davon auszugehen, dass der Markt für nachhaltige Finanzprodukte weiter wachsen wird,⁵⁰ wofür die Unterzeichnerstaaten des Pariser Übereinkommens sogar verpflichtet sind, Sorge zu tragen.⁵¹

⁴² Zum Ganzen *Climate Bonds Initiative*, 2019 Green Bond Market Summary, Februar 2020, S. 1.

⁴³ Siehe dazu das 6. Kapitel.

⁴⁴ *Australian and New Zealand Banking Group*, GBCNZ: Green Bond Market Overview, August 2016, S. 3.

⁴⁵ *Climate Bonds Initiative*, 2019 Green Bond Market Summary, Februar 2020, S. 2.

⁴⁶ Mitgliedstaaten dieser Organisation sind Brunei, Indonesien, Kambodscha, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippinen, Singapur, Thailand und Vietnam.

⁴⁷ *Climate Bonds Initiative*, ASEAN Green Financial Instruments Guide, 2019, S. 1.

⁴⁸ *Climate Bonds Initiative*, Bonds and climate change, September 2018, S. 10.

⁴⁹ *Climate Bonds Initiative*, Bonds and climate change, September 2018, S. 10 ff.

⁵⁰ Vgl. *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing*, Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice, 2019, S. 4; *Hochrangige Sachverständigengruppe für ein nachhaltiges Finanzwesen*, Abschlussbericht, 2018, S. 10 *Climate Bonds Initiative*, Green Bond European Investor Survey, November 2019, S. 4; speziell für den US-Markt *United Nations Environment Programme*, The Financial System We Need, Oktober 2015, S. 44.

⁵¹ Vgl. Art. 9 Abs. 3 S. 2 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 lit. c PÜ; das Pariser Übereinkommen wird in

2. Europa

Die erste nachhaltige Anleihe wurde im Jahr 2007 von der Europäischen Investitionsbank (EIB) begeben,⁵² die EU nimmt bis heute eine Vorreiterrolle in Bezug auf die Nachhaltigkeitswende für sich in Anspruch.⁵³ Seit 2015 ist der europäische Markt⁵⁴ für nachhaltige Anleihen konstant gewachsen, von zu diesem Zeitpunkt weniger als 20 Mrd. Euro ausstehender Anleihen bis über 55 Mrd. Euro in 2018; kumuliert beträgt das Volumen ausstehender Anleihen seit 2015 ca. 198 Mrd. Euro,⁵⁵ insgesamt sogar über 500 Mrd. US-Dollar.⁵⁶ Im Jahr 2020 ist der europäische nachhaltige Finanzmarkt weiter gewachsen.⁵⁷ Auch in Europa sind die volumenmäßig größten Emittenten nachhaltiger Finanzprodukte der private Finanzsektor und private Unternehmen aus der Realwirtschaft, von einer „zunehmend aktivere[n] Rolle“ des Finanzsektors und der Industrie spricht die Deutsche Bundesbank in einer Analyse.⁵⁸ Mit dem weltweiten Trend übereinstimmend, sind auch in Europa Projekte im Transportwesen mit einem ausstehenden Volumen von ca. 207 Mrd. US-Dollar der Hauptbereich zweckgebundener nach-

fast allen Publikationen hierzu richtigerweise als rechtsverbindliche Grundlage und zugleich Auftrag an die Vertragsparteien verstanden, vgl. statt viele *Hochrangige Sachverständigen-gruppe für ein nachhaltiges Finanzwesen*, Abschlussbericht, 2018, S. 9; Näheres dazu im 3. Kapitel.

⁵² *Europäische Investitionsbank*, Grüne Anleihen, https://www.eib.org/de/investor_relations/cab/index.htm, zuletzt geprüft am 9.8.2023.

⁵³ Vom „global lead on sustainable finance“ spricht die *Europäische Kommission*, Financing Sustainability, 8.6.2017, S. 1; vgl. auch *Europäische Kommission*, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, 8.3.2018, S. 1.

⁵⁴ Der jeweilige Markt für nachhaltige Finanzprodukte erfasst nach dem Verständnis dieser Arbeit sowohl die Emittenten, die nach ihrem Sitz diesem Markt zuzuordnen sind (etwa ist ein Emittent mit Sitz in Europa dem europäischen Markt zugehörig), sowie die Emissionen von nachhaltigen Finanzprodukten an den Börsenplätzen dieses Gebiets (z.B. werden alle Emissionen an der Frankfurter Börse dem deutschen nachhaltigen Finanzmarkt zugerechnet). Die doppelte Verbuchung von Investitionsvolumina aufgrund dieser zweigliedrigen Definition ist hinzunehmen, weil es zum einen nicht stets eine Diskrepanz zwischen Sitz des Emittenten und Emissionsort gibt und zum anderen ein aussagekräftiges Bild insbesondere für die großen Wirtschaftsregionen (Europäische Union, Vereinigte Staaten von Amerika und Volksrepublik China) wegen der Bündelung nachhaltiger Finanzaktivitäten an diesen Orten dennoch entstehen kann.

⁵⁵ *Deutsche Bundesbank*, Der Markt für nachhaltige Finanzanlagen: eine Bestandsaufnahme, S. 21.

⁵⁶ *Climate Bonds Initiative*, Bonds and climate change, September 2018, S. 5; in dieser Zahl sind alle Emissionen von nachhaltigen Finanzprodukten eingerechnet, bei denen mindestens 75 % des Erlöses für nachhaltige Zwecke verwendet werden, zu dieser Klassifizierung siehe ebd., S. 4.

⁵⁷ *Europäische Zentralbank*, The performance and resilience of green finance instruments: ESG funds and green bonds, November 2020.

