

# Green Deal: Greenwashing, Information Overload und der vergessene Good Corporate Citizen als Investor

Von Thomas M. J. Möllers\*

ZHR 185 (2021) 881–919

*Nachdem die EU schon seit einigen Jahren dabei ist, die Finanzmärkte für das Thema Nachhaltigkeit einzuspannen, entsteht inzwischen das Regelwerk auf der ersten und zweiten Ebene des Lamfalussy-Verfahrens. Während die „Nachhaltigkeit“ immer stärkere Konturen gewinnt, werden die Positionen der Staaten und Unternehmen als Emittenten von Finanzprodukten und des nachfragenden Investors bisher unzureichend geregelt. Damit bleibt das Problem der Irreführung des Anlegers (Greenwashing) noch weitgehend ungelöst. Im Kapitalmarktrecht sind dagegen der Grundsatz der rationalen Anlegerentscheidung und die Instrumente „Zusammenfassung und Begründung“ wohlbekannt. Anhand zahlreicher Beispiele zeigt der Beitrag auf, wie mit ihnen Greenwashing und die Nachteile des Information Overload vermieden werden können.*

## Inhalt

I. Nachhaltiges Finanzieren – wie man Umweltschutz erreichen möchte .....	882
1. Pariser Abkommen und die UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung .....	882
2. Die Idee: Die Finanzmärkte als Vehikel für Nachhaltigkeit .....	883
a) Die Akteure der Finanzmärkte: Emittenten, Investoren und Finanzintermediäre ..	883
b) Die Regelwerke und die fehlende Definition von Nachhaltigkeit .....	885
3. Methodisches Vorgehen für nachhaltige Finanzmärkte .....	890
II. Das Informationsregime der EU zur Sicherstellung eines nachhaltigen Finanzmarktes ..	892
1. Vor- und Nachteile des Informationsregimes .....	892
a) Der homo oeconomicus als homo oecologicus .....	892
b) Die Märkte: Nachhaltiges Verhalten als Anlageziel für Anbieter und Investoren ...	893
c) Das Informationsregime und der Abbau von Informationsasymmetrien .....	894
d) Risiken: Transaktionskosten, Bounded Rationality und Greenwashing .....	895
2. Europäische Normsetzung: die erforderlichen Standards, Definitionen und Präzisierungen .....	898
a) Umweltziele .....	898
b) Wesentlicher Beitrag der verschiedenen Wirtschaftstätigkeiten .....	898
c) Kriterien zur Erreichung der Ziele: Ausschlusskriterien, Life cycle, Best in class ...	900

\* Dr. iur., Professor an der Universität Augsburg, Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht, Europarecht, Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung der Universität Augsburg, Geschäftsführender Direktor des Center for European Legal Studies (CELOS) sowie Inhaber eines Jean Monnet-Lehrstuhls. Ich danke Herrn Wiss. Mitarbeiter *Tobias Wolf* und Frau Wiss. Mitarbeiterin *Lisa Wolf* für zahlreiche hilfreiche Anregungen.

III. Das Risiko des Greenwashing aufgrund gesetzgeberischer Lücken .....	901
1. Der Alles-oder-nichts-Ansatz als Schwäche der Taxonomie-VO .....	901
a) Die Komplexität verschiedener zum Teil gegenläufiger Parameter .....	901
b) Die fehlende Technologieoffenheit des Alles-oder-nichts-Ansatzes .....	902
2. Die zu enge Definition der Finanzmarktteilnehmer .....	904
a) Die fehlenden Bonds und Aktien von Staaten und börsennotierten Unternehmen ..	904
b) Greenwashing durch Ratingagenturen .....	905
3. Der vergessene Investor: die rationale Anlegerentscheidung für ein nachhaltiges Finanzprodukt .....	906
a) Die rationale Anlegerentscheidung im Kapitalmarktrecht .....	906
b) Labelling und Rating als unzureichende Instrumente des Informationstransfers ....	907
c) „Zusammenfassung“ und „Begründung“ als Instrumente zur Sicherstellung einer rationalen Investorentscheidung .....	908
d) Ergänzung der Taxonomie-VO um die rationale Anlegerentscheidung, Zusammenfassung und Begründung zur Vermeidung von Greenwashing .....	911
4. Die unzureichende Harmonisierung der Rechtsdurchsetzung .....	912
a) Staatliche Aufsicht .....	912
b) Bewertung durch Dritte (Wirtschaftsprüfer, Ratingagenturen etc.) und Haftung ...	912
IV. Ausblick: Die Rolle des Rechts jenseits nachhaltiger Finanzprodukte .....	914
1. Erweiterung des Informationsregimes – CO <sub>2</sub> -Fußabdruck für Produkte und Dienstleistungen .....	914
2. Korrekturen des Marktes: Internalisierung der externen Kosten .....	915
3. Einschränkung von staatlichen und privaten Nutzungsrechten .....	917
4. Zusammenfassende Thesen .....	918

## *I. Nachhaltiges Finanzieren – wie man Umweltschutz erreichen möchte*

### *1. Pariser Abkommen und die UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung*

Für viele ist es fünf vor zwölf: Die Staatengemeinschaft hat verstanden, dass es höchste Zeit ist, die notwendigen Maßnahmen einzuleiten, damit die Erde auch für zukünftige Generationen bewohnbar bleibt.<sup>1</sup> Mit dem Pariser Abkommen zum Klimawandel vom 12. 12. 2015 haben sich fast alle Staaten u.a. dazu verpflichtet, die Weltwirtschaft auf klimafreundliche Weise anzupassen. Um die globale Temperaturerhöhung auf 1,5°C zu begrenzen, ist die Dekarbonisierung, also der Transformationsprozess hin zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft, ein wichtiger Bestandteil der Vereinbarung.<sup>2</sup> Zudem wurde festgelegt, dass die Industrieländer bis 2025 jährlich 100 Mrd. US-Dollar für den

1 Anschaulich auch Einleitung Nr. 14 UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung v. 25. 9. 2015, A/RES/70/1, abrufbar unter <https://www.un.org/Depts/gemrman/gv-70/band1/ar70001.pdf>.

2 Abrufbar unter <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement> oder [https://www.bmu.de/fileadmin/Daten\\_BMU/Download\\_PDF/Klimaschutz/paris\\_abkommen\\_bf.pdf](https://www.bmu.de/fileadmin/Daten_BMU/Download_PDF/Klimaschutz/paris_abkommen_bf.pdf). Siehe hierzu das Gesetz zu dem Übereinkommen von Paris vom 12. 12. 2015 v. 28. 9. 2016, BGBl. II (2016), S. 1082. Zur 26. UN-Klimakonferenz 2021 in Glasgow siehe unten Fn. 221, 226.

Klimaschutz bereitstellen müssen – mit steigender Tendenz ab 2026.<sup>3</sup> Im selben Jahr haben die Vereinten Nationen die UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung verabschiedet und entsprechend 17 Ziele (Sustainable Development Goals – SDG) formuliert, die bis 2030 umgesetzt werden sollen. Zu diesen Zielen zählen u.a. Maßnahmen zum Klimaschutz, für nachhaltige Städte und Gemeinden, nachhaltigen Konsum und Produktion, sauberes Wasser und Sanitäreinrichtungen sowie bezahlbare und saubere Energie.<sup>4</sup> Schließlich haben sich die EU und die USA im April 2021 auf noch strengere Werte bis 2030 geeinigt.<sup>5</sup> Auch die Volksrepublik China ist eingebunden und hat eine Kohlendioxid-Neutralität bis zum Jahre 2060 versprochen.<sup>6</sup>

## 2. Die Idee: Die Finanzmärkte als Vehikel für Nachhaltigkeit

### a) Die Akteure der Finanzmärkte: Emittenten, Investoren und Finanzintermediäre

Die Kosten sind immens, um die genannten Ziele zu erreichen. Nach Erhebungen der UN beläuft sich der Investitionsbedarf für derartige Maßnahmen auf 5 bis 7 Billionen US-Dollar jährlich.<sup>7</sup> Staatliche Ressourcen sind begrenzt: Sie können deshalb nur einen Bruchteil der Kosten tragen. Und hier kommen die Privaten ins Spiel, konkret die Finanzmärkte, die jährlich Billionen von US-Dollar bewegen. Nur wenn man sie einbindet, so lautet die These, lassen sich die Umweltschutzziele erreichen.<sup>8</sup>

Der Finanzmarkt besteht aus dem Geld-, dem Kapital- und dem Kreditmarkt. Am Kapitalmarkt agieren vereinfacht gesprochen drei verschiedene Gruppen von Akteuren: Auf der einen Seite finden sich Staaten und Unternehmen, die Anleihen (Bonds) oder Aktien emittieren und damit als Anbieter von Finanzprodukten Geld aufnehmen. Auf der anderen Seite stehen die nachfra-

3 Report of the Conference of the Parties on its twenty-first session, held in Paris from 30 November to 13 December 2015 Addendum, FCCC/CP/2015/10/Add.1, Nr. 53, 114, abrufbar unter [https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/FCCC\\_CP\\_2015\\_10\\_Add.1.pdf](https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/FCCC_CP_2015_10_Add.1.pdf).

4 Ziele 6, 7, 9, 11, 12, 13, 14, 15, 16 der UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (Fn. 1).

5 So will die EU bis 2030 die Emission um 55 % im Vergleich zu 1990 senken, die USA um 50 % im Vergleich zu 2005, siehe *Kafsack/Geinitz*, EU schafft im Klimaschutz Fakten, FAZ v. 22. 4. 2021, 15.

6 Siehe etwa <https://www.dw.com/de/china-will-bis-zum-jahr-2060-klimaneutralit%C3%A4t-erreichen/a-55021451>.

7 UN, World Investment Report 2014, S. 140, abrufbar unter [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2014\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2014_en.pdf).

8 EU-Kommission, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums v. 8. 3. 2018, S. 1, COM(2018) 97 final: dem Finanzsystem kommt eine Schlüsselrolle zu; ErwG 6 und 8f. VO (EU) 2020/852 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen v. 18. 6. 2020 – Taxonomie-VO 2020/852, ABl. EU Nr. L 198, S. 13; *Bueren*, ZGR 2019, 813, 826.

genden Investoren, seien es institutionelle, wie Versicherungen, Fonds, Pensionskassen oder Stiftungen, aber auch Verbraucher in der Rolle des sog. Kleinanlegers.<sup>9</sup> Dazwischen stehen die sog. Finanzintermediäre, die als Finanzexperten Wertpapiere analysieren, empfehlen oder bewerten, namentlich als Wertpapieranalysten, Wertpapierunternehmen oder Ratingagenturen. Sie können aber auch als Verkäufer auftreten, etwa wenn sie eigene Finanzprodukte wie ETFs oder andere Fonds anbieten oder vermitteln.<sup>10</sup>

Der Markt für nachhaltige Finanzprodukte wächst gewaltig.<sup>11</sup> Das gilt insbesondere für den Markt der sog. Green Bonds. Green Bonds sind Fremdkapitalinstrumente, bei denen sich der Staat oder das Unternehmen als Emittent dazu verpflichtet, die Darlehensmittel ausschließlich zur Finanzierung von Projekten mit Umweltnutzen zu verwenden.<sup>12</sup> Diese Verpflichtung unterscheidet Green Bonds von konventionellen Anleihen. Das rasante Wachstum wird zusätzlich durch den EU-Wiederaufbaufonds befeuert. 30 % des Gesamtvolumens von 750 Mrd. Euro sollen über Green Bonds in den nächsten Jahren in Klimaschutzprojekte fließen.<sup>13</sup> Die Mitgliedstaaten der EU nehmen somit mit Abstand den ersten Platz als Emittent für grüne Anleihen ein.<sup>14</sup> Interessanterweise hat inzwischen auch die Europäische Zentralbank ein Interesse an nachhaltigen Finanzmärkten entdeckt, indem sie selbst Green Bonds aufkauft<sup>15</sup> und

- 
- 9 Zur Unterscheidung der verschiedenen Anlegertypen siehe Artt. 4 Abs. 1 Nr. 9–11, 24 Abs. 4 lit. c), 25 Abs. 8 lit. c) und Anh. II MiFiD II 2014/65 v. 15. 5. 2014, ABl. EU Nr. L 173, S. 349; umgesetzt durch § 67 WpHG. Siehe auch Art. 2 Nr. 18f. VO (EU) 2019/2088 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor v. 27. 11. 2019 – Offenlegungs-VO 2019/2088, ABl. EU Nr. L 317, S. 1.
- 10 EU-Kommission, Aktionsplan (Fn. 8), Anhang IV, S. 22.
- 11 Zum exponentiellen Wachstum des Markts für nachhaltige Geldanlagen im DACH-Raum, Forum für nachhaltige Geldanlagen, Marktbericht 2020, S. 8 ff., abrufbar unter <https://www.forum-ng.org/images/stories/Publikationen/FNG-Marktbericht-2020.pdf>, und in Europa, Eurosif, European SRI Study 2018, S. 19, abrufbar unter <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>.
- 12 *Stumpp*, ZBB 2019, 71, 72, *Geisel/Spieles*, RdF 2018, 328, 328; *Klemm*, Die Bundesanleihe wird grün, FAS v. 20. 8. 2020, 29.
- 13 Siehe die Nachweise bei Federal Ministry of Finance, Green Bond allocation report 2020, 2021, S. 3 ff.; *Frühau*, Neue grüne Bundesanleihe trifft auf großes Interesse, FAZ v. 12. 5. 2021, 23: 231 Mrd. Euro; *ders.*, EU-Anleihen sorgen für Paukenschlag, FAZ v. 21. 10. 2020, 23; The green meme, *Economist* v. 22. 5. 2021, 61.
- 14 Climate Bond Initiative – CBI, Sustainable Debt Global State of the Market 2020, Climate Bonds Initiative, 2020, S. 5 ff., abrufbar unter <https://www.climatebonds.net/resources/reports/sustainable-debt-global-state-market-2020>. Daneben sind aber auch die Volksrepublik China und Indien Anbieter von Green Bonds, siehe *Talbot*, 28 Vill. Envtl. L.J. (2017) 127, 131.
- 15 Während zum Teil die Kompetenz hierfür bestritten wird, fordern andere wegen der Querschnittsklausel des Art. 11 AEUV ein solches Handeln von der EZB, kritisch *Fuest/Grüner/Wieland*, Europäische Zentralbank auf grünen Abwegen, FAZ

Banken zur Nachhaltigkeit anhält.<sup>16</sup> Vergleichbares gilt aber auch für den Aktienmarkt. Die Unternehmen des Deutschen Aktienindex (DAX) veröffentlichen inzwischen nicht nur umfangreiche Nachhaltigkeitsberichte.<sup>17</sup> Zahlreiche Unternehmen teilen auch mit, bis wann sie CO<sub>2</sub>-neutral seien<sup>18</sup> oder dieses Ziel durch eine negative Bilanz übererfüllen wollen.<sup>19</sup> Spezielle ETFs konzentrieren sich auf Umweltschutz und hatten im letzten Jahr teilweise eine Rendite von bis zu 150%.<sup>20</sup> Der DAX hat mit dem DAX 50 ESG einen Nachhaltigkeitsindex aus deutschen Unternehmen bekommen.<sup>21</sup> Nicht nur die Aktienkurse von Anbietern von Windenergie- und Solaranlagen boomen, sondern auch von Unternehmen in der Wasserstoffbranche, obwohl die Industriesparte gegenüber den anderen Energieträgern im Wettbewerb noch hinterherhinkt.<sup>22</sup>

## b) Die Regelwerke und die fehlende Definition von Nachhaltigkeit

Als Reaktion auf die wachsende Nachfrage nach nachhaltigen Finanzprodukten entwickelten sich zahlreiche freiwillige Verhaltenskodizes und Selbstverpflichtungen des Finanzsektors, die die Integration von ökologischen und sozialen Kriterien in die Anlageentscheidung der Investoren vorantreiben

- 
- v. 15. 5. 2021, 22; *Nees*, EuR 2021, 119; positiv dagegen ein Greenpeace-Rechtsgutachten, siehe *Siedenbiedel*, FAZ v. 18. 6. 2021, 31. Zu weiteren Maßnahmen der EZB siehe [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1-f104919225.de.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1-f104919225.de.html).
- 16 EZB, Leitfaden zu Klima- und Umweltrisiken. Erwartungen der Aufsicht in Bezug auf Risikomanagement und Offenlegungen v. November 2020, abrufbar unter [https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/cli-mate-related\\_risks/ssm.202005\\_draft\\_guide\\_on\\_climate-related\\_and\\_environmental\\_risks.de.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/cli-mate-related_risks/ssm.202005_draft_guide_on_climate-related_and_environmental_risks.de.pdf).
- 17 Z.B. BMW, Sustainability Factbook 2020, S. 32, abrufbar unter [https://www.bmwgroup.com/content/dam/grpw/websites/bmwgroup\\_com/responsibility/downloads/de/2020/2020\\_Factbook\\_de.pdf](https://www.bmwgroup.com/content/dam/grpw/websites/bmwgroup_com/responsibility/downloads/de/2020/2020_Factbook_de.pdf), BionTech u.a.
- 18 Z.B. *Apple* bis 2030, siehe <https://www.mactechnews.de/news/article/Apple-kuen-digt-komplette-CO2-Neutralitaet-an-bis-2030-175519.html>.
- 19 Z.B. *Microsoft* bis 2030, siehe <https://news.microsoft.com/de-de/co2-negativ>.
- 20 Genannt sei etwa der ETF Ishares Global Clean von *BlackRock*: The green meme, *Economist* v. 22. 6. 2021, 61; *Kanning*, Jetzt soll die Geldanlage ganz CO<sub>2</sub>-neutral werden, FAZ v. 24. 6. 2021, 25; *Papon*, Hohe Umsätze mit gutem Gewissen, FAZ v. 24. 1. 2020, 25.
- 21 Enthalten sind etwa *Bayer*, *BASF*, *Linde*, *Daimler*, nicht aber *RWE*, *E.ON*, *MTU Aero Engines* und *Volkswagen*, *Kanning/Mannweiler*, Ein Dax für das gute Gewissen, FAZ v. 5. 3. 2020, 25. Daneben legt *BlackRock* einen DAX-ESG-Target-Index auf, *Frühauf*, FAZ v. 20. 5. 2021, 23. Zum Regelwerk siehe [https://www.dax-indices.com/document/Resources/Index\\_Regulations/ESG\\_Factor\\_Definitions\\_Data\\_and\\_Standards.pdf](https://www.dax-indices.com/document/Resources/Index_Regulations/ESG_Factor_Definitions_Data_and_Standards.pdf).
- 22 Siehe etwa die Entwicklung der Aktienkurse von *Plug Power*, *TESLA*, *SunRun* oder *NEL*.

sollen.<sup>23</sup> Zu nennen sind etwa die von der UN unterstützten Principles for Responsible Investment (UNPRI)<sup>24</sup>, die UNEP Finance Initiative (UNEP-FI)<sup>25</sup>, für Banken die Equator Principles<sup>26</sup> oder die Green Bond Principles (GBP) der International Capital Market Association, bei denen es sich um eine freiwillige Prozessleitlinie für die Emission von Green Bonds handelt.<sup>27</sup> Anleihen, welche die Anforderungen der GBP erfüllen, sind im Green-Bond-Segment verschiedener Börsen handelbar.

