

Recht der Finanzinstrumente

2. 2025

Betriebs-Berater Kapitalmarkt

15. Jg. | 12.5.2025 | Seite 81–160 | www.rdf-online.de

EDITORIAL

Dr. Nadia Altenburg: Globale Mindeststeuer: Revolution oder Fehlzündung für die Finanzwelt? 81

AUFSÄTZE

AUFSICHTSRECHT

Dr. Jochen Seitz: Emission von grünen Anleihen 84

Dr. Frank Herring: Nebendienstleistungen von Kapitalverwaltungsgesellschaften – keinesfalls nur nebensächlich 92

Lennart J. Dahmen: Liquiditätsmanagement für offene Investmentfonds: neuer Werkzeugkasten für KVG 100

STEUERRECHT

Florian Lechner und Dr. Heike Weber: Strukturierte Finanzierungen und Pillar Two 108

Olaf J. Mielke und Stefan Baumann-Harm: Hinzurechnungsbesteuerung nach der Reform des Außensteuergesetzes bei (Spezial-)Investmentfonds 114

Jens Binding und Bianca Dellian: RdF-Rechtsprechungsreport zu 2024 veröffentlichten BFH-Urteilen zur Abgeltungsteuer 122

BILANZRECHT

Adrian Geisel, Jennifer Spieles und Dorothea Merz: Regelungsänderungen zur Bilanzierung von Finanzinstrumenten nach IFRS 9 130

Prof. Dr. Christian Gaber: Definition und (Um)Widmung von Handelsbeständen – eine kritische Analyse der vorgeschlagenen Änderungen von IDW RS BFA 2 138

Emission von grünen Anleihen

Die Emission von grünen Anleihen (green bonds) hat im Jahr 2024 ein Allzeithoch erreicht. Das Thema Nachhaltigkeit steht auch im Fokus zahlreicher EU-Regeln, zuletzt des EU Green Bond Standard und des EU Listing Act, die seit kurzem in Kraft sind. Der nachfolgende Beitrag gibt einen Überblick über die im Fall einer Emission von grünen Anleihen anwendbaren Regeln und geht auf praktische Fragen der prospektrechtlichen Dokumentation ein.

Dr. Jochen Seitz, RA

I. Einführung

1. Wirtschaftliche Bedeutung von grünen Anleihen

Grüne Anleihen spielen eine zentrale Rolle bei der Finanzierung der Transformation der Wirtschaft hin zu einer nachhaltigen Wirtschaft. Nach einer von der Europäischen Zentralbank (EZB) geführten Statistik wurden, seit es diese Art von Wertpapieren gibt, bis Ende Dezember 2024 1081 Mrd. Euro von grünen Anleihen in der Eurozone emittiert. Ende Dezember 2023 waren es noch 872 Mrd. Euro. Zusammen mit sozialen Anleihen (social bonds, 286 Mrd. Euro), nachhaltigen Anleihen (sustainability bonds, 138 Mrd. Euro) sowie Anleihen, deren Zinszahlungen an das Erreichen von Nachhaltigkeitszielen geknüpft sind (sustainability-linked bonds, 123 Mrd. Euro), machen die sog. Environmental, Social and Governance-(ESG-)Anleihen zuletzt einen Marktanteil von 7,2% aller in der Eurozone emittierten Anleihen aus.¹ Typischerweise fließt bei einer grünen Anleihe ein dem Anleiheerlös entsprechender Betrag in einen umwelt- oder klimafreundlichen Verwendungszweck, etwa den Bau einer Windkraftanlage oder die Finanzierung energieeffizienter Immobiliensanierungen.² Für Emittenten bieten sie die Möglichkeit des Zugangs zu einer breiteren Investorenbasis und zu günstigeren Refinanzierungskonditionen (greenium).³ Für diese Emittenten spielen aber auch Aspekte der Reputation und des Risikomanagements eine Rolle. Wenn über die Anleihen nachhaltige Projekte finanziert werden, lassen sich klimabezogene Risiken verringern. Gerade bei Kreditinstituten ist das aufgrund der aufsichtsrechtlichen Vorgaben für das Risikomanagement, das auch ESG-Risiken umfasst, ein Thema.⁴ Aus Investorensicht bietet der Kauf von grünen Anleihen die Möglichkeit, Kapital in ökologisch nachhaltige Projekte zu lenken, um so ESG- und Klimarisiken in der Geldanlage zu verringern.⁵ Aus gutem Grund hat daher der europäische Gesetzgeber grüne Anleihen als ein wichtiges Finanzierungsinstrument der Transformation der EU-Wirtschaft identifiziert. Um das Ziel der Klimaneutralität der EU bis 2050 und bis 2030 eine Reduktion der Treibhausgase auf 55% (gegenüber dem Stand von 1990) zu erreichen, sehen der European Green Deal der Europäischen Kommission⁶ und der zugehörige Investitionsplan⁷ die Mobilisierung zusätzlicher Investitionen von einer Billion Euro vor. Der Umfang der Investitionen übersteigt bei weitem die Kapazitäten des öffentli-

chen Sektors. Nach dem Willen der Europäischen Kommission sollen daher private Finanzströme über integrierte Kapitalmärkte, insbesondere über grüne Anleihen, in relevante Wirtschaftstätigkeiten gelenkt werden.⁸

2. Industriestandards für grüne Anleihen

Der weltweit führende und auch im deutschen Anleihemarkt regelmäßig zur Anwendung kommende Standard für grüne Anleihen sind die Green Bond Principles (GBP) der International Capital Markets Association (ICMA).⁹ Diese wurden von der ICMA erstmals im Jahr

1 EZB, Indicators on sustainable finance, https://www.ecb.europa.eu/stats/all-key-statistics/horizontal-indicators/sustainability-indicators/data/html/ecb.climate_indicators_sustainable_finance.en.html (Abruf: 28.3.2025).

2 *Oulds/Kopp*, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Aufl. 2023, Kap. 2, Rn. 2.2, dort auch zur Einordnung in die verschiedenen Formen von ESG-Anleihen, Rn. 2.2–2.7.

3 S. zum Preisunterschied zwischen konventionellen und Grünen Bundeswertpapieren Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH, Zwillingiskonzept, <https://www.deutsche-finanzagentur.de/bundeswertpapiere/bundeswertpapierarten/gruene-bundeswertpapiere/zwillingskonzept> (Abruf: 28.3.2025); eher kein Greenium konnte die European Securities and Markets Authority (ESMA) in einer Studie feststellen, ESMA, TRV Risk Analysis, The European sustainable debt market – do issuers benefit from an ESG pricing effect?, 6.10.2023, ESMA50524821-2938; zur ökonomischen Forschung s. *Bueren*, ZGR 2024, 397, 413f.

