Julius-Maximilians-Universität Würzburg
Juristische Fakultät
Sommersemester 2023

Studienarbeit im Schwerpunktbereich 4
(Europäisches und internationales Privat- und Handelsrecht und Schiedsgerichtsbarkeit)

Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten

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

Studienarbeitsseminar:
„Klimahaftung von Unternehmen – deutsches u. internationales Privat- u. Verfahrensrecht“
Prof. Dr. Eva-Maria Kieninger

Vor- und Nachname: Max Ehrmann
Anschrift: [redacted]
E-Mail-Adresse: max-ehrmann@outlook.de
Geburtsdatum, -ort: [redacted]
Matrikelnummer: [redacted]
Fachsemester: [redacted]

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

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

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

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis I

Literaturverzeichnis III

Materialverzeichnis X

Abkürzungsverzeichnis XII

Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten 1

A. Einleitung 1

B. Definitorische Ansätze zu Nachhaltigkeit, ESG und *Sustainable Finance* . 3

I. Die Definition von Nachhaltigkeit in ihrer internationalen Ausprägung. 3

II. ESG und dessen regulatorisches Verhältnis zu Nachhaltigkeit 4

III. *Sustainable Finance* 5

IV. Zusammenfassung und strukturelle Probleme des Regulationsansatzes . 6

C. Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten 7

I. Ausgangssituation auf den Finanzmärkten und Zielsetzung 8

II. Informationsarchitektur der *Sustainable Finance* Strategie 8

1. Unternehmerische Nachhaltigkeitsberichterstattung 9

2. Nachhaltige Unternehmensführung 10

III. Der Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten 11

1. Offenlegungs-Verordnung (VO (EU) 2019/2088) 11

a) Anwendungsbereich und Systematik der Offenlegungspflichten.. 11

b) Miniatur zur rechtlichen Informationsdogmatik 13

c) Regulatorisches Leitprinzip: Das Primat der Transparenz 14

2. Taxonomie-Verordnung (VO (EU) 2020/852) 16

a) Anwendungsbereich und Klassifikationssystem 16

b) Regulatorische Leitprinzipien 18

c) Konnexität des Rechtsrahmens und informatorische Verwertungsstruktur 20

3. Benchmark-Verordnung (VO (EU) 2019/2089) 20

a) Zielsetzung und Inhalt der Verordnung 20

b) Exkurs: Ratings und Rankings und deren regulatorische Berücksichtigung 21

4. Entwurf zur *European Green Bond* VO (COM (2021) 391 final)..... 22
a) Zielsetzung und Inhalt: Auf dem Weg zu einem neuen „Goldstandard“..... 22
b) Probleme und Chancen der freiwilligen Standardisierung..... 23
D. Kritische Würdigung des Rechtsrahmens..... 25
I. Zum Begriff „Nachhaltigkeit“ in der EU-Kapitalmarktregulierung..... 26
II. Kritik am *Lamfalussy* Verfahren und Klimaschutz durch Privatrecht... 27
III. Finanzökonomische Perspektive der Regulierung..... 28
IV. Zusammenfassung..... 28

Anhang..... XV

Abb. 1: Systematischer Aufbau der Offenlegungs-Verordnung..... XV
Abb. 2: Ausarbeitung der RTS nach der Offenlegungs-Verordnung..... XVI

Schlusserklärung..... XVII

Literaturverzeichnis

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ebenroth, *Carsten Thomas*/ *Boujong*, *Karlheinz*/ *Joost*, *Detlev*/ *Strohn*, *Lutz*, Handelsgesetzbuch (Bd. 2), 4. Aufl., München 2020. (zit.: EBJS/Bearbeiter)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Materialverzeichnis

Deutsche Bundesbank, Green Bond Monitor. Zentralbereich Märkte September 2021 v. 1.9.2021 (abrufbar unter: https://www.bundesbank.de/resource/blob/867282/0c3bc2b8daf75f5be183137f8906046d/mL/green-bond-monitor-data.pdf).[2]

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

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

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

Dies., Mitteilung der Kommission. Technische Leitlinien für die Anwendung des Grundsatzes der „Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen“ im Rahmen der Verordnung zur Einrichtung einer Aufbau- und Resilienzfazilität, Mitteilung 2021/C 58/01 v. 18.2.2021 (abrufbar unter: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021XC0218(01)).

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

Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V., Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2022 – Deutschland, Österreich und die Schweiz, Berlin 2022 (abrufbar unter: https://

[2] Die aufgeführten Quellen wurden zuletzt online am 24.4.2023 aufgerufen.

www.forum-ng.org/fileadmin/Marktbericht/2022/FNG-Marktbericht_NG_2022-online.pdf).

Konferenz der Übersetzungsdienste europäischer Staaten, Empfehlungen für die Terminologiearbeit, Bern 2018 (abrufbar unter: http://www.cotsoes.org/sites/default/files/public_files/KUEDES_Empfehlungen_fuer_die_Terminologiearbeit_Bern_2018.pdf).

Rat der Europäischen Union, Pressemitteilung, Nachhaltiges Finanzwesen: Vorläufige Einigung über europäische grüne Anleihen, 1105/22 v. 28.2.2023 (abrufbar unter: https://www.consilium.eropa.eu/de/press/ press-releases/2023/02/28/sustainable-finance-provisional-agreement-reached-on -european-green-bonds/pdf).

Vereinte Nationen, Report of the World Commission on Environment and Development (Brundtland Report) „Our Common Future“ v. 4.8.1987 (abrufbar unter: https://digitallibrary.un.org/record/139811#record-files-collapse-header).

Abkürzungsverzeichnis

Literaturabkürzungen

BB	Betriebs-Berater
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
DB	Der Betrieb
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung
DStR	Deutsches Steuerrecht
EnWZ	Zeitschrift für das gesamte Recht der Energiewirtschaft
EuR	Europarecht
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
JuS	Juristische Schulung
KlimaRZ	Zeitschrift für materielles und prozessuales Klimarecht
KlimR	Klima und Recht
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
PiR	Internationale Rechnungslegung
RoF	Review of Finance
WiD	Wirtschaftsdienst
WM	Wertpapiermitteilungen
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZUR	Zeitschrift für Umweltrecht

Wort- und Textabkürzungen

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
abw.	abweichend
allgem.	allgemein
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage

ausfl.	ausführlich
Bd.	Band
Bsp.	Beispiel
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
CO2	Kohlenstoffdioxid
COM	*Commission*/ Kommission
CSR	*Corporate Social Responsibility*
DAX	Deutscher Aktienindex
ders.	derselbe
dies.	dieselbe
DNSH	*Do Not Significant Harm Prinzip*
ebd.	ebenda
ErwG.	Erwägungsgrund
ESG	*Environment, Social, Governance*
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
et al.	*et alii*
EU	Europäische Union
EuGB	*European Green Bond*
e. V.	eingetragener Verein
f. / ff.	folgende
FISG	Gesetzes zur Stärkung der Finanzmarktintegrität
FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V.
FS	Festschrift
HGB	Handelsgesetzbuch
HLEG	*EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance*
Hrsg.	Herausgeber
i. H. v.	in Höhe von
ILO	*International Labour Organization*
ITS	*Implementing Technical Standards*
krit.	kritisch
lit.	*litera*
Mrd.	Milliarden
MS	*Minimum Safeguards Prinzip*
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen

NACE	*Nomenclature statistique des activités économiques dans la Commun auté européenne*
NFR	*Non-Financial Reporting*
Nr.	Nummer
OECD	*Organization for Economic Co-operation and Development*
PAI	*Principal Adverse Impacts Statement*
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
RTS	*Regulatory Technical Standards*
s.	siehe
S.	Seite
Sep.	September
sog.	sogenannt
stellv.	stellvertretend
teilw.	teilweise
UN	*United Nations*
v.	vom
vgl.	vergleiche
VO(-E)	Verordnung(sentwurf)
zit.	zitiert (als)

Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten

A. Einleitung

Der Klimawandel stellt ein rechtstatsächliches Faktum dar und seine teils irreversiblen Auswirkungen ermahnen Politik und Gesellschaft mit besonderer Dringlichkeit zu sofortigem Handeln.[3] In Anbetracht dessen avanciert der Begriff „Nachhaltigkeit“ zum neuen Leitmotiv jedweder Regulatorik.[4]

Diese Entwicklung spiegelt sich auch innerhalb der Europäischen Union wider, die mit dem *European Green Deal* das wohl umfassendste Transformationsvorhaben in ihrer Geschichte anstrebt.[5] Um die ambitionierten EU-Klimaschutzziele zu erreichen, die namentlich aus dem Pariser Klimaschutzabkommen und der UN-Agenda 2030 erwachsen, erfordert es vorrangig den Übergang hin zu einer nachhaltigen Wirtschaft.[6] Damit einher geht ein immenser Finanzierungsbedarf, der vonseiten der Kommission bis 2030 auf jährlich mindestens 180 Mrd. Euro beziffert wird und nicht allein von öffentlicher Hand bestritten werden kann.[7] An diesem Punkt setzt die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten an, die nicht die Realwirtschaft als hauptsächlichen Emittent klimaschädlicher Emissionen, sondern die Finanzwirtschaft in den Blick nimmt.[8] Mit einem noch im Werden befindlichen Rechtsrahmen sollen deren Akteure vornehmlich durch das regulatorische Mittel der Transparenz dazu angehalten werden, die Transformation der Gesamtwirtschaft – gewissermaßen als Katalysator – zu ermöglichen. Mag hierdurch vordergründig die Mobilisierung privater Kapitalmittel bezweckt sein, ist langfristig eine anhaltende Implementierung von Nachhaltigkeitsbelangen intendiert.[9] Den Ausgangspunkt des EU-Konzepts nachhaltiger Finanzen bildet der Abschlussbericht der *EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance*.[10] Dieses von der Kommission eingesetzte Expertengremium war damit betraut, die Leitlinien eines auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Finanzsystems herauszuarbeiten, um dessen Allokationspo-

[3] Vgl. *Ipsen*/*Röh* ZIP 2020, 2001 (2001); *Lange* BKR 2020, 216 (216) jeweils m. w. N.
[4] Vgl. *Bueren* WM 2020, 1611 (1611); *Rodi* KlimR 2022, 207 (207); *Schön* ZfPW 2022, 207 (208).
[5] Vgl. *Dietz* EuR 2022, 443 (443); *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (6); *Renner* ZBB 2023, 23 (23).
[6] Vgl. *Krakuhn* et al. IRZ 2020, 563 (563); *Schön* ZfPW 2022, 207 (211).
[7] Vgl. *Dietz* EuR 2022, 443 (443 f.); *Lange* BKR 2020, 216 (217 f.); *Rodi* KlimR 2022, 207 (207).
[8] Vgl. *Baumüller* PiR 2018, 249 (249); krit. *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1509).
[9] Vgl. *Dietz* EuR 2022, 443 (443); *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (6); *Renner* ZBB 2023, 23 (23).
[10] Vgl. *Lanfermann* BB 2018, 490 (491 f.); *ders.* BB 2019, 2219 (2219 f.).

tenzial gezielt nutzen zu können.[11] Auf dessen Grundlage präsentierte die Kommission noch im gleichen Jahr den „Aktionsplan Finanzierung nachhaltigen Wachstums“, der im Wesentlichen drei Ziele formuliert: Erstens sollen mittels eines Klassifikationssystems („Taxonomie“) für nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten Anreize zugunsten gemeinwohldienlicher Investitionen incentiviert werden.[12] Des Weiteren sollen Nachhaltigkeitsaspekte verstärkt in Investitionsentscheidungen Berücksichtigung finden[13] und drittens durch Offenlegung Transparenz und Langfristigkeit gefördert werden.[14] Diese Vorhaben werden rechtlich in einem Legislativpaket von nahezu kolossalem Umfang ausbuchstabiert. Allein die in dieser Seminararbeit zitierten Vorschriften und deren delegierte Rechtsakte summieren sich auf über 1.200 Seiten. Flagrant bekundet diese quantitative Dynamik auch die ökonomische Perspektive: Das Investitionsvolumen in nachhaltige Geldanlagen stieg allein in Deutschland von 269,3 Mrd. Euro im Jahr 2019 auf 501,4 Mrd. Euro im Jahr 2021.[15] Doch die Imposanz der oben angeführten Zahlen verleitet darüber hinwegzutäuschen, dass deren Aussagegehalt auf das ihnen zugrundeliegende Nachhaltigkeitsverständnis qualitativ determiniert ist.[16]

