

AZUR COULMAS

Anlegerschutz bei Green Bonds

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
121*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

121



Azur Coulmas

Anlegerschutz bei Green Bonds

Debt Governance und
privatrechtliche Haftung

Mohr Siebeck

Azur Coulmas, geboren 1993; Studium der Rechtswissenschaften in München und Leuven; 2018 Erstes Staatsexamen; Rechtsreferendariat am Oberlandesgericht München; 2020 Zweites Staatsexamen; 2024 Promotion an der Ludwig-Maximilians-Universität München; Habilitandin und akademische Rätin auf Zeit ebendort.

Diss., Ludwig-Maximilians-Universität, 2024

ISBN 978-3-16-163726-1 / eISBN 978-3-16-163727-8

DOI 10.1628/978-3-16-163727-8

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480

(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

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

© 2024 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

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

Das Buch wurde von Beltz Grafische Betriebe auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und dort gebunden.

Printed in Germany.

Meinen Großmüttern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2023/24 unter dem Titel „Debt Governance von zweckgebundenen Anleihen am Beispiel von Green Bonds und Pandemic Bonds“ von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur sind bis März 2024 berücksichtigt.

Die Inspiration für die Arbeit stammt von meinem verehrten Doktorvater Professor Dr. Rüdiger Veil, der in einer Kombination aus Freiraum und Unterstützung für das Gelingen des Vorhabens hauptverantwortlich ist. Ihm gilt mein herzlicher Dank, mich stets gefördert und gefordert zu haben.

Professor Dr. Mathias Habersack danke ich für die zügige Erstellung seines Zweitgutachtens sowie die konstruktiven Hinweise. Professor Dr. Hans Christoph Grigoleit danke ich für das heitere, lehrreiche und angenehme Prüfungsgespräch. Neben meinem Doktorvater bin ich den Professoren Dr. Jörn Axel Kämmerer und Dr. Dr. h.c. mult. Karsten Schmidt für die Aufnahme in diese Schriftenreihe dankbar. Für die großzügige Förderung der Drucklegung bedanke ich mich bei der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung, Hamburg.

Die Promotionszeit am Lehrstuhl ist dank meiner Kolleginnen und Kollegen zu einer unvergesslichen geworden. Er wird mir als ein Ort wertvoller Anregungen, an dem ich in Fachgesprächen und Tischtennisrunden gleichermaßen viel lernen konnte, in Erinnerung bleiben. Besonders hervorzuheben sind meine Zimmerkollegen Nils Meyer-Eller und Marc Wiesner sowie Cornelius Baumann, Koray Çavuşoğlu, Tristan Denis und Tobias Gumpp. Aus Kollegen wurden Freunde.

Mein ewiger Dank gilt ferner meinen Freunden und meiner Familie. Das große Glück der Freundschaft ist nicht in Worte zu fassen. Mit meinen Eltern habe ich Vorbilder und Unterstützer an meiner Seite, für die ich nicht dankbarer sein könnte. Ohne meinen Bruder wäre ich nicht diejenige, die ich heute bin.

München im April 2024

Azur Coulmas

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
§ 1 Einleitung	1
1. Kapitel: Grundlagen	5
§ 2 Zweckgebundene Anleihen	7
<i>A. Phänomen</i>	7
<i>B. Bisherige Regulierungsbemühungen</i>	18
§ 3 Debt Governance	21
<i>A. Begriffsbestimmung</i>	21
<i>B. Debt Governance – ein Widerspruch in sich?</i>	23
<i>C. Schutzbedürftigkeit des Anlegers</i>	24
<i>D. Schutzwürdigkeit des Anlegers</i>	31
<i>E. Debt Governance-Mechanismen</i>	43
2. Kapitel: Privatrechtliche Ansprüche	47
§ 4 Anspruch aus Anleihebedingungen	49
<i>A. Zweckbindung als Inhalt von Anleihebedingungen</i>	50
<i>B. Auslegung von Anleihebedingungen</i>	64
<i>C. Rechtstatsächliche Erkenntnisse</i>	69

§ 5 Spezialgesetzliche Prospekthaftung	79
A. Anwendbarkeit	79
B. Besonderheit der Prospekthaftung von zweckgebundenen Anleihen ...	80
C. Die Zweckbindung als wesentliche Angabe nach § 9 Abs. 1 S. 1 WpPG	81
D. Unrichtiger oder unvollständiger Prospekt	100
E. Debt Governance durch Prospekthaftung	104
§ 6 Haftung wegen freiwilliger vertriebsbezogener Investorenkommunikation	107
A. Rechtsvergleichender Hintergrund: Haftung für Roadshow- Präsentationen in den USA	107
B. Die Funktion von Roadshows	108
C. Vorvertragliche Relevanz von Roadshow-Präsentation	110
D. Bewertung als Debt Governance-Mechanismus	143
§ 7 Deliktische Haftung	145
A. Der haftungsbegründende Umstand und sein Zeitpunkt	145
B. Normen des EU Green Bond Standard als Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB	146
C. Anspruch nach §§ 826, 31 BGB	173
D. Debt Governance durch deliktische Haftung	188
3. Kapitel: Selbstregulierung und der Reputationsmechanismus	189
§ 8 Selbstregulierung	191
A. Entstehung von Selbstregulierung	191
B. Funktionsweise der Selbstregulierungsmechanismen	200
C. Self-enforcing Debt Governance – zu schön um wahr zu sein	205
§ 9 Zusammenfassung in Thesen	209
Literaturverzeichnis	213
Stichwortverzeichnis	229