4 Hierzu *Kumpan/Mistereck*, ZBB 2023, 1ff.; *Winter/Kostic*, DB Beil. 2/2024, 53f.

5 S. *Bueren* (Fn. 3), 413 m. w. N. zu einschlägigen Studien.

6 Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Der europäische Grüne Deal, 11.12.2019, COM(2019) 640 final.

7 Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Investitionsplan für ein zukunftsfähiges Europa, Investitionsplan für den europäischen Grünen Deal, 14.1.2020, COM(2020) 21 final.

8 S. Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Strategie zur Finanzierung einer nachhaltigen Wirtschaft, 6.7.2021, COM(2021) 390 final, S. 2 und S. 21. Zuvor bereits die Mitteilung der Kommission: Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, 8.3.2018, COM(2018) 97 final, S. 6f. (Maßnahme 2).

9 Bislang wurden von 2 634 Emittenten ICMA Green Bonds im Gesamtemissionsvolumen von 3,2 Bio. Euro begeben, s. die Website der Luxembourg Green Exchange, <https://lgxhub-premium.luxse.com> (Abruf: 28.3.2024).

2014 veröffentlicht und zuletzt im Jahr 2021 aktualisiert.¹⁰ Sie bieten freiwillige Leitlinien für die Ausgabe von grünen Anleihen und sollen die Transparenz, Integrität und Nachhaltigkeit im Anleihemarkt fördern. Die GBP stellen im Wesentlichen die folgenden Anforderungen: Die Erlöse aus den Anleihen müssen ausschließlich für neue und/oder bestehende Projekte verwendet werden, die einen klaren Umweltnutzen schaffen. Der Emittent muss transparent machen, wie und nach welchen Kriterien er die Projekte auswählt. Weiterhin müssen Emittenten einen klaren Prozess zur Verwaltung der Erlöse etablieren, die Erlöse aus der Anleihe müssen separat verwaltet werden und sich in der Höhe mit dem Betrag decken, der für die Finanzierung der grünen Projekte verwendet wurde. Emittenten sollen weiterhin regelmäßig über die Verwendung der Erlöse und die Umweltauswirkungen der Projekte berichten. Die Einhaltung dieser Anforderungen haben Emittenten in einem Green Bond Framework zu dokumentieren. Weiterhin empfiehlt die ICMA die Bestellung eines externen Prüfers, der die Einhaltung der Anforderungen vor einer Emission bzw. der Aufstellung des Green Bond Framework bestätigt und fortlaufend auch die Verwaltung der Erlöse und die zugehörigen Berichte überprüft.

Für deutsche Pfandbriefbanken sind zudem die Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe des Verbands der Pfandbriefbanken (vdp) relevant.¹¹ Die Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe und die ICMA GBP ergänzen sich. Die Grünen Pfandbriefe sind regelmäßig als „Secured Green Bonds“ nach dem Appendix I der ICMA GBP einzustufen. Bemerkenswert ist auch, dass der Bundesverband für strukturierte Wertpapiere (BSW) einen Nachhaltigkeits-Kodex veröffentlicht hat.¹² Der Kodex beinhaltet Mindestvorgaben für strukturierte Wertpapiere mit Nachhaltigkeitsmerkmalen. Er stellt hierzu v. a. Anforderungen an den Emittenten und den Basiswert. Der Emittent muss bestimmte ESG-Selbstverpflichtungen eingehen und wichtige nachteilige Nachhaltigkeitsauswirkungen (principal adverse impacts) berücksichtigen. Außerdem muss er über mindestens ein aussagekräftiges, positives ESG-Rating einer anerkannten ESG-Ratingagentur verfügen.

3. EU Green Bond Standard

Der EU Green Bond Standard (EU GBS)¹³ ist ebenfalls ein freiwilliger Standard, d. h., Emittenten in der EU können weiterhin grüne Anleihen bspw. nach den ICMA GBP begeben. Allerdings sind bei Verwendung der Bezeichnung als „europäische grüne Anleihe“ oder „EuGB“ die Vorgaben des Titel II EU GBS einzuhalten. Der EU GBS ist am 21.12.2023 in Kraft getreten und ist seit dem 21.12.2024 anwendbar. Mittlerweile gibt es erste Prospekte, die den Standard abbilden,¹⁴ und es haben auch schon erste Emissionen von EuGB stattgefunden.¹⁵ Es bleibt abzuwarten, ob der EU GBS ähnliche Verbreitung wie die ICMA GBP findet. Grund dafür ist, dass seine Anforderungen deutlich über die der ICMA GBP hinausgehen. Die zentrale Anforderung des EU GBS ist nämlich die Taxonomiekonformität

der Mittelverwendung. Das bedeutet, dass die Erlöse aus den EuGB nach Art. 4 EU GBS im Einklang mit den Taxonomieanforderungen nach Art. 3 Taxonomie-VO¹⁶ verwendet werden müssen. Es gibt zwar durch das sog. Flexibility Pocket nach Art. 5 EU GBS etwas Spielraum,¹⁷ die ICMA GBP sind aber deutlich generischer, was die Anforderungen an die Mittelverwendung betrifft. Auch die Anforderungen an die Transparenz und Berichterstattung gehen in dem EU GBS über die ICMA GBP hinaus: Der EU GBS beinhaltet detaillierte Vorgaben für die Transparenz vor der Emission (Factsheet nach Art. 10 EU GBS) sowie die Berichte nach der Emission (Allokationsbericht nach Art. 11 und Wirkungsbericht nach Art. 12 EU GBS). Hinzu kommt, dass unter dem EU GBS ein externer Prüfer eine sog. Voremissionsprüfung durchführen muss, welche u. a. die taxonomiekonforme Mittelverwendung zum Gegenstand hat (s. Art. 10 Abs. 1 Buchst. b und Abs. 3 i. V. m. Anh. IV EU GBS). Der externe Prüfer prüft auch nach der Emission die Mittelverwendung und insbesondere die entsprechenden Angaben in dem Allokations- und dem Wirkungsbericht (s. Art. 11 Abs. 4 bzw. Art. 12 Abs. 3 EU GBS). Ein wichtiger Unterschied zwischen EuGB und ICMA Green Bonds ist auch, dass bei Begebung eines EuGB nach den Art. 44 ff. EU GBS umfassende Aufsichtsbefugnisse der zuständigen Aufsichtsbehörde bestehen und diese u. a. die Möglichkeit hat, Bußgelder zu verhängen. Der EU Green Bond Standard regelt nicht nur die Emission von EuGB, sondern stellt auch Vorlagen für die Offenlegung zu als ökologisch nachhaltig vermarkteten Anleihen sowie zu an Nachhaltigkeitsziele geknüpften Anleihen nach Art. 1 Buchst. c EU GBS bereit. Damit können Emittenten von Anleihen, die nicht in der Lage sind, die strengen Anforderungen an die Erlösverwen-

10 ICMA, Green Bond Principles, Juni 2021 (mit Appendix I vom Juni 2022), www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf (Abruf: 28.3.2025).

