

CORNELIUS BAUMANN

Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
134*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

134



Cornelius Baumann

Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel

Zur teleologischen Auslegung der
Sustainable-Finance-Regulierung

Mohr Siebeck

Cornelius Baumann, geboren 1998; Studium der Rechtswissenschaften an der Ludwig-Maximilians-Universität München und der Chuo University Tokyo; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht der Ludwig-Maximilians-Universität München; 2025 Promotion; Rechtsreferendariat am OLG München.
orcid.org/0009-0008-9899-5216

Diss., Ludwig-Maximilians-Universität München, 2025

ISBN 978-3-16-16-164757-4 / eISBN 978-3-16-164758-1

DOI 10.1628/978-3-16-164758-1

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.

© 2025 Mohr Siebeck Tübingen.

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 Recht einer Nutzung der Inhalte dieses Werkes zum Zwecke des Text- und Data-Mining im Sinne von § 44b UrhG bleibt ausdrücklich vorbehalten.

Gedruckt auf alterungsbeständiges Papier.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

Clara und meiner Familie

Vorwort

Diese Arbeit wurde im Juli 2024 offiziell bei der Ludwig-Maximilians-Universität München unter dem Titel „Die Förderung nachhaltiger Investitionen als kapitalmarktrechtliches Regelungsziel – Eine Abhandlung zur teleologischen Auslegung der Sustainable Finance Regulierung“ als Dissertation eingereicht. Die analysierten Rechtsakte, Rechtsprechung und Literatur sind auf dem Stand der Einreichung.

Herzlichster Dank gilt meinem verehrten Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil, der mir den Anstoß zur Auseinandersetzung mit dem Thema der vorliegenden Arbeit gegeben hat. Bedanken möchte ich mich bei ihm für die Betreuung meiner Arbeit sowie vor allem für die unvergessliche Zeit am Lehrstuhl, an die ich immer gerne zurückdenke. Die Mitarbeit am Lehrstuhl hat mich in fachlicher und persönlicher Hinsicht sehr bereichert. Durch die Doktoranden-seminare konnte ich wertvolle Impulse für meine Arbeit gewinnen. Bei alledem kam auch der Spaß nie zu kurz. Gelacht wurde am Lehrstuhl jeden Tag.

Mein großer Dank gebührt ferner meinem Zweitgutachter, Herrn Prof. Dr. Mathias Habersack, der mein Zweitgutachten innerhalb kürzester Zeit erstellt hat, und meinem mündlichen Prüfer, Herrn Prof. Dr. Hans Christoph Grigoleit, für die interessante und angenehme Diskussion im Rahmen meines Rigorosums.

Die mitreißenden Vorlesungen der vorstehend Genannten während meines Studiums waren maßgeblicher Grund für meine Entscheidung, im Kapitalmarkt-recht zu promovieren. Eine Entscheidung, die ich wieder treffen würde.

Gefördert wurde meine Arbeit durch die Studienstiftung des deutschen Volkes, der ich an dieser Stelle meinen ganz herzlichen Dank für das großzügige Promotionsstipendium aussprechen möchte.

Dazu, dass ich meine Doktorandenzeit in so guter Erinnerung behalten werde, haben auch maßgeblich meine fantastischen Lehrstuhlkolleginnen und -kollegen beigetragen. Besonders meine Zimmerkollegen und Freunde, Tobias Gump und Koray Çavuşoğlu, haben jeden Tag im Büro zu einem schönen Tag gemacht und mir durch ihre scharfsinnigen Anmerkungen viele wertvolle Impulse gegeben. Bei Ihnen und dem gesamten restlichen Team, insbesondere auch bei Frau Dr. Azur Coulmas und Herrn Dr. Nils Meyer-Eller, möchte ich mich für die schöne gemeinsame Zeit sowie die vielen interessanten Anregungen bedanken.

Für die Aufnahme in die Schriftenreihe danke ich den Reihenherausgebern, Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. Jörn Axel Kämmerer, Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Karsten Schmidt sowie Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil. Dem gesamten Team von

Mohr Siebeck, das in die Veröffentlichung meiner Arbeit involviert war, danke ich für die angenehme Zusammenarbeit bei der Publikation.

Während meiner Promotionszeit begleitet haben mich Clara, meine Eltern und Geschwister sowie meine Freunde, vor allem Jason, Yutaka und Moritz. Für Euer offenes Ohr, Eure bedingungslose Unterstützung und Eure Empathie bin ich Euch unbeschreiblich dankbar. Euch zu haben, bedeutet mir alles.

München, August 2025

Cornelius Baumann

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XIX
Einleitung	1
Teil 1: Das Ziel der Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung	9
Kapitel 1: Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel	11
A. <i>Untersuchungskontext:</i> <i>Kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung</i>	11
B. <i>Untersuchungsgegenstand: (Kapitalmarktrechtliche) Regelungsziele</i>	15
C. <i>Untersuchungsmethode: Ermittlung von Regelungszielen</i>	30
D. <i>Untersuchung: Regelungsziele der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung</i>	42
E. <i>Zusammenfassung in Thesen</i>	65
Kapitel 2: Konkretisierung des Förderungsziels	69
A. <i>Untersuchungsmethode: Konkretisierung von Regelungszielen</i>	70
B. <i>Untersuchung: Konkretisierung des Förderungsziels</i>	71
C. <i>Zusammenfassung in Thesen</i>	100
Kapitel 3: Das Förderungsziel im Rahmen der teleologischen Auslegung – Teil I (interne Bewertung)	103
A. <i>Grundsätzliches Erfordernis einer Folgenorientierung der teleologischen Auslegung im Kontext des Förderungsziels</i>	104

<i>B. Besonderheiten der (folgenorientierten) teleologischen Auslegung im Kontext des Förderungsziels</i>	112
<i>C. Auslegungsbeispiele</i>	117
<i>D. Zusammenfassung in Thesen</i>	127
Kapitel 4: Das Förderungsziel im Rahmen der teleologischen Auslegung – Teil II (externe Bewertung)	131
<i>A. Untersuchungsmethode: Umgang mit teleologischer Mehrdimensionalität</i>	135
<i>B. Untersuchung: Praktische Handhabung der teleologischen Mehrdimensionalität der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung</i>	143
<i>C. Zusammenfassung in Thesen</i>	204
Teil 2: Das Ziel der Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel des sonstigen Kapitalmarktrechts	211
<i>A. Untersuchungsmethode: Wege zur Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel im sonstigen Kapitalmarktrecht</i>	212
<i>B. Untersuchung: Das Förderungsziel als Regelungsziel der MAR</i>	219
<i>C. Zusammenfassung in Thesen</i>	239
Fazit	243
Literaturverzeichnis	251
Sachregister	273

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XIX
Einleitung	1
Teil 1: Das Ziel der Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung	9
Kapitel 1: Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel	11
<i>A. Untersuchungskontext:</i> <i>Kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung</i>	11
<i>B. Untersuchungsgegenstand: (Kapitalmarktrechtliche) Regelungsziele</i>	15
I. Begriff des Regelungsziels	15
1. Definition und Begriffsmerkmale	15
2. Arten von Regelungszielen	18
II. Tradierte Regelungsziele des Kapitalmarktrechts	21
1. Binnenmarktziel	22
2. Marktfunktionsschutzziel	22
a) Allokationseffizienzziel	24
b) Informationseffizienzziel	25
c) Gewährleistung institutioneller Effizienz	25
d) Gewährleistung operationaler Effizienz	26
3. Anlegerschutzziel	26
4. Finanzstabilitätsziel	28
5. Zusammenfassung	29
<i>C. Untersuchungsmethode: Ermittlung von Regelungszielen</i>	30
I. Vorgehen: Grundsätzliche Zweischrittigkeit der Regelungszielermittlung	30
II. Heranziehbare Argumente: Wortlaut, Historie, Systematik	32