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
§ 1 Einleitung	1
1. Kapitel: Grundlagen	5
§ 2 Zweckgebundene Anleihen	7
A. <i>Phänomen</i>	7
I. Anleihen	7
II. Zweckgebundene Anleihen	8
1. Historischer Überblick	8
2. Merkmale	10
3. Grüne Anleihen	11
4. Pandemieanleihen	12
a) Die Pandemieanleihe in China	12
b) Die Pandemieanleihe außerhalb Chinas	15
III. Abgrenzung zu anderen Anleihearten mit ESG-Bezug	15
1. Social Impact Bonds	16
2. Sustainability-Linked Bonds	17
B. <i>Bisherige Regulierungsbemühungen</i>	18
§ 3 Debt Governance	21
A. <i>Begriffsbestimmung</i>	21
B. <i>Debt Governance – ein Widerspruch in sich?</i>	23
C. <i>Schutzbedürftigkeit des Anlegers</i>	24
I. Agenturkonflikte	24
II. Schönfärberei als Agenturproblem	25
1. Agenturbeziehung	25
2. Interessendivergenz	26
a) Interessen der Anleger	27

b) Interessen des Emittenten	28
3. Informationsasymmetrie	29
III. Fazit	30
<i>D. Schutzwürdigkeit des Anlegers</i>	31
I. Anlegerschutzprinzip	31
1. Ausprägungen des Anlegerschutzes	32
a) Taxonomie	32
b) Offenlegungsregelungen	33
a) Informationen für institutionelle Investoren	33
b) Informationen für Kleinanleger	34
c) Das Publizitätsregime	35
c) Instrumente zur Ermöglichung nachhaltiger Investitionen	36
aa) Klima-Referenzwerte	36
bb) Kennzeichnung von Kapitalanlageprodukten	36
cc) Nachhaltigkeitsratingagenturen	37
2. Schutzrichtung	38
II. Anlegerleitbild	38
1. Funktion und Bezugspunkt	38
a) Funktion	39
b) Bezugspunkt	39
2. Der Anleger einer zweckgebundenen Anleihe	40
3. Schlussfolgerung	42
III. Fazit	43
<i>E. Debt Governance-Mechanismen</i>	43
I. Die Emittenten-Gläubiger-Beziehung	43
II. Debt Governance-Mechanismen und die Funktion privatrechtlicher Haftung	44
III. Nicht behandelte Steuerungsfaktoren	45
 2. Kapitel: Privatrechtliche Ansprüche	 47
 §4 Anspruch aus Anleihebedingungen	 49
<i>A. Zweckbindung als Inhalt von Anleihebedingungen</i>	50
I. Die Rechtsbeziehung zwischen Emittenten und Anleger	50
II. Mögliche Inhalte von Anleihebedingungen	52
1. Leistungsbeschreibung	52
a) Verwendung des Emissionserlöses als Leistung i.S.v. §241 Abs. 1 BGB	52
b) Zweckbindung als <i>essentiale negotii</i>	53
c) Etwaige unzulässige Vorwegbindung	54
d) Fazit	57

2. Rechte und Pflichten	58
a) Zusicherungen	58
b) Zweckbindung als Zusicherung	59
3. Nebenbestimmungen	60
a) Inhalt von Nebenbestimmungen	60
aa) Systematische Auslegung	61
bb) Wortlautauslegung	62
cc) Fazit	62
b) Zweckbindung als wesentlicher Inhalt von Anleihebedingungen	63
III. Fazit	64
<i>B. Auslegung von Anleihebedingungen</i>	64
I. Objektive Auslegung von Anleihebedingungen	65
1. Wertpapierrechtliche Begründung	65
2. AGB-rechtliche Begründung	65
II. Normativer Verständnishorizont	66
III. Heranziehung von außerhalb der Urkunde liegenden Umständen	68
<i>C. Rechtsstatsächliche Erkenntnisse</i>	69
I. Anleihedokumentation	69
1. Anleihebedingungen	69
2. Rahmenwerk	70
a) Bezugnahme im Prospekt	70
b) Bezugnahme in den endgültigen Bedingungen	71
II. Keine Verpflichtung zur zweckgebundenen Erlösverwendung	71
1. Zweckbindung im Prospekt	72
2. Zweckbindung in den endgültigen Bedingungen	73
a) Gestaltung in den endgültigen Bedingungen	73
b) Auslegung	74
aa) Objektive Auslegung	75
bb) Unter Berücksichtigung des normativen Verständnishorizonts	75
cc) Unter Heranziehung von außerhalb der Urkunde liegender Umstände	75
III. Bewertung und Einordnung als mezzanines Finanzinstrument	76
§ 5 Spezialgesetzliche Prospekthaftung	79
<i>A. Anwendbarkeit</i>	79
<i>B. Besonderheit der Prospekthaftung von zweckgebundenen Anleihen ...</i>	80
<i>C. Die Zweckbindung als wesentliche Angabe nach § 9 Abs. 1 S. 1 WpPG</i>	81
I. Angabe	81

II. Wesentlichkeit der Angabe	82
1. Definition	82
2. Objektiv wertbildend als Definitionsmerkmal für die Wesentlichkeit	83
a) Ist die Zweckbindung objektiv wertbildend?	83
aa) ESG-Prämien	83
bb) Beeinträchtigung der Bonität	84
cc) Green Bonds als Hedging-Instrument	85
dd) Fazit	85
b) Auslegung des Tatbestandsmerkmals der wesentlichen Angabe	85
aa) Ziel der Auslegung	85
bb) Historischer Gesetzgeberwille	87
cc) Berücksichtigung fernwirkender Wertungsmaßstäbe	88
(1) Einbeziehung des europäischen Gesetzgeberwillens	88
(2) Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsinformationen	89
(3) Antizipation des Listing Act	90
(4) Der offene Wortlaut	91
dd) Fazit	91
c) Fazit	91
3. Die Wesentlichkeit der Zweckbindung	92
a) Das Anlegerleitbild	92
b) Systematische Erwägungen	93
c) Anleihen, die sich dem EU-GBS unterwerfen	94
aa) Inhaltliche Vorgaben für den Prospekt aus dem EU- GBS	94
bb) Hinweise auf die Wesentlichkeit der Angaben aus dem EU-GBS	94
(1) Hinweise für die Anforderungen des Art. 14 Abs. 1 EU-GBS	95
(2) Hinweise für die Zusammenfassung des CapEx- Plans	96
cc) Fazit	97
d) Objektiv-teleologische Erwägungen	97
aa) Funktionenschutz des ESG-Bond Marktes	97
bb) Prospekthaftung als Risikoverteilung	97
cc) Rechtsökonomische Erwägungen	98
4. Fazit	99
D. <i>Unrichtiger oder unvollständiger Prospekt</i>	100
I. Beispiel: Green Bonds finanzieren die Rodung des indonesischen Regenwaldes	100