11 vdp, Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe, Stand: 1.1.2025, https://www.pfandbrief.de/site/de/vdp/sustainable_finance/Pfandbriefe/Gruener-Pfandbrief.html (Abruf: 28.3.2025).

12 BSW, Der Nachhaltigkeits-Kodex des BSW, Stand: Febr. 2025, www.derbsw.de/DE/MediaLibrary/Document/Nachhaltigkeitskodex/BSW%20Nachhaltigkeits-Kodex_Februar%202025.pdf (Abruf: 28.3.2025).

13 Verordnung (EU) 2023/2631 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.11.2023 über europäische grüne Anleihen sowie fakultative Offenlegungen zu als ökologisch nachhaltig vermarkteten Anleihen und zu an Nachhaltigkeitsziele geknüpften Anleihen (EU GBS), ABIEU vom 30.11.2023, L 2023/2631.

14 S. den durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gebilligten Basisprospekt der DKB vom 29.5.2024, https://dok.dkb.de/pdf/basisprospekt_29052024.pdf (Abruf: 28.3.2025).

15 a2a S.p.A., PM vom 23.1.2025, www.gruppoa2a.it/en/media/press-releases/a2a-first-european-green-bond-market (Abruf: 28.3.2025) sowie jüngst ABN AMRO, PM vom 20.2.2025, <https://www.abnamro.com/research/en/our-research/esg-strategist-uptick-of-eu-gbs-will-be-limited-and-restricted-to-a-few> (Abruf: 28.3.2025).

16 Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18.6.2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 (Taxonomie-VO), ABIEU vom 22.6.2020, L 198, 13.

17 Näher dazu *Bueren* (Fn. 3), 397, 426, sowie *Biedermann/Pichler*, DB 2023, 2676, 2678.

derung von EuGB einzuhalten, sich dennoch für die Bereitstellung zusätzlicher Informationen nach dem EU GBS entscheiden.¹⁸ Für die vor der Emission zu erfolgende Offenlegung im Wege eines Factsheet sind gem. Art. 20 Abs. 1 EU GBS Leitlinien zur Festlegung der Vorlagen vorgesehen. Für die Offenlegung nach der Emission im Wege eines Allokationsberichts sieht Art. 21 Abs. 4 EU GBS den Erlass eines delegierten Rechtsakts zur Festlegung des Inhalts, der Methoden und der Aufmachung der offenzulegenden Informationen vor. Sowohl die Leitlinien zur Offenlegung vor der Emission als auch der delegierte Rechtsakt zur Offenlegung nach der Emission sollten bis zum 21.12.2024 veröffentlicht bzw. erlassen worden sein. Beides ist bislang nicht erfolgt.¹⁹ Auch für die Anleihen nach Art. 1 Buchst. c EU GBS bestehen Aufsichtsbefugnisse der zuständigen Aufsichtsbehörde (vgl. Art. 44 Abs. 1 Buchst. b EU GBS).

4. Prospektrechtliche Vorgaben und EU Listing Act

Die Prospekt-VO²⁰ selbst enthält – abgesehen von ErwG 54 – keine spezifischen Anforderungen für Prospektangaben zu grünen Anleihen. Im Juli 2023 hat die ESMA aber in einem öffentlichen Statement die Erwartungshaltung der Aufsichtsbehörden an die Offenlegung zum Thema Nachhaltigkeit in Prospekten formuliert.²¹ Dazu konkretisiert die ESMA einzelne Informationsanforderungen nach der DelVO zur Prospekt-VO²² und macht insbesondere auch Vorgaben für Use of Proceeds Bonds (UoP Bonds)²³. Durch den EU Listing Act werden die prospektrechtlichen Anforderungen an grüne Anleihen und ESG im Allgemeinen neu geregelt. Herzstück des EU Listing Act sind Änderungen der Prospekt-VO durch die VO (EU) 2024/2809²⁴, die am 4.12.2024 in Kraft getreten sind und zum größten Teil ab dem 5.6.2026 gelten sollen. Anforderungen an ESG-Angaben sind in einer Reihe von neuen Regelungen der Prospekt-VO vorgesehen. Flankiert werden diese von Änderungen der DelVO zur Prospekt-VO, die ebenfalls bis zum 5.6.2026 umgesetzt werden sollen und zu denen die ESMA am 28.10.2024 eine Konsultation gestartet hat.²⁵ Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, dass gem. Art. 13 Abs. 1 Unterabs. 2 Buchst. g Prospekt-VO (in der ab dem 5.6.2026 geltenden Fassung) bei den Prospektschemata für die in einen Prospekt aufzunehmenden Angaben die Tatsache zu berücksichtigen ist, ob öffentlich angebotene oder zum Handel an einem geregelten Markt zugelassene Nichtdividendenwerte damit beworben werden, dass sie ESG-Faktoren berücksichtigen oder ESG-Ziele verfolgen. Entsprechend wird in Anh. I Ziff. IX. sowie in Anh. III Ziff. VI. Prospekt-VO n. F. auf den im Einklang mit Art. 13 Abs. 1 Unterabs. 2 Buchst. g Prospekt-VO n. F. zu erlassenden delegierten Rechtsakt verwiesen. Im Fall von EuGB sieht Art. 13 Abs. 1a Buchst. a Prospekt-VO n. F. vor, dass ab dem 5.7.2026 das Factsheet gem. Art. 10 EU GBS per Verweis in den Prospekt einzubeziehen ist. Diese Regelung geht über Art. 14 Abs. 3 EU GBS hinaus, der seit dem 21.12.2024 die fakultative Einbeziehung des Factsheet in den Prospekt ermöglicht. Bei als ökologisch nachhaltig vermarkteten Anleihen oder an Nachhaltig-

keitsziele geknüpften Anleihen, für welche die fakultativen Offenlegungsvorlagen nach dem EU GBS verwendet werden, gilt gem. Art. 13 Abs. 1a Buchst. b Prospekt-VO n. F. entsprechend den Vorgaben für EuGB, dass die nach dem EU GBS vorgenommenen Offenlegungen ebenfalls in den Prospekt aufzunehmen sind. Weitere für grüne Anleihen relevante Änderungen enthalten Art. 7 Abs. 5 Unterabs. 2 Buchst. g Prospekt-VO (ESG-Risikohinweis in der Prospektzusammenfassung) sowie Art. 19 Abs. 1 Buchst. f Prospekt-VO (Nachhaltigkeitsberichte als verweisfähige Informationen).