⁵⁸ *Deutsche Bundesbank*, Der Markt für nachhaltige Finanzanlagen: eine Bestandsaufnahme, S. 21.

haltiger Finanzprodukte, gefolgt vom Energiesektor mit einem ausstehenden Volumen von etwa 147 Mrd. US-Dollar.⁵⁹

Betrachtete man die Emissionsvolumina nachhaltiger Finanzprodukte im Jahr 2019 nach Mitgliedstaaten, lag Frankreich auf Platz eins (knapp 30 Mrd. US-Dollar) vor Deutschland (knapp 20 Mrd. US-Dollar), gefolgt von den Niederlanden (knapp 15 Mrd. US-Dollar), Schweden (ca. 10 Mrd. US-Dollar), Italien und Spanien (beide etwas über 5 Mrd. US-Dollar); der finnische sowie belgische Markt gehörten jeweils ebenfalls noch zu den 15 weltweit größten in 2019.⁶⁰

3. Deutschland

Deutschland ist, gemessen am jährlichen Emissionsvolumen, der zweitgrößte Markt in Europa und der viertgrößte weltweit für nachhaltige Finanzprodukte.⁶¹ Das ausstehende Volumen nachhaltiger Anleihen verdoppelte sich von 4,4 Mrd. Euro im Jahr 2016 auf 8,8 Mrd. Euro in 2017 und wuchs nach einer Delle in 2018 (ca. 6,6 Mrd. Euro) im Jahr 2019 wieder.⁶² Insgesamt wurden im Jahr 2019 nachhaltige Finanzprodukte im Wert von knapp 20 Mrd. US-Dollar emittiert; das kumulierte Gesamtvolumen ausgegebener nachhaltiger Finanzprodukte am deutschen Markt wird mit etwa 33,6 Mrd. Euro beziffert.⁶³

Größte Emittentengruppe war im Jahr 2018 der private Finanzsektor, gefolgt von der KfW und Unternehmen der Realwirtschaft. Der Anteil der privaten Finanzwirtschaft an der Gesamtemission ist seit 2015 stetig wachsend, auch die KfW spielt eine konstant bedeutende Rolle. Anders als im weltweiten Bild ist Hauptziel zweckgebundener Finanzprodukte in Deutschland nicht etwa der Transportsektor (bloß 1 % des ausstehenden Gesamtvolumens), sondern der Bereich sauberer Energie (ca. 70 %) und das Gebäudemanagement (ca. 25 %).⁶⁴ Dem deutschen Markt für nachhaltige Finanzprodukte wird viel Dynamik und ein großes Wachstumspotential zugeschrieben.⁶⁵

⁵⁹ *Climate Bonds Initiative*, Bonds and climate change, September 2018, S. 10.

⁶⁰ *Climate Bonds Initiative*, 2019 Green Bond Market Summary, Februar 2020, S. 1.

⁶¹ Emissionsvolumen nachhaltiger Finanzprodukte in 2019: knapp 20 Mrd. US-Dollar.

⁶² *Deutsche Bundesbank*, Der Markt für nachhaltige Finanzanlagen: eine Bestandsaufnahme, S. 21.

⁶³ *Climate Bonds Initiative*, Germany – Green finance state of the market – 2019 update, Juli 2019, S. 1.

⁶⁴ *Climate Bonds Initiative*, Germany – Green finance state of the market – 2019 update, Juli 2019, S. 1; die mangelnde Diversität bei Emittenten und Projekten wird allerdings noch teilweise als Diversifizierungs- und Renditeproblem für interessierte Investoren eingeschätzt, Lotz/A. Weber/Hadinek, RdF 2019, 180, 185.

⁶⁵ Vgl. nur *Climate Bonds Initiative*, Germany – Green finance state of the market – 2019 update, Juli 2019, S. 3; *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Perspektiven – Nachhaltigkeit, 2019, S. 16; Stapelfeldt, in: Stapelfeldt/Granzow/Kopp (Hrsg.), Greening Finance, Nachhaltige Kapitalanlagen: Bestimmung eines vermeintlich bekannten Marktes, S. 126.

C. Nachhaltigkeitswende und Umweltfinanzmarktrecht

Als tatsächliches Phänomen am Finanzmarkt wird im Folgenden zunächst die Nachhaltigkeitswende in ihre einzelnen Definitionsmerkmale zerlegt (I.). Dies bestimmt zugleich den inhaltlichen Umfang dieser Arbeit. Anschließend werden abstrakte Merkmale ihrer Regulierung vorgestellt, die das später eingehend zu charakterisierende⁶⁶ Umweltfinanzmarktrecht beschreiben (II.).

I. Definitionsmerkmale der Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten

1. Verstärkte Berücksichtigung ökologischer Nachhaltigkeit

Die Situationsbeschreibung hat deutlich gemacht, dass das Segment des nachhaltigen Finanzmarkts stetig wächst, Nachhaltigkeitserwägungen demnach eine zunehmende Rolle bei Investoren und Emittenten spielen. Dabei handelt es sich um ein ökologisches Verständnis von Nachhaltigkeit, das dem Finanzmarkt mit dem Umwelt- und Klimaschutz eine neue Wertung hinzufügt und als erstes zu beleuchten ist.

a) Nachhaltigkeit als funktional-temporaler Rechtsbegriff

Der Nachhaltigkeitsbegriff ist ein schillernder, der verschiedene Facetten aufweist. Er ist im Völker- und Europarecht hinreichend eingeführt und kann in seinem jeweiligen Verständnis auch der Untersuchung der Nachhaltigkeitswende zugrunde gelegt werden. Die Vereinten Nationen sehen in ihm drei Säulen (ökologisch, ökonomisch und sozial),⁶⁷ im Umweltvölkerrecht ist das Nachhaltigkeitsprinzip anerkannt,⁶⁸ der Finanzmarkt verstand darunter in der Vergangenheit vor allem langfristigen ökonomischen Erfolg im Gegensatz zum spekulativen und kurzfristigen Handeln,⁶⁹ seinen Ursprung hat der Begriff wiederum in der Forstwirtschaft,⁷⁰ also in der Ökologie. In der staatlichen Finanzwirtschaft wird

⁶⁶ Siehe dazu das 5. Kapitel.