Auch die Europäische Union hat sich die Nachhaltigkeit mit dem Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums<sup>28</sup> und dem European Green Deal<sup>29</sup> auf die Fahnen geschrieben. Mit der konkreten Umsetzung des Aktionsplans hat der europäische Gesetzgeber bereits begonnen. Selbst wenn zahlreiche Gesetze bisher erst im Entstehen sind, ist inzwischen ein immer deutlicheres Bild der europäischen Regelsetzung sichtbar, das hier vorgestellt und bewertet werden soll. Maßgeblich für die europäische Rechtsetzung ist dabei das Lamfalussy-Verfahren<sup>30</sup>, das neben den Rahmen-Verordnungen weitere Delegierte Verordnungen auf der 2. Ebene und weitere Rechtsakte der Aufsichtsbehörden auf der 3. Ebene kennt.<sup>31</sup> Mit der Ausarbeitung der Delegierten Verordnungen wurde eine eigens hierzu formierte Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) beauftragt,<sup>32</sup> deren Arbeit langfristig von einer Multi-Stakeholder-Plattform<sup>33</sup> übernommen werden soll.

23 Für einen Überblick siehe *Weber*, Financial Sector Sustainability Regulations and Voluntary Codes of Conduct: Do They Help to Create a More Sustainable Financial System? in: Walker/Kibsey/Crichton, Designing a Sustainable Financial System, 2018, S. 383 ff.

24 Abrufbar unter <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>; ErwG 44 S. 3 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 52) nimmt ausdrücklich auf diese Principles Bezug.

25 Vgl. <https://www.unepfi.org/>.

26 Abrufbar unter <https://equator-principles.com/>.

27 ICMA, Green Bond Principles, Voluntary Process Guidelines, June 2018; hierzu *Veil*, WM 2020, 1093 ff.

28 Europäische Kommission, Aktionsplan (Fn. 8).

29 Europäische Kommission, Der europäische Grüne Deal v. 11. 12. 2019, COM(2019) 640 final.

30 Vgl. Artt. 19, 23 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8) und der Hinweis in die einzelnen Normen.

31 Für einen Überblick siehe auch *Veil* in: Burgi/Möslein, Zertifizierung nachhaltiger Kapitalgesellschaften, 2021, § 14; zum Lamfalussy-Verfahren siehe etwa *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 4. Aufl. 2021, § 2 Rdn. 77, § 7 Rdn. 41.

32 TEG, Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance 2020, S. 3, abrufbar unter [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf).

33 Vgl. Art. 20 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8): „including experts in the field of environmental, social, labour and governance issues.“

Vier Rahmengesetze der EU auf der ersten Ebene sind für Sustainable Finance von besonderer Bedeutung. Die *Offenlegungs-VO 2019/2088* betrifft einerseits die Produktanbieter und Finanzintermediäre, die als Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater zur umfangreichen Offenlegung von Nachhaltigkeitsrisiken und -auswirkungen ihrer Finanzprodukte gegenüber den Investoren verpflichtet werden.<sup>34</sup> Dazu wurden auch die Delegierten Rechtsakte zur MiFID II<sup>35</sup> und zur IDD<sup>36</sup> abgeändert und die Finanzberater verpflichtet, die Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer Kunden abzufragen und im Zielmarkt die Nachhaltigkeit eines jeden Produkts näher zu bestimmen. Die drei Aufsichtsbehörden<sup>37</sup> konkretisieren die vorvertraglichen Pflichten der Finanzmarktteilnehmer sowie börsennotierter Unternehmen durch sog. Regulatorische Technische Standards (RTS) in einer geplanten Richtlinie.<sup>38</sup> Welche Wirtschaftstätigkeiten dabei als ökologisch nachhaltig gelten sollen, regelt die Taxonomie-VO 2020/852.<sup>39</sup> Sie ist inzwischen um einen Entwurf einer Delegierten VO zum Klimaschutz und Klimawandel ergänzt worden.<sup>40</sup> Ferner ergänzt

34 Vgl. Art. 2 Nr. 1 und Nr. 11 Offenlegungs-VO 2019/2088 (Fn. 9).

35 Delegierte RL (EU) 2021/1269 der Kommission v. 21. 4. 2021 zur Änderung der Delegierten RL (EU) 2017/593 durch Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren in die Produktüberwachungspflichten, ABl. EU Nr. L 277, S. 137, sowie Delegierte VO (EU) 2021/1253 der Kommission v. 21. 4. 2021 zur Änderung der Delegierten VO (EU) 2017/565 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in bestimmte organisatorische Anforderungen und Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen, ABl. EU Nr. L 277, S. 1.

36 Delegierte VO (EU) 2021/1257 der Kommission v. 21. 4. 2021 zur Änderung der Delegierten VOen (EU) 2017/2358 und (EU) 2017/2359 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in die Aufsichts- und Lenkungsanforderungen an Versicherungsunternehmen und Versicherungsvertreiber sowie in die für den Vertrieb von Versicherungsanlageprodukten geltenden Informationspflichten und Wohlverhaltensregeln, ABl. EU Nr. L 277, S. 18.

37 EBA, ESMA und EIOPA.

38 Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088 v. 4. 2. 2021, JC 2021 03, hierzu Reich, AG 2021, R100 ff. *Kraukuhn/Stiefel/Gilles*, IRZ 2021, 133, 134.

39 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8), S. 13.

40 Delegierte VO der Kommission v. 4. 6. 2021 zur Ergänzung der VO (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates durch Festlegung der technischen Bewertungskriterien, anhand deren bestimmt wird, unter welchen Bedingungen davon auszugehen ist, dass eine Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz oder zur Anpassung an den Klimawandel leistet, und anhand deren bestimmt wird, ob diese Wirtschaftstätigkeit erhebliche Beeinträchtigungen eines der übrigen Umweltziele vermeidet, C(2021) 2800 final.

die Taxonomie-VO die Offenlegungs-VO noch um weitere Offenlegungspflichten für Finanzmarktteilnehmer (Artt. 5–7 Taxonomie-VO) und verpflichtet große Unternehmen<sup>41</sup> zu einem Ausweis Taxonomie-konformer Nachhaltigkeitsberichterstattung (Art. 8 Taxonomie-VO). Der Entwurf einer Delegierten Verordnung konkretisiert die Pflichten von Art. 8 Taxonomie-VO für die börsennotierten Unternehmen.<sup>42</sup>

Geplant ist zudem, die bisherige *Corporate Social Responsibility-RL 2014/95/EU* (CSRD)<sup>43</sup> durch eine verstärkte Pflicht zur Nachhaltigkeitsberichterstattung der Unternehmen auszubauen – man spricht hierbei von einer *Corporate Sustainability Reporting Directive* (ebenfalls CSRD)<sup>44</sup>. Die Änderung der *Benchmark-VO 2016/1011*, die 2016 als Reaktion auf die Manipulation des Interbankenreferenzwertes LIBOR erlassen worden war,<sup>45</sup> wird nun ergänzt um spezielle CO<sub>2</sub>-Referenzwerte.<sup>46</sup> Sie führt Mindeststandards für zwei

- 
- 41 Erfasst sind Unternehmen, die verpflichtet sind, nicht-finanzielle Angaben nach Art. 19a oder Art. 29a der RL 2013/34/EU zu veröffentlichen, Art. 8 Abs. 1 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8).
- 42 Delegierte VO der Kommission zur Ergänzung der VO (EU) 2020/852 v. 6. 7. 2021 des Europäischen Parlaments und des Rates durch Festlegung des Inhalts und der Darstellung der Informationen, die von Unternehmen, die unter Art. 19a oder Art. 29a der RL 2013/34/EU fallen, in Bezug auf ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten offenzulegen sind, und durch Festlegung der Methode, anhand deren die Einhaltung dieser Offenlegungspflicht zu gewährleisten ist, C(2021) 4987 final.
- 43 RL 2014/95/EU v. 22. 10. 2014 zur Änderung der RL 2013/34/EU über die Veröffentlichung von nicht-finanziellen Informationen durch Unternehmen (Corporate Social Responsibility – CSR-RL 2014/95/EU), ABl. EU Nr. L 330, S. 1; umgesetzt in § 289c Abs. 2 HGB. Für einen Überblick zu den Auswirkungen der Offenlegungs-VO 2019/2088 (Fn. 9) und der Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8) auf die Unternehmensberichterstattung siehe *Scheid/Needham*, IRZ 2021, 35, 38 ff.; *Fleischer*, AG 2017, 509 ff.; *Henrichs*, ZGR 2018, 206 ff.; *Mock*, ZIP 2017, 1195 ff.; *Vetter*, ZGR 2018, 338 ff.
- 44 Vorschlag der Kommission v. 21. 4. 2021 amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting, COM(2021) 189 final, 2021/0104 (COD) – Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD); *Geier/Hombach*, BKR 2021, 6 ff.
- 45 Hierzu ausführlich *Brosig*, Benchmark-Manipulation. Eine ökonomische und regulatorische Analyse des LIBOR-Manipulationsskandals, 2018.
- 46 VO (EU) 2019/2089 v. 27. 11. 2019 zur Änderung der VO (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. EU Nr. L 317, S. 17 – Klima-Benchmark-VO 2019/2089. Eine konsolidierte Fassung findet sich unter 02016R1011 – DE – 10. 12. 2019 – 001.001 – 1.

unterschiedliche Klima-Benchmarks, die EU Climate Transition Benchmarks – EU CTB und die EU Paris-aligned Benchmarks – EU PAB, ein. Unter anderem müssen Unternehmen, die in diese Klima-Benchmarks aufgenommen werden sollen, messbare Ziele für die Verringerung von CO<sub>2</sub>-Emissionen offenlegen.<sup>47</sup> Inzwischen gibt es hierfür zahlreiche Delegierte Rechtsakte auf Stufe 2 des Lamfalussy-Verfahrens.<sup>48</sup>

Trotz all dieser Entwicklungen fehlt es nach wie vor an einer globalen einheitlichen Definition der Nachhaltigkeit:<sup>49</sup> Ganz heterogen wird von Corporate Social Responsibility (CSR)<sup>50</sup> oder Socially Responsible Investment (SRI)<sup>51</sup> gesprochen. In jüngerer Zeit betont man auf internationaler und europäischer Ebene die ESG-Kriterien. ESG steht im Dreiklang für Environment, Social and Governance und findet sich im europäischen<sup>52</sup> und deutschen Recht<sup>53</sup>. Dabei dominiert, wie zu zeigen sein wird, vor allem der ökologische Gesichtspunkt, während sich das Soziale nur ansatzweise findet<sup>54</sup> und bei Governance weitgehend ausfällt, weil man sich hier im komplexen Bereich des

47 Art. 19b Klima-Benchmark-VO 2019/2089 (Fn. 46).

48 Delegierte VO (EU) 2020/1816 der Kommission v. 17. 7. 2020 zur Ergänzung der VO (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Erläuterung in der Referenzwert-Erklärung, wie Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren in den einzelnen Referenzwerten, die zur Verfügung gestellt und veröffentlicht werden, berücksichtigt werden, ABl. EU Nr. L 406, S. 1; Delegierte VO (EU) 2020/1817 der Kommission v. 17. 7. 2020 zur Ergänzung der VO (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich des Mindestinhalts der Erläuterung, wie Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren in der Referenzwert-Methodik berücksichtigt werden, ABl. EU Nr. L 406, S. 12 und Delegierte VO (EU) 2020/1818 der Kommission v. 17. 7. 2020 zur Ergänzung der VO (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Mindeststandards für EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel und für Paris-abgestimmte EU-Referenzwerte, ABl. EU Nr. L 406, S. 7. Für eine instruktive Übersicht siehe [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Referenzwerte/referenzwerte\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Referenzwerte/referenzwerte_node.html).

49 Kritisch bereits *Breuer/Haase/Breuer*, 83 J.Bus.Econ. (2013) 551, 552; *Bueren*, ZGR 2019, 813, 816 ff.

50 Zur CSR-RL 2014/95/EU siehe gerade Fn. 43.

51 *Park*, 54 Stanf. J. Int'l L. (2018) 1, 5.

52 Siehe ErwG 44 S. 3 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8): „the technical screening criteria should promote appropriate governance frameworks integrating environmental, social and governance factors as referred to in the United Nations-supported Principles for Responsible Investment at all stages of a project's life cycle.“ Ähnlich auch ErwG 17 und Artt. 2 Nr. 17, 8 Abs. 1 Offenlegungs-VO 2019/2088 (Fn. 34).

53 § 289c Abs. 2, 3 HGB.

54 Siehe unten Fn. 118.

unzureichend harmonisierten europäischen Gesellschaftsrechts bewegt.<sup>55</sup> Auf die Probleme widerstreitender Ziele wird zurückzukommen sein.<sup>56</sup>

### 3. Methodisches Vorgehen für nachhaltige Finanzmärkte

Die Fragestellung, wie man Finanzmärkte für nachhaltiges Tun einsetzen kann, ist komplex. Methodisch verlangen rechtliche Lösungen zum Schutze der Umwelt fast immer ein interdisziplinäres Vorgehen. Rechtsregeln bedürfen einer umfangreichen Folgenbewertung von dritter Seite. Ansonsten besteht die Gefahr, dass sich die rechtlichen Rahmenbedingungen zu einer *Black box* entwickeln und Juristen die falschen Schlussfolgerungen ziehen. Umweltschutz mit seinen verschiedenen Varianten wie Artenschutz, Klimaschutz etc. verlangt die Expertise von Naturwissenschaftlern, um die Zusammenhänge von menschlichen Aktivitäten und Umweltschäden aufzuzeigen. Wenn um CO<sub>2</sub>-Reduktionen oder die Wiederherstellung von Biodiversität gerungen wird, ist zuallererst das Know-how des Naturwissenschaftlers gefordert. Das gilt insbesondere für die Fragen, welche Folgen Treibhausgase oder die Abholzung der Regenwälder z.B. für die Erderwärmung haben.

Möchte man den Finanzmarkt einspannen, um Umweltschutz- und Nachhaltigkeitsziele zu erreichen, sind daneben Wirtschaftswissenschaftler, sprich: Volks- und Betriebswirte gefragt. Dabei geht es um drei Arbeitsschritte: Umweltschäden müssen zuerst mit Zahlen und Kosten beziffert werden. Umweltverschmutzung darf zweitens gerade nicht kostenlos sein; es geht um die Internalisierung der externen Kosten.<sup>57</sup> Und dann müssen Umweltmaßnahmen drittens für die jeweiligen Aktivitäten noch wirtschaftlich tragbar sein. Ein Bonmot, das gelegentlich *Ludwig Erhard*, dem früheren Wirtschaftsminister und Bundeskanzler zugeschrieben wird, lautet: „Wirtschaft ist nicht alles – aber ohne Wirtschaft ist alles nichts.“ Sicherlich wäre der Nichtkonsum oft der beste Umweltschutz, aber die Staatengemeinschaft geht weiterhin davon aus, dass die Wirtschaft nur übergangsweise verändert werden kann und auch das weltweite Wirtschaftswachstum andauern darf und soll.<sup>58</sup> Einher geht da-

55 In der EU bestehen beispielweise große Unterschiede bei den Organen und der Arbeitnehmermitbestimmung. Als Mindestharmonisierung gibt es in den Mitgliedstaaten unterschiedliche Corporate Governance Codici, siehe *Möllers*, Gesellschafts- und Unternehmensrecht, in: Schulze/Janssen/Kadelbach, Europarecht, 4. Aufl. 2021, § 19 Rdn. 98ff. Siehe auch *Grundmann*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2011, § 5; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2017, § 13; *Teichmann* in: Gebauer/Teichmann, Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, 2016, § 6 Rdn. 13 ff.

56 Siehe unten IV. 2.

57 Zur Internalisierung externer Kosten im Umweltrecht siehe *Pigou*, The Economics of Welfare, 4. Aufl. 1932, S. 101 ff. einerseits und *Coase*, 3 J.L. & Econ. (1960) 1–44 andererseits.