II. Weitere EU-Regeln mit Relevanz für grüne Anleihen

1. Taxonomie-VO

Die Taxonomie-VO zielt darauf ab, ein EU-weites Klassifizierungssystem von ökologisch nachhaltigen Aktivitäten einzuführen. Gemäß Art. 3 Taxonomie-VO ist eine Wirtschaftstätigkeit ökologisch nachhaltig, wenn sie einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung eines oder mehrerer der Umweltziele gem. Art. 9 Taxonomie-VO leistet, keines der anderen Umweltziele erhebliche beeinträchtigt (do no significant harm) und unter Einhaltung des in Art. 18 Taxonomie-VO festgelegten Mindestschutzes aus-

18 Näher *Trinkaus u. a.*, DB-Beil. 3/2023, 45, 50, mit Verweis auf das Gesetzgebungsverfahren, in dem das Parlament zunächst für alle grüne Anleihen einheitliche Anforderungen nach dem EU GBS aufstellen wollte, s. Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European green bonds, 20.5.2022, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0156_EN.html (Abruf: 28.3.2025).

19 S. zum aktuellen Umsetzungsstand die jeweiligen Webseiten der Europäischen Kommission https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/14196-Green-bonds-and-sustainability-linked-bonds-templates-for-voluntary-post-issuance-disclosures_en sowie https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/14309-Green-bonds-or-sustainability-linked-bonds-templates-for-voluntary-pre-issuance-disclosures-for-issuers_en.

20 Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.6.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG (Prospekt-VO), ABIEU vom 30.6.2017, L 168, 12.

21 ESMA, Public Statement Sustainability disclosure in prospectuses, 11.7.2023, ESMA32-1399193447-441.

22 Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission vom 14.3.2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission, ABIEU vom 21.6.2019, L 166, 26.

23 Zum Begriff s. *Oulds/Kopp* (Fn. 2), Rn. 2.8f.

24 Verordnung (EU) 2024/2809 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23.10.2024 zur Änderung der Verordnungen (EU) 2017/1129, (EU) Nr. 596/2014 und (EU) Nr. 600/2014 zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen, ABIEU vom 14.11.2024, L 2024/2809.

25 ESMA, Consultation Paper on draft technical advice concerning the Prospectus Regulation and on updating the CDR on metadata vom 28.10.2024, ESMA32-117195963-1276.

geübt wird. Die Umweltziele nach Art. 9 Taxonomie-VO umfassen den Klimaschutz und die Anpassung an den Klimawandel, aber auch die nachhaltige Nutzung und den Schutz von Wasser- und Meeresressourcen, den Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung und den Schutz und die Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme. Die Taxonomie-VO wird durch delegierte Rechtsakte ergänzt, welche die technischen Bewertungskriterien für die sechs definierten Umweltziele festlegen. Die Taxonomie-VO betrifft nach Art. 1 Abs. 2 Buchst. a Finanzmarktteilnehmer oder Emittenten in Zusammenhang mit Finanzprodukten oder Unternehmensanleihen, die als ökologisch nachhaltig bereitgestellt werden. Konsequenterweise verweist der EU GBS auf die Taxonomieanforderungen nach Art. 3 Taxonomie-VO. Darüber hinaus können sich auch Emittenten anderer grüner Anleihen der Taxonomiekriterien bedienen, um Aussagen zur Nachhaltigkeit der durch sie finanzierten Projekte zu treffen. So ist es verbreitet, dass in den Green Bond Frameworks für ICMA Green Bonds auf diese Bezug genommen wird. Die Taxonomie-VO ist auch relevant für die nichtfinanziellen Erklärungen von Unternehmen, inklusive der Emittenten von grünen Anleihen. Nach Art. 8 Taxonomie-VO muss ein Unternehmen, das nach der RL 2014/95/EU²⁶ zur Änderung der RL 2013/34/EU²⁷ verpflichtet ist, nichtfinanzielle Angaben zu veröffentlichen, darin Angaben dazu aufnehmen, wie und in welchem Umfang die Tätigkeiten des Unternehmens mit Wirtschaftstätigkeiten verbunden sind, die als ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten gem. Art. 3 und Art. 9 der vorliegenden Verordnung einzustufen sind. Mittlerweile hat auch die Europäische Kommission erkannt, dass die Taxonomieanforderungen teilweise über das mit der Verordnung verfolgte Ziel hinausgehen. Sie hat daher am 26.2.2025 Vorschläge im Rahmen eines Omnibus-Pakets veröffentlicht, das u. a. Erleichterungen bei den Nachhaltigkeitsberichtspflichten, insbesondere den Anforderungen nach Art. 8 Taxonomie-VO, und den Delegierten Rechtsakten mit den technischen Bewertungskriterien vorsieht.²⁸

2. Offenlegungs-VO

Bereits vor der Taxonomie-VO trat die Offenlegungs-VO²⁹ in Kraft. Die Offenlegung von Informationen über die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken, über die Berücksichtigung nachteiliger Nachhaltigkeitsauswirkungen (principal adverse impact), die Verfolgung nachhaltiger Investitionsziele oder über die Bewertung ökologischer oder sozialer Merkmale soll Anlegern bei Investitionsentscheidungen und im Beratungsprozess helfen (s. ErWG 5 Offenlegungs-VO). Nach Art. 2 Nr. 12 Offenlegungs-VO werden nur solche Finanzprodukte erfasst, mit denen ein Intermediär Kapital von Anlegern oder Versicherungsunternehmen einsammelt und dieses sodann anlegt.³⁰ Die Begriff des Finanzprodukts nach Art. 2 Nr. 12 Offenlegungs-VO ist mithin nicht

deckungsgleich mit dem Begriff des Finanzinstruments nach der Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)³¹, insbesondere sind übertragbare Wertpapiere nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II und damit auch grüne Anleihen nicht erfasst. Das heißt aber nicht, dass die Offenlegungs-VO keine Bedeutung für grüne Anleihen hat. Wenn nämlich ein Finanzprodukt, mit dem ökologische oder soziale Merkmale oder eine Kombination davon beworben wird (Art. 8 Offenlegungs-VO), oder ein Finanzprodukt, mit dem eine nachhaltige Investition angestrebt wird (Art. 9 Offenlegungs-VO), in grüne Anleihen investiert oder in sonstiger Weise eine wirtschaftliche Position in den grünen Anleihen vermittelt, ist der Produkthersteller auf die Offenlegung zu Nachhaltigkeitsaspekten bezogen auf die zugrundeliegenden grünen Anleihen angewiesen.³² So verlangt bspw. Art. 17 Abs. 1 Buchst. a–c DelVO (EU) 2022/1288³³, welche die Offenlegungspflichten für Produkte nach Art. 8 Offenlegungs-VO konkretisiert, dass im Fall der Investition in Schuldverschreibungen eine Bewertung erfolgt, inwiefern ein Teil der Tätigkeiten dieser Unternehmen mit ökologisch nachhaltigen Wirtschaftstätigkeiten verbunden ist bzw. inwiefern die Erträge nach den Bedingungen der Schuldverschreibungen ausschließlich für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten verwenden werden. Dass die

26 Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.10.2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen, ABIEU vom 15.11.2014, L 330, 1.