II. Unrichtigkeit	101
III. Unvollständigkeit	102
<i>E. Debt Governance durch Prospekthaftung</i>	<i>104</i>
§ 6 Haftung wegen freiwilliger vertriebsbezogener Investorenkommunikation	107
<i>A. Rechtsvergleichender Hintergrund: Haftung für Roadshow- Präsentationen in den USA</i>	<i>107</i>
<i>B. Die Funktion von Roadshows</i>	<i>108</i>
<i>C. Vorvertragliche Relevanz von Roadshow-Präsentation</i>	<i>110</i>
I. Prospekthaftung	111
1. Spezialgesetzlicher Prospektbegriff	111
2. Prospektbegriff des bürgerlich- rechtlichen Prospekthaftungstatbestands	111
a) Roadshow-Präsentationsunterlagen	111
b) Mündliche Äußerungen auf einer Roadshow	113
3. Keine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne	113
4. Keine Sperrwirkung der spezialgesetzlichen Prospekthaftung ...	114
II. Culpa in contrahendo nach § 311 Abs. 2 BGB	115
1. Keine Vertragsverhandlungen gemäß § 311 Abs. 2 Nr. 1 BGB ...	116
2. Vertragsanbahnung gemäß § 311 Abs. 2 Nr. 2 BGB	117
a) Vertragsanbahnung	117
b) Im Hinblick auf eine etwaige Rechtsgeschäftliche Beziehung	118
c) Einwirkungsmöglichkeiten auf Rechte, Rechtsgüter und Interessen	118
3. Fazit	119
III. Haftung als Dritter nach § 311 Abs. 3 BGB	119
1. Passivlegitimation	120
a) Der haftende Dritte	120
b) Der Emittent als Dritter	121
c) Organpersonen als Dritte?	121
aa) Die Systracom Entscheidung des BGH	122
bb) Die Systracom-Grundsätze nach heutiger Rechtslage ...	123
d) Fazit	124
2. Haftung wegen eines eigenen wirtschaftlichen Interesses	125
a) Der Emittent als procurator in rem suam	125
b) Beeinflussung des Vertragsschlusses	126
3. Haftung wegen der Inanspruchnahme besonderen persönlichen Vertrauens	127
a) Inanspruchnahme besonderen persönlichen Vertrauens	127

b) Beeinflussung von Vertragsverhandlungen oder Vertragsschluss	128
4. Fazit	128
IV. Pflichtverletzung	129
1. Pflichten im Zwei- und Dreipersonenverhältnis	129
2. Pflichtenmaßstab	131
a) Allgemeine Bestimmung des Pflichtenmaßstabs	131
aa) Regelbindung als Vertrauenstatbestand	132
bb) Informationspflichten	132
b) Bestimmung des Pflichtenmaßstabs anhand des Konsistenzgebots	134
3. Fazit	136
V. Verschulden	137
VI. Haftungsausfüllung: Rückabwicklung des mit der Bank geschlossenen Vertrages	139
1. Naturalrestitution	139
2. Das Marktrisiko verbleibt bei dem Emittenten	141
a) Preisbildung von Anleihen	141
b) Rechtfertigung der Marktrisikoverteilung	142
D. <i>Bewertung als Debt Governance-Mechanismus</i>	143
§ 7 Deliktische Haftung	145
A. <i>Der haftungsbegründende Umstand und sein Zeitpunkt</i>	145
B. <i>Normen des EU Green Bond Standard als Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB</i>	146
I. In Betracht kommende Normen des EU Green Bond Standard	147
1. Publizitätsanforderungen	147
2. Verwendung der Erlöse	148
3. Bezeichnung der Anleihe	148
II. Individualschutz	148
1. Die Erwägungsgründe als Auslegungshilfe	150
2. Marktordnungsfunktion des EU-GBS	151
3. Die einzelnen Normen des EU-GBS	152
a) Publizitätsvorschriften	152
b) Verwendung der Erlöse	156
c) Bezeichnung der Anleihe	156
4. Gesetzeshistorie	158
a) Die Streichung von Erwägungsgrund 15	159
b) Vorschlag eines Schadensersatzanspruchs durch das Europäische Parlament	160
5. Fazit	161

III. Tragbarkeit im Lichte des Gesamtsystems	161
1. Keine zwingenden Vorgaben aufgrund des unionsrechtlichen Effektivitätsgebots	162
2. Verhinderung einer ausufernden Haftung	163
a) Die gesetzgeberische Grundentscheidung gegen einen allgemeinen deliktischen Vermögensschutz	163
b) Die Behandlung kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten	164
3. Der EU-GBS im Kontext des kapitalmarktrechtlichen Regelungskomplexes	165
a) Der EU-GBS im Wettbewerb mit bereits vorhandenen ESG-Bond Regelwerken	165
aa) Aufbau auf bewährten Verfahren	166
bb) Die Gefahr eines Kontrahierungszwangs	167
b) Der EU-GBS im Gefüge des europäischen Kapitalmarktrechts	168
aa) Art. 3 EU-GBS im Verhältnis zur Prospekthaftung	168
bb) Der EU-GBS als Ausdruck des europäischen regulatorischen Privatrechts	169
(1) Europäisches regulatorisches Privatrecht	169
(2) Regulierungsstrategie des Aktionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums	170
(3) Der EU-GBS als Paradebeispiel für regulatorisches Privatrecht	171
cc) Fazit	172
4. Fazit	172
IV. Fazit	172
C. <i>Anspruch nach §§ 826, 31 BGB</i>	173
I. Sittenwidrigkeit bei der Information über die Erlösverwendung	174
1. Ergänzung der Prospekthaftung	174
2. Informationen außerhalb des Prospekts	175
a) Vertrauen als teleologischer Orientierungspunkt	176
aa) Die Elemente des Beweglichen Systems für die Anwendung des § 826 BGB im Kapitalmarktrecht	178
bb) Ergänzung des Beweglichen Systems: Selbstbindung	179
b) Abwägung der Elemente des Beweglichen Systems	180
aa) Wertungen des spezialgesetzlichen Regelungszusammenhangs	180
bb) Maß des dem Anleger zumutbaren Selbstschutzes	182
cc) Missbrauch eines Rechtsinstituts, das eine besondere Richtigkeitsgewähr genießt	183
dd) Unmittelbare Beeinflussung der Transaktionsentscheidung	184