Betrachtet man vor diesem Hintergrund den derzeitigen Forschungsstand, zeigt sich, dass die meisten Beiträge auf einzelne Regulierungsmaßnahmen beschränkt sind. Angesichts des Umfangs und der Komplexität erstaunt dies nicht.[17] Jedoch wird somit die Frage nach der Eignung der *EU Sustainable Finance* Strategie als Fundament für die Nachhaltigkeitsentwicklung auf den Finanzmärkten nur perspektivisch illustriert. Hingegen ist eine umfassende Erörterung nicht nur wegen der reflexiven Systematik des Rechtsrahmens angezeigt.[18] Auch weil der Aktionsplan als Gesamtpaket konzipiert ist, bleibt die einzelne Maßnahme in ihrer Bewertung stets hinter der ambitionierten Zielsetzung zurück. Um dennoch eine sinnvolle Beschränkung zu wahren, empfiehlt es sich, weniger den Inhalt ausgewählter Vorschriften als vielmehr deren generalisierbare Leitprinzipien darzustellen (unter C.). Auch erscheint dies wegen der oftmals wie selbstverständlich wirkenden Prämissen erforderlich, über die sich der Rechtsrahmen, der letztlich nichts weniger als die

[11] Vgl. *Dietz* EuR 2020, 443 (444); ausf. zur HLEG *Lanfermann* BB 2018, 490 (491).
[12] Vgl. COM, Aktionsplan, S. 3, 5 ff.; HLEG, *Final Report* 2018, S. 15 ff.
[13] Vgl. COM, Aktionsplan, S. 3, 7 ff.; HLEG, *Final Report* 2018, S. 20 f., 27 ff.
[14] Vgl. COM, Aktionsplan, S. 4, 12 ff.; HLEG, *Final Report* 2018, S. 20 f., 23 ff., 45 ff.
[15] Vgl. FNG, Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2022, S. 14.
[16] *Ex aequo* Schön ZfPW 2022, 207 (220) m. w. N.
[17] So explizit bei *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1509); vgl. auch *Veil* WM 2020, 1093 (1094).
[18] Vgl. *Lamy*/*Bach* EnWZ 2020, 348 (348); *Möslein*/*Mittwoch* WM 2019, 481 (481).

fundamentale Umwälzung der Wirtschaft zum Anliegen hat, trotz seines enormen Fundus an Erwägungsgründen bisweilen ausschweigt.[19] Dem ist eine definitorische Annäherung an die übergeordneten Begriffe der Finanzmarktregulierung vorangestellt (unter B.). Am Ende erfolgt als *Tour d'Horizon* eine kritische Würdigung des Maßnahmenkatalogs (unter D.).

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

Die Omnipräsenz des Begriffs „Nachhaltigkeit"[20] und dessen beinah inflationärer Gebrauch führen zu einer zunehmend konturloseren Pragmatik und bergen die Gefahr, dass sich Nachhaltigkeit als unkonkrete und permutable Devise selbst entwertet.[21] Der Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten ist dementgegen auf eine kohärente Formulierung angewiesen, um den Regelungsgegenstand adressieren, praktikable Vorschriften formulieren und Marktvertrauen herstellen zu können.[22] Gleiches gilt für die Termini ESG und *Sustainable Finance*, die untrennbar mit dem Nachhaltigkeitskonzept verbunden sind, trotz ihrer teilweise synekdochischen Verwendung aber keinesfalls gleichgesetzt werden dürfen.[23] Mitnichten führen diese Umstände dazu, dass sich Nachhaltigkeit als regulatorisches Leitprinzip disqualifiziert. Sondern es ist Sache der Rechtswissenschaft, diesen Unschärfen definitorisch entgegenzuwirken und so die Begrifflichkeiten operabel zu machen.[24]

I. Die Definition von Nachhaltigkeit in ihrer internationalen Ausprägung

Ungeachtet der langen Begriffstradition geht das moderne Nachhaltigkeitsverständnis maßgeblich auf den *Brundtland* Bericht der Vereinten Nationen von 1987 zurück.[25] Hierin werden Ökologie, Ökonomie und Soziales zur Maxime einer nachhaltigen Entwicklung vereint, nach der den Bedürfnissen der heutigen Generation nur entsprochen werden kann, sofern und soweit die Möglichkeit künftiger Generationen zu gleicher Entwicklung nicht gefährdet wird.[26] Unter dem Einfluss der

[19] Vgl. *Callies/Dross* ZUR 2020, 456 (458); *Knödgen*, FS K. Schmidt, S. 690.
[20] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (814): „Megatrend Nachhaltigkeit"; *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 1 ff.
[21] Vgl. *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3601) (3605); *Schön* ZfPW 2022, 207 (208).
[22] Vgl. *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1510); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1344).
[23] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (817); *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1666); *Lange* BKR 2020, 216 (222).
[24] Vgl. *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 2, 4 ff.; *Mittwoch*, Nachhaltigkeit, S. 23.
[25] Vgl. *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3602); *Schön* ZfPW 2022, 207 (208).
[26] Vgl. UN, Our Common Future (Brundtland Report), S. 54; *Callies/Dross* ZUR 2020, 456 (457 f.).

ESG-Faktoren kristallisiert sich seit den 1990er Jahren in internationalen Abkommen eine immer multiplexere Exegese heraus.[27] Abweichend von einem holistischen und integrativen Ansatz ist das europäische Nachhaltigkeitskonzept von einer deutlichen Priorisierung der ökologischen Dimension geprägt.[28] Dergestalt wird auch zwischen Nachhaltigkeit im weiten Sinne als ein auf Ausgleich angelegtes, egalitäres Drei-Säulen-Modell nach dem *Brundtland* Postulat (s. unter II.) und Nachhaltigkeit im engeren Sinne als originäres Umweltprinzip differenziert.[29] Diese parallele Entwicklung schlägt sich auch im Rahmen der EU-Finanzmarktregulierung nieder: Unterscheidet die Offenlegungs-VO in Annäherung an den umfassenden Ansatz gleichrangig zwischen ökologischen und sozialen Belangen, rekurriert die Taxonomie-VO hingegen zentral auf den Tatbestand der „ökologisch nachhaltigen Wirtschaftstätigkeit". Jene perspektivische Verengung auf Umweltbelange setzt sich in der Benchmark-VO und dem EuGB-VO-E fort.[30] Die divergierende Schwerpunktsetzung führt aufgrund der Wechselbezüglichkeit der Rechtsakte zu irritierenden Friktionen im Gesamtgefüge nachhaltiger Finanzprodukte, da nicht abschließend geklärt scheint, wie Sozialbelange berücksichtigt werden müssen.[31] Solchermaßen steht eine einheitliche Definition von Nachhaltigkeit auf EU-Ebene (noch) aus.

II. ESG und dessen regulatorisches Verhältnis zu Nachhaltigkeit

Mit dem ESG-Konzept, bestehend aus den drei Elementen Umwelt (*Environment*), Soziales (*Social*) und „gute Unternehmensführung" (*Governance*), wird der Nachhaltigkeitsbegriff im ökonomischen Gewand durch kategorisierbare und messbare Faktoren kontextualisiert.[32] Besonders im Lichte des ESG-Regimes lässt sich der durch die EU-Regulierung bedingte konzeptionelle Wandel verdeutlichen: War dessen bisheriges Verständnis eher qualitativ geprägt, kommt es zunehmend zu einer quantitativen Erfassung.[33] Gleiches illustrieren die delegierten Rechtsakte zur Taxonomie-VO in Bezug auf den Nachhaltigkeitsbegriff, in denen die Auswirkungen unternehmerischen Handelns auf Umweltziele anhand einer weitreichenden Kasu-

[27] Vgl. *Glück*/*Watermann* DB 2020, 2450 (2450); *Lange* BKR 2020, 216 (223).
[28] Vgl. *Klöhn*/*Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (12); *Möslein*/*Mittwoch* WM 2019, 481 (482).
[29] Grundlegend *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 9 f., 16 f.; vgl. auch *Mittwoch*, Nachhaltigkeit, S. 18 ff.
[30] Vgl. *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (7); allgem. hierzu *Lange* BKR 2020, 216 (223 ff.).
[31] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (860); *Ekkenga* WM 2020, 1644 (1666).
[32] Vgl. *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3602); *Schön* ZfPW 2022, 207 (210).
[33] Vgl. *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (6); *Ihlau*/*Zwenger* BB 2020, 2091 (2092).

istik exemplifiziert werden.[34] Dieser neue Definitionsansatz, der wohl einer gewissen Ohnmacht bei der Verrechtlichung der Termini erwächst, trägt nur bedingt zu einem besseren Verständnis bei.[35] Denn hiermit wird allein deskriptiv und *a posteriori* festgelegt, wann etwas nachhaltig ist, nicht aber *a priori* was Nachhaltigkeit an sich bedeutet. Aus der Summe der Einzelfälle ein übergeordnetes regulatorisches Konzept abzuleiten, erweist sich als diffiziles Unterfangen. Für die Praxis bietet dieses Vorgehen zwar den Vorteil, dass für den Einzelfall leichter eine Zuordnung erfolgen kann.[36] Zugleich wird in Ermangelung eines grundlegenden Begriffsverständnisses aber die Verpflichtung einer fortwährenden und kleinteiligen Regulierung begründet, da abseits des Schemas keine Zuordnung möglich ist. Folglich ist der Rechtsrahmen der Gefahr der Über-Regulierung und des *Information Overloads* ausgesetzt.[37] Solchermaßen fehlt es weiterhin auf Ebene des ESG-Konzepts an einer legislativen Entscheidung über das Verhältnis der drei Faktoren untereinander, die trotz Betonung der faktoriellen Gleichwertigkeit auf internationaler Ebene angesichts immanenter Zielkonflikte der ESG-Trias notwendig ist.[38]

III. *Sustainable Finance*

Die EU-Kommission definiert *Sustainable Finance* (nachhaltiges Finanzsystem) als die „Berücksichtigung umweltbezogener und sozialer Erwägungen bei Investitionsentscheidungen, was zu mehr Investitionen in längerfristige und nachhaltige Aktivitäten führt“[39]. Im Folgenden werden die Ausführungen um den Aspekt der guten Unternehmensführung komplementiert, wodurch *Sustainable Finance* zum Durchsetzungsinstrument von Nachhaltigkeit in der Finanzwirtschaft auserkoren wird.[40] Bezogen auf das Investitionsverhalten privater und institutioneller Kapitalgeber hat sich ein dreistufiges *Sustainable-Finance*-Modell entwickelt, das das überkommene Investitionsdreieck aus Risiko, Rendite und Liquidität um den Aspekt der Nachhaltigkeitspräferenz erweitert.[41] Letzteres erfährt je nach Motivlage des Investors eine unterschiedliche Berücksichtigung: Im Rahmen von *Sustainable*

[34] Vgl. *Schön* ZfPW 2022, 207 (250), der von einem „präskriptive[n] Informationsmodell“ spricht.
[35] In diese Richtung *Schön* ZfPW 2022, 207 (243), vgl. *Knödgen*, FS K. Schmidt, S. 692.
[36] Vgl. *Knödgen*, FS K. Schmidt, S. 692: „kasuistische Auflösung des Nachhaltigkeitsbegriffs“.
[37] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (867); *Knödgen*, FS K. Schmidt, S. 693.
[38] Zu den Zielkonflikten *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1513); vgl. *Schön* ZfPW 2022, 207 (244).
[39] COM, Aktionsplan, S. 2; ausf. *Bueren* ZGR 2019, 813 (816 f.); *Dietz* EuR 2022, 443 (443).
[40] Vgl. *Lange* BKR 2020, 216 (218); *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3603).
[41] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (822) (864); Überblick bei *Knödgen*, FS K. Schmidt, S. 681 ff.