58 Ziel 8.1 UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (Fn. 1): „jährliches Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von mindestens 7 Prozent in den am wenigsten entwickelten Ländern aufrechterhalten“; Einleitung Nr. 27 (a.a.O.): „Ein dauerhaft-

mit die Hoffnung, dass Wirtschaftswachstum kreative Lösungen zum Schutz der Umwelt entwickeln hilft.<sup>59</sup> Damit stehen viele Umweltschutzmaßnahmen oft in einer Spannung zu ökonomischen Befindlichkeiten des Status quo, die in eine Abwägung gebracht werden müssen.<sup>60</sup>

Gute Rechtsetzung kann eine wichtige Aufgabe der Verhaltenssteuerung übernehmen. Zu einem solchen rechtlichen Instrumentarium gehören Rechte und Pflichten – wie Informationspflichten, Erlaubnisse, Verbote, Steuern oder aber auch *ex post* eine zivilrechtliche Haftung und staatliche Überwachung. Damit sind Juristen und engagierte Politiker gefragt. Die Eckdaten, wie viel Umweltschutz den Bürgern und Unternehmen zuzumuten ist, hat die Politik zu schaffen; wichtig ist eine kritische Folgenbewertung, die aber oft nur unzureichend erhoben wird.<sup>61</sup> Als Teil davon darf die ökonomische Analyse des Rechts bei Rechtsregeln fragen, ob diese Regeln auch effizient sind oder etwa zu hohe Transaktionskosten verursachen. Das spricht auch Art. 191 AEUV an, der verschiedene Prinzipien des Umweltrechts, wie etwa das Verursacherprinzip, nennt.<sup>62</sup> Der Richter hat dann oft im Streitfall zu prüfen, ob die Lösung der Politik nachvollziehbar oder aber sachwidrig und unverhältnismäßig ist. Das haben jüngst das Urteil des BVerfG zum Klimaschutz und das Urteil des niederländischen Bezirksgerichts in Den Haag gegen *Shell* eindrucksvoll verdeutlicht.<sup>63</sup> Die Thematik der Nachhaltigkeit verlangt schließlich neben diesem interdisziplinären Zusammenwirken auch zwingend eine internationa-

---

tes, inklusives und nachhaltiges Wirtschaftswachstum ist eine wesentliche Voraussetzung für Wohlstand“ und Umsetzungsmittel und die Globale Partnerschaft Nr. 68 (a.a.O.): „Der internationale Handel ist ein Motor für inklusives Wirtschaftswachstum und die Verringerung der Armut und trägt zur Förderung der nachhaltigen Entwicklung bei.“ Ausdrücklich das Verhältnis von Wirtschaftswachstum zum Umweltschutz im Sinne von Art. 3 Abs. 3 EUV nennt ErwG 1 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8).

59 Ziel 8.4 UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (Fn. 1): „Bis 2030 die weltweite Ressourceneffizienz in Konsum und Produktion Schritt für Schritt verbessern und die Entkopplung von Wirtschaftswachstum und Umweltzerstörung anstreben.“

60 Darauf wird am Ende unter IV. 2. einzugehen sein.

61 Möllers (Fn. 31), § 2 Rdn. 11.

62 Zum Verursacherprinzip (*polluter pays principle*), siehe Art. 192 Abs. 2 S. 2 AEUV. Für einen Vorrang ökonomischer Belange die herrschende Meinung siehe Streinz/*Kahl*, EUV/AEUV, 3. Aufl. 2018, Art. 192 AEUV Rdn. 32 m.w.N.

63 Jüngst zur Verpflichtung gegenüber den nachfolgenden Generationen siehe BVerfG v. 24. 3. 2021 – 1 BvR 2656/18 u.a., NJW 2021, 1723, Rdn. 182 ff., 192 (*Klimaschutzgesetz*); Hague District Court v. 21. 5. 2021, C/09/571932/HA ZA 19–379, ECLI:NL:RBDHA:2021:5339 (*Milieudefensie u.a. v. Royal Dutch Shell*); an dieser Stelle kann nicht die Diskussion geführt werden, ob damit die Grenzen zulässiger Rechtsfortbildung überschritten wurden, kritisch *Lomborg*, Wie Klimaklagen den Armen Schaden, FAZ v. 27. 5. 2021, 17; positiver *van Dam* auf der ECFR Tagung in Athen 2021 (im Erscheinen ECFR 2022); allgemein Möllers (Fn. 31), § 13 Rdn. 83 ff.

le Zusammenarbeit, denn Umweltschutz und Umweltschäden kennen keine nationalen Grenzen. In diesem Rahmen sind die Schwierigkeiten der Rechts-harmonisierung zu beachten, wenn die Rechtstraditionen in den verschiedenen Staaten stark voneinander abweichen.<sup>64</sup>

## *II. Das Informationsregime der EU zur Sicherstellung eines nachhaltigen Finanzmarktes*

Im Folgenden werden die Vor- und Nachteile thematisiert, die mit dem Informationsregime des Green Deal der EU verbunden sind. Dazu wird schon bezweifelt, ob die Finanzmärkte der richtige Adressat für nachhaltiges Agieren sind. Weiterhin geht es um die Frage, wie eine Irreführung des Investors bei dieser komplexen Materie vermieden werden kann.

### *1. Vor- und Nachteile des Informationsregimes*

#### a) Der homo oeconomicus als homo oecologicus

Sind die Finanzmärkte wirklich ein taugliches Vehikel, um den Umweltschutz voranzutreiben? Das wird zum Teil vehement bestritten: Investoren seien vorrangig auf Rendite aus,<sup>65</sup> jede Restriktion des Portfolios würde zu einer suboptimalen Selektion führen.<sup>66</sup> Oder aber auch: Regelwerke wären überflüssig, wenn nachhaltige Investitionen eine bessere risikoadjustierte Rendite erzeugen als konventionelle Investitionen, weil sich Investoren dann langfristig ohnehin nachhaltigen Investitionen zuwenden.<sup>67</sup> Schon jetzt wäre eine Reihe von Investoren bereit, auf Rendite zu verzichten und mit gutem Gewissen als *good corporate citizens* nachhaltig zu investieren.<sup>68</sup> Dann bräuchte es aber keine Regulierung, weil der Markt diese Fragen ausreichend und besser selbst regele.<sup>69</sup>

64 Zum US-amerikanischen Recht am Beispiel des Dieselskandals, siehe *Gsell/Möllers* in: dies., *Enforcing Consumer and Capital Markets Law*, 2020, S. 465, 472.

65 *Larcker/Watts*, 69 (2/3), *Where's the greenium?*, *J. of Account. & Eco.*, 101312 (2020), abrufbar unter <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2020.101312> zum US-amerikanischen Markt; *Institutional Moneycom v. 22. 8. 2016*, Studie: Immobilieninvestoren geraten stärker unter Druck, abrufbar unter <https://www.institutional-money.com/news/theorie/headline/studie-immobilieninvestoren-geraten-staerker-unter-druck-51873/>.

66 *Bianchi/Drew*, 2 *J. Sustainable Fin. & Investment* (2012) 303, 305; *Renneboog/Ter Horst/Zhang*, 32 *J. Bank. Fin.* (2008) 1723, 1734.

67 *Köndgen*, FS Karsten Schmidt, Bd. 1, 2019, S. 671, 681, 684: Risikoprophylaxe schlicht als Gebot wirtschaftlicher Vernunft.

68 *Köndgen*, FS Karsten Schmidt, Bd. 1, 2019, S. 671, 683 ff. Zur Kombination von ökonomischen und ökologischen Interessen siehe *Esty/Karpilow*, 36 *Yale J. on Reg.* (2019) 625, 639.

69 *Köndgen*, FS Karsten Schmidt, Bd. 1, 2019, S. 671, 684 sowie 681, 700; siehe auch *Möslein/Sorensen*, 15 *E.Comp.L.J.* (2018) 221, 224: „planned economies“.

## b) Die Märkte: Nachhaltiges Verhalten als Anlageziel für Anbieter und Investoren

Tatsächlich scheint die Sache aber doch komplizierter zu sein. Der Vorwurf, die Regelwerke seien überflüssig, weil der Markt sich sowieso schon danach ausrichte, überzeugt nicht. In der Vergangenheit haben die Märkte bisher nur unzureichend auf umweltfreundliche Finanzprodukte reagiert,<sup>70</sup> während die Entwicklungen in jüngster Zeit die positive Seite des Informationsregimes im Sinne einer *win-win*-Situation verdeutlichen: Für die Emittenten kann ein nachhaltiges Finanzprodukt die Nachfrage steigern: Das drückt sich bei Bonds in niedrigeren Zinsen und bei Aktien in höheren Preisen aus.<sup>71</sup> Man spricht vom „*Greenium*“, einem Kunstwort zusammengesetzt aus *green* und *premium*, den Abschlag, den Investoren bereit sind für staatliche Green Bonds zu zahlen.<sup>72</sup> Vergleichbares gilt wohl für „grüne“ Unternehmensanleihen.<sup>73</sup> Aber auch für den nachfragenden Investor kann sich ein „*win*“ ergeben. Er verlangt typischerweise nicht nur liquide Märkte, sondern kann auch unterschiedliche Anlageziele verfolgen, etwa hohe Sicherheit statt hoher Rendite.<sup>74</sup> Marktteilnehmer können damit unterschiedliche oder gegenläufige Kriterien präferieren. Schon *Adam Smith* hat gezeigt, dass der Mensch mehr ist als ein homo oeconomicus.<sup>75</sup> Mit seiner Anlage kann er einen Beitrag zur Erreichung der SDGs oder anderer ESG-Ziele und damit auch für die Umwelt leisten. Man spricht von Sustainable Finance 2.0: Die Nachhaltigkeitsziele sind damit

70 So explizit die Kleinanleger nennend Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG), Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2018, S. 18; *Köndgen*, FS Karsten Schmidt, Bd. 1, 2019, S. 671, 676.

71 *Lanoie/Luccetti/Johnstone/Ambec*, 20 J. Econ. & Mgmt. Strategy (2011) 803, 804 ff.; *Löffler/Petreski/Stephan*, 11 Eurasian Econ Rev. (2021) 1, 2, abrufbar unter <https://link.springer.com/article/10.1007/s40822-020-00165-y#citeas>. Der Bund zahlte im April 2021 bei der Platzierung „grüner“ Staatsanleihen mit 30-jähriger Laufzeit etwa 0,02 Prozentpunkte weniger Zins als bei im Übrigen identischen und zeitgleich begebenen, konventionellen (Zwillings-)Anleihen, siehe *Frühauf*, Für den Bund sind die grünen Anleihen günstiger, FAZ v. 21. 4. 2021, 29.

72 *Frühauf*, Neue grüne Bundesanleihe trifft auf großes Interesse, FAZ v. 12. 5. 2021, 23.

73 In der Wirtschaftswissenschaft ist dies noch heftig umstritten, siehe *Löffler/Petreski/Stephan*, 11 Eurasian Econ Rev. (2021) 1, 2.

74 Nichts anderes besagt das „magische Dreieck“ der Wertpapieranlage, nach dem die Hauptzeile der Privaten Kapitalanlage Rendite, Risiko und Liquidität in einer Trade-off-Beziehung stehen, ohne dass eines der Ziele zwangsläufig vorrangig ist. Zu entsprechenden Explorationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen siehe etwa Art. 54 Abs. 5 Delegierte VO (EU) 2017/565 v. 25. 4. 2016, ABl. EU Nr. L 87, S. 1.

75 *Smith*, Theory of Moral Sentiments, 2. Aufl. 1761, Part I, Sec. I, Chap. I: „How selfish soever man may be supposed, there are evidently some principles in his nature, which interest him in the fortunes of others, and render their happiness necessary to him, though he derives nothing from it, except the pleasure of seeing it.“

gleichberechtigt neben anderen Anlagezielen.<sup>76</sup> Informationen und der Abbau von Informationsasymmetrien sind deshalb erforderlich, damit das Narrativ der Performance mit gutem Gewissen<sup>77</sup> wirken kann.<sup>78</sup> Zu solchen *good corporate citizens* zählen etwa kirchliche Organisationen, Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds oder sog. *high-net-worth individuals*.<sup>79</sup> Im Idealfall kann Nachhaltigkeit als Anlageziel dann eine immer größere Anzahl von Investoren erfassen.<sup>80</sup> Auch für den Kleinanleger ist der vermeintlich beschwerliche Schritt vom Umweltbewusstsein zum Umweltverhalten<sup>81</sup> wenig aufwendig, weil er ohne wirklichen Konsumverzicht durch den Erwerb eines nachhaltigen Finanzproduktes für die Umwelt etwas Gutes tun kann.<sup>82</sup>

### c) Das Informationsregime und der Abbau von Informationsasymmetrien

Will man den Investor zum umweltgerechten Verhalten bewegen, bedarf es entsprechender Informationen. Hier setzt das Informationsregime ein, das die Informationen des Aufklärungspflichtigen zugunsten des Aufklärungsempfängers anordnet und so Informationsasymmetrien abbaut.<sup>83</sup> Börsennotierte Unternehmen haben gegenüber dem Anleger einen Informationsvorsprung im Hinblick auf unternehmensinterne Informationen (Informationsasymmetrie); sie sind dahingehend Informationsmonopolisten.<sup>84</sup> Unternehmen oder der Staat können aber relativ günstig die benötigten Informationen zur Verfügung stellen (sog. *Signalling*), um das Informationsdefizit des Anlegers auszugleichen; das Unternehmen ist *cheapest cost avoider*.<sup>85</sup> Eines der Prinzipien des Kapitalmarktrechts ist es, Informationen zur Verfügung zu stellen und In-

76 Schäfer, Sustainable Finance – A Conceptual Outline, Aug. 2012, S. 14f.; Bueren, ZGR 2019, 813, 824. Siehe auch der Titel von *Herlyn/Lévy-Tödter*, Die Agenda 2030 als Magisches Vieleck der Nachhaltigkeit, 2020.

77 Köndgen, FS Karsten Schmidt, Bd. 1, 2019, S. 671, 679. Andere Begriffe sind *values-based investors* oder *social return on investment investors*, siehe Park, 54 Stanf. J. Int'l L. (2018) 1, 9; *Esty/Cort*, 8 J. Environ. Investing (2017) 1, 9.

78 So auch ErwG 10 Offenlegungs-VO 2019/2088 (Fn. 9).

79 Siehe die Zahlen bei Köndgen, FS Karsten Schmidt, Bd. 1, 2019, S. 671, 676.

80 Ausführlich *Esty/Karpilow*, 36 Yale J. on Reg. (2019) 625, 641 ff. Bezeichnend ist auch, dass jetzt schon die Frauenzeitschrift Brigitte ein eigenes Magazin „Be Green“ herausgibt.

81 Siehe unten IV. 2. Zu einem ähnlich „einfachen“ Fall korrekten Umweltverhaltens siehe die Beteiligung am Boykottaufruf der Bohrinself von Brent Spar, siehe Möllers, NJW 1996, 1374 ff.

82 Köndgen, FS Karsten Schmidt, Bd. 1, 2019, S. 671, 686.

83 Berühmt ist der Beitrag von *Akerlof*, 84 Q.J. Econ. (1970) 488, 494, der die Gebrauchtwagen als saure Zitronen („lemons“) bezeichnete, weil der Käufer versteckte Mängel nicht erkennen kann. Zum Folgenden siehe Möllers (Fn. 31), § 5 Rdn. 146 ff., § 8 Rdn. 21.

84 Zu diesem Begriff siehe Möllers/Leisch, WM 2001, 1648, 1654.

85 *Zetzsche*, Aktionärsinformation in der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2006, S. 37; Köndgen, FS Druey, 2002, S. 791, 796, spricht vom *cheapest information provider*.

formationsasymmetrien abzubauen.<sup>86</sup> Damit sichern die Aufklärungspflichten, dass die einschlägigen Informationen den Markt erreichen und eingepreist werden. Informationen dienen damit auch der Gleichbehandlung der Marktteilnehmer.<sup>87</sup>

Gegenüber Verboten ist die Aufklärung das verhältnismäßigere, mildere Mittel, weil Anbieter und Nachfrager sich (weiterhin) gegen das nachhaltige Finanzprodukt entscheiden können. Man spricht vom *Nudging*, dem „Anstupsen“ für eine bestimmte Option.<sup>88</sup> Durch die entsprechende Transparenz besteht die Hoffnung, dass Unternehmen nicht wie in der Vergangenheit ihre Kosten zulasten der Umwelt externalisieren können. Künftig müssen die Wertpapierfirmen den Kunden nach seinen Nachhaltigkeitspräferenzen fragen, sodass er regelrecht auf nachhaltige Anlagen „gestoßen“ wird, wenn ihm solche bisher noch nicht bekannt waren.<sup>89</sup>

d) Risiken: Transaktionskosten, Bounded Rationality und Greenwashing

*Herbert Simon*<sup>90</sup> war vor mehr als fünfzig Jahren einer der ersten, die auf die begrenzte Rationalität der Menschen bei der Entscheidungsfindung hinwiesen und Zweifel hinsichtlich des Bildes eines „ökonomischen“ und „rationalen“ Menschen äußerten. Der Mensch handelt nur begrenzt rational (*bounded rationality*); er sucht nach Handlungsalternativen, die zufriedenstellend oder „gut genug“ sind. Er passe sein Entscheidungsverhalten an seine individuell beschränkten Verarbeitungsfähigkeiten (begrenzte kognitive Fähigkeiten) an. Die unausweichlichen Restriktionen in Zeit und Information führen dazu, dass er Gebrauch von Vereinfachungsmethoden oder „Faustregeln“, sog. Heuristiken, macht.<sup>91</sup> Der Adressat leidet unter einer Informationsüberflutung (*information overload*<sup>92</sup>). Zudem erhöhen Informationspflichten die

86 *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 550ff. Siehe auch ErwG 3 Prospekt-VO (EU) 2017/1129 v. 14. 6. 2017, ABl. EU Nr. L 168, S. 12.

