

PHILIPP KLEINER

Umweltfinanzmarktrecht

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

117



Philipp Kleiner

Umweltfinanzmarktrecht

Standortbestimmung und Regulierung der
Nachhaltigkeitswende an den Finanzmärkten

Mohr Siebeck

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

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

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

ISSN 2193-7273/eISSN 2569-4480

(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

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

© 2024 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

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

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

Printed in Germany.

Meiner Familie

Vorwort

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

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

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

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

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

Hamburg, im Dezember 2023

Philipp Kleiner

Inhaltsübersicht

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

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

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

Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Kapitel

Einführung

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

A. These und Anspruch dieser Arbeit

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

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

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

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

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

B. Gegenstand der Analyse

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

C. Gang der Darstellung

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

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

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

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

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

²⁰ *Auberle*, Duden – Deutsches Universalwörterbuch.

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

²² 2. Kapitel: Situationsbeschreibung und Definitionsversuch.

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

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

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

²⁴ 3. Kapitel: Die völkerrechtliche Ebene.

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

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

²⁷ 4. Kapitel: Regulierung auf europäischer Ebene.

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

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

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

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

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

³² 7. Kapitel: Perspektive eines Umweltfinanzmarktvölkerrechts.

³³ 8. Kapitel: Zusammenfassung und Ausblick.

2. Kapitel

Situationsbeschreibung und Definitionsversuch: Die ökologische Transformation der Finanzmärkte

A. Recht als Wirklichkeitswissenschaft

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Stichwortregister

- 1,5°C-Ziel 6, 102, 157, 257, 304
- Action Agenda on Financing for Development 96–99
- Adressaten *siehe* Regulierungsadressaten
- Affektionsinteressen 3, 65 f.
- Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung 96 f.
- Akteure *siehe* Regulierungsakteure
- Aktionsplan der Europäischen Kommission für ein nachhaltiges Finanzwesen **40 f.**, 62–65, **145–147**, 159–161, **173–175**, 243 f., 250, 273 f.
- Allokation
- ~sbericht 205 f.
 - Ressourcen ~ 45–47, 61–63, 125 f., 163 f., 279 f., **320–323**, 360–362, 371 f., 386
- Anlageberatung **145 f.**, 207 f., 210, **259**
- Anleger
- ~schutz 175 f., 220, **322–325**
- Announcement No. 39 (China) 433 f., **455–459**
- Anpassungsmaßnahmen 24 f., 82, 148–151, 166, 230, 239, 421, 452, 515
- Anreize **54 f.**, **57–59**, 123 f., 141 f., 276–281, 320 f., 387 f.
- Arbeitsschutzstandards *siehe* Mindestschutz
- Aufsichtsrecht 132, 139, 146, **179–181**, 206, 213 f., **223–228**, **247 f.**, 310–312, **318 f.**, **328–337**, **345–347**, 385, 434–436, 456–458, 469–471, 476 f., 499–501, 527
- Auslegung, einheitliche 250 f.
- Ausschlusskriterien 108, **151 f.**, 157–159, 219, 255–258, **467 f.**
- Autorité des Marchés Financiers 226 f., 499–501
- Banken *siehe* Kreditinstitute
- ~aufsicht 146, 183, 318 f.
- Beeinträchtigung, erhebliche **151 f.**, 154, 181, 185 f.
- Beitrag, wesentlicher 150 f.
- Benchmark *siehe* Nachhaltigkeitsbenchmarks und Nachhaltigkeits-Benchmark-Verordnung
- Bereitstellung öffentlicher Mittel 43–45, 85–89, 397
- Berichtspflichten 55, 209–212, 315–318, 339–343, 490, 503–508
- Best-in-class-Ansatz 157
- Bewertungskriterien, technische 148, 151 f., 181, 238 f., 246, 272 f., 285, 336
- Binarität 186–190
- Biodiversität 24 f., 41, 148 f., 151, **163**, 166, 229 f., 269
- Blue Bond 548 f.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen 225, 318 f.
- China Banking Regulatory Commission 430 f., 434–437, 476 f.
- China Insurance Regulatory Commission 430 f., 434–437
- China Securities Regulatory Commission 430 f., 434–437
- Climate Bonds Initiative 177–179, 273 f.
- Climate Finance *siehe* Klimafinanzierung
- CO₂-Preis 38, 50–53, 181–183, 280–286, 407
- Comité du label (Frankreich) 497–499
- Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change 546
- Copenhagen Accord 93, 95 f.
- Corporate Social Responsibility Richtlinie (CSR-Richtlinie) **315–318**, 341–343, 356–358
- Delegierte Verordnung 148, 151 f., **179 f.**, 218–219, **238–240**, 246 f., 272, 320, 330–333, 462, 573
- ~ (EU) 2021/2139 192, 239, 242, 515