Finance 1.0 kommt ein nachhaltigkeitsbezogenes Investitionshandeln nur in Frage, weil und wenn sich dieses finanziell vorteilhaft auswirkt.[42] Von diesem restriktiv-instrumentellen Verständnis emanzipiert sich *Sustainable Finance* 2.0, wonach den nicht-finanziellen Aspekten als gleichberechtigtes Element ein Eigenwert zukommt. Indes muss deren Berücksichtigung weiterhin in einem angemessenen Renditeverhältnis stehen. Erst auf Ebene von *Sustainable Finance* 3.0 ist die Nachhaltigkeitspräferenz die priorisierte Entscheidungsgrundlage der Investition.[43]

IV. Zusammenfassung und strukturelle Probleme des Regulationsansatzes

Die obigen Ausführungen verdeutlichen, dass Nachhaltigkeit, ESG und *Sustainable Finance* in enger Korrelation zueinander stehen.[44] Sie zeigen auch, dass der *bottom-up* Ansatz der EU-Regulierung, das heißt die basale, adjektivische Festlegung der Nachhaltigkeitseigenschaft, eine präzise Verwendung der Termini obligat macht, was bei zunehmender Regulierungsdichte umso schwerer fällt, wenn es an einer generellen Konzeption des Nachhaltigkeitsbegriffs fehlt (*top-down* Ansatz).[45] Daraus resultieren zwei grundlegendere Probleme. Ersteres betrifft die regulatorische Reichweite, die sich nach der gewählten Definition von Nachhaltigkeit bemisst. Im Verständnis des Begriffs als primäre deontische Handlungsformel unserer Zeit wird zum einen ein möglichst extensiver Ansatz gefordert. Obschon das Phänomen der Abhängigkeit von Kontextualisierung insofern als konstitutives Element übergeordneter Leitbegriffe verstanden wird – so auch bei etablierten Rechtsbegriffen wie „Freiheit" –[46] können Bedenken hinsichtlich der Operabilität nicht restlos ausgeräumt werden, zumal solch holistische Ansätze in ihrer Ausgestaltung zumeist in einem Minimalkonsens münden.[47] Daher wird konträr hierzu ein restriktiver Ansatz gefordert.[48] Neben dem Konflikt mit der allgemeinen Begriffserwartung von „Nachhaltigkeit" und damit verbundenem Anlegervertrauen ist dieses Vorgehen zusätzlich mit dem Odium belastet, dass womöglich Klimaschutzziele verfehlt werden.[49] Fraglich ist, wie sich der Unionsgesetzgeber hierzu positioniert. Wenngleich

[42] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (822); *Klöhn*/*Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (19).
[43] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (824); *Klöhn*/*Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (19).
[44] Stellv. *Lange* BKR 2020, 216 (224).
[45] Vgl. *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3605); *Rodi* KlimR 2022, 207 (211).
[46] Vgl. *Gehne*, Nachhaltige Entwicklung, S. 73 ff.; *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 4 ff., 17.
[47] Vgl. *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1666 f.); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1348).
[48] Vgl. *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 17, 22 f.; so vertreten bei *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1511 ff.).
[49] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (860), der von einer „Erwartungslücke" spricht.

er mit der Ausgestaltung des Vorhabens im *Lamfalussy* Verfahren einen Mittelweg anstrebt, indem er auf Sekundärrechtsebene ein Rahmenwerk erlässt, dass auf Tertiärebene durch delegierte Rechtsakte konkretisiert wird, präferiert er mit der betont ökologischen Ausgestaltung einen Nachhaltigkeitsbegriff im engeren Sinne.[50] Das zweite Problem betrifft eine vorgelagerte Ebene: „Das" oder „ein" richtiges Verständnis von Nachhaltigkeit kann es angesichts der verschiedenen globalen Perspektiven nicht geben.[51] Dies ist auch im Rahmen der EU-Regulierung von Relevanz, die in ihrer Anwendung und Auswirkung nicht auf die europäischen Finanzmärkte beschränkt ist.[52] Die fortschreitende, einseitige Verrechtlichung der Termini durch die Union und deren damit einhergehende tendenzielle Verengung[53] desavouiert hingegen den Einwand der unterschiedlichen Nachhaltigkeitsperspektiven. Wegen der globalen Ausrichtung der Finanzwirtschaft führt dieses regulatorische Vorgehen zu einer inkongruenten, lokal begrenzten Minimallösung. Stattdessen wäre es meines Erachtens konstruktiver, „Nachhaltigkeit" in Relation zu seinem Kontext intra- und interdisziplinär eingehender in den Blick zu nehmen. Hieraus lassen sich wesentliche Merkmale sowie damit verbundene Funktions- und Wirkungsweisen ableiten; was im Sinne der Hermeneutik wiederum Rückschlüsse auf den Begriff selbst zulässt.[54] Insoweit wäre es angezeigt, nicht einen neuen Nachhaltigkeitsbegriff, sondern einen genuin europäischen Nachhaltigkeitskontext als Grundlage der Regulierung zu etablieren, um einen flexiblen und zugleich operablen Rahmen für die weitere Rechtsentwicklung zur Verfügung zu stellen.[55]

C. Die Regulierung der EU zu nachhaltigen Finanzprodukten

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

---

[50] Am Bsp. der Taxonomie-VO *Lanfermann* BB 2020, 1643 (1644); *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1111).
[51] Vgl. *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1513); *Lange* BKR 2020, 216 (224).
[52] Am Bsp. des EuGB-VO-E *Dietz* EuR 2022, 443 (448); *Renner* ZBB 2023, 23 (25).
[53] Vgl. *Lange* BKR 2020, 261 (271); *Mittwoch* KlimaRZ 2023, 2 (2); *Schön* ZfPW 2022, 207 (250).
[54] Instruktiv hierzu KÜDES, Terminologiearbeit, S. 54; vgl. *Mittwoch*, Nachhaltigkeit, S. 12, 60 ff.
[55] Vgl. *Kahl*, Nachhaltigkeit, S. 5, 32: Nachhaltigkeit als „kontextabhängiger Relationsbegriff".

I. Ausgangssituation auf den Finanzmärkten und Zielsetzung

Wenngleich nicht mit dem heutigen Handelsvolumen vergleichbar, war bereits vor dem Aktionsplan eine etablierte Praxis zu nachhaltigen Geldanlagen auf den europäischen Finanzmärkten verbreitet, die sich in einer Vielzahl privater Standards, Zertifizierungen und Leitlinien ausdrückte.[56] Weil die EU abgesehen von aufsichtsprudenziellen Maßnahmen als Reaktion auf die Finanzkrise 2008/09[57] hierfür keinen geeigneten regulatorischen Rahmen vorsah, war deren Mehrwert aufgrund mangelnder Transparenz und Vergleichbarkeit sowie unterschiedlichen Vorstellungen von „Nachhaltigkeit" mitunter gering. In der Vergangenheit führte dies zu einer Fragmentierung des Marktes und zum Verlust von Anlegervertrauen.[58] Zusätzlich verfestigten sich natürlich bedingte Informationsasymmetrien zwischen den Akteuren der Real- und Finanzwirtschaft.[59] In Anbetracht dieses Marktversagens sah sich die Kommission dazu veranlasst, einen Paradigmenwechsel einzuleiten.[60] Dem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht kam ursprünglich die kardinale Funktion zu, die Stabilität von Unternehmen und Märkten zu gewährleisten.[61] Mit ihrer *Sustainable Finance* Strategie stellt die EU diese beiden Materien in den Dienst der Nachhaltigkeit und entwickelt sie um jenen externalen Impetus erweitert zu Instrumenten von Transparenz und Offenlegung.[62] Übergeordnetes Ziel des Vorhabens ist es, Kapitalgebern durch eine umfassende Informationsgrundlage zu ermöglichen, Finanzprodukte als „nachhaltig" identifizieren zu können und so der Marktunsicherheit zu begegnen und Anreize für nachhaltige Investitionen zu schaffen.[63]

II. Informationsarchitektur der *Sustainable Finance* Strategie

Im engeren Sinne umfasst die Finanzmarktregulierung diejenigen Vorschriften, die sich mit den Mitteln des Kapitalmarktrechts an die Akteure des Finanzmarkts richten und Finanzprodukte zum Gegenstand haben. Deren Anwendung setzt eine verlässliche informationelle Grundlage über Nachhaltigkeitsaspekte voraus, auf der

[56] Vgl. *Klöhn*/*Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (13); *Lanfermann* BB 2018, 490 (490).
[57] Vgl. *Dietz* EuR 2022, 443 (451); *Schön* ZfPW 2022, 207 (209); *Velte* NZG 2021, 3 (3).
[58] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (837); *Dietz* EuR 2022, 443 (447); *Nagel* et al. BKR 2020, 360 (361).
[59] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (839); *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (6).
[60] Stellv. *Möslein*/*Mittwoch* WM 2019, 481 (489); abw. *Klöhn*/*Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (13).
[61] Vgl. *Bechtold* WiD 2022, 334 (334 f.); *Fleischer* DB 2022, 37 (37); *Rodi* KlimR 2022, 207 (208).
[62] Vgl. *Klöhn*/*Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (12); *Rodi* KlimR 2022, 207 (208).
[63] Vgl. *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (6); *Schön* ZfPW 2022, 207 (220); *Stumpp* ZBB 2019, 71 (71).

die Offenlegungs- und Klassifikationsregelungen aufbauen können.[64] Weil diese Informationen der Realwirtschaft entstammen, ist der regulatorische Ansatz zu *Sustainable Finance* konzeptionell bereits im Gesellschafts- und Bilanzrecht radiziert.[65] Für diese Zwecke sind vornehmlich die Bereiche der nachhaltigkeitsbezogenen Unternehmensberichterstattung und Unternehmensführung relevant.

1. Unternehmerische Nachhaltigkeitsberichterstattung

Die Nachhaltigkeitsberichterstattung (*Sustainable Reporting*) geht auf die NFR-Richtlinie[66] zurück, die die „nicht-finanzielle Erklärung" als neues Publizitätsinstrument für kapitalmarktorientierte Unternehmen einführte.[67] Deren Inhalt umfasst unter anderem Angaben zum Umgang mit nachhaltigkeitsbezogenen Chancen und Risiken, Auswirkungen der unternehmerischen Tätigkeit auf Umwelt- und Sozialbelange sowie die Implementierung von Nachhaltigkeitsaspekten in die Unternehmensstrategie (vgl. § 289c Abs. 1, 2 HGB).[68] Weil diese Informationen den Erfordernissen der zunehmenden Regulierung im Finanzsektor nicht mehr genügten, wurde im Wege der überarbeiteten CSR-Richtlinie[69] ein einheitlicher Standard zur nicht-finanziellen Erklärung festgelegt.[70] Dieser bewirkt nicht nur eine Ausweitung des Adressatenkreises von 11.600 auf schätzungsweise 50.000 Unternehmen in der EU. Auch qualitativ kommt es zu einer (annähernden) Gleichstellung von Finanz- und Nicht-Finanzdaten innerhalb des Berichtsformats.[71] Dabei verschiebt sich der Fokus von Mindestangaben hin zu konkreten „kapitalmarktorientierten Anforderungen" im Sinne der ESG-Faktoren. In Ermangelung einer klaren Abgrenzung zwischen Nachhaltigkeit und ESG bleibt fraglich, ob diese Neuerung zu einer übersichtlicheren Darstellung beitragen kann.[72] Auch wenn dies den ersten Schritt hin zu einer umfassenden Nachhaltigkeitsberichterstattung darstellen mag, fehlt es innerhalb des EU-Rechtsrahmens an einem Ansatz, um über das Berichtsformat hinaus die Dichotomie zwischen finanziellen und nicht-finanziellen Aspekten zu überwinden. Jedenfalls stehen der Finanzmarktregulierung hierdurch eine Fülle an

[64] Vgl. *Ihlau*/*Zwenger* BB 2020, 2091 (2092); *Scheid*/*Needham* IRZ 2020, 35 (39 f.).
[65] Vgl. *Lanfermann* BB 2018, 1643 (1643); *Lange* BKR 2020, 261 (267).
[66] RL 2014/95/EU; konziser Überblick bei *Stawinoga*/*Velte* DStR 2021, 2364 (2364 f.).
[67] Vgl. *Lanfermann* BB 2018, 490 (490); *Velte* IRZ 2022, 63 (65); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1346).
[68] Vgl. *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1509); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1346).
[69] RL 2022/2464/EU; konziser Überblick bei *Schmidt* NZG 2021, 611 (611).
[70] Vgl. *Glander* et al. BKR 2020, 485 (488); *Rodi* KlimR 2022, 207 (208); *Velte* NZG 2021, 3 (4).
[71] Vgl. *Lanfermann* BB 2018, 490 (492); *Velte* NZG 2021, 3 (4); *ders.* IRZ 2022, 63 (67).
[72] Vgl. Art. 19a, 19b NFR-RL; *Schön* ZfPW 2022, 207 (254); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1346).

zuvor nicht vorhandenen Informationen zur Verfügung, die für die Qualität der EU-Taxonomie unerlässlich ist.[73]