87 Allgemein *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, 2002, S. 1, 27f.; für das Übernahmerecht siehe § 3 Abs. 1 WpÜG.

88 Allgemein *Thaler/Sunstein*, Nudge, 2008, übersetzt als *Thaler/Sunstein*, Wie man kluge Entscheidungen anstößt, 2011; *Sunstein*, 37 J.Consumer Pol’y (2014) 583 ff.; *Gerg*, Nudging, 2019; *Wolff*, Anreize im Recht, 2021. Für nachhaltige Finanzprodukte siehe *Möslein/Sørensen*, 24 Colum.J.Europ.L. (2018) 392 ff.

89 Siehe Art. 1 Nr. 6 Delegierte VO (EU) 2021/1253 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 (Fn. 35).

90 *Simon*, Models of Bounded Rationality, 1982.

91 *Simon*, 69 Q.J. Econ. (1955) 99 ff. *Kahneman*, Thinking, Fast and Slow, 2011, deutscher Titel: Schnelles Denken, langsames Denken, 2012. Für nachhaltige Finanzprodukte ebenso siehe *Oehler/Horn/Wendt* in: *Walker/Kibsey/Crichton* (Fn. 23), S. 405, 408 ff.

92 Oder *information overkill*, siehe *Rogers/Agarwala-Rogers*, Communications in Organisations, 1976, S. 90.

Transaktionskosten<sup>93</sup> nicht unwesentlich. Der Gesetzgeber hilft nicht selten mit knappen, einfachen Informationen. Die Gefahr solcher Irreführung hat inzwischen einen eigenen Begriff: In den USA ist der Begriff des Greenwashing im Unlauterkeitsrecht für Produkte bekannt, die irreführend als umweltfreundlich oder nachhaltig bezeichnet werden.<sup>94</sup> Dieser Begriff wurde jetzt auf die Finanzbranche übertragen. Bei nachhaltigen Finanzprodukten spricht man vom Greenwashing und damit der Vermarktung eines Finanzproduktes als umweltfreundlich, obwohl es den grundlegenden Umweltstandards gerade nicht entspricht.<sup>95</sup> Die US-amerikanische Börsenaufsicht SEC ermittelt gegen die Fondsgesellschaft DWS der Deutschen Bank unter dem Vorwurf des Greenwashing, weil Investitionen auf Basis von Nachhaltigkeitskriterien überbewertet worden seien.<sup>96</sup> Von den 50 Beteiligungsunternehmen der 20 größten ESG-Fonds lassen sich 2020 nur zwei als „grüne Unternehmen“ qualifizieren.<sup>97</sup> In einer Studie von Greenpeace wird dem Schweizer Fondsmarkt vorgeworfen, dass die angebotenen Finanzprodukte nur „marginal klimafreundlicher“ seien als konventionelle Anlagen.<sup>98</sup> Zahlreiche Unternehmen wollen ihre CO<sub>2</sub>-Neutralität nicht durch eigene Anstrengungen erreichen, sondern durch externe Kompensation, indem sie CO<sub>2</sub>-Zertifikate günstig –

- 93 Zu den Transaktionskosten ex ante gehören etwa Suchkosten, um sich über Preise zu informieren, sowie Anbahnungs- und Vereinbarungskosten, aber ex post auch Kosten, die bei Abschluss, Kontrolle, Anpassung und der Durchsetzung eines Vertrags entstehen; siehe *Coase*, 3 J.L. & Econ. (1960) 1, 15; *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, 4. Aufl. 2015, S. 97 ff.
- 94 Siehe etwa *Gordsky*, 10 Yale J. on Reg. (1993) 147, 150; *Rotman/Gossett/Goldmann*, 74 Administrative L.Rev. (2020) 41 f. Diese Diskussion zu vermeintlich umweltfreundlichen Produkten gibt es seit Jahren auch in Deutschland siehe etwa *Köhler*, UTR 1990, 343 ff.; *Möllers*, Rechtsgüterschutz im Umwelt- und Haftungsrecht, 1996, S. 156 f., BGH v. 20. 10. 1988 – IZR 219/87, BGHZ 105, 277, 281 (*Umweltengel*).
- 95 Die Problematik erkennt die Kommission, indem sie in ErwG 11 S. 3 der Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8) unmittelbar Greenwashing definiert als Praxis durch „die Bewerbung eines Finanzproduktes als umweltfreundlich einen unfairen Wettbewerbsvorteil zu erlangen, obwohl den grundlegenden Umweltstandards nicht entsprochen wird“. Angesprochen auch in ErwG 9 S. 3, Klima-Benchmark-VO 2019/2089 (Fn. 46) und S. 5, 21 des Vorschlages für eine CSRD (Fn. 44).
- 96 *Kowsmann/Ramey/Michaels*, Authorities Probing Deutsche Bank's DWS Over Sustainability Claims, Wall Street Journal v. 25. 8. 2021, abrufbar unter <https://www.wsj.com/articles/u-s-authorities-probing-deutsche-banks-dws-over-sustainability-claims-11629923018>.
- 97 Nämlich Orsted und Vestas Wind. Ansonsten enthalten die ESG-Fonds etwa Technologieunternehmen wie Microsoft oder Alibaba, kritisch *Kremer*, Das taugen nachhaltige ETF, FAS v. 27. 12. 2020, 33; *The green meme*, Economist v. 22. 5. 2021, 61, 62.
- 98 Greenpeace Schweiz, Studie: Klima-Mystery-Shopping bei Schweizer Banken, S. 7 ff., abrufbar unter <https://www.greenpeace.ch/de/publikation/72935/klima-mystery-shopping-bei-schweizer-banken>. Kritisch auch *Kremer*, Wie grün sind Fonds?, FAS v. 8. 8. 2021, 28.

für einen Euro – kaufen.<sup>99</sup> Nachhaltigkeitsberichte verschiedener Unternehmen sind praktisch kaum vergleichbar,<sup>100</sup> es wird sogar von Mogelpackungen gesprochen.<sup>101</sup> Und wie vergleicht man inkommensurable Größen – Äpfel mit Birnen?<sup>102</sup>

Ein Automobilhersteller stellt seine Produktion komplett auf Elektroautos um.<sup>103</sup> Der zweite Hersteller bietet weiterhin Autos mit Dieselmotoren an, stellt aber sicher, dass sein Auto mit Biokraftstoffen fahren kann<sup>104</sup> und zu 99 % recyclebar, d.h. wiederverwertbar ist.<sup>105</sup> Sind beide Autohersteller grün und nachhaltig oder welcher von beiden? – Oder können auch Betreiber von Gas- oder Atomkraftwerken nachhaltig sein? Zwischen den Mitgliedstaaten der EU herrscht bisher ein intensiver Streit, ob Kernkraft nachhaltig und sicher<sup>106</sup> ist oder aber ausdrücklich nicht nachhaltig.<sup>107</sup>

Haben wir einen Markt für Zitronen?<sup>108</sup> Das Problem des Greenwashing erscheint als ungelöstes Problem,<sup>109</sup> gerade weil der europäische Gesetzgeber sich darauf beschränkt, das Problem nur in den Erwägungsgründen anzusprechen.<sup>110</sup> Im Folgenden ist zu zeigen, dass die Bemühungen um Präzision nicht

- 
- 99 Etwa *Delivery Hero*, *Bayer*, *Volkswagen* etc., siehe *Theurer*, Von wegen klimaneutral, FAS v. 14. 2. 2021, 20. Siehe auch unten Fn. 182.
- 100 *Krohn/Mannweiler*, Ohne Richtschnur im Dschungel der Nachhaltigkeit, FAZ v. 3. 4. 2021, 31; *Mannweiler*, Blätter, Globen und Sterne, FAZ v. 13. 3. 2021, 30.
- 101 So der Vorwurf des Fondmanagers *Greiner* der Investmentgesellschaft *Wiwini* gegenüber den Unternehmen *Autodesk*, *Adidas* und *Wirecard*, siehe *Febr*, Dunkelgrüner Fonds sucht Anleger, FAZ v. 31. 3. 2021, 23. Siehe auch unten Fn. 147f.
- 102 Abgeleitet von dem lat. Begriff *mensura* für das Maß, übersetzt etwa „ohne gemeinsames Maß“. *Leisner*, Der Abwägungsstaat, 1997, S. 72 ff. Prägnant auch der Richter *Scalia* in: *Bendix Autolite Corp. v. Midwesco Enterprises, Inc.*, 486 U.S. 888, 897 (1988): „whether a particular line is longer than a particular rock is heavy“; kritisch auch *Webber*, 23 Can. J.L. & Juris (2010) 179, 195 f.
- 103 Diesel- und Ottomotoren werden beim schwedischen Hersteller Volvo schrittweise ausgemustert. Ab 2019 sollen neue Modelle ausschließlich mit einem Elektro- oder Hybridantrieb angetrieben werden. Siehe *Spiegel* v. 5. 7. 2017.
- 104 Zu entsprechenden Bemühungen der Autoindustrie, siehe FAS v. 16. 5. 2021, 24, „Jetzt reicht’s“.
- 105 Nach Angaben von BMW fallen bei 2,5 Mio. produzierten BMW-Autos jährlich 780.000 Tonnen Abfall an; dieser wird zu 99 % recycelt und wiederverwertet, siehe BMW (Fn. 17), S. 17.
- 106 So die Erklärung der Tschechischen Republik, Ungarns, der Slowakei und Sloweniens: Kernenergie „eine auf lange Sicht nachhaltige und sichere Energiequelle“, siehe Vorschlag für eine Taxonomie-VO – Politische Einigung v. 7. 2. 2020, Dossier 2018/0178 (COD), COM(2020) 353 final, Anlage, S. 5.
- 107 So die Erklärung Österreichs: Nuklearenergie „nicht als sicher oder nachhaltig“, siehe Vorschlag für eine Taxonomie-VO – Politische Einigung (Fn. 106), Anlage, S. 5.
- 108 So für die US-amerikanische Rechtslage *Esty/Karpilow*, 36 Yale J. on Reg. (2019) 625, 665. Zu *Akerlof* siehe Fn. 83.
- 109 Angesprochen bereits bei *Talbot*, 28 Vill. Envtl. L.J. (2017) 127, 136 ff.
- 110 Siehe gerade Fn. 95.

ausreichen, weil der Gesetzgeber einschlägige Schutzvorschriften für die entscheidenden Marktteilnehmer, nämlich die Investoren und die Anbieter vergessen hat.

## 2. Europäische Normsetzung: die erforderlichen Standards, Definitionen und Präzisierungen

Um Irreführung und Greenwashing zu vermeiden, definiert der europäische Gesetzgeber in der Offenlegungs-VO und der Taxonomie-VO zahlreiche Begriffe und versucht so, Standards zu setzen. Die Offenlegungs-VO unterscheidet etwa drei unterschiedliche Typen von Finanzprodukten, dunkel grüne (Art. 9 Offenlegungs-VO), leicht grüne (Art. 8 Offenlegungs-VO) und konventionelle, nicht nachhaltige Finanzprodukte (Art. 7 Offenlegungs-VO). Die Taxonomie-VO differenziert erstmals zwischen Umweltzielen (a)), einschlägigen Wirtschaftstätigkeiten (b)) und Kriterien zur Erreichung der Umweltziele (c)).

### a) Umweltziele

In Art. 9 Taxonomie-VO werden zuerst sechs Umweltziele festgelegt, die als Maßstab für die Nachhaltigkeit von Wirtschaftsaktivitäten gelten sollen: Klimaschutz; Anpassung an den Klimawandel; die nachhaltige Nutzung und der Schutz von Wasser- und Meeresressourcen; der Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft; Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung und der Schutz und die Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme.

### b) Wesentlicher Beitrag der verschiedenen Wirtschaftstätigkeiten

Nach Art. 3 Taxonomie-VO gilt eine Wirtschaftsaktivität als ökologisch nachhaltig, wenn sie einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung eines oder mehrerer der Umweltziele leistet, nicht zu einer erheblichen Beeinträchtigung eines oder mehrerer der Umweltziele führt, unter Einhaltung des in Art. 18 Taxonomie-VO festgelegten Mindestschutzes ausgeübt wird sowie den technischen Bewertungskriterien entspricht, welche die Kommission festlegt. In den Artt. 10–16 Taxonomie-VO wird sodann umrissen, auf welche Weise Wirtschaftstätigkeiten einen wesentlichen Beitrag zur Erreichung der Umweltziele leisten können. Konkretisiert wird dieser grobe Rahmen auf der 2. Ebene in noch zu erlassenden technischen Bewertungskriterien. Ein erster Entwurf der technischen Bewertungskriterien für die ersten beiden Umweltziele (Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel) wurde bereits veröffentlicht.<sup>111</sup> Der Gesetzgeber hat es sich indes nicht nehmen lassen, Stromerzeugungstätigkeiten, bei denen feste fossile Brennstoffe verwendet werden,

---

<sup>111</sup> Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021) 2800 final (Fn. 40).

bereits in der Taxonomie-VO als ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit auszuschließen; die Stromerzeugung in Kohlekraftwerken beispielsweise kann daher nie als ökologisch nachhaltig gelten.<sup>112</sup>

Der Tatsache, dass nicht alle Wirtschaftstätigkeiten gleichermaßen einen unmittelbaren Beitrag zur Erreichung der Umweltziele leisten können, soll durch eine Differenzierung in unterschiedliche Arten von Wirtschaftstätigkeiten Rechnung getragen werden. Einen unmittelbaren wesentlichen Beitrag zur Erreichung der Umweltziele leisten Wirtschaftstätigkeiten, die den Anforderungen der Artt. 10–16 Taxonomie-VO genügen. So leistet etwa das Betreiben eines Windparks einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz.<sup>113</sup> Ermöglichende Tätigkeiten (*enabling activities*) leisten einen Beitrag zu den Umweltzielen, wenn sie es einer anderen Tätigkeit ermöglichen, einen wesentlichen Beitrag zu einem der Umweltziele zu leisten (Art. 16 Taxonomie-VO). Um bei dem Beispiel eines Windparks zu bleiben, wäre etwa die Herstellung von Windturbinen eine solche ermöglichende Tätigkeit.<sup>114</sup> Ausschließlich zur Erreichung des Umweltziels Klimaschutz ist neben den beiden genannten Wirtschaftstätigkeiten noch eine dritte Gruppe, die sog. Übergangstätigkeit („*transitional activities*“), vorgesehen. Diese verursachen zwar noch CO<sub>2</sub>-Emissionen, allerdings gibt es für sie noch keine technologisch und wirtschaftlich durchführbare CO<sub>2</sub>-arme Alternative (Art. 10 Abs. 2 Taxonomie-VO). Übergangstätigkeiten leisten danach einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz, wenn sie den besten Treibhausgasemissionswerten des Sektors entsprechen, die Entwicklung und Einführung CO<sub>2</sub>-armer Alternativen nicht behindern und nicht zu Lock-in-Effekten führen (Art. 10 Abs. 2 Taxonomie-VO). Die insoweit festgelegten technischen Bewertungskriterien werden regelmäßig geprüft und angepasst (Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 3 Taxonomie-VO). Die Personenbeförderung im Verbrennungsmotor-betriebenen Eisenbahnfernverkehr (Diesel- oder Dampflokomotive) wäre beispielsweise eine solche Übergangstätigkeit, wenn die DNSH-Kriterien (dazu sogleich unter c)) im Übrigen erfüllt sind.<sup>115</sup>

112 Art. 19 Abs. 3 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8); unzutreffend *Geier/Hombach*, BKR 2021, 6 (Fn. 44).

113 Vgl. Art. 10 Abs. 1 lit. a) Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8) i.V.m. Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021) 2800 final (Fn. 40), Annex I, Nr. 4.3, zum Beispiel des Windparks *Ipsen/Röh*, ZIP 2020, 2001, 2005.

114 Vgl. Art. 10 Abs. 1 lit. i) Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8) i.V.m. Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021) 2800 final (Fn. 40), Annex I, Nr. 3. 1.

115 Vgl. Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021) 2800 final (Fn. 40), Annex I, Nr. 6. 1.

c) Kriterien zur Erreichung der Ziele: Ausschlusskriterien, Life-cycle, Best in class

Um als ökologisch nachhaltig nach der Taxonomie-VO zu gelten, genügt es jedoch nicht, wenn die Wirtschaftstätigkeit nur positiv einen wesentlichen Beitrag zu diesen Umweltzielen leistet (Art. 3 lit. a) i.V.m. Artt. 10–16 Taxonomie-VO). Zudem darf sie negativ nicht die weiteren Umweltziele erheblich beeinträchtigen (Art. 3 lit. b) i.V.m. Art. 17 Taxonomie-VO). Die negative Umschreibung des Art. 17 Taxonomie-VO wird als „Do No Significant Harm (DNSH)“-Regel bezeichnet<sup>116</sup> und erfährt ebenso wie der Begriff des „wesentlichen Beitrags“ eine Präzisierung durch Delegierte Verordnungen.<sup>117</sup> Zudem wird ein sozialer Mindestschutz gem. Art. 18 Taxonomie-VO unter Verweis auf vier internationale Regelwerke erwartet.<sup>118</sup> Mit diesen beiden Normen werden also Ausschlusskriterien definiert. Wirtschaftstätigkeiten, deren negative Umweltauswirkungen ihren Nutzen für die Umwelt übersteigen, sollen so grundsätzlich nicht als ökologisch nachhaltig gelten.<sup>119</sup> Dies ist eine klassische Kosten-Nutzen-Analyse.<sup>120</sup> Interessanterweise scheint der aufgeworfene Streit zur Atomkraft<sup>121</sup> damit geklärt. So soll Atomkraft nachhaltig sein, weil sie keine Emissionen verursacht und die Endlagerung als sicher gilt.<sup>122</sup>

Ansonsten erlaubt der Gesetzgeber, dass eine Wirtschaftstätigkeit „auf verschiedene Weise“ das Umweltziel erreichen kann.<sup>123</sup> Für die Kreislaufwirtschaft nennt die Taxonomie-VO neben Haltbarkeit auch den Ressourcenver-

116 Ausführlich TEG, Taxonomy Technical Report, June 2019, S. 44 ff., abrufbar unter [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy_en.pdf).