- ~ (EU) 2021/2178 189, 210
- ~ (EU) 2022/1214 156
- Dichotomie 131–133
- Dienstleister, nachhaltigkeitsbezogene 224, **226–228**, 314, 321, 500f., 522f., 557, **574f.**
- Drittwirtschaftstätigkeiten 154–156
- Effekte, externe **50–53**, 124–126, 228–230, 264, 280, 283f., 296–298, 393f., 484f., 521, 571
- Eigenkapital
 - ~beteiligung 29–31
 - ~vorschriften 55, 146, **161f.**, 183, 318f., 332, 433, 561
- Eingriffswirkung 22f., 54, 57f., 243, **255–258**, **261–263**, 278, 395f., 401f., 516, 569
- Emissionszertifikatehandel 37f., **281–285**, 309, 386, 390, 406
- Emittenten 17–19, 33, 44, 55, 68, 154–156, 199, 202–206, 227, **252–258**, 311, 321, 369–371, 400f., 408, 420f., 440, 456f., **467f.**, 492
- Energiericht 132, 232f., 241, 300, 375
- Entwicklungshilfe *siehe* Bereitstellung öffentlicher Mittel
- Erklärung, nichtfinanzielle 342
- ESG *siehe* Nachhaltigkeit
- ESMA *siehe* Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
- EU Green Bond Standard *siehe* European Green Bond Standard
- Europäische
 - ~ grüne Anleihe *siehe* EU Green Bond Standard
 - ~ Investitionsbank 17, 108, 177, 384
 - ~ Umweltagentur 132, 177–179, 184, 238, **240**, 264, 274, 309, **334**, 337, 384f., 432, 568
 - ~ Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde 132, **178–180**, 182, 206, 224, 240, 320, 329–331, **332–334**, 349, 385, 551, 574
 - ~ Zentralbank **181–183**, 241, 329f., 332, 373, 385, 433f., 551, 568
- Europäischer Ausschuss für Systemrisiken 177, 329f., 384
- European Green Bond Standard 178, **202–206**, 244, 396, 491f., 498, 511, 522f., 573
- European System of Financial Supervision 329f.
- Evaluierungskriterien, technische *siehe* Bewertungskriterien, technische
- Externalitäten *siehe* Effekte, externe
- Finanz
 - ~berater 175, 201, **206f.**, 210, 218f., 234, 236, 258–261, 351, **399f.**
 - ~intermediär 55, 142, 243, **259**, 261f., 308, 314, 369–371, **399f.**, 469f., 574
 - ~markt 15–19, 36–39
 - ~marktausschluss 108, 151f., 158, 255–258, 261f., 467f.
 - ~marktresilienz 5f., **70–72**, 102, **167f.**, 171f., 176, 231, 241, 255, 321, 377f., 380f., 403f., 426f., 440, 526
 - ~marktstabilität *siehe* Finanzmarkt-resilienz
 - ~produkte, nachhaltige 4, 15, **27–36**, 66–68, 187–191, 460f., 557f.
 - ~wissenschaft 5, 61f., 67, 377
- Finanzierungs
 - ~funktion 28f., 43, 153f., 166, 297, 324, 391, 397, 426f., 564
 - ~verantwortung 281, 397, 406
- Fondsgesellschaften 207, 209, 259, 439
- Fünf-Jahres-Plan (China) 423f., 429, **444–446**
- Funktionalität *siehe* Regulierungsbegriff
- Geldmarkt 36f., 311f.
- Gemeinsamer Ausschuss der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden 179, 248, 329
- Generationengerechtigkeit 21–23, 229f., 296, 393f.
- Geschäftsleiterpflichten 146
- Gesellschaftsrecht 232, 236, 241f., 442
- Gewährleistungsverantwortung 89f., 304, 397, 580
- Glasgow Climate Pact 108
- Globalität 123, 412f., 425f., 450, 534f., 566f.
- Green
 - ~ Bond Endorsed Projects Catalogue (China) 456f., 459–464, 482, 516
 - ~ Bonds 29, 32–34, *siehe auch* EU Green Bond Standard
 - ~ Credit Policy (China) 417, 433
 - ~ Deal, europäischer 3f., 9, 40f., 69, **391f.**, 408, 578f.