2. Nachhaltige Unternehmensführung

Das Konzept der nachhaltigen Unternehmensführung (*Sustainable Corporate Governance*) beruht auf dem Gedanken, dass Wirtschaftsakteure für die Auswirkungen ihres Handelns auf Umwelt und Gesellschaft Verantwortung übernehmen müssen.[74] Eine rechtliche Ausgestaltung dieses Ziels fand erstmals mit der Zweiten Aktionärsrechte-Richtlinie[75] statt, die den theoretisch fundierten Wechsel von einem *Stakeholder* zu einem *Shareholder Value* Ansatz im Unionsrecht einläutete.[76] Hierfür prägend sind zwei Regulierungsprinzipien. Ersteres betrifft das sog. *Nudging*.[77] Durch vor allem an institutionelle Anleger und Vermögensverwalter adressierte Rechenschaftspflichten, die diese zur Veröffentlichung von Berichten über ihre Mitwirkungspolitik und Vergütung verpflichten, wird gezielt eine Öffentlichkeit für nachhaltigkeitsbezogene Informationen geschaffen. Der daraus resultierende gesellschaftliche Druck soll die Adressaten zu nachhaltigkeitsorientiertem Handeln veranlassen.[78] Als Korollar dessen ist zweitens das *Stewardship*-Prinzip zu nennen, in dem sich zwei interdependente Prämissen verfestigen.[79] Zum einen, dass nachhaltigkeitsorientierte Anleger die Realwirtschaft besser über Halteentscheidungen (*Voice Option*) denn durch Kursbewegungen (*Exit Option*) beeinflussen können. Dieser unter dem Schlagwort „Langfristigkeit" (*Long Termism*) firmierende Ansatz ist umstritten, weil er zu einer Stagnation von Kapital führt und deswegen im Widerspruch zum kapitalmarktökonomischen Verteilungsmechanismus steht, wonach Betriebsvermögen erst mit der Überführung privaten Vermögens infolge des Kaufs und Verkaufs von Unternehmensanteilen erzielt werden kann.[80] Und zum anderen nimmt der Unionsgesetzgeber an, dass – simplifiziert dargestellt– kurzfristige Investitionsentscheidungen weniger nachhaltig sind als langfristige.[81] Die Betonung einer bewusst nachhaltig und langfristig zu gestaltenden Entwicklung kann

[73] Vgl. *Lanfermann* BB 2018, 490 (494); *Velte* NZG 2021, 3 (4); *ders.* IRZ 2022, 63 (63) (67).
[74] Vgl. *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3602); *Scheid*/*Needham* IRZ 2020, 35 (35).
[75] RL (EU) 2017/828; krit. rechtsökonomische Einordnung bei *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1665).
[76] Vgl. *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1345); krit. *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1510).
[77] Vertiefend C. III. 1. b); vgl. *Baumüller* PiR 2018, 249 (250): „*naming and shaming*".
[78] Vgl. *Schön* ZfPW 2022, 207 (208); *Velte* NZG 2021, 3 (3); *ders.* IRZ 2022, 63 (64).
[79] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (817); *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1509).
[80] Vgl. *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1664 f.); *ders.* WM 2022, 1765 (1765 f.).
[81] Krit. *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1664); vgl. auch *Möslein*/*Mittwoch* WM 2019, 481 (488).

als endgültige Abkehr eines rein temporär geprägten Verständnisses von Nachhaltigkeit gewertet werden und ebnet den Weg für das nun dazustellende Vorhaben.[82]

III. Der Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten

Über die graduelle Regulierung im Unternehmenskontext geht der Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten deutlich hinaus, der dieses Thema in der Finanzwirtschaft durabel zu implementieren versucht. Dabei kann konzediert werden, dass allen Maßnahmen – wie sich noch zeigen wird – stets ein Novum innewohnt.[83]

1. Offenlegungs-Verordnung (VO (EU) 2019/2088)[84]

a) Anwendungsbereich und Systematik der Offenlegungspflichten

Zum Abbau von Informationsasymmetrien etabliert die Offenlegungs-VO ein abgestuftes Transparenzregime durch Offenlegungspflichten.[85] Ihr persönliche Anwendungsbereich erfasst im Wesentlichen die neu eingeführten Begriffe „Finanzmarktteilnehmer“ (Art. 2 Nr. 1) und „Finanzberater“ (Art. 2 Nr. 11), der sachliche Anwendungsbereich „Finanzprodukte“ (Art. 2 Nr. 12).[86] Die Verordnung ist somit auf diejenigen Fälle anwendbar, in denen Vermögenswerte wirtschaftlich verwaltet oder hierzu beraten wird. Auch wenn dies einen Großteil der relevanten Finanzmarktaktivitäten abbildet, ist insbesondere der Bereich beratungsfreier Bankgeschäfte nicht umfasst, so insbesondere *Online Banking*, *Discount Brokerage* oder diverse Ordererteilung.[87] Inhaltlich differenziert die Offenlegungs-VO in ihrer ausgeprägten Systematik zwischen unternehmens- und produktspezifischen Vorschriften und innerhalb dieser Kategorien nach Adressat, Bezugsgegenstand und Veröffentlichungsmodalität.[88] Im Rahmen der unternehmensbezogenen Vorschriften sind Informationen über die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren in die Investitions- und Beratungsstrategien (Art. 3 und 4) sowie in die Vergütungspolitik (Art. 5)

---

[82] Vgl. *Lanfermann* BB 2018, 490 (490); *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3603).
[83] Vgl. *Möslein*/*Mittwoch* WM 2019, 481 (481) (485); *Schön* ZfPW 2022, 207 (211).
[84] Alle unter C. III. 1. zitierten Vorschriften ohne Bezeichnung sind solche der Offenlegungs-VO.
[85] Vgl. ErwG. 5, 10, 27; *Glander* et al. BKR 2020, 485 (487); *Nagel* et al. BKR 2020, 360 (360).
[86] Vgl. *Glander* et al. BKR 2020, 485 (487); *Lange* BKR 2020, 261 (263).
[87] Stellv. *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (7).
[88] Tabellarische Übersicht unter Abb. 1; ergänzend hierzu *Steuer* BKR 2022, 296 (297 ff.).

offenzulegen.[89] Die Reichweite der produktspezifischen Vorschriften richtet sich nach den jeweiligen Eigenschaften des Finanzprodukts. Für alle Finanzprodukte ungeachtet ihrer Ausrichtung sind Informationen über die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren und deren Einfluss auf die Rendite zu veröffentlichen (Art. 6 und 7).[90] Werden Finanzprodukte mit ökologischen und/ oder sozialen Merkmalen beworben (Art. 8) oder mit diesen eine nachhaltige Investition angestrebt (Art. 9), sind erweiterte Offenlegungspflichten zu erfüllen. Diese beinhalten im Besonderen Informationen über die Strategie zur Erreichung der besonderen Zielsetzung und gegebenenfalls das Verhältnis zu Referenzwerten.[91] Zur Konkretisierung dieser Anforderungen wurden von der Kommission nach Vorschlägen der europäischen Aufsichtsbehörden Technische Regulierungs- (RTS) und Durchführungsstandards (ITS) in Form delegierter Rechtsakte erlassen.[92]

Indes hat der Unionsgesetzgeber den Ansatz der umfassenden Informationsgewinnung „zu konsequent" umgesetzt: Da es an einer generellen, quantitativen Vorgabe im Sinne einer Wesentlichkeitsschwelle fehlt, sind alle nachhaltigkeitsspezifischen Daten unabhängig der Anlageklasse und des Anteils am Portfolio offenzulegen. Infolgedessen kommt es zu einem umfangreichen und kleinteiligen Berichtswesen, das der Schaffung von Transparenz eher abträglich ist.[93] Auch wenn dieses Problem in den RTS zu strukturieren versucht wurde, konfligiert die Flut an Informationen mit dem eigentlichen Ziel des Verordnungsgebers, Kapitalgeber vermöge einer nachvollziehbaren Entscheidungsgrundlage zu nachhaltigen Investitionen zu befähigen.[94] An dieser Stelle tut Beschränkung not, da andernfalls eine sachgerechte Bewertung der Informationen nicht möglich ist und aufseiten der Finanzunternehmen ein unverhältnismäßig hoher Aufwand entsteht.[95] Dies könnte dazu führen, dass sich das intendierte Regelungsvorhaben ins Gegenteil verkehrt. Anstatt Anreize für nachhaltige Investitionen zu schaffen, wird von diesen wegen ihrer Komplexität abgesehen.[96] Da es bisweilen so scheint, als würde der Unionsgesetzgeber mit der Offenlegung-VO einen nahezu unbegrenzten Zugang zu Informationen

[89] Vgl. *Glander* et al. BKR 2020, 485 (488 ff.); *Lange* BKR 2020, 261 (263).
[90] Vgl. *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (13); *Glander* et al. BKR 2020, 545 (545 f.).
[91] Vgl. *Glander* et al. BKR 2020, 545 (546 f.); *Lange* BKR 2020, 261 (263 f.).
[92] Tabellarische Übersicht unter Abb. 2; ergänzend hierzu *Lanfermann* BB 2020, 1643 (1646).
[93] Vgl. *Glander* et al. BKR 2020, 485 (489); *dies.* BKR 2020, 545 (546).
[94] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (866); *Glander* et al. BKR 2020, 485 (489).
[95] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (867); *Poelzig* KlimaRZ 2023, 33 (33).
[96] Vgl. *Glander* et al. BKR 2020, 485 (489); zur Taxonomie-VO: *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1115).

ohne substanzielle Differenzierung offerieren,[97] erscheint es angezeigt, Grundgedanken und Struktur dieses informatorischen Ansatzes zu hinterfragen. Denn für dessen Beurteilung ist nicht nur entscheidend, *warum* sondern auch *wie* Informationen zugänglich gemacht werden.[98]

b) Miniatur zur rechtlichen Informationsdogmatik

Der Rechtsrahmen eines Informationsregimes bestimmt sich nach den Parametern Zweck, Empfänger, Verpflichteter und Inhalt.[99] Originärer Informationszweck ist grundsätzlich die Schaffung einer zuverlässigen Entscheidungsgrundlage, hier im Kontext nachhaltiger Finanzprodukte.[100] Der Kreis der Informationsempfänger reicht vorliegend weit über die primären Adressaten der Finanzwirtschaft sowie deren Intermediäre zur reflektorischen Selbstinformation hinaus. Die erweiterte Perspektive des europäischen Transformationsrechts umfasst die Gesellschaft als Ganzes.[101] Daraus folgt ein multipolares und zum Teil dualistisches Interessenspektrum unterschiedlicher Ziel- und Zwecksetzung. Dies ist insoweit problematisch, da der Kreis der Informationsverpflichteten in kohärenten Systemen vom Zweck ausgehend deduziert werden kann. Anderweitig droht das Informationsregime inkonsistent zu werden.[102] Die umgekehrte Engführung des Verpflichtetenkreises in Art. 1, Art. 2 Nr. 1 und 11 mag aus Praktikabilitätserwägungen heraus und aus Sicht der Finanzmarktpraxis begrüßenswert sein, steht aber in einem Spannungsverhältnis zum umfassenden *Enforcement*-Ansatz auf Empfängerseite.[103] Diese Diskordanz setzt sich auch in der inhaltlichen Ausgestaltung fort. Ob nämlich die „Gießkannen-Methode“ der Offenlegungs-VO den verschiedenen Informationsbedürfnissen zweckdienlich ist, kann *prima facie* bezweifelt werden. Dabei hat es den Anschein, als wäre die Kommission dem schlechten Leumund der Informationsasymmetrie anheimgefallen, deren Abbau ihr ausweisliches Ziel ist. Entgegen den etymologischen Ursprüngen beschreibt dieses Phänomen kein „ungewöhnliches“ Informationsgefälle im Sinne eines Ausnahmefalls, sondern ist geradezu charakteristischer Ausdruck für eine arbeitsteilige Wirtschaftspraxis von Akteuren, die innerhalb und

[97] So auch *Schön* ZfPW 2022, 207 (236) zur Nachhaltigkeitsberichterstattung.
[98] Zu den theoretischen Grundlagen s. *Gumpp* ZBB 2020, 103 (105 f.).
[99] Vgl. *Gumpp* ZBB 2020, 103 (106); *Schön* ZfPW 2022, 207 (230).
[100] Vgl. *Knödgen*, FS K. Schmidt, S. 693; *Lange* BKR 2020, 261 (267).
[101] Vgl. COM, Aktionsplan, S. 2; *Ekkenga* WM 2022, 1765 (1766 f.); *Schön* ZfPW 2022, 207 (239).
[102] Vgl. *Gumpp* ZBB 2020, 103 (105); *Rodi* KlimR 2022, 207 (208); *Schön* ZfPW 2022, 207 (237).
[103] Vgl. *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1665); *Möslein/Mittwoch* WM 2019, 481 (484).