ee) Selbstbindung	184
ff) Fazit	185
3. Wissens- und Willenszurechnung	185
II. Keine Sittenwidrigkeit bei zweckwidriger Erlösverwendung	187
D. <i>Debt Governance durch deliktische Haftung</i>	188
3. Kapitel: Selbstregulierung und der Reputationsmechanismus	189
§ 8 Selbstregulierung	191
A. <i>Entstehung von Selbstregulierung</i>	191
I. Begriffsverständnis	191
I. Keine Sittenwidrigkeit bei zweckwidriger Erlösverwendung	192
II. Voraussetzungen und Gründe für die Entstehung von Selbstregulierungsmechanismen	193
1. Entstehungsvoraussetzungen	193
a) Politikversagen in einer globalisierten Welt	193
b) Internalisierung von Störfaktoren	195
c) Private Selbstregulierung als Chance	196
2. Entstehungsgründe	197
III. Entwicklung der Regulierung zweckgebundener Anleihen	198
B. <i>Funktionsweise der Selbstregulierungsmechanismen</i>	200
I. Charakteristika von Selbstregulierungsmechanismen	200
1. Das Problem der defizitären Normdurchsetzung	200
2. Der Reputationsmechanismus als steuerndes Element	201
a) Soziale Erwartungen und Normemergenz	202
b) Reputation als Selbstdurchsetzungsmechanismus	202
II. Funktionsweise der privaten Regelwerke für zweckgebundene Anleihen	203
C. <i>Self-enforcing Debt Governance – zu schön um wahr zu sein</i>	205
I. Defizitärer Befolgungsdruck	205
II. Beaufsichtigte Selbstregulierung	207
§ 9 Zusammenfassung in Thesen	209
Literaturverzeichnis	213
Stichwortverzeichnis	229

§ 1 Einleitung

Die Bekämpfung des anthropogenen Klimawandels ist die größte Herausforderung und die vielleicht wichtigste Aufgabe, die unsere Generation bewegt. Die neoliberalistisch-kapitalistische Volkswirtschaft sucht und findet eine Lösung im Finanzsektor. Auf die Nachfrage auf Seiten der Anleger, mit ihrer Investition gleichzeitig Gutes für das Klima zu bewirken, entwickelten sich als nachhaltig gekennzeichnete Wertpapiere als Antwort. Heutzutage gibt es für jeden, der nach einer Möglichkeit der nachhaltigen¹ Geldanlage sucht, das passende Finanzprodukt.² Im Jahr 2020 befand sich mehr als ein Viertel des global durch institutionelle Investoren verwalteten Vermögens in nachhaltigen Kapitalanlagen.³ Die Entwicklungen der Marktpraxis spielten sich ausschließlich unter Ausnutzung der Privatautonomie auf der Ebene des Privatrechts ohne regulatives Umfeld ab. Die Gesetzgebung hinkte, wie immer, der gesellschaftlichen Entwicklung hinterher.

Diesen Rückstand versucht nunmehr der europäische Gesetzgeber aufzuholen. Zusätzlich zum aktivistischen Anlageverhalten der Marktteilnehmer beeinflusst seit jüngerer Zeit die Tätigkeit des europäischen Gesetzgebers die Landschaft der Finanzmärkte. Dabei versucht er nicht nur der vorgefundenen Marktlage Herr zu werden, sondern darüberhinausgehend die Finanzmärkte als Instrument gezielt einzusetzen. Für den europäischen Gesetzgeber spielt das Finanzsystem eine Schlüsselrolle in der Begegnung der katastrophalen und unvorhergesehenen Folgen des Klimawandels.⁴ Es bestehe ein jährlicher Investitionsrückstand von fast 180 Mrd. EUR, um die EU-Klima- und Energieziele bis

¹ Nachhaltig wird hier weit verstanden und wird synonym zu ESG verwendet. Für eine ausführliche Erörterung des Begriffs der Nachhaltigkeit, siehe *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht, 15 f.

² Vgl. zB die Principles for Responsible Investing, ein von den Vereinten Nationen unterstütztes internationales Investorennetzwerk, das es den Unterzeichnern erleichtern soll, zu einem nachhaltigeren globalen Finanzsystem beizutragen. Es hat mittlerweile mehr als 5.000 Unterzeichner mit einem verwalteten Vermögen von über 121,3 Bio. USD vgl. PRI Annual Report 2023 https://dwtyzx6upklls.cloudfront.net/Uploads/z/s/n/pri_ar2023_smaller_file_8875.pdf (12.2.2024). Für einen Überblick über nachhaltige Geldanlagen, siehe *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht, 196 f.

³ Ca. 35,3 Mrd. USD, siehe <https://www.statista.com/statistics/948492/value-sustainable-total-aum-worldwide/> (12.2.2024).

⁴ Mitteilung der Kommission COM(2018) 97 final, 1, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, im Folgenden „Aktionsplan“.