1. Vertiefung: Argumentation mit dem Wortlaut	33
2. Vertiefung: Argumentation mit der Historie i.w.S.	35
3. Vertiefung: Argumentation mit der Systematik	40
<i>D. Untersuchung: Regelungsziele der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung</i>	42
I. Das Regelungsziel der „Förderung nachhaltiger Investitionen“	42
1. Argumente für die Anerkennung des Förderungsziels	
als Regelungsziel	42
a) Genese: Entstehungszeitlicher Gesetzgeberwille	42
aa) Erwägungsgründe	43
(1) Explizite Formulierung des Förderungsziels	43
(2) Implizite Formulierung des Förderungsziels	44
(3) Zwischenergebnis	46
bb) Kommissionsvorschläge	46
(1) Explizite Formulierung des Förderungsziels	47
(2) Implizite Formulierung des Förderungsziels	47
(3) Zurechnung der Willensbekundungen der Kommission an den Unionsgesetzgeber	49
(4) Zwischenergebnis	51
cc) Rechtsaktsvorbereitende Verlautbarungen	51
dd) Zusammenfassung	52
b) Systematik: Wertungen des EU-Primärrechts	53
aa) Wertungen des ErwG (9) EUV-Präambel, Art. 3 Abs. 3 UAbs. 1 S. 2, Art. 21 Abs. 2 lit. d), lit. f) EUV	53
bb) Wertungen des Art. 11 AEUV sowie des Art. 37 GRCh	54
cc) Zusammenfassung	56
2. Keine überzeugenden Gegenargumente	56
a) Unerheblichkeit der Existenz weiterer Regelungsziele	56
b) Irrelevanz etwaiger Uneigenständigkeit bzw. Nachrangigkeit des Förderungsziels	57
c) Unwesentlichkeit der Wahl der Rechtsgrundlage	58
3. Zusammenfassung	59
4. Die kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung als (inneres) System	60
II. Sonstige Regelungsziele	62
<i>E. Zusammenfassung in Thesen</i>	65
Kapitel 2: Konkretisierung des Förderungsziels	69
<i>A. Untersuchungsmethode: Konkretisierung von Regelungszielen</i>	70
<i>B. Untersuchung: Konkretisierung des Förderungsziels</i>	71
I. Konkretisierung des Zielaspektes „Förderung“	71

1. Konkretisierungsschritt (1): Ziel der Herbeiführung einer nachhaltigkeitsdienlichen Verhaltenssteuerung	71
2. Konkretisierungsschritt (2): Adressaten der intendierten nachhaltigkeitsdienlichen Verhaltenssteuerung	73
a) Primär: Private finanzwirtschaftliche Investoren	73
b) Sekundär: Realwirtschaftliche Emittenten	74
3. Konkretisierungsschritt (3): Intendierte nachhaltigkeitsdienliche Verhaltensweise	75
a) Herbeiführung einer flächendeckenden Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in den Investitionsentscheidungsprozess	75
b) Herbeiführung von mehr Investitionsentscheidungen zugunsten nachhaltiger Investitionen	76
4. Konkretisierungsschritt (4): Ziel der Schaffung von Anreizen und Beseitigung von Hindernissen	78
5. Zusammenfassung	82
II. Konkretisierung des Zielaspektes „nachhaltige Investitionen“	83
1. Konkretisierungsschritt (1): Investitionen, durch die Kapital für nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten bereitgestellt wird	84
2. Konkretisierungsschritt (2): Nachhaltigkeit	85
a) Fünfdimensionales Nachhaltigkeitskonzept	86
aa) Rezeption des Nachhaltigkeitskonzepts des sog. Brundtland-Reports	86
bb) Bezugnahme auf das sog. Drei-Säulen-Modell der Nachhaltigkeit	87
cc) „ESG“ als Konkretisierungskürzel	88
dd) Zusammenfassung	89
b) Rezeption des Konzepts der planetaren Grenzen	89
c) Exkurs: Verhältnis der verschiedenen Nachhaltigkeitsdimensionen	91
d) Bezugnahme auf konkreter greifbare Nachhaltigkeitsziele	95
e) Maßgeblichkeit der Leistung wesentlicher Beiträge und der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen	99
f) Zusammenfassung	99
C. Zusammenfassung in Thesen	100
Kapitel 3: Das Förderungsziel im Rahmen der teleologischen Auslegung – Teil I (interne Bewertung)	103
A. Grundsätzliches Erfordernis einer Folgenorientierung der teleologischen Auslegung im Kontext des Förderungsziels	104
I. Begriff und Struktur der folgenorientierten Auslegung	104
II. Gründe für das grundsätzliche Erfordernis einer Folgenorientierung	106

III. Praktische Konsequenzen	109
IV. Zusammenfassung	111
<i>B. Besonderheiten der (folgenorientierten) teleologischen Auslegung im Kontext des Förderungsziels</i>	<i>112</i>
I. Ausrichtung an einem neuartigen Optimierungsgebot („nachhaltigkeitsförderliche Auslegung“)	112
II. Berücksichtigung eines neuartigen Untermaßverbots („nachhaltigkeitskonforme Auslegung“)	114
III. Zusammenfassung	116
<i>C. Auslegungsbeispiele</i>	<i>117</i>
I. Nachhaltigkeitsförderliche Auslegung des Art. 4 Offenlegungs-VO	117
1. Auslegungsproblem und in Betracht kommende Auslegungsmöglichkeiten	118
2. Teleologische Auslegung	119
a) Empirische Folgenanalyse	121
aa) Keine empirischen Erkenntnisse zur speziellen Fragestellung	121
bb) Übertragbarkeit empirischer Erkenntnisse zu einer vergleichbaren Fragestellung	121
b) Normative Folgenbewertung	123
II. Nachhaltigkeitskonforme Auslegung des Art. 19b Benchmark-VO	125
<i>D. Zusammenfassung in Thesen</i>	<i>127</i>
 Kapitel 4: Das Förderungsziel im Rahmen der teleologischen Auslegung – Teil II (externe Bewertung)	 131
<i>A. Untersuchungsmethode: Umgang mit teleologischer Mehrdimensionalität</i>	<i>135</i>
I. Grobstruktur: Zwei Denkschritte (Vorfrage, Hauptfrage)	135
II. Kriterien zur Beurteilung inhaltlicher Kompatibilität vs. Inkompatibilität (Vorfrage)	137
III. Methode zur Beurteilung der Eigenständigkeit und eigenständigen Relevanz des Förderungsziels (Nebenfrage)	140
<i>B. Untersuchung: Praktische Handhabung der teleologischen Mehrdimensionalität der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung</i>	<i>143</i>
I. Vorfrage: Inhaltliche Gegenüberstellung des Förderungsziels und der sonstigen Regelungsziele	144
1. Vorüberlegung: Konkretisierung der sonstigen Regelungsziele	144
a) Transformationsziel	144
b) Greenwashingziel	145