117 Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021) 2800 final (Fn. 40).

118 Unter Verweis auf die OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen, Neufassung 2001, abrufbar unter <https://mneguidelines.oecd.org>; der Leitprinzipien der Vereinten Nationen für Wirtschaft und Menschenrechte v. 21. 3. 2011, A/HRC/17/31; der Grundprinzipien und Rechte aus den acht Kernübereinkommen, Erklärung der Internationalen Arbeitsorganisation über grundlegende Prinzipien und Rechte bei der Arbeit v. 18. 6. 1998, abrufbar unter <https://www.ilo.org>, sowie der Internationalen Charta der Menschenrechte v. 10. 12. 1948, A/RES/217 A (III).

119 ErwG 40 S. 1 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8).

120 *Calabresi*, The Costs of Accidents, 1977, S. 135 ff.; *Coase*, 3 J.L. & Econ. (1960) 1, 6 ff.; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 6. Aufl. 2020, S. 279; *Adams*, Ökonomische Analyse der Gefährdungs- und Verschuldenshaftung, 1985, S. 42, 165 ff.; *Möllers* (Fn. 31), § 5 Rdn. 125.

121 Siehe oben Fn. 106 f.

122 Joint Research Centre, Technical assessment of nuclear energy with respect to the ‘do no significant harm’ criteria of Regulation (EU) 2020/852 (‘Taxonomy Regulation’), 2021, S. 11, abrufbar unter <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC125953>.

123 „Grundsatz der Technologieneutralität“, Art. 19 Abs. 1 lit. a) Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8).

brauch oder das Umstellen auf ein Produkt als Dienstleistung.<sup>124</sup> Die Kreislaufwirtschaft findet sich nicht nur als eigenes Umweltziel, sondern wird als der *Life-cycle-Ansatz* an vielen Stellen genannt.<sup>125</sup> Dieser berücksichtigt nicht nur das Produkt, sondern auch die Nachhaltigkeit von Vorprodukten und den Kreislauf, d.h. das Recyceln.<sup>126</sup> Der *Best in class-Ansatz* ist vor allem bei den Übergangstätigkeiten gefragt. Hier wird die beste Lösung im Sektor belohnt.<sup>127</sup>

### III. Das Risiko des Greenwashing aufgrund gesetzgeberischer Lücken

Die geschilderte Standardsetzung führt über den bisherigen Stand hinaus. Lässt sich damit aber die Irreführung des Investors, das Greenwashing, vermeiden? In vier Bereichen bestehen noch ungelöste Fragen und insoweit Konkretisierungs- und Vertiefungsbedarf: dem unzureichenden Alles-oder-Nichts-Prinzip (1.), dem heterogenen Anwendungsbereich (2.), dem Ausblenden der rationalen Anlegerentscheidung als Regelungsziel (3.) und der unzureichenden Rechtsdurchsetzung (4.).

#### 1. Der Alles-oder-nichts-Ansatz als Schwäche der Taxonomie-VO

a) Die Komplexität verschiedener zum Teil gegenläufiger Parameter

Trotz des definitorischen Ansatzes in der Taxonomie-VO besteht weiterhin die Gefahr irreführender Informationen auf dem Finanzmarkt: Berücksichtigt man zugleich zu viele Parameter, nämlich ökologische, soziale und gesellschaftsrechtliche Belange (ESG) besteht die Möglichkeit, dass Informationen gegenläufig sind: Was ist mit der chinesischen Elektroauto-Batterie, die zwar nachhaltig sein mag, bei deren Bau die Parameter „Social“ und „Governance“ aber fehlen?<sup>128</sup> Oder weniger stark: Was ist mit dem Einliter-Dieselmotor, der mit Biokraftstoff betrieben wird?

Der Versuch des europäischen Gesetzgebers, durch ein allumfassendes Regelwerk höchster Granularität Greenwashing zu unterbinden, indem für jede

<sup>124</sup> Für die Kreislaufwirtschaft siehe ErwG 28 S. 1 und Art. 13 Abs. 1 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8).

<sup>125</sup> Er findet sich etwa in ErwG 28 S. 4, 34 S. 3, 40 S. 3, 42 S. 2, 44 S. 3, 47, Artt. 2 Nr. 9, 13 Abs. 1 lit. d), 16 lit. b), 17 Abs. 1, 1 lit. d) i), 2, 19 Abs. 1 lit. g) Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8).

<sup>126</sup> Zum gesamten Lebenszyklus siehe Art. 17 Abs. 2 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8).

<sup>127</sup> Cf. Art. 10 Abs. 2 lit. a) Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8): „die den besten Lösungen des Sektors“.

<sup>128</sup> *Fehr/Mannweiler*, Sind China-Aktien unmoralisch, FAZ v. 17. 2. 2021, 25. Allgemein auch angesprochen von *Köndgen*, FS Karsten Schmidt, Bd. 1, 2019, S. 671, 678.

erdenkliche Wirtschaftstätigkeit Kriterien für die Bestimmung ihrer ökologischen Nachhaltigkeit festgelegt werden, scheint praktisch schwer umsetzbar. Vielmehr droht ein Regulierungs-Overload,<sup>129</sup> der technischen Fortschritt und Entwicklungen verhindern könnte. Wenn eingangs festgestellt wurde, dass nachhaltige Belange die Rendite tangieren,<sup>130</sup> müsste schon ökonomisch entschieden werden, wie stark man steuern will: Sollen 95 % der Unternehmen die Parameter erfüllen oder aber nur 5 %? Diese Ausgangsfrage entscheidet über den Umfang des Greenwashing.

#### b) Die fehlende Technologieoffenheit des Alles-oder-nichts-Ansatzes

Im Rahmen der Taxonomie-VO wird den Unternehmen bisher keine direkte Möglichkeit eingeräumt, ihre nachhaltigen Aktivitäten in Bezug auf einzelne Wirtschaftstätigkeiten genauer zu begründen. Stattdessen herrscht ein pauschaler Alles-oder-nichts-Ansatz. Um einer Irreführung und dem Problem des Greenwashing zu entgehen, müsste man die Parameter überarbeiten. Das gilt vor allem für die Ausschlusskriterien. Aufgabe des Gesetzgebers ist es, Nachhaltigkeit durch kluge Parameter zu definieren. Letztlich kann nur ein ganzheitlicher Ansatz die Erderwärmung eindämmen und Nachhaltigkeit erzeugen: Dazu gehören der gerade genannte *Life-cycle-Ansatz*<sup>131</sup> und die Kreislaufwirtschaft<sup>132</sup>, aber eben auch eine Technologieoffenheit für neue Technologien und Wirtschaftstätigkeiten, die dazu beitragen können, die abgesteckten Umweltziele zu erreichen. Einer so komplexen und sich im Fluss befindenden Materie vermag eine starre Taxonomie, deren Kriterien naturgemäß nicht stets den aktuellen Stand der Entwicklung widerspiegeln können,<sup>133</sup> kaum gerecht zu werden. Ferner ist zu bezweifeln, dass der Nachhaltigkeitsbegriff der Taxonomie-VO, der nur auf einzelne Wirtschaftstätigkeiten abstellt, komplexen Wertschöpfungsketten gerecht werden kann. Der Wille des Gesetzgebers ist da.<sup>134</sup> In dem Entwurf der Technischen Bewertungskrite-

129 Bereits jetzt umfassen die Taxonomie-VO nebst den entworfenen Delegierten Verordnungen mehrere tausend Seiten. Allein der Entwurf des Annex I der Delegierten VO zum Klimawandel (Fn. 40) enthält mehr als 230 Seiten. Kritisch auch *Zeitler/Wolf*, Nachhaltigkeit in der Finanzwirtschaft, Positionspapier Wirtschaftsbeirat München, Mai 2020, abrufbar unter [www.wbu.de](http://www.wbu.de), S. 8. Zu vergleichbaren Problemen im Kapitalmarktrecht, siehe *Möllers*, ZEuP 2016, 325, 332 ff.

130 Siehe oben Fn. 66.

131 Auf europäischer Ebene siehe gerade Fn. 126 f. und Ziel 12.4 UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (Fn. 1).

132 Auf europäischer Ebene siehe gerade Fn. 124 und Ziel 12.5 UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (Fn. 1).

133 So berichtet die Kommission nur alle drei Jahre über die Anwendung der VO, Art. 26 Abs. 1 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8).

134 In Art. 19 Abs. 1 g Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8) heißt es zu den Anforderungen an die technischen Bewertungskriterien: die „technischen Bewertungskriterien müssen [...] dem Lebenszyklus sowie den Erkenntnissen aus vorhandenen Lebenszyklusanalysen Rechnung tragen, indem sowohl die Umweltauswirkung der Wirt-

rien (Annex I und Annex II) ist hiervon jedoch nicht viel zu erkennen. In Bezug auf die Elektromobilität werden etwa keine Vorgaben gemacht, welcher Strom zu verwenden ist.

Um dies wiederum am Beispiel des Kfz zu verdeutlichen: Mit Elektroenergie oder Wasserstoff betriebene Autos sind nur ökologisch sinnvoll, wenn hierfür grüne Energie verwendet wird und diese nicht mit Kohle oder Erdgas gewonnen wird. Wenn für die Gewinnung von Lithium für Elektrobletten in Südamerika Kohlekraftwerke gebaut werden und Kohle aus Australien importiert wird, ist dies wenig umweltfreundlich.<sup>135</sup> Es bleibt also bei der (hoffnungsvollen) Annahme, dass es in Zukunft nur noch Ökostrom geben wird. Nur Extrembeispiele wie die Batterie aus China<sup>136</sup> wird man über den DNSH-Test ausscheiden können.<sup>137</sup> Die Bundesregierung geht hier mit dem Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz einen forschen Weg, der sich aber hauptsächlich auf soziale Belange beschränkt.<sup>138</sup> Hier wäre eine Übertragung auf Umweltbelange denkbar.

Umgekehrt führt das Schwarz-Weiß-Denken auch dazu, dass zumindest Übergangstechnologien aus dem Nachhaltigkeitstopf herausfallen. So dürfen neu herzustellende herkömmliche Kraftfahrzeuge bis Ende 2025 nur noch 50gCO<sub>2</sub>/km und ab 2026 kein CO<sub>2</sub> mehr emittieren.<sup>139</sup> Die Herstellung von Kraftfahrzeugen, welche diese Schwellenwerte überschreiten, kann nach der Taxonomie-VO keine ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit sein, ohne dass sich der Kfz-Hersteller rechtfertigen könnte, dass er etwa eine besonders gute Recycling-Quote hat, das Ein-Liter-Dieselauto entwickelt oder der Dieselmotor mit Biokraftstoff betrieben werden kann.<sup>140</sup> Der Alles-oder-Nichts-Ansatz ist mit seiner Einseitigkeit nicht technologieoffen genug, um *Best in*

---

schaftstätigkeit selbst als auch die Umwelteinwirkungen der durch sie bereitgestellten Produkte und Dienstleistungen berücksichtigt werden, insbesondere durch Beachtung der Herstellung, der Verwendung und des Endes der Lebensdauer dieser Produkte und Dienstleistungen.“

135 Siehe hier etwa die umstrittenen Daten in der Dokumentation von Arte, *Umwelt-sünder Elektroautos?*, abrufbar unter [www.youtube.com](http://www.youtube.com).

136 Siehe das Beispiel der Batterie aus China oben Fn. 128.

137 Hierzu oben II. 2. c).

138 Siehe Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in Lieferketten v. 11. 6. 2021, BGBl. I (2021), S. 2959; Gesetzesentwurf v. 19. 4. 2021, BT-Drs. 19/28649. Nur eng begrenzt sieht es den Schutz von Wasser vor. Siehe bereits bisher § 289c Abs. 3 Nr. 4 HGB.

139 Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021) 2800 final (Fn. 40), Annex I Nr. 3. 3. (e) sowie Nr. 6. 5. TEG, Taxonomy Report: Technical Annex 2020, Nr. 6.5 (S. 339f.), abrufbar unter [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy-annexe\\_s\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy-annexe_s_en.pdf).

140 Siehe oben Fn. 105. Kritisch auch *The green meme*, *Economist* v. 22. 5. 2021, 61, 62, „rather than the EU playing God ...“

*class*-Ansätze weiter zuzulassen; er verhindert damit zum Teil nachhaltiges Tun.

## 2. Die zu enge Definition der Finanzmarktteilnehmer

### a) Die fehlenden Bonds und Aktien von Staaten und börsennotierten Unternehmen

Das bisherige Informationsregime des Green Deal der EU konzentriert sich zu stark auf die ökologische Nachhaltigkeit und vernachlässigt dabei die verschiedenen Adressaten. Der persönliche Anwendungsbereich und damit der Adressatenkreis der Anbieter von Finanzprodukten ist lückenhaft. Die aktuellen Fassungen der Taxonomie- und Offenlegungs-VO unterscheiden nicht zwischen Emittenten und Finanzintermediären, sondern konzentrieren sich auf ausgewählte Finanzmarktteilnehmer.<sup>141</sup> Dazu zählen etwa Verwalter von AIF oder OGAW-Verwaltungsgesellschaften; diese haben über Nachhaltigkeitsrisiken und Nachhaltigkeitsauswirkungen zu berichten. Diesen vorvertraglichen Informationspflichten unterliegen auch Finanzberater, welche den Anleger über die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken- und nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen einer Anlage informieren müssen.<sup>142</sup> Es fehlen Staaten und börsennotierte Unternehmen als Adressaten. Börsennotierte Unternehmen sind als sog. Nicht-Finanzunternehmen nur zur nicht-finanziellen Erklärung im Jahresbericht verpflichtet, Art. 8 Abs. 2 Taxonomie-VO.<sup>143</sup>

Damit ist auch der sachliche Anwendungsbereich der Offenlegungs-VO zersplittert und daher systemwidrig im Vergleich zur bisherigen Finanzmarktregulierung; Es wird nicht am Finanzinstrumentenbegriff angesetzt, sondern ein eigener Begriff des Finanzproduktes in Art. 2 Nr. 12 Offenlegungs-VO legal definiert. So sind in der Klasse der Finanzinstrumente zwar AIF und OGAW umfasst, nicht aber klassische Emissionen von Anleihen und Aktien. Es wäre naheliegend, künftig auch das Emissionsprospekt eines börsennotierten Unternehmens von den Informationspflichten zu erfassen. Wenn der Gesetzgeber sich vorrangig auf die Finanzmarktteilnehmer konzentriert, die börsennotierten Gesellschaften aber als nicht-finanzielle Unternehmen ausdrücklich von den Pflichten ausnimmt, macht er den zweiten Schritt vor dem ersten. Weil das Unternehmen als Informationsmonopolist<sup>144</sup> nun einmal am besten mit den eigenen Unternehmensdaten vertraut ist, sind die Finanzmarktteilnehmer auf die Daten der Unternehmen angewiesen und müssen ihre Bewertung auf diesen aufbauen. Bei der Emission von Green Bonds durch Staaten

141 Art. 3 ff. Offenlegungs-VO 2019/2088 (Fn. 9), Art. 5–7 Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8).

142 Art. 6 Abs. 2 Offenlegungs-VO 2019/2088 (Fn. 9); für Details siehe etwa *Geier/Hombach*, BKR 2021, 6 ff.

143 Siehe oben Fn. 42.

144 Erstmals *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648, 1654.

oder Unternehmen soll die Einhaltung des EU Green Bond Standards nur dann verbindlich sein, wenn die Anleihe explizit als „Europäische grüne Anleihe“ oder „EuGB“ bezeichnet wird.<sup>145</sup> Im Übrigen bleibt es Emittenten jedoch möglich, Green Bonds nach eigenem Ermessen als solche zu bezeichnen.<sup>146</sup> Auch diese könnten unschwer einbezogen werden, um eine Irreführung zu verhindern. Konsequenterweise sollten aber börsennotierte Unternehmen und Staaten bei der Emission von Anleihen oder Aktien in das Informationsregime der Offenlegungs-VO einbezogen werden.

## b) Greenwashing durch Ratingagenturen

Solange verbindliche Regelungen für die eigentlichen Emittenten (börsennotierte Unternehmen und Staaten) noch fehlen, sind auch die Informationen der Finanzintermediäre wenig belastbar. Das zeigen jüngste Studien. So haben sich bereits seit einiger Zeit verschiedene Ratingagenturen darauf spezialisiert, Unternehmen und Finanzprodukte im Hinblick auf ihre Nachhaltigkeit zu bewerten. Zurzeit ist der Befund allerdings ernüchternd, weil die Ratings über ein und dasselbe Unternehmen verschiedener Ratingagenturen massiv divergieren.