2030 verwirklichen zu können.⁵ Diese Lücke soll unter anderem durch die Umlenkung privaten Kapitals in nachhaltige Investitionen geschlossen werden.⁶ Um dies zu bewerkstelligen, nimmt der europäische Gesetzgeber seit Veröffentlichung des Aktionsplans im Jahr 2018 legislative und administrative Maßnahmen vor, die den Kapitalmarkt nachhaltig verändern werden.⁷

Der globale Markt für ausstehende festverzinsliche Wertpapiere betrug im Jahr 2022 etwa 129,8 Bio. USD.⁸ Es besteht daher ein echtes Potential, nachhaltige Investitionen über den Fremdkapitalmarkt zu finanzieren. Diese Aufgabe versuchen zweckgebundene Anleihen zu erfüllen. Die gängigste Form sind sog. Green Bonds.⁹ Bei diesen handelt es sich um festverzinsliche Wertpapiere in einem grünen Gewand. Mit ihnen können ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten finanziert werden. Gleichzeitig sind sie durch eine Kennzeichnung für die Anleger als ESG-konform erkennbar. Sie sind in ihrer Zweckbindung flexibel und können die Bekämpfung nahezu jedes gesellschaftlichen Problems finanzieren. So dauerte es nach Ausbruch der Covid-19 Pandemie nur wenige Monate, bis die ersten Pandemic Bonds ausgegeben wurden, die der Bekämpfung der Folgen der Covid-19 Pandemie dienen sollten.¹⁰ Zweckgebundene Anleihen ermöglichen die Zusammenführung von kapitalsuchenden, nachhaltig handelnden Unternehmen mit anlagesuchenden Investoren mit einer Nachhaltigkeitspräferenz. Alles deutet auf eine Win-Win-Situation.

Diese Win-Win-Situation besteht freilich nur dann, wenn das Kapital der zweckgebundenen Anleihe tatsächlich so eingesetzt wird, wie sie es verspricht.¹¹ Der europäische Gesetzgeber wird mit dem Europäischen Green Bond Standard (EU-GBS)¹² ein aufsichtsrechtliches System für die Überwachung grüner Anleihen einführen, das im Wesentlichen mit Transparenzanforderungen arbeitet. Dieses stellt jedoch kein Allheilmittel dar. Erstens deckt die Verordnung nur grüne Anleihen ab, sodass alle anderen zweckgebundenen Anleihen von ihrem Anwendungsbereich ausgeschlossen sind. Zweitens ist der EU-GBS freiwillig, die Emit-

⁵ Aktionsplan, 3 (Fn. 4).

⁶ Aktionsplan, 1 (Fn. 4).

⁷ Zu den wichtigsten Maßnahmen gehören die TaxonomieVO, VO 2020/852/EU mit DelVO 2021/2178/EU, die OffenlegungsVO (= SFDR), VO 2019/2088/EU mit DelVO 2022/1288/EU, die CSR-RL RL 2022/2464/EU, die Änderungen der MiFID II auf Level 2, DelVO (EU) 2021/1253 und DelRL (EU) 2021/1269, die BenchmarkVO 2016/1011/EU, die Änderungen der UCITS-RL und AIFM-RL auf Level 2, DelRL 2021/1270 und DelVO 2021/1255, die geplanten Änderungen der CRD und CRR, COM(2021) 663 final und COM(2021) 664 final. Für eine Übersicht, siehe *Litten*, BKR 2023, 569 f.

⁸ SIFMA, 2023 Capital Markets Fact Book, Juli 2023, 8.

⁹ Näher zu diesen, siehe unten § 2 A. II. 3., 11.

¹⁰ Siehe dazu unten § 2 A. II. 4., 12.

¹¹ Zweckgebundene Anleihen sehen sich vermehrt sog. Greenwashing-Vorwürfen ausgesetzt, siehe *Flood*, FT, Fears rise over ‚greenwash‘ bonds, 21.3.2022, <https://www.ft.com/content/178449a7-8897-4359-b23a-e85524c3e227> (26.9.2023).

¹² Verordnungsvorschlag COM(2021) 391 final, 2021/0191 (COD).

tenten müssen sich zur Emission einer grünen Anleihe nicht dem EU-GBS unterwerfen. Drittens lässt der EU-GBS bewusst privatrechtliche Fragen und damit auch das private enforcement offen. Transparenz und ihre aufsichtliche Durchsetzung allein reichen nicht aus, um möglichst starke Kapitalmärkte zu gewährleisten.¹³ Die Bedeutung der privaten Rechtsdurchsetzung ist für die Funktionsfähigkeit eines Marktes daher nicht zu unterschätzen.

Entscheidende Fragen verbleiben daher bei der Privatrechtswissenschaft, die bisher monographisch nicht untersucht sind.¹⁴ Zunächst ist zu klären, wie gebunden der Emittent durch die Zweckbindung ist. Im Anschluss ist zu untersuchen, ob der privatrechtliche Werkzeugkoffer ausreicht, um eine zweckentsprechende Mittelverwendung durch den Emittenten sicherzustellen. Zum Schluss verbleibt als Auffangnetz die private Regulierung, mit der die Marktteilnehmer versuchen, ihrer eigenen Tätigkeit Legitimation zu verschaffen. Ob die derzeitige Marktpraxis sowie die vorhandene gesetzliche sowie außergesetzliche Regulierung ausreichen, hinreichend disziplinierend auf den Emittenten einzuwirken, um ihn zu einer zweckentsprechenden Mittelverwendung anzuhalten, sind der Gegenstand dieser Arbeit.

¹³ Vgl. *La Portal Lopez-De-Silanes/Shleifer/Vishny*, J. Fin. Econ. 58 (2000), 3, 23; *La Portal Lopez-De-Silanes/Shleifer*, 61 J. Fin. (2006), 1, 27 f.

¹⁴ Für überblickartige Abhandlungen aus dem deutschen Schrifttum siehe *Veil*, WM 2020, 1093 f.; *Roth/Ekkenga*, Stewardship und Corporate Governance bei Emission von Green Bonds 2021, 409 f.; *Ekkenga/Roth*, WM 2021, 1161 f.; *Renner*, ZBB 2023, 23 f.; *SchlittlEsmaty*, BKR 2023, 426 f.