außerhalb ihrer eigenen Unternehmensstruktur vernetzt sind.[104] Solchermaßen ist ein Rechtsrahmen illusorisch, wenn er den umfassenden Abbau von Informationsasymmetrien bezweckt. Vielmehr müssen asymmetrische Informationen nur dann mit einem angepassten und präzisen Instrumentarium behoben werden, wenn sie einer funktionierenden Rechts- und Wirtschaftsordnung entgegenstehen.[105] Obzwar es sich beim Finanzsektor um einen typischen *market of lemons*, das heißt einem Marktplatz mit einem hohen Maß an Informationsasymmetrien handelt,[106] stellt der *all or nothing approach* der Kommission in Anbetracht der dargestellten Negativeffekte ein gewagtes Vabanquespiel dar.[107]

c) Regulatorisches Leitprinzip: Das Primat der Transparenz

Die Schaffung einer umfassenden informationellen Grundlage nach dem Modell der Offenlegungs-VO entfaltet sich *idealiter* in zweierlei Richtung Wirkung: Die intrinsische Informationsperspektive führt dazu, dass auf Makroebene der Finanzwirtschaft die Vergleichbarkeit von Informationen sowie die Glaubwürdigkeit von zertifizierten Geldanlagen verbessert wird und dass sich auf Mikroebene der Anleger ausgehend von den zur Verfügung gestellten Informationen eine Lenkungs- und Anreizwirkung zugunsten nachhaltiger Geldanlagen entfaltet.[108] Zudem müssen sich Finanzunternehmen durch die Offenlegung einer breiten Öffentlichkeit und dem Vergleich mit Konkurrenten hinsichtlich ihres nachhaltigkeitsbezogenen Verhaltens stellen. Diese extrinsische Perspektive im Gewand des Marktdrucks bezweckt, dass es unerlässlich werden wird, sich als Unternehmen der Finanz- wie auch der Realwirtschaft dezidiert mit Nachhaltigkeitsstrategien und -auswirkungen auseinanderzusetzen.[109] Als Konnex beider Wirkungsstränge fungiert die systematische Integration von Nachhaltigkeitsfaktoren in die Geschäftspraxis, was fortan als Ausdruck der Treuhandpflichten gegenüber Kapitalgebern verstanden werden kann.[110] Eine Umsetzung dessen erfolgt im Transparenzregime der Verordnung mit dem jährlich zu veröffentlichenden *Principal Adverse Impacts Statement* (PAI), das die Vielzahl der offenzulegenden Informationen bündelt. Dessen Hauptgegenstand

[104] Stellv. *Koch* ZGR 2020, 183 (184).
[105] Stellv. *Koch* ZGR 2020, 183 (185 f.) (214); zu den Folgen *Knödgen*, FS K. Schmidt, S. 693.
[106] Zur Struktur des Finanzmarktes BeckOGK/*Dornis* Rn. 50 f.; EBJS/*Poelzig* Rn. 61 f.
[107] Vgl. *Schön* ZfPW 2022, 207 (256); bereits CSR-RL *Stawinoga*/*Velte* DStR 2021, 2364 (2370).
[108] Vgl. *Dietz* EuR 2022, 443 (446); *Glander* et al. BKR 2020, 485 (488).
[109] Vgl. *Ihlau*/*Zwenger* BB 2020, 2091 (2091 f.); *Rodi* KlimR 2022, 207 (208).
[110] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (865); *Glander* et al. BKR 2020, 485 (488 f.).

bildet die Darstellung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen des wirtschaftlichen Handelns auf Nachhaltigkeitsfaktoren.[111] Mit dieser gewählten Begrifflichkeit wird im Unterschied zur vergangenen, unternehmenszentrierten Offenlegung ein Perspektivwechsel vorgenommen: Der Schwerpunkt der regulatorischen Betrachtung wird von Nachhaltigkeitsrisiken im Sinne des Art. 2 Nr. 22 als interne, finanzielle Nachteile des Unternehmens (*outside-in* Perspektive) zu Nachhaltigkeitsfaktoren im Sinne des Art. 2 Nr. 24 als externe, nicht-finanzielle Nachteile für die Umwelt (*inside-out* Perspektive) transloziert.[112] Die hiermit vollzogene „kopernikanische Wende" hat fortan anstelle des Unternehmens die Umwelt zum Zentrum. Ein weiterer Ansatzpunkt ist der sog. *Comply or Explain* Mechanismus: Adressaten solcher Vorschriften steht zwar formal eine Wahlmöglichkeit zu. Da bei einem Abweichen von der gesetzlich intendierten Entscheidungsrichtung eine Begründung erforderlich wird, führt der dadurch statuierte psychologische Druck *in praxi* dazu, dass von dieser „Möglichkeit" kaum Gebrauch gemacht wird.[113] Dies lässt sich anhand des Art. 4 Abs. 1 lit. a verdeutlichen: Die hiernach erforderliche Erklärung über eine Strategie zur Wahrung der Sorgfaltspflichten bei nachteiligen Investitionsauswirkungen ist abgesehen von den Fällen des Abs. 3 und 4 nicht zwingend. Finanzmarktteilnehmer können nach Art. 4 Abs. 1 lit. b hiervon absehen, wenn sie Gründe dazu angeben, warum die Berücksichtigung nicht geschieht. Gleiches gilt für die Offenlegungspflichten von Finanzberatern nach Art. 4 Abs. 5 lit. b.[114] Grundlage dieser regulatorischen Maßnahmen ist die bereits erwähnte *Nudging* Methode.[115] Ausgehend davon, dass der Einzelne situativ bedingt nicht dazu in der Lage sein kann, die im Interesse des Gemeinwohls liegende („richtige") Entscheidung zu treffen, wird durch gezielte rechtliche Ausgestaltung abseits von Verboten eine moralische Verpflichtung induziert. Unter Rekurs auf das Konstrukt gesellschaftlicher Verantwortung wird bezweckt, dass die Wahl sodann zugunsten einer utilitaristischen Handlungsoption ausfällt.[116] Dabei bedarf es im Kontext der Regulierungsmaßnahmen der Betonung, dass es einen gravierenden Unterschied macht, ob Kapitalgeber über ihre Investition und deren Auswirkungen zutreffend informiert oder von Gesetzes wegen gezielt zu einer Entscheidung veranlasst werden.[117]

---

[111] Vgl. Art. 4, 7; *Glander* et al. BKR 2020, 485 (489 f.); *Glander* et al. BKR 2023, 28 (30 ff.).
[112] Vgl. *Glander* et al. BKR 2023, 28 (30); *Schön* ZfPW 2022, 207 (252).
[113] Vgl. *Bechtold* WiD 2022, 334 (335); *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1509).
[114] Vgl. *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (13); *Glander* et al. BKR 2020, 485 (489) (492).
[115] Einführend *Hufen* JuS 2020, 193 (193 f.); zur Taxonomie-VO *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1115).
[116] Vgl. *Dietz* EuR 2022, 443 (459); *Ipsen*/*Röh* ZIP 2020, 2001 (2003); *Schön* ZfPW 2022, 207 (229).
[117] Vgl. *Schön* ZfPW 2022, 207 (228); krit. *Ekkenga* WM 2022, 1765 (1766): „hineinzuzwängen".

Vor dem Hintergrund der neuen Stoßrichtung der *Sustainable Finance* Strategie wird von Teilen der Literatur kritisch angemerkt, dass die Suprematie der Nachhaltigkeit dazu führt, dass Finanzmarktakteure Entscheidungen oktroyiert werden und ein solches Vorgehen über das Maß allgemeiner Berücksichtigung und des „sanften" bzw. libertären Paternalismus hinausgeht.[118]

2. Taxonomie-Verordnung (VO (EU) 2020/852)[119]

Allgemeinhin wird die Taxonomie-VO als das Hauptelement der *Sustainable Finance* Strategie angesehen.[120] Zur Ermittlung des Nachhaltigkeitsgrades einer Investition wird im Rahmen ihres binären Klassifikationssystems festgelegt, ob die der Investition zugrundeliegenden Wirtschaftstätigkeiten „ökologisch nachhaltig" sind.[121] Diese Bestimmung über Umwege folgt der finanzwirtschaftlichen Praxis, in der nicht unmittelbar in die einzelne unternehmerische Tätigkeit, sondern in ein Finanzprodukt investiert wird, das verschiedene Wirtschaftsaktivitäten zum Ziel hat. Anhand des Anteils am finanziellen Gesamtwert von Investitionen in nachhaltige und von solchen in sonstige Wirtschaftstätigkeiten lässt sich sodann der prozentuale Nachhaltigkeitsgrad beziffern.[122] Mit dieser originären Taxonomie gibt die Verordnung den zentralen Referenzwert für den übrigen Rechtsrahmen an.[123] Dieser Ansatz setzt jedoch voraus, dass die entsprechende Tätigkeit am Markt angeboten wird bzw. werden kann und in Höhe ihres objektiven Werts eingepreist wird.[124]

a) Anwendungsbereich und Klassifikationssystem

Vom Anwendungsbereich der Taxonomie-VO umfasst sind Finanzmarktteilnehmer, welche Finanzprodukte bereitstellen (Art. 11) und Unternehmen der Realwirtschaft, die zur Abgabe einer nicht-finanziellen Erklärung nach der Richtlinie 2013/34/EU verpflichtet sind (Art. 8).[125] Ob eine Wirtschaftstätigkeit „ökologisch nachhaltig" ist, bestimmt sich nach dem Katalog des Art. 3, dessen Kriterien kumulativ erfüllt

[118] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (869); *Rodi* KlimR 2022, 207 (211); *Schön* ZfPW 2022, 207 (254).
[119] Alle unter C. III. 2. zitierten Vorschriften ohne Bezeichnung sind solche der Taxonomie-VO.
[120] Vgl. COM, Aktionsplan, S. 6; stellv. *Stumpp* ZBB 2019, 71 (73): „normatives Herzstück".
[121] Vgl. *Krakuhn* et al. IRZ 2020, 563 (563 ff.); *Lanfermann* BB 2020, 1643 (1643).
[122] Vgl. Art. 4 Abs. 3; *Ekkenga*/*Posch* WM 2021, 205 (208); *Lanfermann* BB 2020, 1643 (1644).
[123] Vgl. *Ihlau*/*Zwenger* BB 2020, 2091 (2092); *Ipsen*/*Röh* ZIP 2020, 2001 (2002).
[124] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (861); *Ekkenga*/*Posch* WM 2021, 205 (210 f.).
[125] Vgl. *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (7 ff.); *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1111 ff.).

sein müssen: Dies ist der Fall, wenn die Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung von mindestens einem Umweltziel im Sinne des Art. 9 leistet, die übrigen Umweltziele nicht erheblich beeinträchtigt (Art. 17), spezifische und vornehmlich soziale Mindeststandards gewährleistet (Art. 18) sowie im Einklang mit den technischen Evaluierungskriterien steht.[126] Letztere wurden nach Entwürfen der *Technical Expert Group on Sustainable Finance* durch die Kommission erlassen und unterliegen der ständigen Evaluierung und Weiterentwicklung durch die hierfür gegründete *Platform on Sustainable Finance*.[127]

Weil die Taxonomie-VO den Begriff der Wirtschaftstätigkeit nicht näher definiert, war dessen Bedeutung in der Literatur zunächst umstritten.[128] Mit Erlass der delegierten Rechtsakte gehört dies der Vergangenheit an. Deren Bewertungskriterien sind nach dem statistischen EU-Klassifikationssystem NACE strukturiert, das jedes Unternehmen entsprechend seines ökonomischen Schwerpunkts einem Wirtschaftszweig zuordnet.[129] Die sich hieraus ergebende Kongruenz von Wirtschaftszweig und -tätigkeit bietet den Vorteil einer einheitlichen und vereinfachten Zuordnung im Wege eines international harmonisierten Standards. Jedoch führt dies bei Unternehmen, die mehrere sektoral verschiedene und annähernd äquivalente Wirtschaftstätigkeiten ausüben, zu einem unpräzisen Beurteilungsrahmen. Dieserart verkennt der Unionsgeber die Heterogenität einer modernen und arbeitsteiligen Wirtschaftspraxis. Vor diesem Hintergrund erscheint eine anteilige Zuordnung, auch in Anbetracht der Komplexität dieses Ansatzes, vorzugswürdig, um die mit dem Vertrauensprodukt „Nachhaltigkeit“[130] verbundenen Erwartungen der Anleger nicht zu frustrieren.[131] Gleichermaßen lässt sich die Kritik auf das zu Beginn dargestellte binäre Klassifikationsschema zur Wirtschaftstätigkeit nach Art. 3 und dessen absolute Einordnung in „nachhaltig“ oder „nicht nachhaltig“ applizieren. Wenngleich die EU-Maßnahmen *in toto* von überbordender regulatorischer Konzeption sind, fällt im Rahmen der Taxonomie-VO Gegenteiliges auf. Um die quantitative Aussagekraft und Vergleichbarkeit der neuen EU-Taxonomie und ihr Potenzial als Weltstandard zu gewährleisten, verzichtet der Rechtsrahmen auf eine graduelle Ab-

[126] Ebd.; ergänzend zudem *Lanfermann* BB 2020, 1643 (1644); *Nagel* et al. BKR 2020, 360 (361).
[127] Vgl. *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (9); *Nagel* et al. BKR 2020, 360 (361).
[128] Vgl. *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1510); ausf. *Ekkenga*/*Posch* WM 2021, 205 (207 f.).
[129] Vgl. *Lamy*/*Bach* EnWZ 2020, 348 (349); *Stumpp* ZBB 2019, 71 (75).
[130] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (858); *ders.* WM 2020, 1613 (1613); *Stumpp* ZBB 2019, 71 (73).
[131] Vgl. *Lamy*/*Bach* EnWZ 2020, 348 (349); *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1111).