Eine Studie des Flossbach von Storch Research Institute vergleicht die drei Ratingagenturen MSCI, Sustainalytics und RobecoSam. Bei einem Maximal-Score von 100 gab MSCI Volkswagen 0 und Tesla 65 Punkte, während umgekehrt RobecoSam an Volkswagen 65 und Tesla nur 13 Punkte verteilte.<sup>147</sup> Vergleicht man die Konzerne mit den jeweils 100 höchsten Bewertungen, finden sich lediglich elf Konzerne bei allen drei Ratinganbietern unter den Top 100.<sup>148</sup> – Ähnlich schlecht sind die Ergebnisse der Fonds und ETFs. Die französische Großbank BNP Paribas hat ungefähr 80 Prozent dieser Anlagen als nachhaltig gekennzeichnet. Bei Tests von ECoreporter sind diese hingegen fast ausnahmslos durchgefallen.<sup>149</sup>

Vorsichtig formuliert sind Ratings damit z.Z. nur bedingt brauchbar. Immerhin zieht der europäische Gesetzgeber jetzt nach und hat erste Entwürfe für Informationspflichten börsennotierter Unternehmen veröffentlicht.<sup>150</sup>

145 Art. 3 Vorschlag für eine VO des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische grüne Anleihen v. 6. 7. 2021, COM(2021) 391 final.

146 Siehe oben Fn. 27.

147 *Lehmann*, Nachhaltig? Ja...Nein...Vielleicht! Zur mangelnden Vergleichbarkeit von ESG-Ratings, Flossbach von Storch-Studie v. 28. 11. 2019, abrufbar unter [www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com](http://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com), S. 9f.

148 *Lehmann* (Fn. 147), S. 10.

149 ECoreporter v. 7. 4. 2021, „Schon mehr als 40 ETFs im Test: Autsch! So wenig grün sind die neuen Lieblinge der Finanzbranche“, abrufbar unter <https://www.ecoreporter.de/artikel/nachhaltige-etfs-im-test-wie-grun-sind-die-neuen-liebliche-der-finanzzbranche/>; *Mannweiler*, Grüner, grüner, am grünsten, FAZ v. 27. 2. 2020, 27.

150 Siehe oben Delegierte VO zur Ergänzung der VO (EU) 2020/852 v. 6. 7. 2021, C(2021) 4987 final (Fn. 42) sowie Klima-Benchmark-VO 2019/2089 (Fn. 46).

Damit verbunden ist die Hoffnung, dass die Nachhaltigkeitsberichte vergleichbarer werden.<sup>151</sup> Aber auch hier gilt: Solange Zusammenfassungen und Begründungen fehlen, ist die Gefahr des Greenwashing nicht gebannt.

### 3. Der vergessene Investor: die rationale Anlegerentscheidung für ein nachhaltiges Finanzprodukt

Die genannten Rahmenverordnungen haben nicht nur Lücken bei den Staaten und börsennotierten Unternehmen als Emittenten von Bonds und Wertpapieren. Das Regelwerk des Green Deal ignoriert zudem den Investor als Käufer eines Finanzprodukts. Der Kunde investiert in ein nachhaltiges Finanzprodukt, um für die Umwelt Positives zu bewirken.<sup>152</sup> Wenn das Informationsregime des Green Deal wirken soll, ist seine Entscheidung rechtlich zu schützen.

#### a) Die rationale Anlegerentscheidung im Kapitalmarktrecht

Das europäische Kapitalmarktrecht nennt an mehreren Stellen ausdrücklich das Ziel der Information: Informationen im Kapitalmarktrecht sollen dem Anleger eine rationale Entscheidung ermöglichen und so seine Entscheidungsfreiheit sicherstellen – hier lässt sich von einem allgemeinen Prinzip des Kapitalmarktrechts sprechen.<sup>153</sup> Die Prospekt-VO 2017/1129 spricht etwa von den für den Investor erforderlichen Informationen, um ein „fundierte Urteil“ zu begründen<sup>154</sup> oder eine „Entscheidungshilfe für Anleger“<sup>155</sup> zu sein. Der Anleger soll über „ausreichende Informationen verfügen, um in Kenntnis der Sachlage entscheiden zu können“<sup>156</sup>. Auch die PRIIP-VO 1286/2014 will die „fundierte Anlageentscheidung“ des Kleinanlegers sicherstellen.<sup>157</sup> Maßgeblich soll der durchschnittliche Anleger sein.<sup>158</sup>

151 ErwG 2 Delegierte VO zur Ergänzung der VO (EU) 2020/852 v. 6. 7. 2021, C(2021) 4987 final (Fn. 42).

152 Siehe oben II. 1. a).

153 Assmann, ZBB 1989, 49, 57 ff.; Möllers, ZGR 1997, 334, 338; ders., FS Baums, 2017, S. 805, 817 ff.; Fleischer, 64 DJT, 2002, F 27: Prinzip der informierten Transaktionsentscheidung; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler/ders., WpÜG, 2003, § 3 Rdn. 20; Schwark/Zimmer/Noack/Holzborn, Kapitalmarktrechtskommentar, 5. Aufl. 2020, § 3 WpÜG Rdn. 12. Siehe allgemein Hopt, ZGR 1991, 17, 25 ff.

154 ErwG 26, Art. 6 Abs. 1 S. 1 und Art. 18 Abs. 1 lit. b) Prospekt-VO (EU) 2017/1129 (Fn. 86).

155 Art. 7 Abs. 1 S. 1 Prospekt-VO (EU) 2017/1129 (Fn. 86).

156 Art. 3 Abs. 1 lit. b) RL 2004/25/EG v. 21. 4. 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EU Nr. L 142, S. 12 – Übernahme-RL 2004/25/EG, in Deutschland umgesetzt durch § 3 Abs. 2 WpÜG.

157 ErwG 15, 26 VO (EU) Nr. 1286/2014 v. 26. 11. 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), ABl. EU Nr. L 352, S. 1 (PRIIP-VO 1286/2014).

158 BGH v. 12. 7. 1982 – II ZR 175/81, NJW 1982, 2823, 2824 (Beton- und Monierbau). Für das vergleichbare Problem im Rahmen von Ad-hoc-Mitteilungen, siehe BT-Drs. 14/8017, S. 87; BT-Drs. 15/3174, S. 34; KK-WpHG/Möllers/Leisch, 2. Aufl.

Auch das Vertragsrecht als Hauptpfeiler des Zivilrechts basiert auf dem Gedanken der Selbstbestimmung beider Seiten.<sup>159</sup> Wenn das Informationsregime die Finanzbranche für nachhaltige Finanzprodukte erfassen soll, sollte sie, wie in anderen Regelungen des Kapitalmarktrechts, den Entscheidungsprozess des Anlegers eindeutig benennen: Der Anleger muss über die einschlägigen Informationen verfügen, um entscheiden zu können, ob er für sich die „Nachhaltigkeit“ als Anlageziel bejaht. Um das zu tun, benötigt er positiv gesehen alle Informationen, um in Kenntnis der Sachlage ein fundiertes Urteil zu treffen.<sup>160</sup> Negativ formuliert bedeutet dies auch, „irreführende Informationen zu unterlassen, damit der Investor nicht geschäftliche Entscheidungen trifft, die er sonst nicht getroffen hätte“.<sup>161</sup>

## b) Labelling und Rating als unzureichende Instrumente des Informationstransfers

Welche Instrumente können eine solche rationale Anlegerentscheidung sicherstellen? Die Anzahl an Informationen, die den Investoren nach Maßgabe der Taxonomie-VO und der Offenlegungs-VO nebst delegierter Rechtsakte von den Finanzmarktteilnehmern zur Verfügung gestellt werden sollen, ist immens. Die Klassifizierung einzelner Wirtschaftstätigkeiten von Unternehmen ist auf der Ebene des Finanzprodukts wenig hilfreich. Investitionsobjekte sind nämlich nicht Wirtschaftstätigkeiten, sondern Unternehmen. Diese gehen in aller Regel nicht nur einer, sondern mehreren Tätigkeiten nach. In diesen Fällen muss der Grad der Nachhaltigkeit des Unternehmens ermittelt werden. Bei Finanzprodukten, die wiederum in mehrere Unternehmen investieren, ist der Grad der Nachhaltigkeit sodann erneut anhand des Investitionsverhältnisses zu errechnen.<sup>162</sup>

Als Entscheidungshilfe für Kleinanleger avisiert die Kommission daher, ein Kennzeichen für nachhaltige Finanzprodukte zu entwickeln.<sup>163</sup> Mit der Ausarbeitung eines Labels beauftragte sie das erwähnte Joint Research Centre, dessen Entwurf für ein Ökolabel für nachhaltige Finanzprodukte im Dezem-

2014, §§ 37 b, c Rdn. 281 ff. Zustimmung BGH v. 13. 12. 2011 – XI ZR 51/10, BGHZ 192, 90, Rdn. 56 (IKB); Zimmer/Schwark/Zimmer/Steinhaeuser, Kapitalmarktrechtskommentar, 5. Aufl. 2020, §§ 97, 98 Rdn. 101. A.A. Assmann/Schneider/Hellgardt, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, §§ 97, 98 WpHG Rdn. 40; Habersack/Mülbert/Schlitt/Seulen, Hdb. der Kapitalmarktinformatiionshaftung, 3. Aufl. 2020, § 29 Rdn. 121.

159 Motive zu dem Entwurfe eines Bürgerlichen Gesetzbuches für das Deutsche Reich, Bd. 1, 1866, S. 204: „Die Rechtsordnung kann nicht gestatten, daß die freie Selbstbestimmung auf rechtsgeschäftlichem Gebiete in widerrechtlicher Weise beeinträchtigt wird.“; Flume, FS 100 Jahre DJT, Bd. 1, 1960, S. 135, 136 ff.; Möllers (Fn. 31), § 9 Rdn. 43 ff.

160 Siehe hierzu die Fn. 155 f.

161 Siehe unten Fn. 180.

162 Stumpp, ZBB 2019, 71, 76.

163 EU-Kommission, Aktionsplan (Fn. 8), Nr. 2. 2., S. 6.

ber 2019 vorgelegt wurde.<sup>164</sup> Eine Alternative wäre es, die Ratingnoten der Ratingagenturen zu übernehmen. Diese geben bisher nur das Insolvenzrisiko der Emittenten einer Anleihe wider. Man könnte diese auf die Parameter der Offenlegungs-VO übertragen und so ein Rating für Finanzprodukte entwickeln. Ratings haben vor allem den Vorteil, dass sie ihre Bewertung sehr differenziert in Ratingskalen einordnen können. Es müsste also nicht der kontradiktorische Gegensatz<sup>165</sup> nachhaltig/nicht nachhaltig verwendet werden, sondern die Nachhaltigkeit könnte recht fein in bis zu 23 Ratingnoten (*rating scores*) abgestuft werden.<sup>166</sup> Ggf. würde man weitere Noten für „Social“ und „Governance“ vergeben. Allerdings entsteht weitere Komplexität, weil Unternehmen, wie gezeigt, typischerweise mehrere Wirtschaftsaktivitäten ausüben.

*Labelling* oder Ratingnoten im Sinne einer Alles-oder-nichts-Lösung werden der naturgemäßen Komplexität nachhaltiger Finanzprodukte jedoch nicht gerecht. Erstens sind ökologische (E), soziale (S) und Governance (G) Elemente zu berücksichtigen, aber nicht immer gleichlaufend.<sup>167</sup> Zweitens sind die Wirtschaftsaktivitäten tatsächlich mehr oder weniger nachhaltig.<sup>168</sup> Und drittens kann der Weg, den Unternehmen einschlagen, um bestimmte Umweltziele zu erreichen, Maßnahmen umfassen, die von der Taxonomie-VO nicht erfasst werden und deshalb nicht als ökologisch nachhaltig qualifiziert werden können.

c) „Zusammenfassung“ und „Begründung“ als Instrumente zur Sicherstellung einer rationalen Investorenentscheidung

Um den Problemen der Informationsüberflutung und der beschränkten Aufnahmekapazität der Anleger zu entgehen, kann erneut auf bisherige Instrumente des Kapitalmarktrechts zurückgegriffen werden. Die Prospekt-VO verlangt, dass neben dem eigentlichen Prospekt eine *Zusammenfassung* erstellt wird, die maximal sieben DIN-A4-Seiten umfassen darf.<sup>169</sup> Sie muss überdies leicht verständlich sein; Adressat ist der Kleinanleger.<sup>170</sup> Der europäische Gesetzgeber hatte bereits OGAW-Fondsverwalter dazu verpflichtet, für Anleger „wesentliche“ Anlegerinformationen in einem *Key Investor Information Do-*

---

164 JRC Technical Reports, Development of EU Ecolabel criteria for Retail Financial Products, Technical Report 2.0, December 2019, abrufbar unter [https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2020-02/20191220\\_EU\\_Ecolabel\\_FP\\_Draft\\_Technical\\_Report\\_2-0.pdf](https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2020-02/20191220_EU_Ecolabel_FP_Draft_Technical_Report_2-0.pdf).

165 Zu solchen Widersprüchen siehe Möllers (Fn. 31), § 5 Rdn. 31 f.

166 Die Anzahl differenziert; *Standard & Poors* verwendet 11 Buchstaben von AAA – D, wobei einzelne Buchstaben nochmals mit + und – abgestuft werden, so dass die insgesamt 23.

167 Siehe das Beispiel der Batterie aus China oben Fn. 128.

168 Siehe gerade II. 3. c).

169 Art. 7 Abs. 3 S. 1 Prospekt-VO (EU) 2017/1129 (Fn. 86).

170 ErwG 28, Art. 7 Abs. 3 S. 2 lit. b) Prospekt-VO (EU) 2017/1129 (Fn. 86).

cument („KIID“) zusammenzustellen.<sup>171</sup> Das KIID-Konzept hat er dann auf alle PRIIP (*Packaged Retail Investment Products*) übertragen. Im Einzelnen muss das Basisinformationsblatt auf drei Seiten prägnant formuliert und damit in einer klaren, präzisen und verständlichen Sprache abgefasst sein.<sup>172</sup> In Deutschland wurde das Produktinformationsblatt, der sog. „Beipackzettel“, im Jahre 2011 eingeführt.<sup>173</sup> Diese Vorgehensweise ließe sich auf den Bereich der Nachhaltigkeit von Finanzprodukten übertragen. Die von den Finanzmarktteilnehmern offengelegten Informationen müssten demnach nicht nur klar und verständlich sein, sondern zudem zusammengefasst werden. In diese Richtung geht der europäische Gesetzgeber erfreulicherweise mit der Offenlegungs-VO und der Benchmark-VO. So sind Finanzmarktteilnehmer und -berater seit März 2021 dazu verpflichtet, auf ihrer Internetseite in vorvertraglichen Informationen (z.B. Produktinformationsblättern) und periodischen Unterlagen auf Produkt- und Unternehmensebene über Nachhaltigkeitsrisiken und Nachhaltigkeitsauswirkungen ihrer Investitionsstrategien zu berichten.<sup>174</sup> Die diese Berichterstattungspflicht konkretisierenden RTS<sup>175</sup> sollen dabei eine zutreffende, redliche, klare, nicht irreführende, einfache und knappe Form sicherstellen.<sup>176</sup> In Bezug auf Klima-Benchmarks findet sich ein ähnliches Transparenzregime. Benchmark-Anbieter sind danach verpflichtet, in knapper und präziser Weise nach einem in Anhang I der Delegierten VO 2020/1816 festgelegten Muster darzulegen, wie Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren in den einzelnen Referenzwerten berücksichtigt werden.<sup>177</sup>

Eine weitere Voraussetzung für eine rationale Entscheidung findet sich in der Prospekt-VO mit der Pflicht, auf Risiken hinzuweisen und diese Einschätzung zu begründen.<sup>178</sup> Die PRIIP-VO verpflichtet ausdrücklich dazu, sog. „W“-Fragen zu beantworten.<sup>179</sup> Ähnliches findet sich im europäischen Unlauterkeitsrecht: Informationen dürfen nicht irreführend sein. Irreführend ist eine Geschäftspraxis, die „wesentliche Informationen vorenthält, die der durchschnittliche Verbraucher je nach den Umständen benötigt, um eine in-

171 Art. 78 RL 2014/91/EU v. 23. 7. 2014 zur Änderung der RL 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen, ABI. EU Nr. L 257, S. 186 (OGAW V). Umgesetzt in §§ 164 Abs. 1, 166, 270 KAGB.

172 Art. 8 Abs. 3 lit. d) PRIIP-VO 1286/2014 (Fn. 157).

173 Zu den Vorläufern von § 64 Abs. 2 WpHG siehe *Möllers/Weninger*, NJW 2011, 1697 f.; *Möllers*, ZEuP 2016, 325, 333 ff.; *Buck-Heeb/Poelzig*, BKR 2017, 485, 490 f.

174 *Krakuhn/Stiefel/Gilles*, IRZ 2021, 133 ff.

175 Draft Regulatory Technical Standard (Fn. 38).

176 Art. 8 Abs. 5 Unterabs. 2 Offenlegungs-VO 2019/2088 (Fn. 9).

177 Siehe oben Fn. 48.

178 Art. 7 Abs. 6 lit. c) Prospekt-VO (EU) 2017/1129 (Fn. 86).

179 Wie etwa: Welche Risiken bestehen? Welche Kosten entstehen? Wie lange sollte die Anlage halten? Wie kann ich mich beschweren? etc., vgl. Art. 8 Abs. 3 lit. d) PRIIP-VO 1286/2014 (Fn. 157).

formierte geschäftliche Entscheidung zu treffen, und die somit einen Durchschnittsverbraucher zu einer geschäftlichen Entscheidung veranlasst oder zu veranlassen geeignet ist, die er sonst nicht getroffen hätte“.<sup>180</sup> Wie die französische Sprachfassung der RL 2005/29/EG über unlautere Geschäftspraktiken verdeutlicht, ist damit eine geschäftliche Entscheidung gemeint, die in Kenntnis der Sachlage, nämlich der dafür relevanten Informationen getroffen wurde.<sup>181</sup> Erste Praxisfälle der Irreführung im Hinblick auf die Werbung mit Nachhaltigkeit gibt es inzwischen.