1. Kapitel

Grundlagen

§ 2 Zweckgebundene Anleihen

A. Phänomen

I. Anleihen

Der Begriff der Anleihe bezeichnet verzinsliche Schuldverschreibungen, die auf dem Kapitalmarkt platziert werden.¹ Sie dienen der Fremdfinanzierung von Unternehmen über den Kapitalmarkt. Anleihen sind Wertpapiere und werden in Serie zu gleichen Bedingungen ausgegeben.² Sie verbiefen das Versprechen des Emittenten, eine bestimmte Geldsumme über einen bestimmten Zeitraum zu verzinsen und ihn an dessen Ende zurückzuzahlen. Wirtschaftlich gesehen handelt es sich um ein in Teilbeträge aufgeteiltes Großdarlehen.³ Das durch eine Anleihe aufgenommene Fremdkapital steht dem Emittenten in der Regel frei zur Verfügung. Es wird sogar als Vorteil der Unternehmensanleihe gesehen, dass sie im Gegensatz zu einem regelmäßig zweckgebundenen Kredit keiner bestimmten Zweckbindung unterliegt und für die allgemeine Unternehmensfinanzierung eingesetzt werden kann.⁴ In Deutschland richtet sich die Gestaltung von Anleihen nach §§ 793 f. BGB⁵ und dem Schuldverschreibungsgesetz. Die Anleihebedingungen bestimmen den Inhalt und die Ausgestaltung des Wertpapiers.⁶ Der Gestaltung sind nahezu keine Grenzen gesetzt. Entsprechend vielseitig stellt sich der Anleihemarkt dar, der mehr als der Eigenkapitalmarkt von Innovationen geprägt ist.⁷

¹ *Kaulamo*, in: HMS, Unternehmensfinanzierung Rn. 16.2.

² *Ibid.*

³ *Hartwig-Jacob*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Finanzierung, Kap. 10 Rn. 2.

⁴ *Grüning/Hirschberg*, in: HMS, Unternehmensfinanzierung Rn. 15.2; *Freeburn/Ramsay*, 15 Cap. M. L. J. 2020, 418, 419.

⁵ In der Praxis werden hauptsächlich Inhaberschuldverschreibungen emittiert; *Kaulamo*, in: HMS, Unternehmensfinanzierung Rn. 16.2.

⁶ Dazu näher unter § 5.

⁷ Für einen Überblick über unterschiedliche Anleihetypen siehe *Kaulamo*, in: HMS, Unternehmensfinanzierung Rn. 16.5 f.; *Hartwig-Jacob*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Finanzierung, Kap. 10 Rn. 37 f.

II. Zweckgebundene Anleihen

1. Historischer Überblick

Die Geburtsstunde der zweckgebundenen Anleihe (engl. „Use-of-Proceed bond“) schlug im Jahr 2007, als die Europäische Investitionsbank ihren „Climate Awareness Bond“ emittierte.⁸ Dieser Bond unterschied sich von anderen sog. plain vanilla Bonds dadurch, dass die Erlöse zweckgebunden (engl. „earmarked“) waren. Die Erlöse waren und sind für die Finanzierung von Projekten vorgesehen, die einen Beitrag zu Klimamaßnahmen im Bereich von erneuerbaren Energien und Energieeffizienz leisten.⁹ Die grüne Anleihe in der heute bekannten Form wurde maßgeblich durch die Weltbank geprägt. Nach der Emission des Climate Awareness Bond äußerte eine Gruppe bestehend aus schwedischen Pensionsfonds ein Interesse an einer Investitionsmöglichkeit, die gleichzeitig zur Bekämpfung des Klimawandels beitragen würde.¹⁰ In Zusammenarbeit mit der schwedischen Bank SEB (Skandinaviska Enskilda Banken AB) entwickelte sie den ersten sog. Green Bond. In den ersten Jahren waren es nahezu ausschließlich Entwicklungsbanken, die zweckgebundene Anleihen emittierten. Ab 2013 gewann dann die grüne Unternehmensanleihe an Beliebtheit.¹¹ Die erste staatliche Grüne Anleihe wurde im Jahr 2017 von Polen ausgegeben.¹² Seitdem nimmt auch die Ausgabe staatlicher zweckgebundener Anleihen kontinuierlich zu.¹³

Zweckgebundene Anleihen hatten lange vorwiegend ökologisch nachhaltige Zwecke zum Gegenstand. Seither geht der Trend von Grün zum Regenbogen: es werden Anleihen unterschiedlichster Couleur mit einer mehr oder weniger genauen Bezeichnung emittiert, wie etwa blaue Anleihen (zum Schutz der Meere)¹⁴, Nachhaltigkeitsanleihen (zur Förderung der Umsetzung von ESG-Faktoren)¹⁵

⁸ https://www.eib.org/en/OLD-investor_relations/cab/index.htm (19.2.2024); OECD Green Bonds – Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition, 12, <https://web.archive.org/2016-03-03/389765-Green%20bonds%20PP%20%5BF3%5D%20%5BIR%5D.pdf> (19.2.2024).

⁹ https://www.eib.org/en/OLD-investor_relations/cab/index.htm (16.2.2024).

¹⁰ <https://www.worldbank.org/en/news/immersive-story/2019/03/18/10-years-of-green-bonds-creating-the-blueprint-for-sustainability-across-capital-markets> (16.2.2024).

¹¹ CBI State of the market 2022, 9 https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm_2022_03e.pdf (16.2.2024); *Flammer*, Corporate Green Bonds 2020, 2.

¹² <https://www.climatebonds.net/2016/12/poland-wins-race-issue-first-green-sovereign-bond-new-era-polish-climate-policy> (16.2.2024).

¹³ Sovereign Green, Social & Sustainability (SGSS) Bonds – How far and how fast could they grow? <https://www.climatebonds.net/2021/03/sovereign-green-social-sustainability-sgss-bonds-how-far-and-how-fast-could-they-grow> (16.2.2024).