- ~ Finance Committee (China) 438 f., 459, 478
- ~ Finance Study Group 417, 555
- ~ Funds 30
- ~ Finance **73 f.**, 227, 429, 450 f.
- ~ Lending 34
- ~ Securitization 29, 34, 531
- ~fin-Label 497–499, **513–517**
- ~washing 49 f., 168, 448, 467
- Grenelle II-Gesetz (Frankreich) 490, 494, 496, 502 f., 505
- Guidance on promoting investment and financing to address climate change (China) 450–454
- Guidelines for Establishing the Green Financial System (China) 417, 446–450

- Harmonisierung 141 f., 196–198, 219–222, 294, 355–359, 406
- Hochrangige Sachverständigengruppe für ein nachhaltiges Finanzwesen 177–179, 273 f., 384, 417

- Impact Investment 11–14, 66, 563
- Information
 - ~sasymmetrien 60, 118, 160, 168, 193, 217, 221, 321, 325, 339, 354, 519
 - ~spflichten *siehe* Berichtspflichten und Transparenzinstrumente
 - ~recht *siehe* Umweltinformationsrecht
- Informationen, vorvertragliche 201, 209, 361, 383
- Instrumente
 - ökonomische ~ 53, 57–59, 213 f., **279–286**, 291 f., 306, 387–390, 395 f., 441, 528, *siehe auch* Regulierungsinstrumente
 - reflexive ~ *siehe* Reflexivität
- Integrationsprinzip 125, 298–302, 393, 404, 571
- Intermediär *siehe* Finanzintermediär
- Internalisierung *siehe* Effekte, externe
- International Capital Market Association 515, 531
- Investoren, institutionelle 13 f., 39 f., 87, 140, 161, 207, **209 f.**, 253, 259 f., 369, 439, 496, 502, 505, 507 f., 542, **560 f.**, 577 f.
- Investition
 - ~sentscheidung 4 f., 11–15, **26 f.**, 37–39, 42–45, 57–59
 - ~schutzrecht 120, 126
- ~sverbote 140 f., 193, **348–350**, 387, 516, 519
- ~volumen 3 f., 15–19
- ISR-Label 511, 517 f.

- Johannesburg Deklaration 96 f.

- Kapital
 - ~allokation *siehe* Allokation
 - ~marktunion 247 f., **391 f.**
 - ~verkehrsfreiheit 247 f., 262 f., 404
- Katowice Rulebook 106 f., 119
- Kennzeichnungen *siehe* Labels sowie European Green Bond Standard
- Klassifikationssystem *siehe* Taxonomie
- Klima
 - ~beschluss des Bundesverfassungsgerichts 22
 - ~finanzierung 74 f., 81 f., 87–89, 92–96
 - ~schutzplan 2050 der Bundesregierung 5, 54, 275
 - ~schutzvölkerrecht 81 f., 90 f., 103
- Kompetenzgrundlagen 76, 132, 381–383
- Kooperationsprinzip 302–304, 397, 406, 571
- Kreditinstitut 42, 207, 209, 259, 399, 505
- Kreislaufwirtschaft 25, 148 f., 151 f., 166, 229 f., 233, 421, 423 f., 425, 462, 516
- Kyoto-Protokoll 90, 93, **94 f.**, 282 f.

- Labels 113, 202–206, 388, 497–500, 511–518, 556, 573, *siehe auch* European Green Bond Standard sowie Greenfin-Label und ISR-Label
- Lamfalussy II*-Verfahren 328, **330 f.**, 332 f., 350–353, 367 f.
- Lauterkeitsrecht 57
- Lenkungsinstrumente *siehe* Verhaltenslenkung
- Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz 25 f.
- Lock-in-Effekt 155 f.

- Markt
 - ~missbrauchs-Richtlinie 2014/57/EU 313, 348, 352, 356
 - ~missbrauchs-Verordnung (EU) Nr. 596/2014 313, 348, 353, 356
 - ~versagen **46, 50 f.**, 71, 112, 163, 321, 339, 372, 448
- Marrakech Action Proclamation 104
- Meeresressourcen 25, 148 f., 163, 166, 269, 549