⁶⁷ *World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, Brundtland-Report, 1987; *Enquete-Kommission „Schutz des Menschen und der Umwelt – Ziele und Rahmenbedingungen einer nachhaltig zukunftsverträglichen Entwicklung“*, Konzept Nachhaltigkeit, 26.6.1998, S. 218; *Kahl*, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Einleitung: Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, S. 7 ff.

⁶⁸ *Proelß*, in: Bartenstein/Durner/Epiney/Proelß (Hrsg.), Internationales Umweltrecht, Prinzipien des internationalen Umweltrechts, Rn. 50 ff., insbesondere Rn. 56.

⁶⁹ *Köndgen*, in: Boele-Woelki/Faust/Jacobs/Kuntz/Röthel/Thorn/Weitemeyer (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung, S. 672 f.

⁷⁰ Nach allgemeiner Meinung wurde dieser forstwirtschaftliche Nachhaltigkeitsbegriff zuerst von *Hans Carl von Carlowitz* in dem Sinne verwendet, dass nur so viel Holz geschlagen werden dürfe, wie durch Aufforstung nachwachsen könne, *Carlowitz*, *Sylvicultura oeconomica*, oder haußwirthliche Nachricht und Naturmäßige Anweisung zur wilden Baum-Zucht,

die prinzipielle Vermeidung struktureller Neuverschuldung der öffentlichen Hand als „nachhaltig“ titulierte,⁷¹ bei privaten Investitionen oder Unternehmensbewertungen ist zudem häufig von den „ESG-Faktoren“ die Rede, womit ökologische (environmental), soziale (social) oder Governance-Dimensionen von Nachhaltigkeit gemeint sind.⁷² Fast allen Begriffsverwendungen liegt das funktional-temporale Verständnis von Nachhaltigkeit zugrunde, das einen dauerhaften inter-generationellen Ausgleich und damit Generationengerechtigkeit beschreibt.⁷³ Gefordert ist keine absolute Gleichheit der Lebensbedingungen, aber deren Gleichwertigkeit,⁷⁴ die wiederum themenspezifisch zu bestimmen ist. Ihre volle Bedeutung gewinnt Nachhaltigkeit dann allerdings nur durch „inhaltliche Ausfüllung“⁷⁵, also in Verbindung mit einem sachlichen Ziel, welches unter Berücksichtigung inter-generationeller Gerechtigkeit zu erreichen ist. Dieser sachliche Bezugspunkt ist – wie einleitend gezeigt – je nach Kontext verschieden. Nachhaltigkeit als Querschnitts-⁷⁶ und „Schleusenbegriff“⁷⁷ ist insofern ein treffendes Sprachbild: Ohne „eingeschleusten“ Bezugspunkt kann keine generationengerechte Verteilung vorgenommen (von was auch?) und kein generationengerechter Ausgleich (wozwischen?) geschaffen werden.

1713; siehe dazu *Grober*, Natur und Landschaft 2013, 46, 47 sowie *Kahl*, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Einleitung: Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, S. 16 f.; umfassend zur Etymologie, die in den Wortbestandteilen noch weiter zurück reicht *Klippell Otto*, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Nachhaltigkeit und Begriffsgeschichte, S. 44 ff.; noch heute hat § 1 Nr. 1 BWaldG dieselbe Zielrichtung wie die von *Hans Carl von Carlowitz* postulierte.

⁷¹ *Hellwig/Höfling/Zimmer*, Finanzmarktregulierung, 2010, F 13 f.

⁷² Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Perspektiven – Nachhaltigkeit, 2019, S. 30; Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken, 20.9.2019, S. 9 ff.; *Stapelfeldt*, in: Stapelfeldt/Granzow/Kopp (Hrsg.), Greening Finance, Nachhaltige Kapitalanlagen: Bestimmung eines vermeintlich bekannten Marktes, S. 117; *Lange*, BKR 2020, 216, 224.

⁷³ Vom „Gebot der Generationengerechtigkeit“ als normative Aussage des Nachhaltigkeitsbegriffs spricht *Klement*, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Nachhaltigkeit und Gemeinwohl, S. 122; ähnlich auch *Kahl*, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Einleitung: Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, S. 25 ff., der die intergenerationale Gerechtigkeit als „wichtigsten Teilaspekt von Nachhaltigkeit als temporaler Verbundbegriff“ versteht; *Glaser*, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Nachhaltigkeit und Sozialstaat, S. 633 f.

⁷⁴ *Glaser*, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Nachhaltigkeit und Sozialstaat, S. 633.

⁷⁵ *Kahl*, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Einleitung: Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, S. 24, der in diesem Zusammenhang von Nachhaltigkeit als interdisziplinären und temporalen Verbundbegriff spricht; ähnlich auch *Waschbusch/Kiszka/Runco*, BKR 2020, 615, 616: Der Nachhaltigkeitsbegriff „muss [...] situativ ausgelegt werden“.

⁷⁶ Vgl. dazu *Beham/B. Hofbauer/Lindner*, NR 2021, S. 1–2; *J. A. Hofbauer*, NR 2021, 53; die Querschnittsdimension des Nachhaltigkeitsbegriffs zeigt sich für die Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten im Querschnittsprinzip dieses Regulierungsprojekts, siehe dazu 4. Kapitel, C.VI.3.

⁷⁷ *Böckenförde*, in: Achterberg (Hrsg.), Recht und Staat im sozialen Wandel, Die Eigenart des Staatsrechts und der Staatsrechtswissenschaft, S. 329 f.