27 Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.6.2013 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen und zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates, ABIEU vom 29.6.2013, L 182, 19.

28 S. Europäische Kommission, PM vom 26.2.2025, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_25_614 (Abruf: 28.3.2025).

29 Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27.11.2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (Offenlegungs-VO), ABIEU vom 9.12.2019, L 317, 1.

30 *Kumpan*, ZHR 2023, 278, 300, sowie *Glander/Lühmann/Jesch*, BKR 2020, 485, 487.

31 Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (MiFID II), ABIEU vom 12.6.2014, L 173, 349.

32 Vgl. *Oulds/Kopp* (Fn. 2), Rn. 2.25.

33 Delegierte Verordnung (EU) 2022/1288 der Kommission vom 6.4.2022 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Festlegung der Einzelheiten des Inhalts und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit dem Grundsatz der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen, des Inhalts, der Methoden und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsindikatoren und nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen sowie des Inhalts und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit der Bewertung ökologischer oder sozialer Merkmale und nachhaltiger Investitionsziele in vorvertraglichen Dokumenten, auf Internetseiten und in regelmäßigen Berichten, ABIEU vom 25.7.2022, L 196, 1.

Offenlegungs-VO nicht alle Finanzinstrumente umfasst, führt allerdings zu einer Ungleichbehandlung von Finanzinstrumenten.³⁴ Es ist daher begrüßenswert, dass die Plattform für ein nachhaltiges Finanzwesen in ihrem Vorschlag zur Überarbeitung der Produktklassifizierung nach der Offenlegungs-VO eine Empfehlung an die Kommission ausgesprochen hat, zu prüfen, ob künftig alle Finanzinstrumente von der Offenlegungs-VO erfasst werden sollen.³⁵

3. MiFID II

Nachhaltigkeitsaspekte sind auch im Rahmen der MiFID II und der zugehörigen delegierten Rechtsakte relevant und spielen daher eine wichtige Rolle beim Vertrieb grüner Anleihen als von der MiFID II erfasste Finanzinstrumente. Mit der DeIRL (EU) 2021/1269³⁶ wurden Nachhaltigkeitsfaktoren und nachhaltigkeitsbezogene Ziele in die Vorschriften zu Product Governance integriert und entsprechend vom deutschen Gesetzgeber in § 11 und 12 Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV) übernommen. Nach § 11 Abs. 7 S. 2 WpDVerOV müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Rahmen der Zielmarktbestimmung den Kreis der Kunden bestimmen, mit deren Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen, einschließlich etwaiger nachhaltigkeitsbezogener Ziele, das Finanzinstrument im Einklang stehen muss. § 11 Abs. 10 Nr. 2 WpDVerOV regelt, dass etwaige Nachhaltigkeitsfaktoren mit dem Zielmarkt vereinbar sein müssen. Bezüglich der Definition der Nachhaltigkeitsfaktoren verweist § 11 Abs. 7 S. 3 WpDVerOV auf Art. 2 Nr. 24 Offenlegungs-VO. Diese für den Produkthersteller geltenden Anforderungen werden in § 12 WpDVerOV für das Vertriebsunternehmen gespiegelt. Konkretisiert werden die Anforderungen an den Zielmarkt in ESMA-Leitlinien, die das Thema ESG ebenfalls aufgreifen.³⁷ Weiterhin sieht die DeIVO (EU) 2021/1253³⁸ vor, dass Nachhaltigkeitspräferenzen im Rahmen der Geeignetheitsprüfung zu berücksichtigen sind. Nachhaltigkeitspräferenzen sind gem. Art. 2 Nr. 7 DeIVO (EU) 2021/1253 an drei Produktkategorien geknüpft: a) ein Finanzinstrument, bei dem der Kunde oder potenzielle Kunde bestimmt, dass ein Mindestanteil in ökologisch nachhaltige Investitionen i. S. v. Art. 2 Nr. 1 Taxonomie-VO angelegt werden soll; b) ein Finanzinstrument, bei dem der Kunde oder potenzielle Kunde bestimmt, dass ein Mindestanteil in nachhaltige Investitionen i. S. v. Art. 2 Nr. 17 Offenlegungs-VO angelegt werden soll; und c) ein Finanzinstrument, bei dem die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt werden.

Die Zielmarktbestimmung und die Einordnung in bestimmte Produktkategorien sind in der Praxis miteinander verknüpft. Hintergrund ist, dass gemäß die ESMA-Leitlinien für die Ermittlung der nachhaltigkeitsbezogenen Ziele auf die Nachhaltigkeitspräferenzen rekuriert werden kann.³⁹ Die Verbände der deutschen Kre-

ditwirtschaft haben sich entsprechend auf ein ESG-Zielmarkt-konzept geeinigt, das eine Einteilung von Finanzinstrumenten unter Berücksichtigung der Nachhaltigkeitspräferenzen vorsieht.⁴⁰

4. ESG-Rating-VO

Neben dem klassischen Bonitätsrating spielen für grüne Anleihen zunehmend ESG-Ratings eine Rolle. Bislang sind ESG-Ratinganbieter aber nicht beaufsichtigt, und es bestehen keine Standards im Hinblick auf die angewandten Methoden, die verwendeten Datenquellen und die Arbeitsweise im Allgemeinen. Das wird sich künftig ändern: Am 1.1.2025 ist die ESG-Rating-VO⁴¹ in Kraft getreten und wird ab dem 2.7.2026 anwendbar sein. Obwohl die ESG-Rating-VO nicht den Inhalt von ESG-Ratings als solchen reguliert, sondern vielmehr Anforderungen an ESG-Ratinganbieter aufstellt (u. a. Registrierung, Aufsicht, Offenlegung von Methodologie und Datenquellen),⁴² ist zu erwarten, dass sich die Qualität und Vergleichbarkeit von ESG-Ratings erhöht.

III. Einzelne Fragen der prospektrechtlichen Dokumentation von Use of Proceeds Bonds

1. Prospekte von EuGB

Art. 14 Abs. 1 EU GBS sieht für EuGB eine Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts gem. der Prospekt-VO vor, wobei die grünen Anleihen als „europäische grüne Anleihen“ oder „EuGB“ zu bezeichnen sind.

34 Ebenfalls kritisch dazu *Kumpan*, ZHR 2023, 278, 300 f.

35 Europäische Kommission, EU Platform on Sustainable Finance, Categorisation of Products under the SFDR: Proposal of the Platform on Sustainable Finance, 17.12.2024, https://finance.ec.europa.eu/document/download/8a3d0e56-4453-459b-b826-101b1067290f_en?filename=241217-sustainable-finance-platform-proposal-categorisation-products_en.pdf (Abruf: 28.3.2025).