stufung der Nachhaltigkeitsbewertung.[132] Einen versöhnlichen Kompromiss hält zumindest Art. 8 Abs. 2 bereit, wonach Unternehmen der Realwirtschaft in ihrer nicht-finanziellen Erklärung den Anteil ökologischer Wirtschaftstätigkeiten am Umsatzerlös und den Investitions- bzw. Betriebsausgaben angeben müssen. So wird die binäre Zuordnung um den erforderlichen quantitativen Umfang ergänzt.[133]

b) Regulatorische Leitprinzipien

Im Rahmen ihres Klassifikationssystems führt die Taxonomie-VO zwei generalisierbare Prinzipien ein, die sich in unterschiedlicher Ausprägung im übrigen Rechtsrahmen wiederfinden. Mit ihnen strebt der Unionsgesetzgeber die Konturierung eines einheitlichen und kohärenten Nachhaltigkeitsbegriffs an.[134] Von eminenter Bedeutung ist zunächst das sog. *Do Not Significant Harm* Prinzip (DNSH) gemäß Art. 3 lit. b, nach dem eine Wirtschaftstätigkeit nicht im Konflikt mit den übrigen Umweltzielen stehen darf, die nicht von ihr aktiv gefördert werden. Jenes Kriterium der „erheblichen Beeinträchtigung" stellt den Lebenszyklus einer Wirtschaftstätigkeit von der Bereitstellung hierfür erforderlicher Ressourcen und Infrastruktur über deren Ausübung bis hin zur Entsorgung ihrer Produkte mit in die Bewertung der ökologischen Nachhaltigkeit ein. Zu diesem Zweck werden in Art. 17 in Verbindung mit den RTS des Umweltziels spezifische Indikatoren bereitgestellt.[135] Primär soll mit dem DNSH-Prinzip verhindert werden, dass eine als nachhaltig qualifizierte Wirtschaftstätigkeit keine über ihre positive Auswirkung hinausgehende negative Wirkung entfaltet und somit nur mit dem vermeintlichen Nimbus der Nachhaltigkeit ausstaffiert wäre.[136] Darüber hinaus wird auf Ebene der Nicht-Finanzunternehmen edukativ bezweckt, ein Bewusstsein für die schädlichen Konsequenzen ihres unternehmerischen Handelns zu wecken und die vorzeitige Risikoerkennung zu fördern.[137] Dieser Rechtsgedanke findet sich bspw. auch in Art. 2 Nr. 17 Offenlegungs-VO wieder. Weiterhin ist das *Minimum Safeguards* Prinzip (MS) zu nennen. Im Lichte der international geprägten Lesart von „Nachhaltigkeit" extendieren Art. 3 lit. b und Art. 18 das bislang allein ökologisch geprägte Begriffsverständnis der EU-Taxonomie durch die Inbezugnahme internationaler Abkom-

[132] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (861); *Schön* ZfPW 2022, 207 (248); *Stumpp* ZBB 2019, 71 (76 f.).
[133] Vgl. *Lanfermann* BB 2020, 1643 (1645); *Schön* ZfPW 2022, 207 (248).
[134] Stellv. zur genannten Zielsetzung *Glander* et al. BKR 2023, 28 (30).
[135] Vgl. *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (9 f.); *Glander* et al. BKR 2023, 28 (309).
[136] Vgl. ErwG. 34, 36; *Glander* et al. BKR 2023, 28 (30); *Ipsen*/*Röh* ZIP 2020, 2001 (2005).
[137] Vgl. COM, Mitteilung 2021/C 58/01 v. 18.12.2021, S. 2 f.; *Stumpp* ZBB 2019, 71 (73 f.).

men um eine basale soziale Dimension. Anzuführen sind insbesondere die OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen sowie die UN-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte inklusive der ILO-Kernarbeitsnormen und der Internationalen Charta der Menschenrechte. Deren nach dem Wortlaut des Art. 18 wie *en passant* wirkende Integration darf indes nicht über ihre Bedeutung hinwegtäuschen.[138] Weil sich die Mindestschutzanforderungen isoliert auf jede Wirtschaftstätigkeit beziehen und das DNSH-Prinzip eine lebenszyklische Betrachtung vornimmt, muss die Gewährleistung der Sozialstandards anhand der gesamten Wertschöpfungskette garantiert werden.[139]

Allerdings ist disputabel, ob sich hierüber eine praktikable Sozialausrichtung der EU-Taxonomie begründen lässt. Auf Grundlage der internationalen Übereinkommen gelingt dies allenfalls holzschnittartig, da diese neben Sozialbelangen auch staatsstrukturelle Grundsätze des Wirtschaftens und Menschenrechtsbelange zum Inhalt haben und ihre Verpflichtungen weit über den Adressatenkreis der Finanzmarktregulierung hinausgehen.[140] Zudem stellen sich in Anbetracht der realwirtschaftlichen Faktizität einer arbeitsteiligen Wertschöpfungskette eklatante Zurechnungsfragen, denen mittels des Rechtsrahmens nicht begegnet werden kann.[141] Und auch in rechtsmethodischer Hinsicht kann hieran Kritik geübt werden, sodass das Vorhaben zu bloßer Makulatur zu werden droht. In der Zusammenschau mit dem DNSH-Prinzip werden Unternehmen nicht zum aktiven Schutz von Sozialbelangen verpflichtet, indem sie ein positives Testat über deren Schutz und die Einhaltung der internationalen Standards ausstellen müssen. Sondern sie werden darauf zurückgeworfen, allein evidente und gravierende Verletzungen zu vermeiden, vgl. Art. 18 Abs. 2. Somit reduziert sich die unternehmerische Handlungsverpflichtung auf eine passive Verantwortung.[142] Ob die angedachte EU-Sozialtaxonomie als eigenständige Erweiterung der Taxonomie-VO ein ausreichendes Kompensat darstellt, wird sich erst in naher Zukunft zeigen.[143]

---

[138] Vgl. *Lamy*/*Bach* EnWZ 2020, 348 (350); *Glander* et al. BKR 2023, 28 (31).
[139] Vgl. *Geier*/*Hombach* BKR 2021, 6 (11); *Schön* ZfPW 2022, 207 (245 f.).
[140] So spricht *Bueren* WM 2020, 1611 (1615) von einer „menschenrechtlichen *Due Diligence*".
[141] Vgl. *Möslein*/*Mittwoch* WM 2019, 481 (483); *Stumpp* ZBB 2019, 71 (77).
[142] Vgl. *Bueren* WM 2020, 1611 (1616); *Stumpp* ZBB 2019, 71 (77).
[143] Krit. *Schön* ZfPW 2022, 207 (244); vgl. im Allgemeinen *Ipsen*/*Röh* ZIP 2020, 2001 (2006).

c) Konnexität des Rechtsrahmens und informatorische Verwertungsstruktur

Ein wesentliches Merkmal des Rechtsrahmens ist die ausgeprägte Konnexität der Maßnahmen.[144] Deren Regelungsstruktur ist auf die optimale Distribution und Allokation der durch die Unternehmensberichterstattung gewonnen Informationen ausgerichtet. Im Zusammenspiel von Offenlegungs- und Taxonomie-VO werden diese Informationen in die Finanzwirtschaft transferiert und nach deren Bedürfnissen ausgewertet.[145] Wenngleich die hiermit verbundenen Bemühungen einer komprimierten Informationsökonomie ausbaufähig sind, wird so die Grundlage für die weiteren, im Aktionsplan angelegten Rechtsakte bereitet.[146] Zentrum dieser Verwertungsstruktur ist die Taxonomie-VO, der insoweit eine Ergänzungs-, Inkorporations- und Änderungsfunktion zukommt.[147]

3. Benchmark-Verordnung (VO (EU) 2019/2089)[148]

a) Zielsetzung und Inhalt der Verordnung

Eine essentielle Rolle im Transformationsprozess kommt den Referenzwerten (*Benchmarks*) auf den Finanzmärkten zu, die als evaluativ-explorative Operatoren der Messung und Beurteilung der Leistung von Finanzprodukten dienen.[149] In ihrer komparativen Funktion sind sie die Schleusenwärter der Kapitalströme.[150] Das regulative Eingreifen durch die Union war notwendig geworden, weil die klassischen Bewertungsinstrumente nachhaltigkeitsspezifische Faktoren nicht ausreichend internalisieren und es im Bereich der ESG-ausgerichteten *Benchmarks* an Transparenz und Vergleichbarkeit fehlte.[151] Basierend auf den durch die Offenlegungs- und Taxonomie-VO zur Verfügung gestellten Informationen formuliert die Benchmark-VO zwei Referenzwerte für CO2-arme Investitionen, den „EU-Referenzwert für den klimabedingten Wandel“ und den „Paris-abgestimmten EU-Referenzwert“.[152] Durch deren Mindestanforderungen werden Nachhaltigkeitsaspekte verstärkt in die

---

[144] Besonders bildlich *Glück*/*Watermann* DB 2020, 2450 (2451): „Baukastenprinzip“.
[145] Vgl. *Nietsch* ZIP 2022, 449 (450): „aufs engste verzahnt“; *Wellerdt* EuWZ 2021, 834 (834).
[146] Vgl. *Baumüller* PiR 2020, 293 (293); *Bueren* ZGR 2019, 813 (839) (859).
[147] Vgl. ErwG. 19, 20, 25, 35; *Bueren* WM 2020, 1659 (1659 f.); *Kruse*/*Winter* ZBB 2020, 178 (181).
[148] Alle unter C. III. 3. zitierten Vorschriften ohne Bezeichnung sind solche der Benchmark-VO.
[149] Vgl. *Ipsen*/*Plappert* WM 2022, 209 (209); *Klöhn*/*Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (17).
[150] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (831); *Ekkenga* WM 2022, 1765 (1769).
[151] Vgl. *Ipsen*/*Plappert* WM 2022, 209 (209 f.); *Schön* ZfPW 2022, 207 (222).
[152] Vgl. Art. 19 ff.; *Lanfermann* BB 2018, 1643 (1645); ausf. *Ipsen*/*Plappert* WM 2022, 209 (211).

Beurteilung von Finanzprodukte implementiert und so deren Attraktivität im Vergleich zu nicht nachhaltigen Finanzprodukten gesteigert. So sollen insbesondere unternehmerische Bemühungen zur Emissionsreduktion abgebildet und an den Finanzmärkten honoriert werden.[153] Auch wenn die Benchmark-VO nur an die Administratoren der Referenzwerte adressiert ist, effiziert sie mittelbar nicht zu unterschätzende Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Mit der finanznummerischen Abbildung unternehmerischer CO2-Reduktion unterwirft sie das Konzept Nachhaltigkeit den Regeln des Finanzmarkts und entfaltet so eine doppelte Anreizwirkung zum weiteren Ausbau der Nachhaltigkeitsperformance: Unternehmen können nun ihr nachhaltiges Handeln „kapitalisieren" lassen und müssen sich zudem dem Vergleich mit Konkurrenten stellen.[154]

b) Exkurs: Ratings und Rankings und deren regulatorische Berücksichtigung

Eine vergleichbare Stellung nehmen Ratings und Rankings ein. Auch bei diesen handelt es sich um Messverfahren, wenngleich sie im Unterschied zu den Referenzwerten verstärkt auf die Skalierung der Bewertung abzielen.[155] Trotz ihrer Bedeutung als vermittelnde Intermediäre steht eine übergeordnete EU-Regulierung bisweilen aus, was die Achillesferse der *Sustainable Finance* Strategie darstellt.[156] Jedenfalls im Rating-Bereich wurden im Auftrag der Kommission Leitlinien zur Integration von Nachhaltigkeitsaspekten durch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) veröffentlicht.[157] So entwickelte sich zumindest partiell unter deren Aufsicht ein Transparenzregime, das Finanzagenturen zur Offenlegung der ihren Entscheidungen zugrundeliegenden Methodik und Parameter verpflichtet. Eine durchschlagende Veränderung im Finanzsektor evozieren diese Leitlinien jedoch nicht. Solange die Finanzintermediäre dergestalt von der Nachhaltigkeitstransformation exkludiert werden und deren reduktives Potential durch die Bündelung von Informationen in ihren Ratingentscheidungen ungenutzt bleibt, ist der Rechtsrahmen weiterhin dem Vorwurf des *Information Overloads* ausgesetzt. Im Besonderen potenzieren sich die Defizite fehlender Regulierung bei ESG-Ratings: Da keine einheitliche ESG-Definition in der Wirtschaftswelt und folglich

[153] Vgl. *Klöhn*/*Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (17 f.); *Möslein*/*Mittwoch* WM 2019, 481 (484).
[154] Vgl. *Glück*/*Watermann* DB 2020, 2450 (2452); *Ipsen*/*Plappert* WM 2022, 209 (213 f.).
[155] Vgl. *Baumüller* PiR 2020, 293 (296); *Lange* BKR 2020, 261 (270).
[156] Vgl. *Ihlau*/*Zwenger* BB 2020, 2091 (2093); weniger krit. *Bueren* ZGR 2019, 813 (863) (870).
[157] Stellv. zur aufsichtsprudenziellen Entwicklung *Lanfermann* BB 2019, 2219 (2221).