Die deutsche Wettbewerbszentrale klagt gegen Unternehmen, die ihre Produkte als „klimaneutral“ bezeichnen, aber hierfür nur preiswerte Emissionszertifikate erwerben. Ihrer Ansicht nach liegt eine Irreführung vor, weil der Verbraucher emissionsvermeidende oder emissionsreduzierende Maßnahmen erwarte. Das Unternehmen *Aldi Süd*, das mit dem Slogan „Erster klimaneutraler Lebensmitteleinzelhändler“ wirbt, wehrt sich dagegen mit dem Hinweis, der Kauf von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten käme der Umwelt zugute. Umgekehrt wird *Aldi Süd* deshalb Greenwashing vorgeworfen, weil solche Zertifikate schon für einen Euro erworben werden können, ohne dass das Unternehmen weitere umweltfreundliche Maßnahmen ergreife.<sup>182</sup> Um bei den obigen Beispielen zu bleiben:<sup>183</sup> Wenn der deutsche Atomkraftgegner eine französische grüne Staatsanleihe erwirbt, sollte für ihn erkennbar sein, ob sich diese auf Atomstrom oder erneuerbare Energien bezieht. Oder: Bei grünen Staatsanleihen sollte darauf hingewiesen werden, dass haushaltsrechtlich grüne Projekte nur angekündigt, nicht aber zugesichert werden können.<sup>184</sup>

So enthält in Deutschland das Umweltzeichen der „Blaue Umweltengel“ schon seit Jahren ein sog. Erklärfeld, um die Umweltfreundlichkeit genauer zu begründen.<sup>185</sup> Schon vor Jahrzehnten hat die Rechtsprechung bei allgemein gehaltenen Aussagen zur Umweltverträglichkeit gefordert, dass über die näheren Umstände der besonderen Umweltverträglichkeit aufzuklären

---

180 ErwG 28 und Art. 7 Abs. 1 RL 2005/29/EG v. 11. 5. 2005 über unlautere Geschäftspraktiken im binnenmarktinternen Geschäftsverkehr zwischen Unternehmen und Verbrauchern – Unlautere Geschäftspraktiken-RL, ABl. EU Nr. L 149, S. 22.

181 Art. 7 Abs. 1 RL 2005/29/EG (Fn. 180), deutsch: „informierte geschäftliche Entscheidung“, englisch „informed transactional decision“, französisch: „décision commerciale en connaissance de cause.“ In Deutschland umgesetzt durch §§ 2 Abs. 1 Nr. 9, 5 Abs. 1 UWG. Ebenso EuGH v. 16. 4. 2015, C-388/13, EU:C:2015:225, Rdn. 40 (UPC).

182 *Theile*, Unterlassungsklagen gegen „klimaneutrale“ Werbung, FAZ v. 20. 5. 2021, 18.

183 Siehe oben Fn. 106 f.

184 Kritisch *Veil*, WM 2020, 1093, 1096; *Frühauß*, Für den Bund sind die grünen Anleihen günstiger, FAZ v. 21. 4. 2021, 29.

185 Siehe „weil ...“, [https://www.umweltbundesamt.de/sites/default/files/medien/378/publikationen/flyer\\_blauer\\_engel\\_webversion.pdf](https://www.umweltbundesamt.de/sites/default/files/medien/378/publikationen/flyer_blauer_engel_webversion.pdf).

ist.<sup>186</sup> Wenn aber schon Angaben zur Nachhaltigkeit von gängigen Verbraucherprodukten zu Irreführung führen können, muss dies offensichtlich erst recht für die komplexere Materie nachhaltiger Finanzprodukte gelten. Auch Green Bonds, die dem Entwurf des EU Green Bond Standard entsprechen wollen, müssen eine Beschreibung der grünen Projekte, die finanziert oder refinanziert werden sollen, in ihrem Green Bond Factsheet enthalten.<sup>187</sup>

Wie die Taxonomie-VO zeigt, kann sich nachhaltiges Tun auf die verschiedenen Umweltziele, die unterschiedlichen Wirtschaftstätigkeiten oder die konkreten Maßnahmen zum Schutz der Umwelt beziehen.<sup>188</sup> Für den Investor macht es aber einen Unterschied, ob sich die Umweltmaßnahme auf den CO<sub>2</sub>-Ausstoß oder die Biodiversität fokussiert und welche konkreten Maßnahmen (*Life-cycle, Best in Class* etc.) ergriffen werden. Und schließlich wird man bei bestimmten nachhaltigen Finanzprodukten noch zu berücksichtigen haben, wie viel Prozent Nachhaltigkeit tatsächlich in dem Finanzprodukt bzw. der Wirtschaftstätigkeit des Unternehmens stecken.

d) Ergänzung der Taxonomie-VO um die rationale Anlegerentscheidung, Zusammenfassung und Begründung zur Vermeidung von Greenwashing

Das bisherige Informationsregime des Green Deal bestehend aus Taxonomie-VO, Offenlegungs-VO und Benchmark-VO vernachlässigt Adressaten wie Staaten und Unternehmen als Emittenten von Anleihen bzw. Aktien und Nachfrager von Finanzprodukten. Daher ist der Anwendungsbereich über den engen Begriff der Finanzmarktteilnehmer in Art. 2 Nr. 1 Offenlegungs-VO auf börsennotierte Unternehmen und Staaten zu erweitern. Bisher wird die Gefahr des Greenwashing in den Erwägungsgründen nur knapp erwähnt;<sup>189</sup> Vergleichbares gilt für die rationale Investorenentscheidung.<sup>190</sup> Um Risiken wie *Information Overload* und Greenwashing besser zu verhindern, sollte der Gesetzgeber die fundierte Entscheidung des Investors als Regelungsziel ausdrücklich in einen der ersten Art. der Taxonomie-VO als Rahmenverordnung der 1. Ebene benennen. Der Gesetzgeber hat zudem „Zusam-

186 BGH v. 20. 10. 1988 – I ZR 219/87, BGHZ 105, 277, 281 (*Umweltengel*); BGH v. 19. 2. 2014 – I ZR 230/12, GRUR 2014, 578, Rdn. 11 (*Umweltengel für Tragetasche*); BGH v. 20. 10. 1988 – I ZR 238/87, GRUR 1991, 546 (*Altpapier*); siehe Köhler/Bornkamm/Feddersen/*Bornkamm/Feddersen*, UWG, 39. Aufl. 2021, § 5 Rdn. 2184 ff.

187 Art. 8 Abs. 1 lit. a) i.V.m. Anhang I Vorschlag für eine VO des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische grüne Anleihen v. 6. 7. 2021, COM(2021) 391 final.

188 Siehe oben II. 2. a) und b).

189 Zu ErwG 11 S. 3 der Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8), ErwG 9 S. 3 der Klima-Benchmark-VO 2019/2089 (Fn. 46) und S. 5, 21 des Vorschlages für eine CSRD (Fn. 44) siehe bereits Fn. 95.

190 ErwG 23 Offenlegungs-VO 2019/2088 (Fn. 9): „Nachhaltigkeitsrisiken in ihre Investitionsentscheidungsprozessen einzubeziehen.“

menfassung“ und „Begründung“ als erforderliche Instrumente einer rationalen Anlegerentscheidung einzuführen. Eine solche Begründung ist auch deshalb erforderlich, weil sich Nachhaltigkeit auf ganz unterschiedliche Bereiche erstrecken kann. Diese Pflicht zur Begründung sollte in den einschlägigen Gesetzen auf alle nachhaltigen Finanzprodukte übertragen werden.

Mit diesen vier Erweiterungen könnte man dann auf die bestehenden Einzelvorschriften verweisen, wie etwa, dass Informationen klar, prägnant und leicht verständlich sein müssen,<sup>191</sup> Maßnahmen zur Organisation als Kurzinformation auf der Internetseite des Unternehmens bereitgestellt werden sollen<sup>192</sup> und Finanzmarktteilnehmer Begründungen für ihre Investitionsentscheidungsprozesse geben müssen (vgl. z.B. Art. 3 Offenlegungs-VO).<sup>193</sup> Im Ergebnis wollen Zusammenfassung und einfache Begründung die rationale Investorenentscheidung sicherstellen und stellen somit einen gelungenen Mittelweg zwischen *Information Overload* und Greenwashing durch ein unterkomplexes *Labelling* dar.<sup>194</sup>

#### 4. Die unzureichende Harmonisierung der Rechtsdurchsetzung

##### a) Staatliche Aufsicht

Art. 22 Taxonomie-VO überlässt ausdrücklich den Mitgliedstaaten die Rechtsdurchsetzung und beschränkt sich auf die Effizienzformel („wirksam, verhältnismäßig und abschreckend“).<sup>195</sup> Ähnlich unbestimmt ist Art. 14 der Offenlegungs-VO. Damit fehlt es an der entsprechenden Harmonisierung für Bußgelder, Unterlassungsansprüche, Verbote oder *Shaming*. Hier sind andere Verordnungen im Kapitalmarktrecht deutlich weiter.<sup>196</sup> Nach Art. 26 Taxonomie-VO soll diese bis Juli 2022 überprüft werden. Das wäre dann die Möglichkeit für eine Nachbesserung.

##### b) Bewertung durch Dritte (Wirtschaftsprüfer, Ratingagenturen etc.) und Haftung

Oft ist der Staat überfordert und der private Sektor häufig innovativer und schneller. Um Greenwashing zu vermeiden, erscheint es sinnvoll, die bereitgestellten Informationen durch Dritte wie Wirtschaftsprüfer oder Ratingagenturen überwachen zu lassen. Konsequenterweise fordert die High Level Expert Group

191 Art. 10 Abs. 1 Unterabs. 2 Offenlegungs-VO 2019/2088 (Fn. 9).

192 ErwG 23 Offenlegungs-VO 2019/2088 (Fn. 9).

193 Art. 6 Abs. 1 Unterabs. 2, Abs. 2, 7 Abs. 1 lit. a), Abs. 2 Offenlegungs-VO 2019/2088 (Fn. 9).

194 Ähnlich wird in den USA ein obligatorisches *red light-* und *green light-*Informationsregime gefordert, *Esty/Karpilow*, 36 *Yale J. on Reg.* (2019) 625, 662.

195 Zum Effektivitätsprinzip als *effet utile* siehe Möllers (Fn. 31), § 5 Rdn. 108 ff.

196 z.B. Art. 5 ff. RL 2014/57/EU v. 16. 4. 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie – MAD), ABl. EU Nr. L 173, S. 179; Art. 15 ff. PRIIP-VO 1286/2014 (Fn. 157).

(HLEG), dass Green Bonds zertifiziert werden und eine solche Zertifizierungsstelle von der ESMA überwacht wird.<sup>197</sup> Dieser Forderung kommt die Kommission in ihrem Vorschlag für einen EU Green Bond Standard teilweise nach: Das sog. Green Bond Factsheet und der abschließende Bericht über die Verwendung der Erlöse muss von einem bei der ESMA registrierten externen Bewerter bewertet werden.<sup>198</sup> Während europäisches Recht die Pflichtenstellung harmonisiert, fehlen auf europäischer Ebene regelmäßig zivilrechtliche Haftungsansprüche. Wer zivilrechtliche Ansprüche prüft, bewegt sich deshalb im nationalen Recht. In der Literatur wurde jüngst der Versuch unternommen, Haftungsansprüche wegen falscher oder irreführender Angaben in Bezug auf Nachhaltigkeitsaspekte bei Green Bonds zu prüfen.<sup>199</sup> *De lege ferenda* sollte man allerdings eine europäische Harmonisierung favorisieren und als Vorbilder die Haftung nach der Prospekt-VO und der Rating-VO gem. Art. 35a Rating-VO heranziehen.<sup>200</sup> Allerdings ist die Haftung weiterzuentwickeln: Bis heute müssen die Ratingagenturen ihre Parameter, die zu einem bestimmten Code führen, nicht offenlegen. Zudem ist die Haftung sehr beschränkt, weil sie primär eingreift, wenn gegen bestimmte formale Kriterien verstoßen wurde. Dieses Problem könnte jetzt angegangen werden, wenn der Gesetzgeber eindeutige Vorgaben zur Nachhaltigkeit definiert. Schließlich sind Ansprüche wegen Irreführung nach dem Lauterkeitsrecht denkbar.

Schon 2016 hatte das LG Frankfurt a.M. einer Unterlassungsklage stattgegeben, wenn Tiefkühl-Krokettens als 100 % klimaneutral „vom Kartoffelacker bis ins Tiefkühlregal des Handels“ beworben werden. Der Verbraucher würde irreführt, wenn eine 100 %-ige Klimaneutralität der gesamten Produktionskette nicht sichergestellt sei.<sup>201</sup> Die Verbraucherzentrale Baden-Württemberg hat jüngst gegen einen CO<sub>2</sub>-Rechner der Deka geklagt, weil die Werte nur auf Schätzungen beruhten und deshalb irreführend seien. Vor einem Urteil des LG Frankfurt a.M. nahm die Deka den Rechner von ihrer Webseite; die Unterlassungsklage war damit im Ergebnis erfolgreich.<sup>202</sup>

Im Interesse der Effektivität sollte man zugleich die prozessuale Einkleidung mitbedenken. Um der rationalen Apathie der Anleger zu begegnen, be-

197 TEG, TEG-Report on Sustainable Finance, Report on EU Green Bond Standard, June 2019, S. 39; hierzu *Veil*, WM 2020, 1093, 1099.

198 Artt. 8 Nr. 1 lit. b), 9 Nr. 3 Vorschlag für eine VO des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische grüne Anleihen v. 6. 7. 2021, COM(2021) 391 final. 199 *Veil*, WM 2020, 1093, 1100.

200 Art. 35a Rating-VO Nr. 1060/2009 v. 16. 9. 2009, ABl. EU Nr. L 302, S. 1 eingeführt durch die Änderungs-Rating-VO (EU) Nr. 462/2013 v. 21. 5. 2013, ABl. EU Nr. L 146, S. 1; hierzu *Möllers*, FS 50 Jahre Juristische Fakultät Augsburg, 2021 S. 473, 502f.

201 LG Frankfurt a.M. v. 31. 5. 2016, 3–06 0 40/15, juris, Rdn. 22ff. (*100 % klimaneutraler Tiefkühl-Spezialist*).

202 *Thier*, Deka nimmt „Impact-Rechner“ vom Netz, SZ v. 25. 2. 2021, abrufbar unter [www.sz.de](http://www.sz.de).

darf es der Geltendmachung von Ansprüchen durch gemeinsame Vertreter oder Sammelklagen. Die RL über Verbandsklagen 2020/1828 geht hier den richtigen Weg.<sup>203</sup> Allerdings ist der zivilrechtliche Rechtsweg kein Allheilmittel. Prozedural findet immer nur eine *ex-post*-Kontrolle statt. Zudem dauert die Rechtsdurchsetzung oft Jahre oder Jahrzehnte.<sup>204</sup> Im Ergebnis sind Art. 22 Taxonomie-VO und Art. 14 Offenlegungs-VO um konkrete öffentlich-rechtliche und zivilrechtliche Sanktionen zu ergänzen.

#### *IV. Ausblick: Die Rolle des Rechts jenseits nachhaltiger Finanzprodukte*

##### *1. Erweiterung des Informationsregimes – CO<sub>2</sub>-Fußabdruck für Produkte und Dienstleistungen*

Das Umwelt-Informationsregime darf sich nicht nur auf nachhaltige Finanzprodukte beschränken, sondern muss Schritt für Schritt auf alle Lebensbereiche ausgedehnt werden.<sup>205</sup> Im Idealfall kann dann das persönliche Gewissen nicht nur bei der Festlegung von Anlagezielen, sondern für das eigene nachhaltige Verhalten im Alltag eingesetzt werden. Der einzelne Verbraucher kann kurz-, mittel- und langfristig nur helfen, wenn er sein umweltschädliches Verhalten kennt (Stichwort „CO<sub>2</sub>-Fußabdruck“) und die Möglichkeit besitzt, dieses anzupassen. Wenn Recht verhaltenssteuernd wirken soll, kann der schwere Schritt vom Umweltbewusstsein zum Umweltverhalten gelingen.<sup>206</sup> Dann könnte der Verbraucher durch Informationen „gestupst“ werden, sein Verhalten ändern oder entscheiden, ob er für umweltschädigendes Verhalten zahlt.

Beispielhaft ist etwa die freiwillige Kompensation für die umweltschädigenden Wirkungen einer Flugreise mit dem Erwerb eines Zertifikates zur Förderung umweltfreundlicher Projekte zu nennen.<sup>207</sup> Oder: Bei dem schwedischen Finanzdienstleister *Klarna* lässt sich der CO<sub>2</sub>-Fußabdruck eines Einkaufes ab-

203 RL (EU) 2020/1828 über Verbandsklagen zum Schutz der Kollektivinteressen der Verbraucher v. 25. 11. 2020, ABl. EU Nr. L 409, S. 1 – Verbandsklagen-RL 2020/1828. Ausführlich zum VW-Dieselskandal und dem Richtlinienentwurf siehe *Gsell/Möllers* in: dies. (Fn. 64).

204 Zum *Telekom*-Verfahren siehe *Möllers/Wolf*, BKR 2021, 249 ff.

205 So auch Ziel 12.8 UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (Fn. 1) und „Bis 2030 sicherstellen, dass die Menschen überall über einschlägige Informationen und das Bewusstsein für nachhaltige Entwicklung und eine Lebensweise in Harmonie mit der Natur verfügen“.

206 Allgemein mit zahlreichen Beispielen *Möllers*, FS Fikentscher, 1998, S. 144 ff. (English version: Selected Essays in Honor of Margaret Gruter, 1999, S. 315 ff.) zustimmend *Rebbinder*, NJW 1999, 1454.