c) Transparenzziel und Anlegervertrauensziel	146
d) Binnenmarktziel	146
e) Marktfunktionsschutzziel, Anlegerschutzziel und Finanzstabilitätsziel	147
2. Inhaltliche Kompatibilität des Förderungsziels und des Transformationsziels	150
3. Inhaltliche Kompatibilität des Förderungsziels und des Greenwashingziels	152
4. Inhaltliche Kompatibilität des Förderungsziels und des Transparenzziels	153
5. Inhaltliche Kompatibilität des Förderungsziels und des Anlegervertrauensziels	153
6. Inhaltliche Kompatibilität des Förderungsziels und des Binnenmarktziels	154
7. Partielle inhaltliche Inkompatibilität des Förderungsziels und des Marktfunktionsschutzziels	156
a) Partielle inhaltliche Inkompatibilität des Förderungsziels und des Allokationseffizienzziels	156
aa) Partielle inhaltliche Kompatibilität	157
bb) Partielle inhaltliche Inkompatibilität	158
(1) Effizienz ist nicht gleich Nachhaltigkeit	161
(a) Theoretische Begründung	161
(b) Praktisches Beispiel	163
(c) Zusammenfassung	167
(2) Nachhaltigkeit ist nicht gleich Effizienz	167
(a) Theoretische Begründung	167
(b) Praktisches Beispiel	169
(c) Zusammenfassung	171
(3) Zusammenfassung	172
b) Inhaltliche Kompatibilität des Förderungsziels und der sonstigen Effizienzziele	173
8. Inhaltliche Kompatibilität des Förderungsziels und des Anlegerschutzziels sowie des Finanzstabilitätsziels	175
9. Zusammenfassung in Thesen	177
II. Hauptfrage: Konsequenzen für die teleologische Auslegung	179
1. Konsequenz inhaltlicher Kompatibilität für die teleologische Auslegung	180
2. Konsequenz inhaltlicher Inkompatibilität für die teleologische Auslegung	182
a) Erfordernis und verschiedene Möglichkeiten einer Auflösung des Regelungszielkonflikts	182
b) Keine Auflösung des Regelungszielkonflikts durch eine abstrakte Hierarchisierung (materielle Vorrangregel)	184

aa) Keine abstrakte Vorrangigkeit des Förderungsziels	185
bb) Keine abstrakte Vorrangigkeit des Allokationseffizienzziels	189
cc) Zusammenfassung	191
c) Auflösung des Regelungszielkonflikts durch eine Abwägung (prozedurale Abwägungsregel)	192
aa) Leitlinien zum Verfahren der Abwägung	193
(1) Erster Schritt: Ermittlung des konkreten Inhalts des Förderungs- und Allokationseffizienzziels	194
(2) Zweiter Schritt: Gewichtung des Förderungs- und Allokationseffizienzziels	194
(3) Dritter Schritt: Abwägung i.e.S.	197
bb) Praktisches Beispiel zur Durchführung der Abwägung	199
(1) Bislang ungelöstes Auslegungsproblem	199
(2) Auflösung durch Anwendung der prozeduralen Abwägungsregel	200
C. Zusammenfassung in Thesen	204
Teil 2: Das Ziel der Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel des sonstigen Kapitalmarktrechts	
A. Untersuchungsmethode: Wege zur Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel im sonstigen Kapitalmarktrecht	212
I. Figur der „Ausstrahlungswirkung“	214
II. Figur der „geltungszeitlich-objektiven Korrektur“	216
III. Zusammenfassung	218
B. Untersuchung: Das Förderungsziel als Regelungsziel der MAR	219
I. De lege lata: Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel der MAR?	219
II. Gedankenexperiment: Praktische Auswirkungen einer etwaigen künftigen Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel der MAR	223
1. Insiderinformationsqualität von Nachhaltigkeitsinformationen ohne nachweisbare Fundamentalwertrelevanz	225
a) Aktueller Streitstand	225
b) Hintergrund und dogmatische Einordnung der Streitfrage	227
c) Zusammenfassung	230
2. Auswirkungen der Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel der MAR auf die Diskussion	230
a) Normative Anpassung der Maßstabsfigur des verständigen Anlegers	230
aa) Wertungen des Förderungsziels: Neue Interessen des verständigen Anlegers	231

bb) Unerheblichkeit gegenläufiger Wertungen des Regelungsziels der Stärkung der Markteffizienz	233
cc) Kein Entgegenstehen der ErwG (14), (15) MAR sowie des Uferlosigkeitsarguments	235
dd) Zusammenfassung	236
b) Anerkennung einer neuen Fallgruppe von Insiderinformationen: Nachhaltigkeitsinformationen	237
c) Neubeurteilung der Streitfrage	238
C. Zusammenfassung in Thesen	239
Fazit	243
Literaturverzeichnis	251
Sachregister	273

Abkürzungsverzeichnis

A.A./a.A.	andere(r) Ansicht
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFM-DelVO	Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010
Am. U. Bus. L. Rev.	American University Business Law Review
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
ARSP	Archiv für Rechts- und Sozialphilosophie
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BeckOK WpHR	Beck'scher Online-Kommentar Wertpapierhandelsrecht
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Benchmark-VO	Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014
Beschl.	Beschluss
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Bus. Strat. Env.	Business Strategy and the Environment
CML Rev.	Common Market Law Review
CO ₂	Kohlenstoffdioxid/Kohlendioxid
CRD IV	Capital Requirements Directive IV (Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den

	Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG)
CRR	Capital Requirements Regulation (Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012)
CSDD-RL	Corporate Sustainability Due Diligence-Richtlinie
CSRD	Corporate Social Responsibility-Richtlinie (Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen) sowie Corporate Sustainability Reporting-Richtlinie (Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen)
DB	Der Betrieb
DelRL	Delegierte Richtlinie
DelVO	Delegierte Verordnung
ders./dies.	derselbe/dieselbe
DNSH	Do No Significant Harm
e.V.	eingetragener Verein
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECHA	European Chemicals Agency
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
Econ J.	The Economic Journal
Ed.	Edition
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
EL	Ergänzungslieferung
Environ. Sci. Technol.	Environmental Science & Technology
EnWZ	Zeitschrift für das gesamte Recht der Energiewirtschaft
ErwG	Erwägungsgrund
ESA	European Supervisory Authorities
ESG	Environment Social Governance
ESG	Zeitschrift für nachhaltige Unternehmensführung
ESG-Benchmark-VO	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

ESGZ	Die Fachzeitschrift für Nachhaltigkeit und Recht
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESMA-VO	Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission
et al.	et alii/aliae/alia
EU	Europäische Union
EuCML	Journal of European Consumer and Market Law
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EUR	Euro
EuR	Europarecht
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZ	Zeitschrift für Europarecht
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
f.	folgende
ff.	fortfolgende
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbHRundschau – Zeitschrift für Gesellschafts-, Unternehmens- und Steuerrecht
GMO	Verordnung (EU) Nr. 1308/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Dezember 2013 über eine gemeinsame Marktorganisation für landwirtschaftliche Erzeugnisse und zur Aufhebung der Verordnungen (EWG) Nr. 922/72, (EWG) Nr. 234/79, (EG) Nr. 1037/2001 und (EG) Nr. 1234/2007
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
Green-Bonds-VO	Verordnung (EU) 2023/2631 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. November 2023 über europäische grüne Anleihen sowie fakultative Offenlegungen zu als ökologisch nachhaltig vermarkteten Anleihen und zu an Nachhaltigkeitsziele geknüpften Anleihen
GS	Gedächtnisschrift
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HGB	Handelsgesetzbuch
HLEG	EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance
Hrsg.	Herausgeber
i.d.F.	in der Fassung
i.E.	im Ergebnis
IDD-RL	Insurance Distribution Directive (Richtlinie (EU) 2016/97 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Januar 2016 über Versicherungsvertrieb (Neufassung))
i.e.S.	im engeren Sinne/im eigentlichen Sinne
Int. J. Behavioural Accounting and Finance	International Journal of Behavioural Accounting and Finance

IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change
i.S.d.	im Sinne des
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
J Bus Ethics	Journal of Business Ethics
J. Appl. Account. Res.	Journal of Applied Accounting Research
JA	Juristische Arbeitsblätter
JuS	Juristische Schulung
JZ	JuristenZeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KlimaRZ	Zeitschrift für materielles und prozessuales Klimarecht
Kommission	Europäische Kommission
Lfg.	Lieferung
lit.	litera
M&A	Mergers&Acquisitions
MAR	Market Abuse Regulation (Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission)
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung)
Mrd.	Milliarde
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NFRD	Non-Financial Reporting Directive (Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen)
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Nummer
NuR	Natur und Recht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv – Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
Offenlegungs-VO	Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
PAI	principal adverse impacts

PBT	Persistent Bioakkumulierend Toxisch
PEPP-VO	Verordnung (EU) 2019/1238 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019 über ein Paneuropäisches Privates Pensionsprodukt (PEPP)
PRIIP-VO	Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP)
Prospekt-VO	Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG
Q&A	Questions&Answers
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Rat	Rat der Europäischen Union
Ratingagentur-VO	Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen
RdF	Recht der Finanzinstrumente
Reach-VO	Verordnung (EG) Nr. 1907/2006 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Dezember 2006 zur Registrierung, Bewertung, Zulassung und Beschränkung chemischer Stoffe (REACH), zur Schaffung einer Europäischen Agentur für chemische Stoffe, zur Änderung der Richtlinie 1999/45/EG und zur Aufhebung der Verordnung (EWG) Nr. 793/93 des Rates, der Verordnung (EG) Nr. 1488/94 der Kommission, der Richtlinie 76/769/EWG des Rates sowie der Richtlinien 91/155/EWG, 93/67/EWG, 93/105/EG und 2000/21/EG der Kommission
Rev. Banking & Fin. L.	Review of Banking & Financial Law
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Satz/Seite
s./S.	siehe
s.o.	siehe oben
SDGs	Sustainable Development Goals
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation (Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor)
sic	sic erat scriptum
Solvabilität II-RL	Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II) (Neufassung)
SWZ	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
Taxonomie-VO	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) 2019/2088
u.a.	und andere
UAbs.	Unterabsatz
UN	United Nations
URL	Uniform Resource Locator
Urt.	Urteil
u.U.	unter Umständen
UV-328	2-(2H-Benzotriazol-2-yl)-4,6-di-tert-pentylphenol
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	vom
VersR	Versicherungsrecht
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
VOR	Vorbemerkung(en)
vs.	versus
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
WM	Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
ZaöRV	Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
Zfwu	Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik
ZG	Zeitschrift für Gesetzgebung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZUR	Zeitschrift für Umweltrecht
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Einleitung

700.000.000.000 € – so groß ist die Investitionslücke, die jährlich geschlossen werden muss, um die ehrgeizigen Ziele der EU im Bereich Nachhaltigkeit¹ erreichen zu können.² Eine gigantische Herausforderung, die die öffentliche Hand nach eigenen Angaben nicht allein zu bewältigen vermag. Der europäische Gesetzgeber³ hat daher in den letzten Jahren zahlreiche Maßnahmen ergriffen, um auch privates Kapital zur Finanzierung der angestrebten Nachhaltigkeitswende zu mobilisieren.

Als Teil dieses Maßnahmenpakets wurde seit 2019 vor allem das europäische Kapitalmarktrecht umfangreich umgestaltet und in beispielloser Manier auf das

¹ S. hierzu nur Kommission, Mitteilung, „Auf dem Weg in eine nachhaltige Zukunft – Europäische Nachhaltigkeitspolitik“, COM(2016) 739 final (22.11.2016) (nachfolgend: „Kommissionsmitteilung „Auf dem Weg in eine nachhaltige Zukunft““); Kommission, Mitteilung, „Der europäische Grüne Deal“, COM(2019) 640 final (11.12.2019) (nachfolgend „Kommissionsmitteilung „Der europäische Grüne Deal““); VO (EU) 2021/1119 (nachfolgend „Europäisches Klimagesetz“). Zu den ehrgeizigen Zielen der EU im Bereich „Nachhaltigkeit“ zählt dabei z.B. das Ziel der Klimaneutralität bis zum Jahr 2050.

² S. zu dieser Investitionslücke bzw. zu diesem zusätzlichen jährlichen Investitionsbedarf z.B. jüngst Kommission, Mitteilung, „Ein Rahmen für ein nachhaltiges Finanzwesen, der in der Praxis funktioniert“, COM(2023) 317 final (13.06.2023) (nachfolgend „Kommissionsmitteilung „Ein Rahmen für ein nachhaltiges Finanzwesen, der in der Praxis funktioniert““), S. 1; Kommissionsvorschlag zur DelVO (EU) 2023/2485, C(2023) 3850 final (27.06.2023) (nachfolgend „Kommissionsvorschlag zur DelVO (EU) 2023/2485“), S. 1; Kommissionsvorschlag zur DelVO (EU) 2023/2486, C(2023) 3851 final (27.06.2023) (nachfolgend „Kommissionsvorschlag zur DelVO (EU) 2023/2486“), S. 1. Der Umfang der Investitionslücke bzw. des zusätzlichen jährlichen Investitionsbedarfs wird zum Teil freilich anders beziffert (s. z.B. Kommissionsmitteilung „Der europäische Grüne Deal“, S. 18, wonach sich die Investitionslücke auf 260 Mrd. EUR belaufe, wobei sich diese Schätzung allerdings nur auf die Investitionen bezieht, die zur Erreichung der bis 2030 gesteckten Klima- und Energieziele erforderlich sind; Kommission, „Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums“, COM(2018) 97 final [08.03.2019] [nachfolgend „Kommissionsmitteilung „Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums““], S. 3, wonach sich die Investitionslücke auf 180 Mrd. EUR belaufe, wobei sich diese Schätzung allerdings ebenfalls nur auf die Investitionen bezieht, die zur Erreichung der bis 2030 gesteckten Klima- und Energieziele erforderlich sind). Im Ergebnis dürfte ungeachtet dessen aber als gemeinhin anerkannt gelten, dass jährlich ein erheblicher zusätzlicher Investitionsbedarf besteht, um die EU-Nachhaltigkeitsziele erreichen zu können.

³ S. dazu, was im Rahmen dieser Arbeit unter dem „europäischen Gesetzgeber“ verstanden wird, Teil 1, Kap. 1, C. I.

Thema Nachhaltigkeit ausgerichtet. In diesem Zuge sind bis dato⁴ dutzende neue, nachhaltigkeitsbezogene kapitalmarktrechtliche Regelungen mit einem Gesamtumfang von mehr als 920 Seiten⁵ erlassen worden – ein regelrechter „Regulierungsunami“⁶, der zu erheblichen Veränderungen und Neuerungen im Kapitalmarktrecht geführt hat und durch den das Thema Nachhaltigkeit quasi über Nacht⁷ zum „hottest game in town“⁸ geworden ist.

Dabei werfen die neuen Vorschriften, die hier als Sustainable-Finance-Regulierung bzw. als kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung bezeichnet werden,⁹ sowohl aus wissenschaftlicher Perspektive als auch aus praktischer Perspektive zahllose Fragen auf. In der Literatur hat sich vor diesem Hintergrund zwischenzeitlich ein umfangreicher Diskurs über die kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung entwickelt. Das Hauptaugenmerk dieses Diskurses

⁴ Zum Zeitpunkt des Verfassens dieser Arbeit ist die nachhaltigkeitsbezogene Umgestaltung des Kapitalmarktrechts noch keineswegs an ihr Ende angelangt. Die Regulierungsaktivitäten des europäischen Gesetzgebers sind vielmehr nach wie vor in vollem Gange.

⁵ Die hier zugrunde gelegte Seitenzahl ergibt sich aus einer Aufsummierung der Seitenzahlen der im Rahmen dieser Arbeit als kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung angesehenen Verordnungen und delegierten Verordnungen (hierzu sogleich ausführlich unter Teil I, Kap. 1, A. in ihrer konsolidierten deutschsprachigen PDF-Fassung [Stand 01.07.2024]).