36 Delegierte Richtlinie (EU) 2021/1269 der Kommission vom 21.4.2021 zur Änderung der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 durch Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren in die Produktüberwachungspflichten, ABIEU vom 2.8.2021, L 277, 137.

37 Zuletzt ESMA, Guidelines on MiFID product governance requirements vom 3.8.2023, ESMA35-43-3448.

38 Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253 der Kommission vom 21.4.2021 zur Änderung der Delegierten Verordnung (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, ABIEU vom 2.8.2021, L 277, 1.

39 S. ESMA (Fn. 37), S. 12.

40 Verbände der Deutschen Kreditwirtschaft, Ergänzung des Zielmarkts um Angaben zu nachhaltigkeitsbezogenen Zielen und Nachhaltigkeitsfaktoren, Stand: 13.12.2024, https://www.derbsw.de/DE/MediaLibrary/Document/Zielmarkt-konzept/241213_DK_BVI_BSW_ESG_Konzept_Anpassung_DEU_final_clean_neu.pdf (Abruf: 28.3.2025).

41 Verordnung (EU) 2024/3005 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27.11.2024 über die Transparenz und Integrität von Rating-Tätigkeiten in den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) und zur Änderung der Verordnungen (EU) 2019/2088 und (EU) 2023/2859, ABIEU vom 12.12.2024, L 2024/3005.

42 S. näher *Rinze*, DB 2024, 1937 ff.

Art. 14 Abs. 3 EU GBS sieht die Möglichkeit vor, das Factsheet per Verweis in den Prospekt einzubeziehen, ab dem 5.6.2026 ist dieses gem. Art. 13 Abs. 1a Buchst. a Prospekt-VO n.F. zwingend. Gemäß Art. 14 Abs. 4 EU GBS ist zudem eine Zusammenfassung des CapEx-Plans in den Prospekt aufzunehmen, sofern der Emittent gem. Art. 7 Abs. 1 EU GBS verpflichtet ist, einen solchen zu erstellen. Es spricht nichts dagegen, dass EuGB und IC-MA Green Bonds in einen Basisprospekt nach Art. 8 Prospekt-VO aufgenommen werden, solange eine klare Abgrenzung der beiden Kategorien von UoP Bonds im Basisprospekt erfolgt und in den endgültigen Bedingungen eine eindeutige Zuordnung vorgenommen wird.⁴³ Im Übrigen gelten für EuGB die allgemeinen Prospektanforderungen. Besonderheiten ergeben sich hinsichtlich der Angaben zur Erlösverwendung (s. Abschn. III. 3.) und zu externen Gutachten (s. Abschn. III. 4.).

2. Gestaltung der Anleihebedingungen

Die Anleihebedingungen von UoP Bonds unterscheiden sich nicht von den Anleihebedingungen konventioneller Anleihen.⁴⁴ Es ist insbesondere nicht üblich, dass Aussagen zur Erlösverwendung in die Anleihebedingungen aufgenommen werden. Gläubigern steht daher kein Kündigungsrecht zu, wenn die Erlösverwendung abweichend von dem Green Bond Framework bzw. dem Factsheet erfolgen sollte.

3. Angaben zur Erlösverwendung im Prospekt

a) Aktueller Stand

Die DelVO zur Prospekt-VO erfordert die Offenlegung zur Verwendung der Emissionserlöse in Prospekten für alle Anleihtypen (s. Ziffer 3.2 Anh. 14 sowie Ziffer 3.2 Anh. 15 DelVO zur Prospekt-VO). Nach der ESMA⁴⁵ erfordert dies, dass im Prospekt Angaben zur Verwendung und Verwaltung der Erlöse, dem Ziel und den Kriterien für die Auswahl von nachhaltigen Projekten enthalten sein müssen. Diese müssen es Anlegern ermöglichen zu beurteilen, welche Strategie der Emittent bei der Projektbewertung und -auswahl verfolgt. Die ESMA erwartet insbesondere, dass eine Zusammenfassung der wesentlichen Informationen im Green Bond Framework oder der anwendbaren gesetzlichen Regeln in den Prospekt aufgenommen wird. Die ESMA empfiehlt auch, dass im Prospekt Angaben dazu gemacht werden, ob der Emittent beabsichtigt, nach der Emission Informationen zu veröffentlichen, bspw. durch Aufnahme eines Link zu einer Website, auf der diese veröffentlicht werden. Die ESMA verlangt zudem eine Angabe, ob ein spezifischer Standard angewendet wurde.⁴⁶

Im Hinblick darauf, dass grüne Anleihen sehr häufig unter Basisprospekten begeben werden, hat sich in der Praxis eingebürgert, in dem Basisprospekt eine Zusammenfassung des Green Bond Framework aufzunehmen, die dann in den endgültigen Bedingungen um emissionspezifische Informationen ergänzt wird. Es ist

eher unüblich, dass Emittenten das vollständige Green Bond Framework in den Basisprospekt aufnehmen. Das hätte den Nachteil, dass etwaige Änderungen nach Billigung des Basisprospekts nachgetragen werden müssten. Auf der anderen Seite ist zu berücksichtigen, dass bei Aufnahme von Informationen aus dem Green Bond Framework in Marketingmaterial oder Investorenpräsentationen aufgrund des Gebots der informationellen Gleichbehandlung nach Art. 22 Abs. 5 Prospekt-VO auch eine Aufnahme dieser Informationen in den Prospekt erforderlich ist, zumindest wenn es sich um für Anleger wesentliche Informationen handelt.⁴⁷ Bei der Gestaltung der in die endgültigen Bedingungen aufzunehmenden Informationen ist zu beachten, dass es sich bei den Angaben zur Verwendung des Emissionserlöses um eine „Kategorie C-Angabe“ gem. Art. 26 Abs. 3 DelVO zur Prospekt-VO handelt, sprich, Emittenten haben daher eine gewisse Flexibilität, ob sie die entsprechenden Angaben in den Basisprospekt oder in die endgültigen Bedingungen aufnehmen. Aus dem ESMA-Statement kann aber jedenfalls nicht abgeleitet werden, dass das jeweils zu finanzierende nachhaltige Projekt im Prospekt genannt werden muss. Da in der Praxis häufig mehrere Projekte finanziert werden, ist es üblich, im Prospekt nur die Kategorien der finanzierten Projekte und die Kriterien für die Auswahl der Projekte darzulegen.