Nachhaltigkeit, verstanden als generationengerechte Erreichung politischer Ziele, ist dabei entgegen einzelner anderslautender Stimmen⁷⁸ ein Rechtsbegriff, der Teil der Definition der Nachhaltigkeitswende zu sein vermag: Aufgrund des funktional-temporalen Verständnisses wirkt Nachhaltigkeit als Rechtsprinzip auf Regulierung ein – im Umweltrecht ist dies allgemein anerkannt.⁷⁹ Mit ihr wird nicht nur ein weiterer Abwägungsaspekt, sondern eine „Leitplanken- und Stopp-Funktion“⁸⁰ in die Rechtsetzung eingeführt, indem sie mit der Generationengerechtigkeit einen Wert normiert, der vom Normgeber nicht vollständig übergangen werden darf.⁸¹ Das Bundesverfassungsgericht hat diese Funktion der Nachhaltigkeit im Kontext des Klimaschutzes, der auch für die Transformation der Finanzmärkte interessiert, bestätigt und mit Rekurs auf eine „eingriffsähnliche Vorwirkung“⁸² hoheitlicher Maßnahmen, die in einem Spannungsverhältnis zum Gedanken der Nachhaltigkeit stehen, an der Rechtswirkung des Nachhaltigkeitsbegriffs keinen Zweifel gelassen. Das Grundgesetz verpflichtet „unter bestimmten Voraussetzungen zur Sicherung grundrechtsgeschützter Freiheit über die Zeit und zur verhältnismäßigen Verteilung von Freiheitschancen über die Generationen.“⁸³ Die „Sicherung von Freiheitschancen über Generationen“ beschreibt gerade die Funktion des Nachhaltigkeitsprinzips als inter-generationellen Interessenausgleich. Unter welchen Voraussetzungen eine Entscheidung aus Perspektive künftiger Generationen nicht mehr hinnehmbar ist und damit einen Verstoß gegen das Nachhaltigkeitsprinzip, völkerrechtliche Verpflichtungen sowie unter Umständen gegen die nationale Verfassung darstellt und wie und in welchem Ausmaß künftige Generationen von heutigen Entscheidungen überhaupt betroffen sind, ist von dem betroffenen Sachbereich sowie politischen Wertungen abhängig. Es ist Aufgabe der Rechtswissenschaft, das Nachhaltigkeitsprinzip in diesen spezifischen Kontexten handhabbar zu machen, indem es für einzelne Rechtsmaterien und tatsächliche Phänomene „relationiert“⁸⁴ wird. Die

⁷⁸ Vgl. *Oettinger*, in: Jahrbuch des Föderalismus 2009, Nachhaltigkeit und Generationengerechtigkeit als Markenzeichen künftiger Finanz- und Haushaltspolitik; so auch *Heun*, in: Dreier, Grundgesetz, Art. 109, Rn. 35 sowie *Beyerlin*, in: Bodansky/Brunnée/Hey (Hrsg.), *The Oxford handbook of international environmental law*, Different Types of Norms in International Environmental Law, S. 444 f.: „Thus, it is a political ideal rather than a legal principle“; differenzierend *J. A. Hofbauer*, NR 2021, 53, 58 ff.

⁷⁹ Statt vieler *Glaser*, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Nachhaltigkeit und Sozialstaat, S. 631; siehe dazu auch das 4. Kapitel.

⁸⁰ *Kahl*, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Einleitung: Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, S. 5; umfassend zum Nachhaltigkeitsbegriff im Recht siehe *Kahl*, Nachhaltigkeit als Verbundbegriff.

⁸¹ Dies setzt freilich voraus, dass dem – hier in den Blick genommenen – europäischen und deutschen Gesetzgeber ein solcher „Nachhaltigkeitsauftrag“ erteilt wurde; für den Umweltschutz ist dies in Art. 11 AEUV sowie Art. 20a GG der Fall, siehe dazu noch 4. Kapitel, C.VI.1.

⁸² Bundesverfassungsgericht, Urteil vom 9.3.2004 – 2 BvL 17/02, Rn. 183.

⁸³ Bundesverfassungsgericht, Beschluss vom 24.3.2021 – 1 BvR 2656/18, 4. Leitsatz.

⁸⁴ So formuliert *Lepsius*, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Nachhaltig-

Regulierung der Nachhaltigkeitswende konkretisiert den Nachhaltigkeitsbegriff demnach für den Bereich des umwelt- und Klimaschutzdienlichen Finanzmarkts. In diesem Prozess der ökologischen Transformation werden verschiedene Fragen aufgeworfen, etwa inwieweit die inter-generationelle Gerechtigkeit die staatlich gelenkte Mobilisierung von Investitionen in umweltfreundliche Wirtschaftstätigkeiten vorgibt und welche Maßstäbe dafür gelten. Geht die Regulierung der Nachhaltigkeitswende in ihrer finanzmarkt- oder umweltschutzrechtlichen Dimension auf oder statuiert sie einen eigenständigen (Teil-) Rechtsbereich? Ihre hier anvisierte Definition, rechtliche Beschreibung und Einordnung in das Regulierungsgefüge sowie ihre globale Kontextualisierung liefern Antworten auf diese Fragen.

Bei Regulierung mit einem Nachhaltigkeitsbezug, wie es im Rahmen der ökologischen Transformation der Finanzmärkte der Fall ist, besteht ein weiter, in Grenzen jedoch überprüfbarer Einschätzungsspielraum des Gesetzgebers. Denn die Sicherstellung von Generationengerechtigkeit ist angesichts des Auftrags, zwischen Bedürfnissen heutiger und künftiger Generationen abzuwägen, inhärent politisch. Über diesen Einschätzungsspielraum bei der regulatorischen Ausgestaltung der Nachhaltigkeitswende verfügt demnach auch der europäische Gesetzgeber, der in diesem Zuge private und gesellschaftliche Interessen⁸⁵ in einen Ausgleich bringen muss. Die Regulierung der Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten kann insoweit eine Vorbildfunktion übernehmen für die neue Konzeption des Rechts, das inter-generationellen Ausgleich stets – und auch der Verfassung wegen – mitberücksichtigen muss und sich dadurch zu einem „Nachhaltigkeitsrecht“⁸⁶ entwickelt.