⁶ Formulierung in Anlehnung an Zukas, in: FS Mathis, 2023, S. 203, 205, 209, 278; *Spießhofer*, in: Veil, *Regulating EU Capital Markets Union Vol. I*, 2024, S. 182, 185.

⁷ Das Thema „Nachhaltigkeit“ spielt am Kapitalmarkt unter den Schlagwörtern „Sustainable Finance“, „Socially Responsible Investment (SRI)“ etc. zwar bereits seit längerem eine Rolle (hierzu mit einem prägnanten historischen Überblick nur *Kehrel*, *Der Einfluss von Sustainable Finance auf die Nachhaltigkeitsziele deutscher Aktiengesellschaften*, 2023, S. 19 ff.; *Bueren*, ZGR 2019, 813, 826 ff.; *Mittwoch*, *Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht*, 2022, S. 196 ff.). Im Kapitalmarktrecht wurde das Thema bis zum Jahr 2019 auf europäischer Ebene anders als auf nationaler Ebene, auf der das Thema Nachhaltigkeit wie z.B. in Frankreich zum Teil bereits weitreichend adressiert wurde (vgl. hierzu nur *Veil/Deckert/Kämmererl Voigt*, *Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung*, 2019, S. 42 ff.; *Veil*, in: *Tountopoulos/Veil*, *Transparency of Stock Corporations in Europe*, 2019, S. 129, 130 ff.), aber allenfalls vereinzelt durch rechtlich verbindliche Vorschriften adressiert (vgl. nur *Klöhl/Jochmann*, *KlimaRZ* 2022, 12, 13; *Bueren*, ZGR 2019, 813, 849 ff.; *Scharlau*, *Socially Responsible Investment*, 2009, S. 167 ff.). Nachhaltigkeitsthemen waren bis dato überwiegend nur Gegenstand des Soft Laws bzw. privater Standards (hierzu nur *Bueren*, ZGR 2019, 813, 835 ff.; *Kehrel*, *Der Einfluss von Sustainable Finance auf die Nachhaltigkeitsziele deutscher Aktiengesellschaften*, 2023, S. 61 ff.; *Spießhofer*, in: *Veil*, *Regulating EU Capital Markets Union Vol. I*, 2024, S. 182, 188 ff.; *Gietzelt*, *Nachhaltiges Investment*, 2019, S. 43 ff.). Kapitalmarktrechtshistorisch betrachtet stellt es somit eine echte Neuheit dar, dass Nachhaltigkeitsthemen neuerdings über so weite Strecken und so prononciert im europäischen Kapitalmarktrecht rechtlich verbindlich geregelt werden und Kapitalmarktakteure so umfangreichen nachhaltigkeitsbezogenen Pflichten unterworfen sind.

⁸ Formulierung in Anlehnung an *Fleischer*, ZGR 2022, 466.

⁹ Eingehend dazu, welche Verordnungen und delegierten Verordnungen nach hiesigem Verständnis in den Bereich der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung fallen, Teil I, Kap. 1, A.

liegt bislang allerdings auf den neuen *Regelungen* selbst. Hierbei kreist das Gros der bis dato weit mehr als 100 Beiträge zur kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung vor allem um technische Fragen und versucht, einen Überblick über die neuen Vorschriften zu verschaffen und deren Regelungsgehalt besser nachzuvollziehen.

Führt man sich den gerade skizzierten Hintergrund der Sustainable-Finance-Regulierung vor Augen (Investitionslücke; Erfordernis der Mobilisierung privater Investitionen)¹⁰, drängt sich neben diesen technischen Fragen aber auch noch eine ganz grundlegende Frage auf: die Frage, welche *Regelungsziele*¹¹ mit den neuen Vorschriften verfolgt werden und ob es durch die kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung möglicherweise zu einem teleologischen Paradigmenwechsel im Kapitalmarktrecht gekommen ist.

Diese Frage stellt sich, weil der Gesetzgeber im Kontext der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung an zahlreichen Stellen explizit verlauten lässt, mit den neuen Vorschriften private Kapitalflüsse neu ausrichten zu wollen, privates Kapital in nachhaltige Investitionen lenken zu wollen und so letztlich nachhaltige Finanzmittel bzw. privates Kapital zur Schließung der oben skizzierten Investitionslücke mobilisieren zu wollen.¹² Zielvorstellungen, die dem Kapitalmarktrecht bislang gänzlich fremd waren¹³ und die in hohem Maße bemerkenswert sind, wenn man bedenkt, dass mit dem Kapitalmarktrecht bisher vor allem auf die Gewährleistung von Marktfunktionsschutz, die Gewährleistung von Anlegerschutz sowie die Gewährleistung von Finanzstabilität abgezielt wurde.¹⁴

Die gerade skizzierten gesetzgeberischen Äußerungen werfen große Zweifel daran auf, ob dieses tradierte Regelungszielgerüst im Zusammenhang mit der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung noch trägt. Denkbar erscheint vielmehr, dass mit den neuen nachhaltigkeitsbezogenen Kapitalmarktrechtsvorschriften auch ein grundstürzend neues Regelungsziel Einzug in das

¹⁰ Hierbei handelt es sich freilich nicht um den einzigen Hintergrund der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung. S. zu den weiteren Hintergründen dieser neuen Vorschriften Teil 1, Kap. 4, B.II.2.b)aa).

¹¹ S. dazu, was im Rahmen dieser Arbeit unter „Regelungszielen“ verstanden wird, Teil 1, Kap. 1, B.I.

¹² Eingehend mit ausführlichen weiteren Nachweisen zu diesen und ähnlichen Äußerungen des europäischen Gesetzgebers Teil 1, Kap. 1, D.I.1.

¹³ Vgl. insoweit nur *Köndgen*, in: FS K. Schmidt Band I, 2019, S. 671, 688, demzufolge es im Kapitalmarktrecht bislang nahezu ausschließlich um die Bekämpfung „endogener Dysfunktionen der Finanzmärkte“ ging (also z.B. um die Bekämpfung der aus der Vertrauensguteigenschaft von Finanzinstrumenten folgenden strukturellen Informationsasymmetrie zwischen Emittenten und Anlegern); so auch *Klöhl/Jochmann*, KlimaRZ 2022, 12; *Rodi*, KlimR 2022, 207, 208; *Spießhofer*, in: Veil, Regulating EU Capital Markets Union Vol. I, 2024, S. 182.

¹⁴ Eingehend mit ausführlichen weiteren Nachweisen zu diesen tradierten Regelungszielen des Kapitalmarktrechts Teil 1, Kap. 1, B.II.

Kapitalmarktrecht erhalten haben könnte: das Regelungsziel der Förderung nachhaltiger Investitionen (nachfolgend auch „Förderungsziel“).

Die Literatur¹⁵ ist sich insoweit uneins. Obgleich die Regelungsziele der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung in der Literatur bislang bedeutend weniger Aufmerksamkeit erhalten haben als die neuen Regelungen selbst,¹⁶ haben sich vor allem mit Blick auf die Frage, ob es durch die kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung zu einem teleologischen Paradigmenwechsel im Kapitalmarktrecht gekommen ist, früh zwei Lager herausgebildet:

Während nach einer Ansicht im Zusammenhang mit der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung keine „grundstürzende Neuausrichtung“ der Regelungszielarchitektur des Kapitalmarktrechts auszumachen sei,¹⁷ gehen andere davon aus, dass mit den neuen Vorschriften in teleologischer Hinsicht „ein neues Kapitel in der Finanzmarktregulierung“¹⁸ aufgeschlagen wurde und dass es mit Blick auf die Regelungsziele des Kapitalmarktrechts zu einem tiefgreifenden Strukturwandel gekommen sei.¹⁹ Soweit letzteres vertreten wird und angenommen wird, dass das Ziel der Förderung nachhaltiger Investitionen neuerdings als kapitalmarktrechtliches Regelungsziel anzuerkennen sei,²⁰ ist bislang allerdings weitgehend unklar geblieben, was genau mit dem etwaigen Regelungsziel der Förderung nachhaltiger Investitionen angestrebt wird, wie mit diesem neuartigen Regelungsziel im Rahmen der teleologischen Auslegung umzugehen wäre und in

¹⁵ Zum Zeitpunkt des Verfassens dieser Arbeit ist noch keine Rechtsprechung zur europäischen kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung ersichtlich.