Bei EuGB sind anstelle von Informationen zum Green Bond Framework Angaben aus dem Factsheet nach Art. 10 EU GBS in den Prospekt aufzunehmen, was deutlich konkretere Angaben zur Erlösverwendung erfordert. So sind nach Ziffer 4 Anh. I EU GBS Angaben dazu erforderlich, ob die Verwendung der Erlöse schrittweise oder nach dem Portfolio-Ansatz erfolgt und welcher Mindestanteil der Erlöse für ökologisch nachhaltige Tätigkeiten i. S. d. Art. 3 Taxonomie-VO verwendet wird. Da die vollständige Aufnahme des Factsheet in den Prospekt aber erst ab dem 5.6.2026 zwingend ist, hat die BaFin es für ausreichend angesehen, wenn über die endgültigen Bedingungen entsprechende Angaben aus dem Factsheet ergänzt werden und auf die Website verwiesen wird, auf der das Factsheet veröffentlicht wird.

b) Änderungen durch den EU Listing Act

Art. 13 Abs. 1 Unterabs. 2 Buchst. g i.V.m. Anh. I Ziffer IX. und Anh. III Ziffer VI. Prospekt-VO n.F. sehen vor, dass ab dem 5.6.2026 mittels eines delegierten Rechtsakts Vorgaben für die Aufnahme von ESG-bezogenen Informationen gemacht werden. Der von ESMA vorgelegte Entwurf für eine Änderung der DelVO

43 Vgl. auch allgemein *Seitz*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), *Prospektrecht*, 4. Aufl. 2022, Art. 8 ProspVO, Rn. 47.

44 S. etwa *Münstermann*, in: Kümpel u. a. (Hrsg.), *Bankrecht und Kapitalmarktrecht*, 7. Aufl. 2025, Rn. 15.298.

45 ESMA (Fn. 21), S. 4.

46 ESMA (Fn. 21), S. 2.

47 Darauf weisen zu Recht auch hin *Oulds/Kopp* (Fn. 2), Rn. 2.121 f.

zur Prospekt-VO⁴⁸ beinhaltet einen neuen Anhang 21, der Informationsanforderungen für Nichtdividendenwerte aufstellt, die damit beworben werden, dass sie ESG-Faktoren berücksichtigen oder ESG-Ziele verfolgen. In diesem soll es einen eigenen Abschnitt 3 für UoP Bonds geben.

Die Vorschläge der ESMA sind auf Kritik gestoßen.⁴⁹ Die Anforderungen nach dem neuen Anhang 21 gehen über das ESMA-Statement zur Nachhaltigkeitsoffenlegung hinaus. Nicht klar ist auch dessen Anwendungsbereich: Viele der Regeln sind auf UoP Bonds zugeschnitten, s. die entsprechende neue Definition in Art. 1 Buchst. g Entwurf DelVO zur Prospekt-VO. Der beabsichtigte Anwendungsbereich ist aber offensichtlich weiter, ohne dass definiert wird, was unter Nicht-Dividendenwerten zu verstehen ist, die damit beworben werden, dass sie ESG-Faktoren oder ESG-Ziele verfolgen. Offensichtlich ist dies auch nicht mit den entsprechenden Definitionen in MiFID II und der Offenlegungs-VO harmonisiert. Es ist auch nicht einleuchtend, warum auch für EuGB die Angaben nach Abschn. 3 Anh. 21 betreffend UoP Bonds in den Prospekt aufzunehmen sind, wenn das Factsheet für EuGB ohnehin Bestandteil des Prospekts ist und entsprechende Angaben vorsieht.

4. Externe Gutachten

In den ICMA GBP wird eine externe Prüfung der Übereinstimmung des Green Bond Framework des jeweiligen Emittenten mit den ICMA GBP empfohlen. Dies erfolgt regelmäßig in Form einer Second Party Opinion. Diese wird üblicherweise von den Emittenten zusammen mit den Informationen zum Green Bond Framework veröffentlicht. Nach der Emission wird empfohlen, die Verwaltung der Erlöse durch einen externen Prüfer oder durch eine dritte Partei unterstützen zu lassen.

Ähnliches ist auch für EuGB vorgesehen. Die Voremissionsprüfung durch einen externen Prüfer nach Art. 10 Abs. 1 Buchst. b EU GBS und die Nachemissionsprüfung nach Art. 11 Abs. 4–6 EU GBS sind zwingend vorgeschrieben. Die Wirkungsberichte können nach Art. 12 Abs. 3 EU GBS überprüft werden. In allen Fällen sind die Berichte nach Art. 15 EU GBS auf der Website des Emittenten zu veröffentlichen.

Eine Aufnahme der Second Party Opinion bzw. des Berichts des externen Prüfers in den Prospekt ist nicht geboten. Im ESMA-Statement wird lediglich gefordert, dass das Vorhandensein von Analysen oder Bewertungen durch dritte Parteien erwähnt werden sollte.⁵⁰ Im Hinblick auf Ziff. 7.1 Anh. 14 DelVO zur Prospekt-VO sollen auch Angaben zum Gegenstand der Zusicherungen gemacht werden.⁵¹ Das bedeutet, dass regelmäßig das Vorhandensein eines Zweitgutachtens und dessen Kernaussage im Prospekt erwähnt wird. Weitergehende Informationen aus dem Gutachten werden in der Praxis nicht übernommen, auch um

eine etwaige Prospekthaftung des Emittenten bzw. Anbieters für die Inhalte des Gutachtens zu vermeiden. Im ESMA-Entwurf für eine Änderung der DelVO zur Prospekt-VO ist nichts anderes vorgesehen.⁵²

5. ESG-Risikofaktoren im Prospekt

Gemäß Art. 16 Prospekt-VO sind im Prospekt solche Risikofaktoren darzustellen, die für den Emittenten und die Wertpapiere spezifisch und im Hinblick auf eine fundierte Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind.

ErwG 54 Prospekt-VO stellt klar, dass auch umwelt- und sozialpolitische Umstände sowie Faktoren in Bezug auf die Unternehmensführung spezifische und wesentliche Risiken für den Emittenten und seine Wertpapiere darstellen können und offengelegt werden sollen. Daher entspricht es mittlerweile dem Marktstandard, dass im Rahmen der emittentenbezogenen Risiken auf ESG-Risiken eingegangen wird. Abhängig vom jeweiligen Geschäftsmodell des Emittenten können diese bspw. Risiken in Zusammenhang mit Extremwetterereignissen, dem Klimawandel oder erhöhten regulatorischen Anforderungen, wie der Erfüllung von Nachhaltigkeitsberichtsspflichten, umfassen.⁵³ Üblicherweise sind ESG-Risiken keine eigene Risikokategorie, sondern wirken sich auf bereits bekannte Risikoarten aus.⁵⁴

Davon zu unterscheiden sind die wertpapierbezogenen Risiken. Nach ESMA sollen Risikofaktoren nicht als Disclaimer für die Nichterfüllung von Nachhaltigkeitszielen ausgestaltet werden. Ein Emittent kann sich insbesondere nicht vorbehalten, dass er die Erlöse abweichend von den Angaben im Prospekt verwendet, bspw. wenn er die Auswahlkriterien für grüne Projekte ändert. Denn dabei handelt es sich um einen Umstand in seinem Verantwortungsbereich. Es ist aber regelmäßig zulässig, darauf hinzuweisen, dass sich die Bewertung der Nachhaltigkeitsziele oder die verwendeten Definitionen aufgrund von wissenschaftlichen Erkenntnissen, Ände-

48 Annex zur ESMA-Konsultation, ESMA32-117195963-1276, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-10/Mark-up_annexes.pdf (Abruf: 28.3.2025).