b) Ökologie und Klimatologie als Bezugspunkte der Nachhaltigkeitswende

Im Rahmen der Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten wird der funktional-temporale Nachhaltigkeitsbegriff mit der Ökologie als ihrem Bezugspunkt verbunden. Dies ist angesichts des dreigliedrigen Nachhaltigkeitsbegriffs, der auch eine soziale Komponente beinhaltet, keineswegs zwingend und sogar als teilweise Abkehr von dem vernetzten Ansatz zu verstehen, wie er etwa in der Rio-Erklärung über Umwelt und Entwicklung deutlich wird.⁸⁷ Naheliegender Grund

keit und Parlament, S. 329 f.; vgl. auch *Klippell/Otto*, in: Kahl (Hrsg.), *Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Nachhaltigkeit und Begriffsgeschichte*, S. 59, die die Rechtswissenschaft vor der Herausforderung sehen, den Nachhaltigkeitsbegriff „justitiabel zu konkretisieren“ – die Nachhaltigkeitswende erreicht diese rechtliche Konkretisierung primär durch Klassifikationsinstrumente, die den Nachhaltigkeitsbegriff für den Finanzmarkt operationalisieren, siehe dazu 4. Kapitel, C.V. 1.b).

⁸⁵ Siehe für eine differenzierte Darstellung der von der Nachhaltigkeitswende betroffenen Interessen und Rechtspositionen 4. Kapitel, C.VIII.

⁸⁶ Vgl. zu diesem im Vordringen befindlichen Rechtsbegriff *Beham/B. Hofbauer/Lindner*, NR 2021, S. 1–2.

⁸⁷ *Konferenz der Vereinten Nationen über Umwelt und Entwicklung*, Rio-Erklärung über

für das Primat des Umwelt- und Klimaschutzes ist dessen aktuelle gesellschaftliche Priorisierung. Schon hieran zeigt sich eine Nähe zum Umweltrecht, worauf bei der Standortbestimmung des Regulierungsprojekts zurückzukommen ist.⁸⁸

Die thematische Beschränkung dieser Arbeit auf die ökologische Dimension der Nachhaltigkeit⁸⁹ folgt dieser weltweit erkennbaren Priorisierung der ökologischen Dimension im Rahmen der Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten. Sie lässt sich am plausibelsten im Zusammenspiel mit der Mobilisierung privater Investoren als weiteres Definitionsmerkmal erklären. In der Zivilgesellschaft werden ökologische Probleme – allen voran, aber nicht ausschließlich der Klimawandel⁹⁰ – als besonders dringliche Handlungsfelder aufgefasst,⁹¹ die andere Bereiche sowohl in der gesellschaftlichen Wahrnehmung als auch im Hinblick auf ihre Regulierungsintensität hinter sich lassen.⁹² Als Folge der gesellschaftlichen Bedeutung, die der Ökologie zugemessen wird, haben sich zunächst Finanzprodukte etabliert, die als ökologisch nachhaltig beschrieben werden. Diese Entwicklung erlaubt es, die (ökologische) Nachhaltigkeitswende bereits heute zu systematisieren und rechtswissenschaftlich aufzuarbeiten.

Unter den weit verstandenen Ökologiebegriff fällt auch die Klimatologie und damit der Klimaschutz, und zwar sowohl dessen Milderungsmaßnahmen („mitigation“), die insbesondere die CO₂-Reduktion betreffen, als auch Anpassungs-

Umwelt und Entwicklung, 1992, siehe etwa die Grundsätze 3 und 4: „Das Recht auf Entwicklung muss so verwirklicht werden, dass den Entwicklungs- und Umweltbedürfnissen der heutigen und der kommenden Generationen in gerechter Weise entsprochen wird. [Grundsatz 3] Damit eine nachhaltige Entwicklung zustande kommt, muss der Umweltschutz Bestandteil des Entwicklungsprozesses sein und darf nicht von diesem getrennt betrachtet werden.“ [Grundsatz 4].

⁸⁸ Siehe dazu 5. Kapitel, A.I.; zum Ökologiebegriff dieser Arbeit siehe das 2. Kapitel.

⁸⁹ Von einigen wird die Fokussierung auf die ökologische Nachhaltigkeit als „enger“ Nachhaltigkeitsbegriff bezeichnet, vgl. zu dem Begriffspaar „enger“ und „weiter“ Nachhaltigkeit Kahl, in: Kahl (Hrsg.), Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, Einleitung: Nachhaltigkeit als Verbundbegriff, S. 22 f.

⁹⁰ Diese Einschätzung teilt auch die High-Level Expert Group, *Hochrangige Sachverständigengruppe für ein nachhaltiges Finanzwesen*, Abschlussbericht, 2018, S. 9; außerdem Fritzsche/Kahlenborn, in: Ulshöfer/Bonnet (Hrsg.), Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt, Investieren in den Klimaschutz? Anforderungen an Politik und Finanzwirtschaft, S. 148 ff.

⁹¹ Über 90 % der Bürgerinnen und Bürger in der Europäischen Union sehen den Klimawandel als ernstes oder sehr ernstes Problem, vgl. *Europäische Kommission*, Special Eurobarometer 459, September 2017, S. 5 ff.; zur wachsenden gesellschaftlichen Wahrnehmung von Biodiversität als Politikziel *Europäische Kommission*, Special Eurobarometer 481, Mai 2019, S. 4 ff.; auch für die Wirtschaft legen Studien nahe, dass ein Schwerpunkt in der ökologischen Nachhaltigkeit liegt *FAZ Business Media Research/Finance Magazin/Landesbank Baden-Württemberg*, Nachhaltigkeit und Green Finance, März 2021, S. 10.