¹⁶ Soweit ersichtlich, beschäftigt sich in der Literatur bislang allein *Colaert*, CML Rev. 2022, 1669 ff. schwerpunktmäßig mit den Regelungszielen der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung bzw. mit dem etwaigen neuen Regelungsziel der Förderung nachhaltiger Investitionen. Tieferschürfende Ausführungen hierzu finden sich daneben nur bei *Veil*, in: *Veil*, Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022, § 2 Rn. 21 ff.; *Kleiner*, Umweltfinanzmarktrecht, 2024, S. 165 ff.; *Klöhn/Jochmann*, KlimaRZ 2022, 12 ff. Im Übrigen äußern sich zwar noch einige weitere Stimmen in der Literatur zu den Regelungszielen der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung sowie zu dem etwaigen neuen Regelungsziel der Förderung nachhaltiger Investitionen (s. insbesondere die Nachweise unter Teil 1, Kap. 1, D.I.3.; Kap. 4, Einl.). Insoweit wird aber regelmäßig nur der Inhalt der einschlägigen Erwägungsgründe bzw. der einschlägigen gesetzgeberischen Äußerungen in den Materialien wiedergegeben und nicht wirklich vertieft, sondern nur am Rande bzw. beiläufig auf die Regelungszielarchitektur der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung eingegangen.

¹⁷ In diese Richtung wohl *Veil*, in: *Veil*, Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022, § 2 Rn. 22.

¹⁸ *Köndgen*, in: FS K. Schmidt Band I, 2019, S. 671, 688.

¹⁹ In diese Richtung *Bueren*, ZGR 2019, 813, 856; *Stumpp*, ZBB 2019, 71, 74, 80; *ders.*, Nachhaltigkeitsratingagenturen, 2022, S. 94 f.; vgl. auch *Klöhn/Jochmann*, KlimaRZ 2022, 12, 13, die zwar nicht vom Vorliegen eines Paradigmenwechsels ausgehen, aber vom Vorliegen einer „Paradigmenanreicherung“; *Ekkenga*, WM 2022, 1813, 1816.

²⁰ S. die Nachweise hierzu unter Teil 1, Kap. 1, D.I.3.

welchem Verhältnis dieses Regelungsziel zu etwaigen weiteren Regelungszielen stünde²¹.

Insoweit muss folglich dringend Licht ins Dunkel gebracht werden. Dabei sind die vorstehend angerissenen Fragen rund um die Regelungsziele der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung nicht nur theoretisch und akademisch interessant. Die Klärung dieser Fragen ist vielmehr auch in hohem Maße praktisch relevant. Denn solange unklar ist, welche Regelungsziele mit der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung verfolgt werden und ob insoweit möglicherweise ein grundstürzend neues Regelungsziel anerkannt werden muss, lassen sich die neuen nachhaltigkeitsbezogenen Vorschriften nicht (überzeugend) teleologisch auslegen.²²

Für die praktische Anwendung der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung ist dies aber hochproblematisch. Denn wie sich im Laufe dieser Arbeit noch zeigen wird, bestehen mit Blick auf die neuen Vorschriften zahlreiche Unklarheiten, die im Wege der Auslegung beseitigt werden müssen.²³ Hierbei kommt gerade der teleologischen Auslegung eine überragende Bedeutung zu.²⁴

²¹ S. die Nachweise hierzu unter Teil 1, Kap. 4, Einl.

²² Unter „teleologischer Auslegung“ wird im Rahmen dieser Arbeit die Auslegung einer Regelung im Lichte und gemäß ihrer Regelungsziele verstanden (vgl. zu diesem Verständnis nur *Krebs/Jung*, in: *Jung/Krebs/Stiegler*, Gesellschaftsrecht in Europa, 2019, § 2 Rn. 100; *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 456 ff.; *Larenz/Canaris*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 3. Aufl. 1995, S. 149 ff., 153; *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 5. Aufl. 2023, § 5 Rn. 1; *Reimer*, Juristische Methodenlehre, 2. Aufl. 2020, Rn. 357, 366). S. dazu, wie die teleologische Auslegung nach hiesigem Verständnis zu strukturieren ist, Teil 1, Kap. 1, Einl.; Kap. 3, Einl.

²³ So stellt sich beispielsweise mit Blick auf Art. 4 Abs. 2 lit. b) VO (EU) 2019/2088 (nachfolgend „Offenlegungs-VO“) die Frage, auf welche Art und Weise (qualitativ vs. quantitativ vs. qualitativ und quantitativ) die wichtigsten nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen beschrieben werden sollen (eingehend m.w.N. hierzu Teil 1, Kap. 3, C.I.). Daneben ist im Kontext des Art. 19b iv VO (EU) 2016/1011 (nachfolgend „Benchmark-VO“) fraglich, unter welchen Voraussetzungen davon auszugehen ist, dass eine „erhebliche Beeinträchtigung“ anderer ESG-Ziele vorliegt (eingehend m.w.N. hierzu Teil 1, Kap. 3, C.II.). Überdies bestehen im Zusammenhang mit Art. 17 VO (EU) 2020/852 (nachfolgend „Taxonomie-VO“) Unklarheiten dahingehend, wann die Beeinträchtigung eines Umweltziels als „erheblich“ anzusehen ist (eingehend hierzu m.w.N. Teil 1, Kap. 4, B.I.7.a)bb)(1)(b) sowie B.II.2.c)bb)). Schließlich muss mit Blick auf den neu eingeführten Art. 18 Abs. 6 DelVO (EU) Nr. 231/2013 geklärt werden, was unter „Rechnung tragen“ zu verstehen ist (eingehend hierzu m.w.N. Teil 1, Kap. 4, B.I.7.a)bb)(2)(b)). All diese Fragen werden im Rahmen dieser Arbeit aus der Perspektive der Regelungsziele der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung heraus näher beleuchtet.

²⁴ S. dazu, dass der EuGH bei der Auslegung des europäischen Kapitalmarktrechts regelmäßig auf die Regelungsziele der auslegungsbedürftigen Rechtsakte abstellt und ihnen dabei ein großes Gewicht beimisst, EuGH Urt. v. 22.11.2005 – C-384/02 (Groongaard und Bang), BeckRS 2005, 70889 Rn. 29, 32 ff.; EuGH Urt. v. 10.5.2007 – C-391/04 (Georgakis), BeckRS 2007, 70311 Rn. 37 ff.; EuGH Urt. v. 23.12.2009 – C-45/08 (Spector Photo Group und Van Raemdonck), BeckRS 2009, 71428 Rn. 37, 47 ff., 61 f., 69; EuGH Urt. v. 7.7.2011 – C-445/09 (IMC Securities), BeckRS 2011, 81070 Rn. 25, 27 ff.; EuGH Urt. v. 22.3.2012 –

Es ist insoweit dringend erforderlich, Klarheit über die Regelungsziele und teleologischen Rahmenbedingungen der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung herzustellen.