keine standardisierten Indikatoren zu ihrer Messung existieren, sind Finanzagenturen nicht dazu in der Lage, verlässliche und vergleichbare Bewertungen bereitzustellen.[158] In der Folge kommt es zu einer Entkoppelung von Marktpraxis und Unternehmensrealität.[159] Obgleich dies nicht der Beweggrund für die Abstinenz in der Regulation ist, wird die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsaspekte in Ratingentscheidungen mitunter kritisch gesehen. So hält die EMSA in ihrem Abschlussbericht 2019 fest, dass die Vermengung von Bonitäts- mit Nachhaltigkeitserwägungen den ursprünglichen Ratingzweck verfremdet und zu Fehlinterpretationen verleiten kann.[160] Die Herausforderung besteht darin, ESG-Faktoren einerseits adäquat in Bonitätseinschätzungen zu berücksichtigen und diese andererseits trennscharf und gleichsam autonom als eigene Produktkategorie zu etablieren.[161] Nebstdem muss ein Weg dafür gefunden werden, wie man kleinere und mittlere Unternehmen in das Ratingsystem einbeziehen kann, da diese derzeit weder zur Veröffentlichung nachhaltigkeitsspezifischer Informationen als Grundlage der Ratingentscheidung verpflichtet sind noch dazu in der Lage wären. Anderweitig würde man einen Teil der Realwirtschaft langfristig von den Kapitalströmen abtrennen und somit deren nachhaltige Transformation verhindern.[162]

4. Entwurf zur *European Green Bond* Verordnung (COM (2021) 391 final)[163]

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

Zwar sind „grüne“ Anleihen (*Green Bonds*)[164] das am schnellsten wachsende Marktsegment, deren Anteil am weltweiten Gesamtvolumen beträgt dennoch nur 0,9 Prozent.[165] Diese Diskrepanz zum allgemein verbreiteten gesellschaftlichen Nachhaltigkeitsfokus ist der privat strukturierten Ausgangslage im Finanzsektor und den hieraus erwachsenden Problemen der Intransparenz und des *Greenwashing* geschuldet.[166] Mit dem Entwurf einer *European Green Bond* Verordnung (EuGB-VO-E) wird die Schaffung eines einheitlichen Standards bezweckt, der das

[158] Vgl. *Bueren* WM 2020, 1611 (1611); *Ihlau*/*Zwenger* BB 2020, 2091 (2093) (2095).
[159] Vgl. *Berg* et al. RoF 2022, 1314 (1317 ff.): Korrelation i. H. v. 0,54 statt den marktüblichen 0,99.
[160] Vgl. ESMA, Final Report 2019, S. 19, 30 f.; *Lange* BKR 2020, 261 (270).
[161] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (870 f.); *Ihlau*/*Zwenger* BB 2020, 2091 (2095).
[162] Vgl. *Ihlau*/*Zwenger* BB 2020, 2091 (2093); *Ipsen*/*Röh* ZIP 2020, 2001 (2003).
[163] Alle unter C. III. 4. zitierten Vorschriften ohne Bezeichnung sind solche des EuGB-VO-E.
[164] Ausf. zum Begriff *Jäger* et al. ZBB 2021, 209 (210 ff.); *Veil* WM 2020, 1093 (1095).
[165] Vgl. DBB, Green Bond Monitor Sep. 2021, S. 4; so bereits *Bueren* ZGR 2019, 813 (821).
[166] Vgl. ErwG. 3, 4, 6; *Dietz* EuR 2022, 443 (447); *Vorndran* BKR 2022, 777 (780).

Marktvertrauen in „grüne“ Anleihen wiederherstellen und so Investitionsanreize schaffen soll.[167] Das Vorhaben scheint bald sein erfolgreiches Ende zu finden, ließen die Organe der EU unlängst eine Einigung in zentralen Punkten verlautbaren.[168]

Der Entwurf der Verordnung ist als *soft law regulation* ausgestaltet: Die Vorschriften statuieren einen grundsätzlich freiwilligen Standard für „grüne“ Anleihen, der nur dann obligatorischer Natur ist, wenn Emittenten die Bezeichnung „Europäische Grüne Anleihe“, „*European Green Bond*“ oder „EuGB“ wählen.[169] Damit verbunden ist nach dem EuGB-VO-E das Erfordernis der ausschließlichen Erlösmittelverwendung zur Finanzierung ökologisch nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten im Sinne der EU-Taxonomie.[170] Dies kann sowohl durch direkte Investitionen in (im-)materielle Anlagegüter als auch durch den Aufbau finanziellen Vermögens erfolgen, wenn die hieraus resultierenden Erlöse in Taxonomie-konforme Wirtschaftstätigkeiten investiert werden. In diesem Zusammenhang zeigt sich die herausragende Bedeutung der Taxonomie-VO als Rückgrat des europäischen Nachhaltigkeitsbegriffs.[171] Eine Pflicht zur Emission nachhaltiger Anleihen wird indes nicht begründet. Eingebettet sind diese finanzökonomischen Vorschriften in einen auf die Informationsbedürfnisse der Anleger zugeschnitten Rahmen.[172] Bevor eine „grüne“ Anleihe begeben wird, muss ein *Factsheet* zu nachhaltigkeitsrelevanten Informationen auf der Website des Emittenten veröffentlicht werden. Dem schließen sich eine jährliche Berichtspflicht betreffend die Erlösmittelverwendung und mindestens einmal während der Laufzeit eine Berichtspflicht betreffend die durch die Anleihe erzielten Umweltauswirkungen an.[173]

b) Probleme und Chancen der freiwilligen Standardisierung

Wegen seiner Freiwilligkeit steht und fällt der Erfolg des neuen *Green Bond* Standards mit seiner praktischen Anwendbarkeit auf den Finanzmärkten. In Ansehung der ausgeprägten Konnexität der Regulierung zu nachhaltigen Finanzprodukten bedarf es hierfür einer konsequenten Einbeziehung des EuGB-VO-E in den übrigen

[167] Vgl. COM(2021) 391 final S. 1 ff.; *Dietz* EuR 2022, 443 (447); *Renner* ZBB 2023, 23 (23 ff.).
[168] Vgl. Rat der EU, Pressemitteilung 1105/22 v. 28.2.2023.
[169] Vgl. ErwG. 7; Art. 1, 3 ff.; *Dietz* EuR 2022, 443 (448); *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1109) (1116).
[170] Vgl. ErwG. 8, 9; Art. 4 f., 6; *Dietz* EuR 2022, 443 (448); *Vorndran* BKR 2022, 777 (779).
[171] Vgl. Art. 2 Nr. 4, 4 Abs. 1, 5; *Dietz* EuR 2022, 443 (447 f.); krit. *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1117).
[172] Vgl. *Dietz* EuR 2022, 443 (449); *Renner* ZBB 2023, 23 (26 f.).
[173] Vgl. Art. 8 bis 10, 13 Abs. 1; ausf. zum Informationsrahmen *Veil* WM 2020, 1093 (1097 f.).

Rechtsrahmen.[174] Diesem erforderlichen Gleichlauf steht zum einen entgegen, dass die Bestimmung der Taxonomie-Konformität sich nur auf den Beginn und nicht auf die gesamte Laufzeit der Anleihe bezieht. Sofern sich die Nachhaltigkeitsanforderungen oder die ihr zugrundeliegenden wissenschaftlichen Erkenntnisse zwischenzeitlich ändern, führt dies zur Inkongruenz zwischen Taxonomie-VO und dem EuGB-VO-E.[175] Zum anderen fehlt es hieran, wenn innerhalb des Bewertungsregimes in den Art. 11 und 14 Abs. 3 weitreichende Ausnahmen zugunsten öffentlicher Emittenten gemacht werden. Im Zusammenspiel mit der Offenlegungs- und Taxonomie-VO, die solche Ausnahmetatbestände nicht kennen, entstehen solchermaßen systemwidrige Regelungslücken.[176] Die fehlende Verbindlichkeit veranlasst deshalb zur Kritik,[177] was zum Anlass dient, sich vertiefter dem Prinzip freiwilliger Regulierung durch *soft law* zu widmen. Dabei kann konstatiert werden, dass die EU trotz fortschreitender Verrechtlichung durch verbindliche Normen *generaliter* bei Standards am Prinzip der Freiwilligkeit festhält[178] – so etwa auch bei den Referenzwerten der Benchmark-VO. Dies erwächst den Bedürfnissen eines dynamischen, auf flexible Regelungen angewiesenen Finanzmarktes, was zwar effektiver durch *soft law regulation* denn durch verpflichtende Normierung gewährleistet werden kann. Es bedeutet jedoch zugleich die Erweiterung des Spektrums um konkurrierende staatliche Standards. Mithin kann dies zu einer erneuten Fragmentierung des Marktes und infolge der Vielzahl entwerteter Wahlmöglichkeiten zu einem *race to the bottom* führen.[179] Auch wenn dies zunächst paradox klingen mag, lassen sich jene Bedenken ebenso im Falle verbindlicher Vorschriften reproduzieren: Beanspruchen staatliche Standards eine singuläre Deutungshoheit oder lassen keinen Raum für eine innovative Marktpraxis, folgt hieraus die Entwertung privater Standards mit den gleichen Folgen wie oben dargestellt.[180] Diese disparate Bewertung lässt sich darauf zurückführen, dass beide Standpunkte aus einem Extrem heraus argumentieren. Eine „goldene Mitte" zwischen *soft law* Standards und „*hard law*" Verrechtlichung liegt in hybriden Regelungsmodellen vermöge der hieraus hervorgehenden produktiven Konkurrenz zwischen privaten und staatlichen Initiativen.[181] Der EuGB-VO-E schafft hierfür trotz konzeptioneller Kritik eine geeignete, kon-

[174] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (836); *Veil* WM 2020, 1093 (1093).
[175] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (836); *Wellerdt* DÖV 2021, 1109 (1117).
[176] Vgl. *Dietz* EuR 2022, 443 (449).
[177] Vgl. *Dietz* EuR 2022, 443 (450): „Makel der Freiwilligkeit"; *Vorndran* BKR 2022, 777 (779).
[178] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (835); teilw. abw. *Klöhn/Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (13).
[179] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (836); *Schön* ZfPW 2022, 207 (240 f.).
[180] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (836).
[181] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (836 f.); *Schön* ZfPW 2022, 207 (240).

sensuale Grundlage. Mit seinem Nachhaltigkeitsstandard für „grüne“ Anleihen wird ein neuer Maßstab auf den Finanzmärkten etabliert, der nicht nur durchsetzungsfähig ist, sondern privaten Alternativen mit höheren Anforderungen auch ausreichend Entwicklungsspielraum lässt.[182] Zudem befähigt er Anleger erstmalig dazu, die ökologische Ausrichtung ihrer Investition bewerten zu können und verstärkt so den konstruktiven Austausch zwischen den Standards.[183]

D. Kritische Würdigung des Rechtsrahmens

Die Beurteilung der EU-Regulierung zu nachhaltigen Finanzprodukten fällt differenziert aus. Fest steht, dass die *Sustainable Finance* Strategie vielfach Neuland auf dem Kapitalmarkt beschritten und über diesen hinausgehend bleibende Veränderungen initiiert hat.[184] Die ungebrochene Dynamik, mit der die EU dieses Vorhaben seit nunmehr sechs Jahren trotz der Polykrisen unserer Zeit vorantreibt, spricht für dessen besonderen Stellenwert als neuer Nukleus der DNA des Unionsrechts im Allgemeinen.[185] Zu kurz griffe jedoch die Kritik, würde man es genügen lassen, dass „immerhin“ das Thema Nachhaltigkeit in der Finanzwirtschaft regulatorisch adressiert wurde. Eine Evaluation zu den effektiven Auswirkungen der Maßnahmen auf den Finanzmärkten ist in Ermangelung einer empirisch gesicherten Grundlage und angesichts des engen Zeithorizonts – beispielsweise traten die delegierten Rechtsakte zur Taxonomie-VO erst am 01.01.2023 vollständig in Kraft – derzeit schwerlich möglich.[186] Dies bleibt vielmehr der nachfolgenden wissenschaftlichen Diskussion vorbehalten. Konstruktiv und gleichfalls fertil erscheint es nach aktuellem Stand daher, die erarbeiteten Prinzipien und den Rechtsrahmen thesenartig und *in abstracto* einer definitorischen (I.), rechtsmethodischen (II.) und finanzökonomischen Reflektion (III.) zu unterziehen, ehe ein abschließendes Fazit darüber gezogen werden kann, ob sich die vom Aktionsplan ausgehenden Maßnahmen als „belastbare Grundlage“[187] der Transformation erweisen (IV.).