⁹² In einer Studie mit etwas über 4.000 Befragten assoziierten 70 % den Begriff Nachhaltigkeit mit Umwelt- und Klimaschutz, *Price Waterhouse Coopers*, Privatkundenstudie, September 2020, S. 6.

maßnahmen („adaptation“) an die Folgen des Klimawandels.⁹³ Des Weiteren gehören etwa die Verhinderung von Umweltverschmutzung, insbesondere der Schutz der Wasser- und Meeresressourcen, der Schutz und die Wiederherstellung der Biodiversität und Ökosysteme sowie der Übergang zu ressourcenschonendem Wirtschaften („Kreislaufwirtschaft“) dazu. Finanzprodukte, die positive Umweltauswirkungen zeitigen, indem sie Unternehmungen in den gerade genannten Bereichen finanzieren, können grundsätzlich als ökologisch nachhaltig bezeichnet werden. Mit der Verbindung von Nachhaltigkeit und Ökonomie wird die ökologische Nachhaltigkeit erstmals für den Finanzmarkt kontextualisiert und eröffnet auf diese Weise einen neuen entscheidenden Wirkbereich, um Umwelt- und Klimaziele zu erreichen.

Nicht Gegenstand dieser Arbeit, jedoch in Zukunft aufgrund des dreigliedrigen Nachhaltigkeitsbegriffs zu erwarten, ist eine programmatische Erweiterung der Nachhaltigkeitswende um eine soziale Dimension sowie eine vertiefte Berücksichtigung von guter Unternehmensführung (good governance).⁹⁴ Hier gefundene Erkenntnisse oder die zugrunde liegende Methodik werden auf die künftigen Entwicklungen übertragbar sein.⁹⁵ Während genuin finanzmarktbezogene Regelungen für die soziale Säule der Nachhaltigkeit überwiegend noch nicht absehbar sind, ist für Akteure der Realwirtschaft etwa an ein europäisches Lieferkettengesetz zu denken, das bereits angestoßen wurde, aber noch seiner konkreten Umsetzung harrt.⁹⁶ Im nationalen Recht wurde das „Lieferkettensorg-

⁹³ Dieses Begriffspaar hat sich etabliert, vgl. nur *Umweltbundesamt*, Anpassung an den Klimawandel, <https://www.umweltbundesamt.de/themen/klima-energie/klimafolgen-anpassung/anpassung-an-den-klimawandel-0#was-heisst-anpassung-an-den-klimawandel>, zuletzt geprüft am 21.8.2023; *Schulz/Kölling*, Aktiv und passiv gegen den Klimawandel, https://www.waldwissen.net/wald/klima/wandel_co2/wlf_gegen_klimawandel/index_DE, zuletzt geprüft am 17.8.2023.

⁹⁴ Siehe dazu überblicksartig *Ulshöfer*, in: *Ulshöfer/Bonnet* (Hrsg.), *Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt*, *Corporate Social Responsibility auf den Finanzmärkten: Ebenen der Verantwortung*, S. 27 ff.; am Finanzmarkt steht aber die ökologische Dimension im Vordergrund, insbesondere der Klimaschutz, vgl. nur *Fritzsche/Kahlenborn*, in: *Ulshöfer/Bonnet* (Hrsg.), *Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt*, *Investieren in den Klimaschutz? Anforderungen an Politik und Finanzwirtschaft*, S. 148 ff.; der Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen („CSRD“), der von bestimmten Unternehmen etwa eine „Beschreibung des mit Blick auf Nachhaltigkeitsaspekte umgesetzten Due-Diligence-Prozesses“ fordert, ist ein Schritt in diese Richtung, vgl. Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 2013/34/EU, 2004/109/EG und 2006/43/EG und der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen 2021.

⁹⁵ Siehe dazu das 8. Kapitel.

⁹⁶ Aufforderung des Europäischen Parlaments an die Europäische Kommission vom 28.1.2021, <https://www.europarl.europa.eu/news/de/press-room/20210122IPR96215/lieferketten-unternehmen-fur-schaden-an-mensch-und-umwelt-verantwortlich>; zuletzt geprüft am 29.11.2021.

faltspflichtengesetz (LkSG)⁹⁷ schon verabschiedet und zielt unter anderem darauf ab, die Einhaltung von Menschenrechten als soziale Dimension der Nachhaltigkeit seitens der Realwirtschaft zu gewährleisten. Ohne das ökologische Momentum erscheint eine umfassende soziale Transformation insbesondere des Finanzmarkts jedoch kaum denkbar.⁹⁸

Da die angestrebten Klima- und Umweltschutzeffekte aufgrund der anthropozentrischen Gestalt jeder politischen Maßnahme und damit auch der Nachhaltigkeitswende selbst jedenfalls mittelbar zur Verbesserung der sozialen und wirtschaftlichen Situation der Menschen führen werden, zeitigt auch die ökologisch verstandene Nachhaltigkeitswende bereits Auswirkungen auf die soziale Säule der Nachhaltigkeit.

c) Ökologisch-finanzmarktrechtliche Nachhaltigkeit:

Förderung inter-generationeller ökologischer Gerechtigkeit durch und auf dem Finanzmarkt

Zusammengefasst wird Nachhaltigkeit in dieser Arbeit in sachlicher Hinsicht ökologisch und in temporaler Hinsicht inter-generationell verstanden. Funktional bezweckt sie somit einen generationengerechten ökologischen Ausgleich. Diese Arbeit untersucht ihren Wirkkreis auf dem Finanzmarkt, wo Finanzprodukte und Wirtschaftsaktivitäten grundsätzlich nachhaltig sind, wenn sie über die Zeit einen positiven Umwelt- und Klimaeffekt mit sich bringen. Insoweit kann von der ökologisch-finanzmarktrechtlichen Nachhaltigkeit gesprochen werden, die die Regulierung im Rahmen der Nachhaltigkeitswende prägt und kontextualisiert.⁹⁹

2. Bei Investitionsentscheidungen

Das abstrakte Phänomen der ökologischen Transformation der Finanzmärkte vollzieht sich durch die konkreten Investitionsentscheidungen der Finanzmarktakteure und die dabei zugrunde liegenden Kriterien. Ausdruck der Nachhaltigkeitswende ist eine zunehmende Berücksichtigung von Erwägungen, die die Auswirkungen einer Investition auf die ökologische Nachhaltigkeit, also Klima und Umweltfaktoren, betreffen. Auch der Begriff der Investition lässt sich für die Zwecke einer präzisen Beschreibung des vorliegenden Phänomens weiter herunterbrechen. Vehikel einer Investition sind Finanzprodukte, die durch ihre Kon-

⁹⁷ Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in Lieferketten vom 16. Juli 2021, BGBl. 2021 I S. 2959 ff.; dazu *Wagner/Ruttloff*, NJW 2021, 2145 ff.