Im Rahmen dieser Arbeit soll daher eingehend untersucht werden, ob das Ziel der Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung anzuerkennen ist und falls ja, wie mit diesem neuartigen Regelungsziel im Rahmen der teleologischen Auslegung umzugehen ist und ob dieses Ziel auch im sonstigen europäischen Kapitalmarktrecht relevant wird.

Die Untersuchung konzentriert sich dabei voll und ganz auf die Regelungsziele der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung. Die neuen Regelungen selbst werden dagegen nur am Rande und nur vereinzelt in den Blick genommen. Bei alldem werden im Nachfolgenden zwei Untersuchungskreise unterschieden: der gewissermaßen kleine Kreis der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung und der gewissermaßen große Kreis des sonstigen Kapitalmarktrechts. Der klare Schwerpunkt dieser Arbeit liegt dabei auf der Auseinandersetzung mit den Regelungszielen und der teleologischen Auslegung der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung (Teil I). Daneben wird zwar auch das sonstige europäische Kapitalmarktrecht²⁵ in den Blick genommen und

C-248/11 (Nilas u.a.), BeckRS 2012, 80626 Rn. 48; EuGH Urt. v. 28.6.2012 – C-19/11 (Geltl), BeckRS 2012, 81319 Rn. 33 ff., 47; EuGH Urt. v. 17.9.2014 – C-441/12 (Almer Beheer und Daedalus Holding), BeckRS 2014, 81855 Rn. 30 ff.; EuGH Urt. v. 11.3.2015 – C-628/13 (Lafonta), BeckRS 2015, 80360 Rn. 32, 35 f.; EuGH Urt. v. 19.6.2018 – C-15/16 (Baumeister), BeckRS 2018, 11635 Rn. 24 ff., 48; EuGH Urt. v. 3.6.2021 – C-910/19 (Bankia), BeckRS 2021, 12870 Rn. 28; EuGH Urt. v. 15.3.2022 – C-302/20 (Autorité des marchés financiers), BeckRS 2022, 4238 Rn. 43, 63, 65; EuGH Urt. v. 1.8.2022 – C-352/20 (HOLD Alapkezelő), EuZW 2022, 900, 902 f. Rn. 42, 52 ff.; vgl. auch EuGH Urt. v. 30.5.2013 – C-604/11 (Genil 48 und Comercial Hosteleria de Grandes Vinos), BeckRS 2013, 81103 Rn. 39, 47; EuGH Urt. v. 15.5.2014 – C-359/12 (Timmel), BeckRS 2014, 80876 Rn. 52, 58, 62 ff.; EuGH Urt. v. 20.7.2017 – C-206/16 (Marco Tronchetti Provera u.a.), BeckRS 2017, 117649 Rn. 45. S. allgemein zur hohen praktischen bzw. rechtstatsächlichen Relevanz der teleologischen Auslegung für die Auslegung des europäischen (Kapitalmarkt-) Rechts nur Müller/Christensen, Juristische Methodik Band II, 3. Aufl. 2012, Rn. 79 ff. (mit umfangreichen weiteren Nachweisen zum hohen Stellenwert der teleologischen Auslegung in der Rechtsprechung des EuGH); Martens, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 456; Anweiler, Die Auslegungsmethoden des Gerichtshofs der Europäischen Gemeinschaften, 1997, S. 198 ff.; vgl. auch Dederichs, EuR 2004, 345, 354 ff.; Veil, in: Veil, Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022, § 5 Rn. 40 ff.; ders., in: Veil, Regulating EU Capital Markets Union Vol. I, 2024, S. 123, 129; Colaert, CML Rev. 2022, 1669, 1670. S. darüber hinaus zu den generellen bzw. theoretischen Hintergründen der überragenden Bedeutung der teleologischen Auslegung für die Auslegung des europäischen (Kapitalmarkt-) Rechts Riesenhuber, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 4. Aufl. 2021, § 10 Rn. 41; Tomasic, Effet utile, 2013, S. 113 f.; Grigoleit, in: FS Canaris, 2017, S. 241, 246 ff.

²⁵ Im Rahmen dieser Arbeit wird allein das europäische Kapitalmarktrecht untersucht. Dagegen findet keine Auseinandersetzung mit den neuen nachhaltigkeitsbezogenen Vorschriften des deutschen Kapitalmarktrechts statt. Im Rahmen dieser Arbeit wird überdies nur

auf etwaige Neuerungen auf der Regelungszielebene hin untersucht; insoweit wird aber nur eine punktuelle Probebohrung vorgenommen (Teil 2).

Übergeordnetes Ziel dieser Arbeit ist es, zu klären, ob die kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung zu einem teleologischen Paradigmenwechsel im Kapitalmarktrecht geführt hat. Dabei soll vor allem geklärt werden, ob die neuerliche Omnipräsenz des Themas Nachhaltigkeit im Kapitalmarktrecht eine grundstürzende Neuausrichtung der teleologischen Auslegung erforderlich macht. Dem Rechtsanwender²⁶ sollen so erste Leitlinien und Hilfestellungen für die teleologische Auslegung der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung an die Hand gegeben werden. Im Ergebnis erhofft sich diese Arbeit, die praktische Handhabung dieser neuen Regelungen zu erleichtern.²⁷

das rechtsverbindliche europäische Kapitalmarktrecht untersucht. Es findet folglich keine eingehende Auseinandersetzung mit den nachhaltigkeitsbezogenen Vorschriften des einschlägigen Soft Laws wie z.B. Leitlinien, Empfehlungen und Q&A-Listen der ESMA (s. zu alldem sowie zu deren fehlender unmittelbarer rechtlicher Verbindlichkeit nur *Walla*, in: *Veil, Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht*, 3. Aufl. 2022, § 4 Rn. 23 ff.; *Klöhn*, in: *Langenbucher, Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht*, 5. Aufl. 2022, § 6 Rn. 25 f.) statt.

²⁶ Zur besseren Lesbarkeit wird in dieser Arbeit das generische Maskulinum verwendet. Sämtliche Personenbezeichnungen gelten gleichermaßen für alle Geschlechter.

²⁷ Regulierungstheoretische Fragen wie z.B. die Frage, ob die Instrumentalisierung des Kapitalmarktrechts zur Mobilisierung privater Investitionen zur Finanzierung der angestrebten Nachhaltigkeitswende generell sinnvoll und konkret weiterführend umgesetzt ist, werden im Rahmen dieser Arbeit nicht untersucht.

Teil I

Das Ziel der Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel der kapitalmarkt- rechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung

Die Frage, ob im Kapitalmarktrecht ein neuartiges Regelungsziel verfolgt wird und deshalb möglicherweise eine grundstürzende Neuausrichtung der teleologischen Auslegung erforderlich ist, stellt sich nirgendwo so dringend wie im Kontext der neu erlassenen kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung. Denn gerade im Hinblick auf diese neuen Regelungen deuten zahlreiche Äußerungen des entstehungszeitlichen Gesetzgebers darauf hin, dass bei der teleologischen Auslegung nicht alles beim Alten bleiben kann.¹ Der erste Teil dieser Arbeit widmet sich daher zunächst ausschließlich der Teleologie und teleologischen Auslegung dieses verhältnismäßig kleinen Teilbereichs des Kapitalmarktrechts.