49 S. u. a. Stellungnahme von ICMA und BSW, <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-draft-technical-advice-concerning-prospectus-regulation-and> (Abruf: 28.3.2025).

50 ESMA (Fn. 21), S. 2.

51 ESMA (Fn. 21), S. 6.

52 Vgl. Annex zur ESMA-Konsultation (Fn. 48), Annex 21 Item 6.4.

53 S. näher *Stolz/Wellerdt*, WM 2022, 654 ff.

54 S. auch BaFin, 20.12.2019, geändert am 13.1.2020, Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_Nachhaltigkeitsrisiken.html (Abruf: 28.3.2025). Zur Kategorisierung von Risikofaktoren s. die ESMA-Leitlinien zu den Risikofaktoren im Rahmen der Prospektverordnung vom 1.10.2019, ESMA31-62-1293. Dort werden ESG-Risiken als eigene Kategorie aufgeführt, Rn. 35.

rungen des rechtlichen Rahmens oder durch Änderungen der Investorenerwartung ändern können.⁵⁵

Daran anknüpfend ist es bei grünen Anleihen üblich, auf das Risiko, dass die vorgesehene Verwendung der Erlöse aus den Schuldverschreibungen die Anlagekriterien des Anlegers oder eventuell sich künftig ändernde Anforderungen an die Nachhaltigkeit nicht erfüllt, sowie das Risiko, dass die Erträge nicht innerhalb eines bestimmten Zeitraums oder nicht in dem Umfang in die im Green Bond Framework definierten Projekte investiert werden können, hinzuweisen. Bei EuGB bietet es sich darüber hinaus an, auf Risiken in Zusammenhang mit den hohen Anforderungen an die taxonomiekonforme Erlösverwendung sowie die damit verbundenen Aufsichtsbefugnisse der zuständigen Behörde hinzuweisen.

6. Einbeziehung von ESG-Ratings

In der Praxis herrscht bislang eine gewisse Zurückhaltung, ESG-Ratings in Wertpapierprospekte aufzunehmen, da diese bislang nicht reguliert sind. Die ESMA hat in dem Statement zur Nachhaltigkeitsoffenlegung dazu keine Aussage getroffen, aber darauf hingewiesen, dass in Werbung verwendete Informationen auch in den Prospekt aufzunehmen sind, wenn diese wesentlich sind.⁵⁶ Bei der Aufnahme von ESG-Ratings in Investorenpräsentationen oder Marketingmaterial ist es schwer zu argumentieren, dass diese Ratings nicht wesentlich sind. Die Marktpraxis dürfte sich spätestens im Juni 2026 ändern. Dann ist nämlich die ESG-Rating-VO anwendbar und nach dem ESMA-Entwurf für die Del-VO zur Prospekt-VO ist die Aufnahme des ESG-Ratings in den Prospekt zwingend.⁵⁷

7. MiFID II-Zielmarkt und Nachhaltigkeitspräferenzen

Ein weiteres in der Praxis heiß diskutiertes Thema ist die Aufnahme der Nachhaltigkeitspräferenzen im Rahmen der Zielmarktangaben in den Prospekt. Nach Empfehlung der ICMA ist es üblich, in den Prospekt Angaben zum Zielmarkt aufzunehmen. Die entsprechend von der ICMA zur Verfügung gestellte Vorlage sieht allerdings nur Angaben zur Kundenkategorie und den Vertriebskanälen vor. Abweichend davon ist in einer Reihe von Basisprospekten von Emittenten im deutschen und österreichischen Markt vorgesehen, dass der vollständige MiFID-Zielmarkt und auch die Nachhaltigkeitspräferenzen angegeben werden. Genutzt wird die Möglichkeit zur Angabe der Nachhaltigkeitspräferenzen bislang in der Praxis allerdings kaum. Das liegt v. a. daran, dass es für die meisten Emittenten schwierig ist, die geforderte Zusicherung betreffend die Erlösverwendung nach Art. 2 Nr. 7 Del-VO (EU) 2021/1253 abzugeben.

ZUSAMMENFASSUNG

1. Für ICMA Green Bonds haben sich Standards für die prospektrechtliche Dokumentation herausgebildet. Dazu hat insbesondere das ESMA-Statement zur Nachhaltigkeitsoffenlegung beigetragen. Ab Juni 2026 werden neue Regelungen zur ESG-Offenlegung unter dem EU Listing Act gelten. Es ist zu wünschen, dass diese keine unverhältnismäßig hohen und schwer zu handhabenden Anforderungen beinhalten.
2. Die Begebung von EuGB ist mit einem deutlich erhöhten Aufwand verbunden, und es ist offen, ob diese tatsächlich eine große Verbreitung finden. Erste Emissionen von EuGB lassen etwas Optimismus aufkommen, aber es dürfte für viele Emittenten eine Herausforderung werden, die strengen Taxonomieanforderungen für die Erlösverwendung zu erfüllen. Ob der erhöhte Aufwand von den Investoren tatsächlich honoriert wird, bleibt zudem fraglich. Es ist vor diesem Hintergrund begrüßenswert, dass die Kommission mit dem jüngst veröffentlichten Omnibus-Paket Erleichterungen bezüglich der Taxonomieanforderungen schaffen will.
3. In der Praxis ist auch die fehlende Harmonisierung der geltenden Regeln für die Begebung und die prospektrechtliche Dokumentation einerseits und für den Vertrieb der grünen Anleihen andererseits ein Problem. Es ist zu hoffen, dass die Kommission die Überarbeitung der Offenlegungs-VO nutzt, um ein vereinfachtes und auf alle Finanzinstrumente anwendbares Regime zur Bestimmung der Nachhaltigkeit dieser Finanzinstrumente zu entwickeln.



AUTOR

Dr. Jochen Seitz, RA, ist Partner bei Hogan Lovells International LLP in Frankfurt a. M. Sein Schwerpunkt ist die Beratung zum Finanzaufsichts- und Kapitalmarktrecht.

⁵⁵ ESMA (Fn. 21), S. 3.

⁵⁶ ESMA (Fn. 21), S. 5.

⁵⁷ Annex zur ESMA-Konsultation (Fn. 48), dort der neue Annex 21 Abschn. 6, Ziff. 6.1.