⁹⁸ Zum Einfluss der öffentlichen Meinung auf den politischen Willensbildungsprozess *Kloepfer*, in: Böckenförde/Isensee/Kirchhof (Hrsg.), *Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland*, § 42, Rn. 11 ff. sowie 35 ff.

⁹⁹ Im Folgenden ist mit dem Begriff der Nachhaltigkeit stets die ökologische Nachhaltigkeit gemeint, soweit es nicht anders ausgewiesen wird; siehe zur Umsetzung dieses Nachhaltigkeitsverständnisses in der europäischen Nachhaltigkeitswende das 4. Kapitel, C. VI.1.

zeption unterschiedliche Arten von Investitionen und damit verbundene Modalitäten abbilden.

a) In Finanzprodukte

Die Bandbreite sowie Funktionen der volumenmäßig wichtigsten und konzeptionell interessantesten nachhaltigen Finanzprodukte im Rahmen der Nachhaltigkeitswende werden im Folgenden dargestellt.¹⁰⁰ Investitionen in Finanzprodukte sind nicht nur der praktische Mechanismus, durch den sich die Transformation des Finanzmarkts vollzieht. Zusammen mit der Finanzierungsfunktion des Finanzmarkts sind sie als „Mittler“ zudem ein Ansatzpunkt für Regulierung, die durch Vorgaben für ein Finanzprodukt oder damit in Verbindung stehende Tätigkeiten die Nachhaltigkeitswende lenkt.¹⁰¹ Der Begriff des Finanzprodukts ist kleinteiliger und damit für eine Regulierungsuntersuchung zweckdienlicher als der Investitionsbegriff; denn eine Investition erfolgt in mindestens ein Finanzprodukt, kann aber auch mehrere Finanzprodukte mit unterschiedlichen Charakteristika umfassen, deren Nachhaltigkeit zunächst isoliert zu ermitteln ist.

aa) Mittlerfunktion zwischen Regulierungszielen und Marktmechanismen

Nachhaltige Finanzprodukte sind die Investitionsobjekte des Finanzmarkts und unterscheiden sich insoweit nicht von konventionellen Finanzprodukten; im nachhaltigen Finanzmarkt sind sie jedoch zugleich Mittler zwischen den regulatorischen Vorgaben und dem Marktgeschehen, das in eine ökologische Richtung gelenkt werden soll. Finanzprodukte übersetzen das abstrakte Konzept einer verstärkten Berücksichtigung von Nachhaltigkeit in konkrete Markthandlungen, wie z.B. den Ankauf oder Verkauf solcher Produkte. So dienen produktbezogene Vorgaben oder mit Finanzprodukten im Zusammenhang stehende Verhaltenspflichten, wie es etwa Transparenzvorschriften sein können, den Regulierern als verlängerter Arm in den Markt, auf dessen Mechanismen sie einwirken können.¹⁰² Ein wichtiger Anknüpfungspunkt für die Regulierung sind demnach produktbezogene Regelungen, etwa zur Erlösverwendung, sowie produktbezogene Verhaltenspflichten. Diese Erkenntnis wird durch die Struktur des Verordnungspakets zur europäischen Nachhaltigkeitswende bestätigt: Häufige Adres-

¹⁰⁰ Die Auswahl hier vorgestellter Finanzprodukte orientiert sich an den Produkten, die von der Europäischen Kommission im Rahmen einer vorbereitenden Studie als wesentlich betrachtet wurden, geht aber teilweise auch darüber hinaus, vgl. *Europäische Kommission*, Defining »green« in the context of green finance, Oktober 2017, S. 5 ff.

¹⁰¹ Siehe dazu noch 4. Kapitel, C.V. 2.a)aa).

¹⁰² Spezifisch zur Förderung der ökologischen Transformation der Realwirtschaft durch den Finanzmarkt *Mittwoch*, in: Burgi (Hrsg.), Zertifizierung nachhaltiger Kapitalgesellschaften, Zertifizierung als Mosaikstein unternehmensrechtlicher Nachhaltigkeit, S. 57 ff., die die Rolle des Finanzmarkts aufgrund seiner Mittlerfunktion betont und einen Wandel „von einem der Realwirtschaft dienenden Gewerbe hin zu einem die Realwirtschaft zunehmend dominierenden Wirtschaftssektor“ erkennt.

saten der vielfältigen, noch im Detail darzustellenden Pflichten sind Finanzmarktakteure, die Portfolioverwaltungs- und / oder Anlageberatungsleistungen erbringen. Wie die jeweilige Legaldefinition in Art. 4 Abs. 1 Nr. 8 bzw. Nr. 4 MiFID II deutlich macht,¹⁰³ ist notwendige Voraussetzung für das Vorliegen dieser Tätigkeiten jeweils der Bezug zu einem Finanzprodukt. Auch im Übrigen sind viele Vorgaben der europäischen Rechtsakte um Finanzprodukte als Mittler einer regulatorischen Entscheidung zugunsten von Nachhaltigkeit konzipiert, z.B. in Bezug auf die Bewerbung von Produkten oder die Darstellung ihrer Auswirkungen auf Umweltfaktoren.

bb) Finanzierungsfunktion für umwelt- und klimaschutzdienliche Wirtschaftsaktivitäten

Neben die Mittlerfunktion tritt mit der Finanzierungsfunktion des Finanzmarkts und seiner Produkte eine weitere Funktion, die der Nachhaltigkeitswende zugrunde liegt. Sie betrifft den Zusammenhang zwischen der Investition in ein Finanzprodukt und einem verbesserten Zustand von Klima und Umwelt. Ausweislich der gesellschaftlichen und regulatorischen Zielsetzung, eine Zustandsverbesserungen der natürlichen Lebensgrundlagen herbeizuführen, ist dieser Zusammenhang eine essenzielle Legitimationsgrundlage.