Die Struktur des ersten Teils orientiert sich dabei an der generellen Struktur der teleologischen Auslegung.² Die nachfolgende Untersuchung untergliedert sich demnach in zwei Schritte: Zuerst wird analysiert, welche Regelungsziele der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung zugrunde liegen. Insoweit wird schwerpunktmäßig untersucht, ob das Ziel der Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung anzuerkennen ist und falls ja, welchen konkreten Inhalt dieses Regelungsziel aufweist („Regelungszielermittlung“).³ Sodann wird der Frage nachgegangen, wie die kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung im Lichte dieser Regelungsziele zu interpretieren ist und ob insoweit aufgrund des Inhalts und des wechselseitigen Verhältnisses der ermittelten Regelungsziele Besonderheiten zu beachten sind („Teleologische Auslegung i.e.S.“).⁴

¹ S. Einl.

² Die teleologische Auslegung erfolgt stets zweischrittig. In einem ersten Schritt müssen die Regelungsziele einer Vorschrift ermittelt werden (nachfolgend „Regelungszielermittlung“), bevor diese in einem zweiten Schritt zur Interpretation der Vorschrift herangezogen werden können (nachfolgend „teleologische Auslegung i.e.S.“). S. statt vieler nur *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 457 ff.; *Müller/Christensen*, Juristische Methodik Band II, 3. Aufl. 2012, Rn. 103; *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 5. Aufl. 2023, § 5 Rn. 8.

³ S. Teil 1, Kap. 1, 2.

⁴ S. Teil 1, Kap. 3, 4.

Kapitel I

Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel

Dreh- und Angelpunkt der gesamten nachfolgenden Untersuchung ist die Frage, ob das Ziel der Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung anzuerkennen ist.

Um dieser Frage sinnvoll nachgehen zu können, müssen zunächst einige Grundlagen und Vorfragen geklärt werden: Zum einen, was im Rahmen dieser Arbeit unter „kapitalmarktrechtlicher Nachhaltigkeitsregulierung“ verstanden wird, d.h. welche Vorschriften auf ihre Regelungsziele hin analysiert werden.¹ Zum anderen, was im Rahmen dieser Arbeit unter „Regelungszielen“ verstanden wird, d.h. woraufhin die kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung analysiert wird.² Und schließlich, wie sich Regelungsziele generell ermitteln lassen und unter welchen Voraussetzungen ein Ziel als Regelungsziel anzuerkennen ist.³

A. Untersuchungskontext: Kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung

Unter „kapitalmarktrechtlicher Nachhaltigkeitsregulierung“ wird im Rahmen dieser Arbeit die Gesamtheit aller unmittelbar rechtsverbindlichen, nachhaltigkeitsbezogenen Vorschriften des europäischen Kapitalmarktrechts verstanden, die im Nachgang der Verabschiedung der sog. „Agenda 2030“⁴ und des sog. „Übereinkommens von Paris“⁵ erlassen wurden.⁶

¹ S. Teil I, Kap. 1, A.

² S. Teil I, Kap. 1, B.

³ S. Teil I, Kap. 1, C.

⁴ UN-Generalversammlung, Resolution 70/1, Transformation unserer Welt: die Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung, A/RES/70/1 (25.09.2015) (nachfolgend „Agenda 2030“).

⁵ UN, Paris Agreement (12.12.2015) (nachfolgend „Übereinkommen von Paris“). In: struktiv m.w.N. hierzu *Böhringer*, ZaöRV 2016, 753.

⁶ Aufgrund des hiesigen Untersuchungszuschnitts wird im Rahmen dieser Arbeit allenfalls am Rande auf bereits früher erlassene Kapitalmarktrechtsakte mit Nachhaltigkeitsbezug eingegangen. Vor diesem Hintergrund erfolgt insbesondere keine eingehende Auseinandersetzung mit Art. 8 Abs. 3 lit. c) ii) VO (EU) Nr. 1286/2014 (nachfolgend „PRIIP-VO“). S. zu dieser Vorschrift nur *Bueren*, ZGR 2019, 813, 850; *Buck-Heeb*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl. 2023, Art. 8 VO (EU) Nr. 1286/2014 Rn. 45 ff.; *Luttermann*, ZIP 2015, 805, 810; *Colaert*, CML Rev. 2022, 1669, 1684.

Sachregister

- Abstrakte Hierarchie/Abstrakte Vorrangigkeit 20, 183
- Abwägung 192 ff.
- Anlegerschutz/Anlegerschutzziel 26 ff., 63, 147 ff., 175 f.
- Anlegervertrauensziel 64, 146, 153 f.
- Ausstrahlungswirkung 214 ff.
- Binnenmarktziel 22, 64 f., 146 f., 154 ff.
- Brundtland-Report 86 f., 90 f.
- Drei-Säulen-Modell 87
- Effet utile 107 f.
- Effizienz/Effizienzziel
 - Allokationseffizienz 24 f., 148 ff., 157 ff., 189 ff.
 - Informationseffizienz 25, 173
 - Institutionelle Effizienz 25 f., 173 f.
 - Operationale Effizienz 26, 174 f.
- Erwägungsgründe 36 f.
- ESG 88 f.
- Europäischer Grüner Deal 45 f., 96 f.
- Folgenorientierte Auslegung 104 ff.
- Geltungszeitlich-objektive Korrektur 16, 31 f., 216 ff.
- Genetische Argumentation/genetische Regelungszielermittlung 35 ff., 42 ff.
- Gesetzgeber/entstehungszeitlicher Gesetzgeber/Gesetzgeberwille 31 ff.
- Greenwashingziel 63 f., 145 f., 152
- Insiderinformation 225 ff.
- Interdisziplinarität 109 ff.
- Internalisierung negativer externer Effekte 157 f.
- Kapitalmarktrecht 13
- Kapitalmarktrechtliche Nachhaltigkeitsregulierung 11 ff.
- Kompatibilität/Inkompatibilität 20, 135 ff., 150 ff.
- Kursrelevanz 224 f., 237 f.
- Libertärer Paternalismus 81 f.
- Marktfunktionsschutz/Marktfunktions-schutzziel 22 ff., 62 f., 147 ff., 156 ff.
- Nachhaltige Investition 83 ff.
- Nachhaltigkeit
 - Begriff 85 ff.
 - Schwache/Starke Nachhaltig-keit 92 ff., 163
- Nachhaltigkeitsförderliche Auslegung 112 ff., 117 ff., 169 ff.
- Nachhaltigkeitskonforme Auslegung 114 ff., 125 f., 163 ff., 199 ff.
- Nachhaltigkeitsziele 95 ff.
- Neoklassische Umweltökonomie 93, 162 f.
- Nudging 79 ff.
- Ökologische Ökonomie 92, 162 f.
- Ökonomische Analyse 114, 158 ff.
- PAI 118 ff.
- Paktentheorie 37
- Planetare Grenzen 89 ff., 161 ff.
- Praktische Konkordanz 199

Rechtsaktsvorbereitende

Verlautbarungen 39

Regelungsziel

– Begriff 15 ff.

– Oberziel 20

– Regelungszielkonkretisierung 70 ff.

– Tradierte Regelungsziele 21 ff.

– Unterziel 20, 139

Regelungszielpluralität 131 ff.

SDGs 95 ff.

Sustainable-Finance-Regulierung 11 ff.

System/Systembildung 60 ff.

Systematische Argumentation/
systematische Regelungsziel-
ermittlung 40 ff., 53 ff.

Teleologische Auslegung

– Begriff 5 f., 9, 103 f., 131 ff.

– Externe Bewertung 131 ff.

– Interne Bewertung 103 ff.

Teleologische Mehrdimensionalität 20,
131 ff.

Transformationsziel 63, 144 f., 150 f.

Transparenzziel 64, 146, 153

Übereinkommen von Paris 44 f., 95 ff.

Vereinigungstheorie 16 f.

Verhaltenssteuerung

– Begriff 71 f.

– Verhaltenssteuerung i.e.S./ i.w.S. 72

Verständiger Anleger 227 ff.

Wachstumsparadigma 93 f.