¹⁴ Republik Seychellen: <https://gca.org/seychelles-leads-the-way-with-first-blue-bond-to-finance-adaptation/> (16.2.2024).

¹⁵ Enel S.p.A.: <https://www.enel.com/investors/investing/sustainable-finance/sustainability-linked-finance/sustainability-linked-bonds> (16.2.2024).

oder soziale Anleihen (zur Bekämpfung gesellschaftlicher Ungleichheiten)¹⁶. Ebenfalls zu finden sind Bezeichnungen wie Equality Progress Sustainability Bond (zur Förderung der Chancengleichheit von afroamerikanischen und hispanoamerikanischen Bürgern in den Vereinigten Staaten)¹⁷, Transition Bonds (für den Übergang des Emittenten von „brauner“ zu „grüner“ Tätigkeit)¹⁸, SDG-Bonds (bezugnehmend auf die Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen)¹⁹ und seit Februar 2020 auch der Pandemiebond zur Bekämpfung der Covid-19 Pandemie und ihrer Folgen. All diesen Bonds ist gemein, dass der Emissionserlös gerade nicht der allgemeinen Unternehmensfinanzierung, sondern einem bestimmten Ziel dienen soll.

Während sich der Markt für zweckgebundene nachhaltige Anleihen von 2007 bis 2013 kaum entwickelte, ist seit 2014 ein sprunghaftes Wachstum zu verzeichnen.²⁰ Einen noch größeren, nahezu exponentiellen Sprung machte die Marktentwicklung im Jahr 2020. In diesem Jahr wurden nachhaltige Anleihen mit einem Volumen von circa 700 Mrd. USD emittiert, etwa eine Verdoppelung im Vergleich zum Vorjahr.²¹ Diese Entwicklung ist primär auf ein geradezu explosionsartiges Wachstum des Markts für als sozial kategorisierte Anleihen zurückzuführen. Mit einem Emissionsvolumen von rund 249 Mrd. USD ist der Markt im Vergleich zum Vorjahr um 1017% gewachsen.²² Im Jahr 2022 lag das gesamte Marktvolumen von Anleihen mit nachhaltiger Kennzeichnung bei mehr als 3,7 Bio. USD.²³ Das Jahr 2022 verzeichnete zum ersten Mal einen leichten Rückgang von Emission nachhaltiger Anleihen, was mit dem wirtschaftlichen Schock im Zusammenhang mit der Energiekrise erklärt werden kann.²⁴ Der Markt hat sich

¹⁶ Instituto de Credito Oficial: https://www.ico.es/web/ico_en/ico-social-bonds (16.2.2024).

¹⁷ Bank of America: <https://newsroom.bankofamerica.com/press-releases/corporate-and-financial-news/bank-america-issues-2-billion-equality-progress#:~:text=Bank%20of%20America%20announced%20today,in%20the%20financial%20services%20industry> (16.2.2024).

¹⁸ Bank of China: https://www.bankofchina.com/en/investor/ir10/202101/t20210106_18866798.html?keywords=transition+bonds (16.2.2024).

¹⁹ Vereinigte Mexikanische Staaten: https://www.undp.org/content/undp/en/home/news-centre/news/2020/Historic_890_million_SDG_Bond_issued_by_Mexico.html (16.2.2024).

²⁰ *Flammer*, Corporate Green Bonds, 2.

²¹ CBI State of the market 2020, 4, https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sd_sotm_2020_04d.pdf (16.2.2024).

²² CBI State of the market 2020, 5 (Fn. 21).

²³ CBI State of the market 2022, 4 (Fn. 11); Hinweis: Das CBI hat zuletzt ihre Methodologie dahingehend angepasst, dass es nunmehr neben als grün, sozial oder nachhaltig gekennzeichneten Anleihen auch sog. Sustainability Linked Bonds und Transitionsanleihen in ihre Zählung aufnimmt. Dies ist bei dem Vergleich des Marktwachstums zu berücksichtigen, weil sich das Gesamtvolumen für 2022 anders zusammensetzt, also noch das Gesamtvolumen für 2020.

²⁴ Green bonds boom in first half of 2023, <https://www.bloomberg.com/professional/blog/green-bonds-boom-in-first-half-of-2023/> vom 27.7.2023 (16.2.2024); Green bond growth to

seither erholt, für das erste Halbjahr 2023 verzeichnen Analysten Emissionen von nachhaltigen Anleihen mit einem Volumen von über 500 Mrd. USD, ein Wachstum von 18,6% im Vergleich zum ersten Halbjahr 2022.²⁵ Nachhaltige Anleihen machen nun 15 % des globalen Anleihemarktes aus.²⁶ Insgesamt erfreuen sich als nachhaltig gekennzeichnete Anleihen großer Beliebtheit, sie sind in der Regel überzeichnet.²⁷

2. Merkmale

Bei zweckgebundenen Anleihen handelt es sich in der Regel um hochqualitative Anleihen, die ein Investment Grade Rating haben.²⁸ Dies hängt damit zusammen, dass es sich nicht um Projektanleihen handelt, deren Rating von dem Risiko des finanzierten Projekts abhängig ist. Genauso wie bei plain vanilla Anleihen wird das Ausfallrisiko des Emittenten bewertet, das im Wesentlichen für die Bewertung der Anleihen verantwortlich ist.²⁹ Das eingenommene Kapital fließt somit in den gewöhnlichen Geschäftsbetrieb des Emittenten ein. Zweckgebundene Anleihen werden in der Literatur und in der Praxis von ihrem plain vanilla Pendant durch zwei Merkmale abgegrenzt: sie werden durch den Emittenten gekennzeichnet (etwa als grün) und der Emissionserlös unterliegt einer Zweckbindung (etwa der Finanzierung eines Windparks).³⁰ Die Ausgestaltung der Zweckbindung weist große Unterschiede im Detailgrad auf. Manche Emittenten lassen sich bei der Erlösverwendung einen breiten Spielraum,³¹ während andere

return in 2023, <https://globalmarkets.cib.bnpparibas/green-bond-growth-to-return-in-2023/vom-7.2.2023-16.2.2024>.