Finanzprodukte dienen dazu, Unternehmen im Ganzen oder deren Wirtschaftsaktivitäten zu finanzieren.¹⁰⁴ Sie werden emittiert, um Finanzkapital zu generieren und es für bestimmte Zwecke zu verwenden. Dabei kann für jedes Finanzprodukt durch rechtliche Vorgaben, insbesondere zur zweckgemäßen Erlösverwendung, sichergestellt werden, dass es unmittelbar oder mittelbar der Finanzierung ökologisch nachhaltiger Unternehmungen dient. Exemplarisch könnte ein Industrieunternehmen eine Anleihe emittieren, die den Zweck hat, die Verringerung der Treibhausgasemissionen einer Fabrik durch Umstellung auf modernere Fertigungsmethoden zu finanzieren und deren Erlöse nur dafür verwendet werden dürfen. Die Finanzierungsfunktion des Finanzmarkts beschreibt demnach die Möglichkeit, durch produkt- und verhaltensbezogene Regulierung die Kapitalverteilung in der Realwirtschaft zu lenken und dadurch realwirtschaftliche Veränderungen herbeizuführen, die einen Umwelt- und Klimaeffekt aufweisen.¹⁰⁵

¹⁰³ Art. 4 Abs. 1 Nr. 8 definiert die Portfolioverwaltung als „Verwaltung von Portfolios auf Einzelkundenbasis [...], sofern diese Portfolios ein oder mehrere Finanzinstrumente enthalten [Hervorhebung des Verfassers]“; Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 beschreibt die Anlageberatung als „Abgabe persönlicher Empfehlungen an einen Kunden [...], die sich auf ein oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten beziehen [Hervorhebung des Verfassers]“.

¹⁰⁴ Zur Bedeutung dieser Finanzierungsfunktion für die Volkswirtschaft siehe nur *Europäische Kommission*, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, 30.9.2015, S. 3 f.

¹⁰⁵ Vgl. dazu auch *Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e.V./IHK München und Oberbayern*, Sustainable Finance – Eine kritische Würdigung der deutschen und europäischen Vorhaben, Februar 2020, S. 8.

Diese mit der Finanzierungsfunktion verbundenen Auswirkungen treten auch in dem häufigen Fall ein, in dem Emittenten nachhaltiger Finanzprodukte mit den eingeworbenen Finanzmitteln kein eigenes nachhaltiges Projekt, sondern eine nachhaltige Wirtschaftstätigkeit eines Dritten finanzieren.¹⁰⁶ Auch insoweit kommt der Finanzierungsfunktion mithin eine Lenkungswirkung zu.

Wird im Kontext der Nachhaltigkeitswende demnach die Finanzierungsfunktion des Finanzmarkts zur Herbeiführung positiver Umwelt- und Klimaeffekte genutzt, können daraus Rückschlüsse für das konzeptionelle Verhältnis von Umwelt- und Finanzmarktbelangen gezogen werden. Rekuriert die entsprechende Regulierung auf Investitionen in Finanzprodukte, um Umwelt- und Klimaschutzziele zu verwirklichen, kommt den Finanzmarktmechanismen eine instrumentelle Funktion zu, die vom Finanzmarktregulierungsrecht umgesetzt wird, während der Umwelt- und Klimaschutz das übergeordnete Ziel sowie den Zweck der Beeinflussung der Finanzmarktmechanismen beschreibt. So fußt das die Nachhaltigkeitswende ausgestaltende Umweltfinanzmarktrecht auf einem innovativen Zweck-Mittel-Verständnis zwischen Umweltschutz und Finanzmarktmechanismen.¹⁰⁷

cc) Auswahl relevanter Finanzproduktgruppen und ihre Rolle in der Nachhaltigkeitswende

Die folgenden Produkte decken in Zahl und Investitionsvolumen den größten Bereich des nachhaltigen Finanzmarkts ab. Sie sind zudem strukturell so unterschiedlich, dass ein adäquates Bild der Vielfältigkeit der ökologischen Transformation der Finanzmärkte entsteht. Betrachtet werden Unternehmensanleihen („green bonds“), Sukuk – eine Sonderform der Anleihe im islamischen Finanz- und Bankwesen, bei der keine Zinsen auf das angelegte Kapital gezahlt werden – („green sukuk“),¹⁰⁸ Kredite („green lending“), Verbriefungen („green securitization“) und Unternehmensbeteiligungen („equity“ oder „stock“).

(1) Eigenkapitalbeteiligungen

Im Rahmen von Eigenkapitalbeteiligungen wird hier zwischen klassischen Unternehmensbeteiligungen und dem Erwerb von Fondsanteilen differenziert, denn hinsichtlich ihrer Bewertung als nachhaltig sind unterschiedliche Anforderungen an die jeweilige Regulierung gestellt.

¹⁰⁶ Vgl. *Veil*, WM 2020, 1093, 1095.

¹⁰⁷ Siehe dazu 5. Kapitel, B.

¹⁰⁸ Siehe dazu *Remer*, Islamisches Bankwesen, <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/islamisches-bankwesen-70743>, zuletzt geprüft am 17.8.2023.