- Mehr-Ebenen-System 180, 225, **244–248**, 329, **365 f.**, **397 ff.**, 493, 507 f., 516, 520–522
- Menschenrechte *siehe* Mindestschutz
- Milderungsmaßnahmen 24 f., 148, 150 f., 163, 166, 229
- Millennium-Entwicklungsziele 96 f., 575
- Mindestharmonisierung *siehe* Harmonisierung
- Mindestschutz, menschen- und arbeitsrechtlicher 198, 295
- Mobilisierung 4, 23 f., 32, **40–45**, 54, 60, 64, 69, 77, 82 f., **85–90**, 92 f., 104–108, 113, 118 f., 164 f., 371, 447 f.
- Multi-Stakeholder-Gremien 177–179, 383–385, 406, 437–439, 459, 479, 489, 497–499, 513 f., 522, 531, 568, 570
- Nachhaltigkeit
- ~s-Benchmark-Verordnung 175 f., 179 f., **212 f.**, **219**, 221 f., 225, 250 f., **343**, 345
 - ~begriff 20–23, 24–26
 - ~sbenchmarks 212 f., **219**, 221 f., 225, 250 f., 345 f., 351 f.
 - ~sprinzip 124–126, 228–230, 295–298, 309, 393 f., 484 f.
 - ~srecht 20–23
 - ~risiken 4–6, 45–53
 - ~sstrategie 208 f., 261, 400, 569
 - ~wende 9 f., 53
- National Development and Reform Commission (China) 432
- Network for Greening the Financial System 182, 241, 332, 500
- Neue Verwaltungsrechtswissenschaft 59–61
- Nudging 58 f., 291
- Offenlegungs-Verordnung 160, 175 f., 179, **200–202**, 213, 216–219, 220 f., 240, 247 f., 350–352
- Öffentliche Güter *siehe* Effekte, externe
- Ökologie 4–6, 23–26, 61–63
- Ökosystem 25, 66, 81, 148 f., 166, 229 f., 270, 283 f., 292, 421–423
- Ordnungsrecht 60, 184, 277 f., 306, 325, 407, 409, *siehe auch* Investitionsverbote
- Pariser Übereinkommen 7, 41, 51, 68 f., **77 f.**, 412 f., 421, 450 f., 478, 491, 495, 512, 553–555, 565 f., 576–578
- People's Bank of China 183, 432–434, 455–457
- Plattform für ein nachhaltiges Finanzwesen 178 f., 238 f., 246, 274, 303, 333 f., 335–337, 498
- Portfolioverwaltung 28, 207 f., 259
- Präventionsprinzip 121–123
- Prinzip der gemeinsamen, aber unterschiedlichen Verantwortlichkeiten 88, 117 f.
- Privatanleger 3 f., 11–15, 42–45, 65–67, 253–255, 397, 578–580
- Produktlebenszyklus 190
- Profitabilität *siehe* Renditeerwartung
- Public-Private-Partnerships *siehe* Bereitstellung öffentlicher Mittel
- Publizität *siehe* Transparenz
- Querschnitt
- ~sklausel 132, 173, 300 f.
 - ~sprinzip **230–242**, 302, 334, 359, 369, 392 f., 432, 483 f., 568
- Rahmensetzung 361–363, 396
- Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaänderungen 77, **92 f.**, 576
- Ratingagentur *siehe* Dienstleister, nachhaltigkeitsbezogene
- Realwirtschaft 46, 64, 102, 174, 407, 409
- Rechnungslegung 146, 328, 336
- Recht
- ~sakttypus 141 f., 193 f., 216 f., 221, 292 f., 352–354, 388 f.
 - ~swahl 558 f.
- Reflexivität 55, 59, 214–216, **290–292**, 339 f., 387 f., 395 f., 474, 510 f.
- Regulierung 112–114, **134–137**, 145, 313, 375 f., 407–409, 411 f.
- ~sadressaten 144 f., 252–263, 307, 369–372, **399–401**
 - ~sbegriff 134–137, 145, 313, 416–419
 - ~sebene 137, 244–249, 365, 397
 - ~sinstrument 140–143, 184–228, 275–294, 338–359, **386–392**
 - ~sprinzipien 143 f., 228–249, 294–305, 360–366, **392–399**
 - ~stechnik 141–143, 191–199, 213–223, 276–279, 292–294, 347–359, 388
 - ~sziel 138 f., 165–177, 270 f., 322–327, **380–383**
- Rendite 4 f., 42, **65–68**, 242, 279, 408