207 Abrufbar unter <https://www.atmosfair.de/de/kompensieren/flug/>. Siehe auch *Theurer*, So verbessern wir unsere CO<sub>2</sub>-Bilanz, FAZ v. 27. 12. 2020, 30.

rufen.<sup>208</sup> Was noch fehlt, ist der CO<sub>2</sub>-Fußabdruck für digitale Dienstleistungen, der etwa bei der Nutzung eines Clouddienstes oder dem Mining von Kryptowährungen entsteht.<sup>209</sup> Alternativ wäre insgesamt aber auch der Konsumverzicht denkbar, etwa wenn statt des Dieselautos oder des Elektroautos das Elektrofahrrad – oder vielleicht noch besser: das herkömmliche Fahrrad – genutzt wird.<sup>210</sup>

## 2. Korrekturen des Marktes: Internalisierung der externen Kosten

Hilfreich und notwendig ist es, wie gezeigt, klare Ziele zu definieren, es aber dem Adressaten zu überlassen, wie er diese Ziele erreicht. Ein Beispiel hierfür ist der durch die Staatengemeinschaft vereinbarte Kohlendioxid-Ausstoß.<sup>211</sup> Marktversagen liegt solange vor, wie externe Umweltkosten nicht internalisiert sind. Hier muss die Staatengemeinschaft eingreifen. Gesucht sind nicht starre Vorgaben, sondern flexible Marktinstrumente. Letztlich muss der Kohlendioxid-Ausstoß durch die Staatengemeinschaft angemessen bepreist werden.<sup>212</sup> In Deutschland ist ein solches Instrumentarium in Gestalt der Mineralölsteuer seit Jahren bekannt. In einem Emissionshandel können die Marktteilnehmer wählen, ob sie eigene Maßnahmen zum Schutz der Umwelt ergreifen oder stattdessen Umweltzertifikate von Dritten erwerben.<sup>213</sup> Der Preis für Zertifikate im Emissionshandel steigt,<sup>214</sup> so dass damit Anreize für umweltfreundliches Verhalten gesetzt werden. Die Erweiterung von Emissionshandelssystemen ist ein wichtiger Schritt.<sup>215</sup> Umgekehrt wird umweltfreundliches Verhalten belohnt, sei es der öffentliche Nahverkehr oder die Einspeisung von Strom von privaten Photovoltaik-Anlagen.

208 Siehe *Mannweiler*, Das Gewissen kauft mit ein, FAZ v. 21. 4. 20221, 29.

209 *Hein*, Singapur verbietet neue Datenzentren, FAZ v. 12. 5. 2021, 18; *Nestler*, Bitcoin sind für Tesla zu umweltschädlich, FAZ v. 14. 5. 2021, 23.

210 Wenig überraschend leistet das Fahren auf einem Fahrrad („personal mobility devices where the propulsion comes from the physical activity of the user“) einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz, Art. 10 Abs. 1 lit. a) Taxonomie-VO 2020/852 (Fn. 8) i.V.m. Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021)2800 final (Fn. 40), Annex I, Nr. 6. 4.

211 Zum Pariser Abkommen siehe oben Fn. 2.

212 Deutlich Ziel 12.c UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (Fn. 1): ineffiziente Subventionierung fossiler Brennstoffe stoppen und stattdessen Besteuerung. Ebenso Sustainable Finance Beirat, *Shifting the Trillions*, 2021, S. 16f., abrufbar unter [https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2021/02/210224\\_SFB\\_Abschlussbericht-2021.pdf](https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2021/02/210224_SFB_Abschlussbericht-2021.pdf).

213 Diese Politik gibt es für Elektroautos in Europa, den USA und China. Hersteller wie Tesla, die reine Elektroautos herstellen, können ihre freien Umweltzertifikate an Dritte veräußern und machen dadurch Gewinn.

214 Der Preis hat sich seit 2018 auf jetzt 50 Euro pro Tonne CO<sub>2</sub> verzehnfacht, siehe *Kafsack/Záboji*, CO<sub>2</sub>-Handel am Wendepunkt, FAZ v. 29. 4. 2021, 17.

215 Ausführlich *Sachverständigenrat*, Jahresgutachten 2019/2020, Anh. 1: Aufbruch zu einer neuen Klimapolitik.

Als Regelgeber zwischen Bepreisung, Subventionierung und sozialer Abfederung sind damit der Staat oder die Staatengemeinschaft gefordert. Die Bepreisung findet Grenzen bei denjenigen, welche sich den erhöhten Preis nicht leisten können. Zurzeit gibt es etwa Widerstand dagegen, auf europäischer Ebene den Emissionshandel über die Bereiche der Industrie, der Strombranche und den Luftverkehr auf Verkehr, Gebäudesektor und Landwirtschaft auszudehnen.<sup>216</sup> Hier müssen ggf. einzelne Gruppen, wie etwa die Gruppe der Pendler, sozial abgedeckt werden.<sup>217</sup>

Noch brennender sind die Kosten für Entwicklungsländer, die regelmäßig über deutlich geringere wirtschaftliche Ressourcen verfügen, um den CO<sub>2</sub>-Ausstoß zu reduzieren.<sup>218</sup> Das Beispiel China zeigt, dass in den letzten Jahrzehnten dem wirtschaftlichen Wachstum Vorrang vor dem Umweltschutz eingeräumt worden ist. Hier sollten *Win-Win*-Modelle entwickelt werden, etwa durch die finanzielle Unterstützung für den Bau von Solar- und Windenergieanlagen mit der entsprechenden Infrastruktur.<sup>219</sup> Das Ziel ist erst erreicht, wenn erneuerbare Energien kostengünstiger sind als fossile Energien.<sup>220</sup> Im Zweifel muss ein Internationaler Klimafonds eingerichtet werden, welcher benachteiligte Länder unterstützt.<sup>221</sup> Im Ergebnis braucht es ein ausgewogenes System, welches die Kosten für umweltfreundliche Aktivitäten subventioniert, die Kosten für umweltschädliches Verhalten erhöht und soziale Belange berücksichtigt.

216 *Bünder/Geinitz*, Rückschlag für den Emissionshandel, FAZ v. 5. 5. 2021, 15.

217 Hierzu *Sachverständigenrat*, Jahresgutachten 2019/2020, Anh. 1, S. 109 ff.

218 Sinnbildlich sind Kraftfahrzeuge von Mercedes-Benz, die mehr als 50 Jahre alt sind und entsprechende Emissionen verursachen.

219 Siehe zur Förderung der Erneuerbaren Energien der Bundesrepublik gegenüber Kasachstan, [https://www.german-energy-solutions.de/GES/Redaktion/DE/Publikationen/Marktanalysen/2019/zma\\_kasachstan\\_2019\\_solar-wind.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=4](https://www.german-energy-solutions.de/GES/Redaktion/DE/Publikationen/Marktanalysen/2019/zma_kasachstan_2019_solar-wind.pdf?__blob=publicationFile&v=4).

220 Eindringlich für Erhöhung der Forschungsausgaben in diese Richtung der dänische Politikwissenschaftler *Lomborg*, FAS v. 13. 1. 2019, 21.

221 Ziel 13.a UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (Fn. 1): „Die Verpflichtung erfüllen, die von den Vertragsparteien des Rahmenübereinkommens der Vereinten Nationen über Klimaänderungen, die entwickelte Länder sind, übernommen wurde, bis 2020 gemeinsam jährlich 100 Milliarden Dollar aus allen Quellen aufzubringen, um den Bedürfnissen der Entwicklungsländer im Kontext sinnvoller Klimaschutzmaßnahmen und einer transparenten Umsetzung zu entsprechen, und den Grünen Klimafonds vollständig zu operationalisieren, indem er schnellstmöglich mit den erforderlichen Finanzmitteln ausgestattet wird.“ Siehe auch Ziel 17 (a.a.O.); *Junge*, Die Zukunft der Globalisierung, FAZ v. 12. 5. 2021, 17. Zu den damit verbundenen Problemen siehe *Felbermayr/Schmidt*, CO<sub>2</sub>-Grenzausgleich: Klimaabkommen statt Klimafestung, FAZ v. 28. 5. 2021, 18. Auf der 26. UN-Klimakonferenz 2021 in Glasgow wurde eine umfangreiche finanzielle Unterstützung zur Unterstützung grüner Energie zugunsten von Südafrika und Indien vereinbart.

### 3. Einschränkung von staatlichen und privaten Nutzungsrechten

Für den Schutz und die Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme bedarf es neben dem Informationstransfer als einer milden Form des „Nudging“ auch strengerer Maßnahmen. Der demokratische Gesetzgeber muss Nachhaltigkeit auch durch Gebote und Verbote umsetzen, um etwa die Windenergie als grünen Strom auszubauen, selbst wenn diese unpopulär sind. In Deutschland müsste man viel stärker als bisher dem St. Florians-Prinzip entgegentreten, das den Bau von Stromtrassen oder Windenergieparks verhindert.<sup>222</sup> Jeder möchte grünen Strom oder eine schnelle Internetverbindung, aber keiner möchte die notwendigen Masten im eigenen Vorgarten.<sup>223</sup> Zu denken ist dafür an die Beschränkung von staatlichen und privaten Nutzungsrechten. Der Gedanke von globalen *public goods*<sup>224</sup> zum Schutz des Klimas und der Biodiversität müsste vor allem international umgesetzt werden, um einzelne Regionen in der Welt besonders zu schützen, indem man die Ausbeutung unterbindet oder begrenzt. Vorbildlich ist etwa der Schutz einzelner Regionen durch den Antarktis-Vertrag<sup>225</sup> oder verschiedene Nationalparks in Afrika wie die Serengeti. Höchst unzureichend ist noch der Schutz des Amazonas-Regenwalds vor weiterer Abholzung. Auf der 26. Klimakonferenz in Glasgow haben 110 Staaten ein neues Abkommen zum Schutze der Wälder unterzeichnet. Ob dieses Abkommen dann auch zeitnah umgesetzt wird, bleibt abzuwarten.<sup>226</sup> Dazu müsste die Weltgemeinschaft dem jeweiligen Nationalstaat bestimmte Nutzungsrechte dauerhaft abkaufen, um so weitere Umweltschäden verhindern zu können.<sup>227</sup>

222 Nach dem Schutzpatron der Feuerwehr: „Heiliger Sankt Florian, verschon' mein Haus zünd' andere an!“ Plastisches Beispiel der Ausbau von Stromtrassen in Bayern, siehe *Schmitt/Hamacher/Pflaum/Tilsner/Wolf*, Mitteilungen der Fränkischen Geographischen Gesellschaft, 61/62 (2015/16), 83 ff.

223 Engl. „not in my backyard“ – Nimby. Zum Nimby-Konzept ausführlich *Wolsink*, 21 *Renewable Energy* (2000) 49 ff.

224 OECD, *Public Goods and Externalities. Agri-environmental Policy Measures in Selected OECD Countries*, 2015, abrufbar unter <https://oecd-library.org>.

225 Antarktis-Vertrag v. 1. 12. 1959, siehe hierzu Gesetz zum Antarktis-Vertrag v. 22. 12. 1978, BGBl. II (1978), S. 1517 sowie Übereinkommen über die Erhaltung der lebenden Meeresschätze der Antarktis (Convention on the Conservation of Antarctic Marine Living Resources) v. 20. 5. 1980.

226 *N.N.*, Glasgow Leaders' Declaration on Forests and Land Use, 2021, abrufbar unter <https://ukcop26.org/glasgow-leaders-declaration-on-forests-and-land-use/>; kritisch *Müller-Jung*, Sie wollen den Wald retten, FAZ v. 3. 11. 2021, S. 2.

227 Ziel 15.b UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (Fn. 1): „Erhebliche Mittel aus allen Quellen und auf allen Ebenen für die Finanzierung einer nachhaltigen Bewirtschaftung der Wälder aufbringen und den Entwicklungsländern geeignete Anreize für den vermehrten Einsatz dieser Bewirtschaftungsform bieten, namentlich zum Zweck der Walderhaltung und Wiederaufforstung.“ Siehe hierzu die Arbeit der UN Environment Programme World Conservation Monitoring Centre,

Die Gesellschaft auf Nachhaltigkeit einzuschwören und die Bereitschaft zu fördern, bequeme, nicht nachhaltige Pfade zu verlassen, bleibt eine Daueraufgabe für jeden Einzelnen. Transparenz ist ein wichtiger Baustein, um überhaupt beim Einzelnen das Bewusstsein nachhaltigen Handelns zu schaffen. Das europäische Informationsregime bleibt hier auf halbem Wege stehen: Es muss die Investorenentscheidung als Regelungsziel aufnehmen und mit „Zusammenfassung“ und „Begründung“ als sachgerechte Instrumente ein Greenwashing vermeiden. Dann ließe sich dieses Modell auch auf andere Lebensbereiche übertragen.

#### 4. Zusammenfassende Thesen

Zusammenfassend lässt sich festhalten: Der Umweltschutz ist die zentrale Aufgabe des 21. Jahrhunderts. Die Einbindung der Finanzmärkte erweist sich als genialer Schachzug, weil die Staatengemeinschaft allein überfordert ist; die Märkte reagieren inzwischen. Die Finanzmärkte können mit nachhaltigen Finanzprodukten zum Umweltschutz beitragen. Es ist beeindruckend, mit welchem Elan die EU diese Zukunftsaufgabe angeht und versucht, durch einen entsprechenden Informationstransfer das Interesse der Investoren an einem nachhaltigen Finanzprodukt zu wecken. Die beschränkte Rationalität des Investors, die bestehenden Transaktionskosten und das Risiko irreführender Informationen (Greenwashing) sind aber Nachteile, die es zu berücksichtigen gilt. Die Taxonomie-VO reagiert darauf, indem sie ökologische Nachhaltigkeit durch Umweltziele definiert, zwischen verschiedenen umweltfreundlichen Wirtschaftsaktivitäten differenziert und durch verschiedene Kriterien aufzeigt, wie man die Umweltziele erreichen kann.

Die Nachhaltigkeit zu präzisieren, ist ein erster wichtiger Schritt. In einem zweiten Schritt bedarf es weiterer Präzisierungen. In diesem Rahmen darf der Gesetzgeber die entscheidenden Marktteilnehmer nicht vergessen. In vier Bereichen sind die bisherigen Regelungsansätze zu optimieren, um der Gefahr des Greenwashing zu entgehen:

(1) Das Alles-oder-Nichts-Prinzip der Taxonomie-VO ist nicht technologienoffen genug und fördert das Greenwashing.

(2) Der sachliche und persönliche Anwendungsbereich der Offenlegungs-VO beschränkt sich auf eine enge Definition von Finanzmarktteilnehmern, lässt aber Staaten und börsennotierte Unternehmen als Anbieter von Bonds und Aktien bisher weitgehend ungeregelt. Weil die Finanzmarktteilnehmer aber auf die Informationen der Staaten und börsennotierten Unternehmen als Informationsmonopolisten angewiesen sind, erhöht dies die Gefahr von Greenwashing.

(3) Vor allem wird der Investor, der das nachhaltige Finanzprodukt nachfragt, bisher von den Regelwerken nicht ausreichend erfasst. Der Kunde inves-

---

abrufbar unter <https://www.unep-wcmc.org/>. Kritisch *Müller-Jung*, Sie wollen den Wald retten, FAZ v. 3. 11. 2021, S. 2.

tiert in ein nachhaltiges Finanzprodukt, um für die Umwelt Positives zu bewirken. Wenn das Informationsregime des Green Deal wirken soll, ist seine Entscheidung rechtlich zu schützen. Im europäischen Kapitalmarkt- und Unlauterkeitsrecht konkretisieren Prinzipien wie der Grundsatz der rationalen Anlegerentscheidung oder der informierten Entscheidung des Kunden seit vielen Jahren den Schutz vor Irreführung. Instrumente, um Informationsüberflutung und begrenzter Aufnahmekapazität entgegenzuwirken, sind seit Jahren im Kapitalmarktrecht bekannt: die knappe Zusammenfassung sowie die Begründung der nachhaltigen Maßnahme. Dass der Investor in den Regelwerken vergessen wurde, ist zeitnah zu korrigieren. Der Gesetzgeber hat die Problematik des Greenwashing zu konkretisieren, indem er die fundierte Entscheidung des Investors für das nachhaltige Finanzprodukt sowie die Pflicht zur Zusammenfassung und Begründung ausdrücklich in die Regelwerke aufnimmt.

(4) Es fehlen noch genauere Regelungen zur Rechtsdurchsetzung. Hier sind die staatlichen Behörden zum Einsatz klassischer Instrumentarien wie bußgeldbewehrter Verbote, *Shaming* oder Unterlassungsansprüche gefordert. Haftungs- und Unterlassungsansprüche im Falle von Greenwashing könnten zudem auf europäischer Ebene aufgenommen werden, indem man sich an den bisherigen europäischen Haftungsregeln orientiert.

Will man die Erderwärmung stoppen, darf man sich nicht auf die Finanzbranche beschränken. Dazu ist das Informationsregime auf andere Bereiche des Alltags zu übertragen, um so das Umweltbewusstsein zu schärfen („CO<sub>2</sub>-Fußabdruck“) und im Idealfall zu ermöglichen, einen stärkeren Einfluss auf das Umweltverhalten der Bürger zu nehmen. Mit einem solchen Informationstransfer bestünde zumindest die Chance, das Konsumverhalten des einzelnen Bürgers im Alltag zu ändern, sei es bei dem Konsum von Fleisch, Plastik oder Fernreisen. Zur Internalisierung externer Kosten muss die Staatengemeinschaft feste CO<sub>2</sub>-Grenzwerte festlegen, den CO<sub>2</sub>-Ausstoß bepreisen, nachhaltiges Verhalten subventionieren und soziale Belange berücksichtigen, das gilt vor allem auch im internationalen Kontext.