---

[182] Vgl. *Vorndran* BKR 2022, 777 (779).
[183] Vgl. *Rodi* KlimR 2022, 207 (211); *Vorndran* BKR 2022, 777 (780).
[184] Vgl. *Glück/Watermann* DB 2020, 2450 (2450); *Scheid/Needham* IRZ 2020, 35 (35) (38).
[185] Vgl. *Baumüller* PiR 2020, 293 (293) (295); *Lanfermann* BB 2018, 1643 (1646).
[186] Vgl. *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1513); *Krakuhn* et al. IRZ 2020, 563 (566).
[187] So auch der Titel von *Stumpp* ZBB 2019, 71 (71 ff.) zur Taxonomie-VO.

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

Durch ihren Maßnahmenkatalog treibt die EU die Verrechtlichung des Nachhaltigkeitsbegriffs unzweifelhaft voran.[188] Die Ausführungen *ut supra* zeugen indes davon, dass es dem Unionsgesetzgeber weder auf einer übergeordneten normativen Ebene noch in den Rechtsakten gelingt, ein kohärentes Konzept von Nachhaltigkeit zu entwickeln noch dessen Verhältnis zu den ESG-Faktoren zu klären.[189] Wenngleich der Klimawandel das wohl drängendste Problem unserer Zeit ist, steht die apodiktische Priorisierung der ökologischen Begriffsdimension nicht im Einklang mit dem integrativen Nachhaltigkeitsansatz des *Brundtland* Berichts, der ausweislich der Erwägungsgründe auch den EU-Maßnahmen zugrunde liegt.[190] Die Folge ist eine fragmentierte Rechtslandschaft, für deren Gesamtbild es noch wesentlicher Mosaiksteine bedarf, um dem Nachhaltigkeitsbegriff in all seinen Facetten ausreichend Rechnung zu tragen. Insbesondere die von den Vorschriften nur indirekt adressierte Implementierung unternehmerischer Nachhaltigkeitsförderung wird durch fehlende Kohärenz und unterschiedliche Schwerpunktsetzung erschwert.[191] Daher kann den Gegenstimmen nicht gefolgt werden, die in der Priorisierung des ökologischen Aspekts einen gewinnbringenden Beitrag zur begrifflichen Konkretisierung sehen.[192]

Neben dem zu Beginn konstatierten Verhältnis von Begriffsdefinition und Regulationsweite ist auch die Signifikanz des Ökologie-Kriteriums innerhalb des definitorischen Ansatzes maßgeblich. Ausweislich seines Titels, der salient dem Dominat wirtschaftlichen Wachstums entspringt, folgt der Aktionsplan erneut konträr zum internationalen Ansatz einem „schwachen“ Konzept von Nachhaltigkeit, das sich dem ökonomischen Progressionsnarrativ unterordnet. Demgemäß postuliert der Unionsgesetzgeber nicht die Hegemonie eines emanzipierten Nachhaltigkeitsbegriffs auf den Finanzmärkten, sondern bedient sich eines rein funktionalen Verständnisses von Nachhaltigkeit als Mittel der ökonomischen Gestaltung.[193] Dies wird sich sogleich in der finanzökonomischen Betrachtung widerspiegeln.

---

[188] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (856) (873); *Lange* BKR 2020, 261 (271).
[189] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (859); *Lange* BKR 2020, 216 (222); *Mittwoch* KlimaRZ 2023, 2 (2).
[190] Vgl. *Mittwoch* KlimaRZ 2023, 2 (2); *dies.*, Nachhaltigkeit, S. 21, 73, 215.
[191] Vgl. *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3605); *Stumpp* ZBB 2019, 71 (79).
[192] So aber *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1673); *Knödgen*, FS K. Schmidt, S. 692.
[193] Vgl. *Mittwoch*, Nachhaltigkeit, S. 33, 82 f., 212; *Möslein*/*Mittwoch* WM 2019, 481 (482).

II. Kritik am *Lamfalussy* Verfahren und Klimaschutz durch Privatrecht

Mit der Implementierung des Nachhaltigkeitsgedankens in der Finanzwirtschaft versucht die EU mit rechtlichen Mitteln nachzuvollziehen, wofür es in den (übrigen) Nachhaltigkeitswissenschaften bislang an einem Konsens fehlt. Noch besteht keine anerkannte Praxis, wie Nachhaltigkeit zu bestimmen und Nachhaltigkeitsfaktoren zu messen sind.[194] Aufgrund dessen wurden die Evaluierungskriterien vom Unionsgesetzgeber in delegierte Rechtsakte transponiert. Auch wenn dies im Ausgangspunkt zugunsten einer flexiblen Anpassung an die kontinuierliche, wissenschaftliche Entwicklung zu begrüßen ist, führt die zu weitgehende Auslagerung auf Tertiärrechtsebene insbesondere im Fall der Taxonomie-VO dazu, dass der Unionsgesetzgeber auf Ebene der Rahmenrechtsakte bei grundlegenden Fragen einer abschließenden Antwort schuldig bleibt. Dieserart kommt es nicht nur zu einer Technisierung des Konzepts Nachhaltigkeit zulasten der Operabilität wegen fehlender eindeutiger Bestimmbarkeit. Letztlich wird damit auch kein probater Lösungsansatz bereitgestellt, sondern nur die Verantwortung hierfür verschoben.[195] Auf die damit verbundenen, demokratietheoretischen Bedenken sei ausdrücklich hingewiesen.[196]

Doch nicht nur der Ansatz des Aktionsplans, auch dessen Instrumentarium ist kritikabel: Lange Zeit verstand man unter einer gelungenen Wirtschaftspolitik die ordoliberale Beschränkung staatlicher Vorgaben auf einen die Privatautonomie gewährleistenden Ordnungsrahmen, der die innere Ausgestaltung den Marktkräften überlässt. Dies gehört spätestens mit dem EU-Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten der Vergangenheit an, durch den das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in den aktiven Dienst des Klimaschutzes zwecks Umlenkung privater Kapitalströme in Gemeinwohlanliegen gestellt wird.[197] Bereits dieser konzeptionelle Ansatz erfährt vielfach Widerspruch.[198] Nicht unzitiert bleiben dürfen die Worte *Peter Hommelhoffs*, der bereits anlässlich der NFR-Richtlinie eine „Revolution über das Bilanzrecht“[199] hereinbrechen sah. Hier zeigt sich, dass inzwischen eine neue Schule an Boden gewinnt, die in Anerkennung der Bedeutung der

[194] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (859); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1347).
[195] Vgl. *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1667); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1347).
[196] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (858); *Brauneck* WM 2019, 1530, 1533 ff.
[197] Vgl. *Klöhn/Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (21); *Rodi* KlimR 2022, 207 (211 f.).
[198] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (845); *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1509 f.).
[199] *Hommelhoff*, in: FS Kübler 2015, S. 291 ff.

Wirtschaftsakteure und deren Einfluss auf die Umwelt die formale Demarkationslinie zwischen der Kompetenz des Öffentlichen Rechts für exogene Faktoren und der des Privatrechts für endogene Faktoren verschwischt.[200]

III. Finanzökonomische Perspektive der Regulierung

Doch wehret den Anfängen. Das Informationsregime des Rechtsrahmens beruht auf der Prämisse, dass sofern eindeutig qualifizierbar ist, welches Finanzprodukt als nachhaltig gelten kann, dahingehende Investitionen gleichsam „automatisch" von den Kapitalgebern getätigt werden.[201] Der damit verbundene Gedanke eines *business case for sustainability* scheint sich zwar in Studien zu bestätigen,[202] ist aber noch nicht ausreichend empirisch abgesichert.[203] Ohne diese These falsifizieren zu wollen, erscheint es nicht nur fraglich, ob dies als Fundament eines solch grundstürzendes Vorhaben wie die Transformation der Gesamtwirtschaft ausreicht. Das unhinterfragte Akzeptieren eines *Status Quo* produziert auch eine regulatorische Passivität in Dingen, die evident einer Regulierung bedürfen.[204] Es lässt sich bezweifeln, ob dieser von der EU verfolgte *Sustainable Finance* 1.0 Ansatz zu einem langfristigen Umdenken im Finanzsektor führen wird. Solange dieser in der überkommenen Kapitalmarktlogik verhaftet ist, die Nachhaltigkeit als bloßes Vehikel ökonomischer Interessen anstatt als autarke Größe versteht, fehlt es an der notwendigen Internalisierung der negativen Auswirkungen des bisherigen Investitionshandelns.[205] Hierfür bedarf es allerdings Maßnahmen, die einem *Sustainable Finance* 2.0 oder 3.0 Verständnis entsprechen und die – zurzeit – keinen Rückhalt im Rechtsrahmen finden.

IV. Zusammenfassung

Der Rechtsrahmen zu nachhaltigen Finanzprodukten ist der „große Sprung nach vorn" der Europäischen Union in Richtung einer nachhaltigen und klimafreundlichen Zukunft. Indes steht nicht mehr die Umlenkung privater Kapitalströme, son-

---

[200] Vgl. *Bechtold* WiD 2022, 334 (334) (337); *Fleischer* DB 2022, 37 (37 ff.) (44).
[201] Vgl. *Lanfermann* BB 2021, 2859 (2860); *Nagel* et al. BKR 2020, 360 (360).
[202] Vgl. *Glander* et al. BKR 2020, 485 (486) m. w. N.; *Ihlau*/*Zwenger* BB 2020, 2091 (2091) (2095).
[203] Vgl. *Ekkenga* et al. NJW 2021, 1509 (1510); *Knödgen*, FS K. Schmidt, S. 690.
[204] Stellv. *Klöhn*/*Jochmann* KlimaRZ 2022, 12 (20).
[205] Vgl. *Bueren* ZGR 2019, 813 (874); *Mittwoch,* Nachhaltigkeit, S. 83, 206 ff.

dern ein substanzielles Umdenken der rechtlichen und wirtschaftlichen Architektur der Gesamtwirtschaft im Mittelpunkt des Bestrebens.[206] Dies bewirkt auch einen Wechsel des *Modus Operandi* der Finanzmarktregulierung. Waren deren Vorschriften anfangs auf die Begründung von Transparenzpflichten gerichtet, etabliert die Summe ihrer mittelbaren Auswirkungen zunehmend eine Verpflichtung zu nachhaltigkeitskonformem Handeln. Forciert wird damit die latente Steuerung (finanz-) ökonomischer Grundmechanismen.[207] Im Spiegel dieser neuen Zielsetzung erscheint das Regelwerk als Fundament zu schmal. Und auch wenn das Maßnahmenpaket unbeschadet aller Kritik und allen Pathos als Grundstein für die wohl größte wirtschaftliche Transformation der Neuzeit bezeichnet werden kann,[208] droht dessen Tragfähigkeit unter der Last der fortlaufenden Entwicklung ins Wanken zu geraten. Das Übermaß der Rechtsakte bindet noch heute bedeutende Kapazitäten des Finanzsektors und beschränkt so dessen transformatives Potenzial. Empfehlenswert erscheint es daher, anstatt neue Regelwerke auf schwankendem Grund aufzutürmen, die nächste Dekade der Regulierung unmittelbar in bereits bestehende rechtliche wie tatsächliche Strukturen der Wirtschaftspraxis einzubinden.[209] Solange der überbordende Regulierungsansatz auf den Kapitalmarkt limitiert bleibt und nicht auch die Realwirtschaft als umwelt- und klimaschädlicher Hauptemittent unmittelbar miteinbezieht, kann es sich letztlich nur um eine *Second Best Solution* handeln.[210]

---

[206] Vgl. *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1666); *ders.* WM 2022, 1765 (1769). *Stumpp* ZBB 2019, 71 (79).
[207] Vgl. *Ekkenga* WM 2020, 1664 (1667); *Schön* ZfPW 2022, 207 (255); *Velte* NZG 2021, 3 (4).
[208] Vgl. *Lamy*/*Bach* EnWZ 2020, 348 (354); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1347).
[209] Vgl. *Mittwoch* et al. NJW 2022, 3601 (3605); *Wellerdt* NZG 2021, 1344 (1347).
[210] Vgl. *Poelzig* KlimaRZ 2023, 33 (33); *Schön* ZfPW 2022, 207 (224 f.).

Anhang

Abb. 1: Systematischer Aufbau der Offenlegungs-Verordnung

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

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

(Abbildung nach *Glander/Lühmann/Jesch* BKR 2020, 485 (487), abgeändert)

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

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

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

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

Schlusserklärung

Hiermit versichere ich, dass ich die eingereichte Seminararbeit selbstständig angefertigt und keine anderen Quellen und Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.

_____ _____

(Ort, Datum) (Unterschrift)