²⁵ Green bonds boom in first half of 2023 (Fn. 24).

²⁶ <https://www.esgtoday.com/sustainable-bond-volumes-outperforming-market-in-all-regions-except-north-america-moodys/> vom 31.7.2023 (16.2.2024).

²⁷ CBI State of the market 2022, 7 (Fn. 11); *Sangiorgi/Schopohl*, Brit. Acc. Rev. 101071 2021, 18; die drei sozialen Anleihen der EU, emittiert in 2020, waren z.B. zwischen 11,5 und 13 mal überzeichnet.

²⁸ *Freeburn/Ramsay*, 15 Cap. M. L. J. 2020, 418, 428.

²⁹ *Park*, 54 Stanford J. Int'l L. (2018), 1, 15; *Freeburn/Ramsay*, 15 Cap. M. L. J. 2020, 418, 428.

³⁰ *Park*, 54 Stanford J. Int'l L. (2018), 1, 12; *Freeburn/Ramsay*, 15 Cap. M. L. J. 2020, 418, 420; *Schlittl/Esmaty*, BKR 2023, 426; *Veil*, WM 2020, 1093, 1095.

³¹ Pfizer Sustainability Bond Framework: Pfizer intends to allocate amounts equivalent to the net proceeds of potential issuances of GSS Bonds to finance and/or refinance, in whole or in part, new and/or existing Green and/or Social Projects („Eligible Projects“). Such allocations may occur either in the form of direct investments by Pfizer or funding provided to third parties. Eligible Projects may include projects of our subsidiaries. [...] Eligibility Criteria: Green Buildings, Energy Efficiency, Pollution Prevention and Control, Sustainable Water & Wastewater Management, Patient Access. <https://cdn.pfizer.com/pfizercom/2021-08/Sustainability-Bond-Framework-AUG2021.pdf> (16.2.2024).

Stichwortverzeichnis

- Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums 1, 31, 170
- Allokationsfunktion 143
- Anlegerleitbild 39, 92
- Anlegerschutz 24, 31
 - Nachhaltigkeit 32
- Anleihe 7
 - Doppelnatur 80
 - Grün 11
 - Pandemie 12
 - Preisbildung 141
 - Social Impact Bond 16
 - Sozial 12
 - Sustainability Linked Bond 17, 167
 - Zweckgebunden 8
- Anleihebedingungen 52
 - AGB 65
 - Auslegung 64
 - Framework 70
 - Nebenbestimmungen 60
 - Rechte und Pflichten 58
 - Use-of-Proceeds 73
- Das Bewegliche System 178
- CapEx-Plan 70, 94, 96, 159
- Capital Asset Pricing Model 141, 153
- Climate Bonds Initiative (CBI) 19
- Climate Bonds Taxonomy 19
- Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) 34
- Covenants 58
- Culpa in contrahendo 115
- Debt Governance 21
- Dritthaftung 119
 - Besonderes persönliches Vertrauen 127
 - Organhaftung 121
 - Procurator in rem suam 125
- Endgültige Bedingungen 70
- Etikettenschwindel 156
- EU Green Bond Standard 20
- EU Öko-Label 36
- EU-GBS 20, 94
 - Allokationsfunktion 154
 - Effektivitätsgebot 162
 - Kontrahierungszwang 167
 - Marktordnung 151
 - Schadensersatzanspruch 160
 - Schutzgesetz 146
- Final Terms *Siehe* Endgültige Bedingungen
- Framework 70, 174
- Green Bond Principles 18, 199
 - Selbstregulierung 199
- Green Deal 20
- Greenium 83
- Greenwashing 26
- Hedging-Instrument 85, 97
- Homo oeconomicus 41, 49
- Incorporation by Reference 68
- Informationsasymmetrie 29, 34, 181
- Informationshaftung
 - Zweck 79
- International Capital Market Association (ICMA) 19
- Klima-Referenzwerte 36
- Konsistenzgebot 134
- Label *Siehe* EU Öko-Label
- Leistung 52
 - Zweckbindung als 52
- Lowest Cost Provider of Information 98

- Mezzanine Finanzierung 76
- Moral Hazard 29
- Nachhaltigkeitsinformationen 41
- Nachhaltigkeitsratingagenturen 37
- Nebenbestimmungen 60
- Normemergenz 202
- Offenlegungsverordnung (SFDR) 34
- Präferenz des Anlegers 41
- Principal-Agent-Konflikt 24
 - Greenwashing 26
 - Schönfärberei 25
- Prospekthaftung 80
 - Mündliche Äußerungen 113
 - Nachhaltigkeitsinformationen 89
 - Sperrwirkung 114
- Publizitätsregime 35
- Regulatorisches Privatrecht 171
- Report or Explain 34
- Reputationsmechanismus 201
- Roadshow 108
- Schaden 139
 - Rückabwicklung 140, 143, 167
 - Vertragsabschluss 175
- Second Party Opinion 19, 103, 128, 198
- Securities Act 107
- Selbstbindung 179, 184
- Selbstregulierung 191
 - Durchsetzungsdefizit 200
 - von Green Bonds 198
- Signaling 195
- Sittenwidrigkeit 174
 - Erlösverwendung 192
 - Informationsverhalten 175
 - Intention 174
 - Selbstbindung 179
 - Zukunftsbezogene Angabe 174
- Sustainability-Linked Bond *Siehe* Anleihe
- TaxonomieVO 32, 166
- Tentative Normsetzung 198
- Use-of-Proceeds
 - im Prospekt 72
- in Final Terms 73
- Verbot der Vorwegbindung 54
- Verhaltenssteuerung 49, 79, 201
 - Haftung 44
- Vertrauen 176
 - Berechtigtes Vertrauen 179
 - Marktvertrauen 206
 - Vertrauensschutz 38
- Vertrauensgut 30, 132
- Willenszurechnung 185
- Wissenszurechnung 186
- Zusicherungen *Siehe* Covenants