- Report-or-explain Mechanismus 208, **510**, 519
- Resilienz *siehe* Finanzmarktresilienz
- Ressourcenallokation *siehe* Allokation
- Reverse-Enquiry-Mechanismus 533, 560f.
- Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) 207, 259
- Rio-Erklärung über Umwelt und Entwicklung 23, 123
- Rio +20-Vereinbarungen 96–98, 125
- Risiken
- ~physische *siehe* Nachhaltigkeitsrisiken
 - Folge ~ *siehe* Nachhaltigkeitsrisiken
 - Reputations ~ *siehe* Nachhaltigkeitsrisiken
 - Transitions ~ *siehe* Nachhaltigkeitsrisiken
- Risikoprinzip 143, 169, **363f.**, 374, 395, 402
- Roadmap for Sustainable Finance (Indonesien) 528f.
- Sachverständigengruppe der Mitgliedstaaten für nachhaltiges Finanzwesen 137, 180, 195, 197, 239, 246, 398
- Schnittstellengebiet 115, 131, 162, 231, 237, 275, 364, 392
- Selbstregulierung 112, 143, 328f., **335–337**, 437–439, **478f.**, 510f.
- Sozialtaxonomie 147, 198, 295f., 376, 425, **575**
- Staatsanleihen *siehe* Anleihen
- Stakeholder *siehe* Multi-Stakeholder-Gremien
- Steuerung *siehe* Lenkungsprinzip sowie Neue Verwaltungsrechtswissenschaft
- Subsidiarität 216, 244, 293
- Subventionen *siehe* Bereitstellung öffentlicher Mittel
- Sustainable Finance
- ~Beirat der Bundesregierung 237f., 240, 275
 - ~Strategie der Bundesregierung 275
- Sukuk 29, **31f.**, 524f., 531, 534
- Tätigkeit, ermöglichende 151f., 155, **159**, 258
- Taxonomie 145f., **147–159**, **185–199**, 245f., 273, 398, 435f., 464, 533
- Sozial ~ *siehe* Sozialtaxonomie
- Tragedy of the Commons *siehe* Effekte, externe
- Transformation 122, 130, **190**, 230, 305, 383, **395**
- Transparenz
- produktbezogene ~ 27, **200–206**, 213, 259f., 262, 288, 399f., 456, 573
 - ~richtlinie 2013/50/EU 315, 341, 345, 356f.
 - subjektbezogene ~ 15, **206–212**, 399f., 519, 556
 - vergütungsbezogene ~ 161, 209, 214–216, **234–237**, 344
- Übereinkunft von Kopenhagen *siehe* Copenhagen Accord
- Übergangstätigkeiten 152, **157–159**, 258
- Umbrella Regulation (Indonesien) 529–531
- United Nations Framework Convention on Climate Change *siehe* Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaänderungen
- Unternehmen
- große 206f., 210–212, 258–262, 316f., 344f., 399
 - ~sanleihen *siehe* Anleihen
 - ~ von öffentlichem Interesse 206f., 210–212, 258–262, 316f., 344f., 399
- Umwelt
- ~finanzmarktrecht 1, 53–72, 73f., 129–133, 364, **374–410**, 413, 564, 570–572, 578–581
 - ~finanzmarktvölkerrecht 7, 81f., 413f., 487, **553–562**, 576–578
 - ~informationsrecht 286f., 289
 - ~ökonomie 57, 61f.
 - ~programm der Vereinten Nationen 177, 384, 427
 - ~recht 267–309, 402–410
 - ~schutz 10, **63–65**, 168–176, 230f., 268–271, 380–382, 403f., 422–425, 494f., 570
 - ~verschmutzung 25, 148f., 152, 166, 269, 421, **467f.**
 - ~ziele **147–152**, 166, 185f., 461f.
- Verantwortungssphären 39f., 61, 87f., 302–304, **397**, 405f., 578, **580**
- Verbote *siehe* Investitionsverbote
- Verbraucherschutz 237, 324–327
- Verbriefungen, nachhaltige *siehe* Green Securitization

- Vergütung siehe Transparenz, vergütungs-
bezogene
- Verhalten
- ~slenkung 10 f., **54–56**, 141 f., 242–244,
253, 276–279, 347–350, **395 f.**, 485 f.,
516, 521, 529, 539, 550, 556 f., 564
 - ~sökonomie 57–59, 339
 - ~spflichten 27, 135, 258, 312, 320, 400,
569, 574
- Verordnung über Märkte für Finanzinstru-
mente (EU) Nr. 600/2014 (MIFIR) 314
- Verschmutzung *siehe* Umweltverschmut-
zung
- Versicherungsunternehmen 42, 207, 259,
347, 362, 439
- Verursacherprinzip 123 f., 297, 304 f., 307
- Vorsorgeprinzip 121–123, 230, 304 f., 364,
395
- Währungsrisiken 533, 545, 558
- Wertpapierfirmen 161, 207, 259, 314, 399,
505
- Wertschöpfung 48, 153 f., 159, 189 f., 261,
408
- Wissenstransfer 559 f.
- Wirtschaftstätigkeiten, nachhaltige
147–159, 166, 186 f., 255–257
- Zertifikatehandel *siehe* Emissions-
zertifikatehandel
- Zweck-Mittel-Konzeption 4, **64 f.**, 176,
264 f., 359 f., 426 f., 526 f., 549, 570 f.