

# Inhaltsübersicht

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

*B. Besonderheiten der (folgenorientierten) teleologischen Auslegung im Kontext des Förderungsziels* ..... 112

*C. Auslegungsbeispiele* ..... 117

*D. Zusammenfassung in Thesen* ..... 127

Kapitel 4: Das Förderungsziel im Rahmen der teleologischen Auslegung – Teil II (externe Bewertung) ..... 131

*A. Untersuchungsmethode: Umgang mit teleologischer Mehrdimensionalität* ..... 135

*B. Untersuchung: Praktische Handhabung der teleologischen Mehrdimensionalität der kapitalmarktrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung* ..... 143

*C. Zusammenfassung in Thesen* ..... 204

Teil 2: Das Ziel der Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel des sonstigen Kapitalmarktrechts ..... 211

*A. Untersuchungsmethode: Wege zur Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel im sonstigen Kapitalmarktrecht* ..... 212

*B. Untersuchung: Das Förderungsziel als Regelungsziel der MAR* ..... 219

*C. Zusammenfassung in Thesen* ..... 239

Fazit ..... 243

Literaturverzeichnis ..... 251

Sachregister ..... 273

# Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

aa) Keine abstrakte Vorrangigkeit des Förderungsziels . . . . .	185
bb) Keine abstrakte Vorrangigkeit des Allokationseffizienzziels . . . . .	189
cc) Zusammenfassung . . . . .	191
c) Auflösung des Regelungszielkonflikts durch eine Abwägung (prozedurale Abwägungsregel) . . . . .	192
aa) Leitlinien zum Verfahren der Abwägung . . . . .	193
(1) Erster Schritt: Ermittlung des konkreten Inhalts des Förderungs- und Allokationseffizienzziels . . . . .	194
(2) Zweiter Schritt: Gewichtung des Förderungs- und Allokationseffizienzziels . . . . .	194
(3) Dritter Schritt: Abwägung i.e.S. . . . .	197
bb) Praktisches Beispiel zur Durchführung der Abwägung . . . . .	199
(1) Bislang ungelöstes Auslegungsproblem . . . . .	199
(2) Auflösung durch Anwendung der prozeduralen Abwägungsregel . . . . .	200
C. Zusammenfassung in Thesen . . . . .	204
Teil 2: Das Ziel der Förderung nachhaltiger Investitionen als Regelungsziel des sonstigen Kapitalmarktrechts . . . . .	
211	
A. Untersuchungsmethode: Wege zur Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel im sonstigen Kapitalmarktrecht . . . . .	212
I. Figur der „Ausstrahlungswirkung“ . . . . .	214
II. Figur der „geltungszeitlich-objektiven Korrektur“ . . . . .	216
III. Zusammenfassung . . . . .	218
B. Untersuchung: Das Förderungsziel als Regelungsziel der MAR . . . . .	219
I. De lege lata: Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel der MAR? . . . . .	219
II. Gedankenexperiment: Praktische Auswirkungen einer etwaigen künftigen Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel der MAR . . . . .	223
1. Insiderinformationsqualität von Nachhaltigkeitsinformationen ohne nachweisbare Fundamentalwertrelevanz . . . . .	225
a) Aktueller Streitstand . . . . .	225
b) Hintergrund und dogmatische Einordnung der Streitfrage . . . . .	227
c) Zusammenfassung . . . . .	230
2. Auswirkungen der Anerkennung des Förderungsziels als Regelungsziel der MAR auf die Diskussion . . . . .	230
a) Normative Anpassung der Maßstabsfigur des verständigen Anlegers . . . . .	230
aa) Wertungen des Förderungsziels: Neue Interessen des verständigen Anlegers . . . . .	231



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