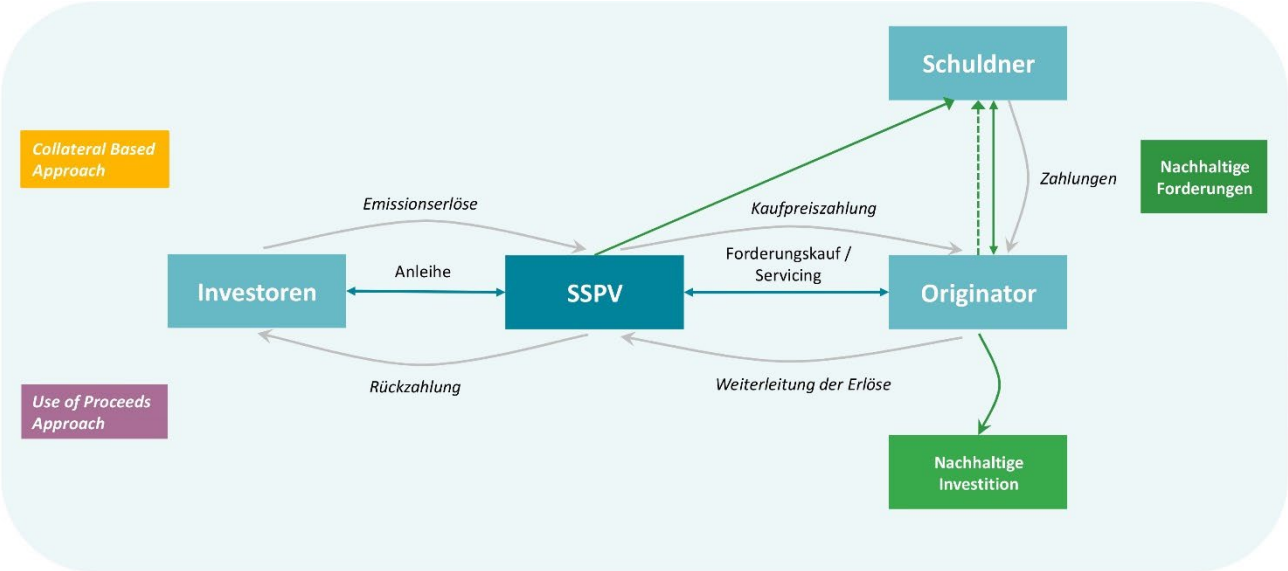
Grüne Verbriefungen aufgrund der neuen Verordnung über europäische grüne Anleihen

DER NEUE EUROPEAN GREEN BOND STANDARD SETZT ERSTMALS EINEN EIGENEN RECHTSRAHMEN FÜR GRÜNE VERBRIEFUNGEN



Executive Summary

- Die am 30.11.2023 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlichte Verordnung über europäische grüne Anleihen (EU Green Bond Standard – EUGBS) setzt erstmals einen einheitlichen Standard für sog. „europäische grüne Anleihen“ bzw. „European Green Bonds“ (kurz: EuGB), dem sich Emittenten auf freiwilliger Basis unterwerfen können. Sie gilt ab dem 21.12.2024.
- Für bestimmte Ausgestaltungsformen von Verbriefungen sieht der EUGBS nun in einem separaten Abschitt auch erstmals einen eigenen Rechtsrahmen für sog. grüne Verbriefungen vor. Der EUGBS wird für grüne Verbriefungsanleihen stellenweise modifiziert, um den strukturellen Besonderheiten von Verbriefungen Rechnung zu tragen.
- Eine Qualifikation als grüne Verbriefungsanleihe erfordert zum einen eine taxonomiekonforme Verwendung der Erlöse aus der Emission der Verbriefungsanleihe durch den Originator (sog. *Use of Proceeds Approach*) und zum anderen die Einhaltung von Mindestanforderungen an die Nachhaltigkeit durch die verbrieften Risikopositionen.
- Die Aufnahme eines standardisierten, freiwilligen Rechtsrahmens für grüne Verbriefungen in den neuen EUGBS ist zu begrüßen und ein Schritt in die richtige Richtung, um die Finanzierung nachhaltiger Projekte beispielsweise im Bereich der erneuerbaren Energien und im Infrastrukturbereich durch nachhaltige True Sale Verbriefungen zu ermöglichen. Nichtsdestotrotz sollte perspektivisch eine Ausweitung des Anwendungsbereiches zumindest auch auf synthetische Verbriefungen in Betracht gezogen werden.

A. Neuer einheitlicher Standard für EU Green Bonds

Die Verordnung über europäische grüne Anleihen (sog. *EU Green Bond Standard – EUGBS*) wurde am 30.11.2023 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht und ist am 20.12.2023 in Kraft getreten. Emittenten können die Verordnung jedoch erst zwölf Monate nach ihrem Inkrafttreten ab dem 21.12.2024 anwenden und auf dieser Basis grüne Anleihen begeben. Der EUGBS ist ein freiwilliger Standard, der sowohl Emittenten innerhalb als auch außerhalb der EU zur Verfügung stehen wird.

Emittenten dürfen ihre Anleihen als „europäische grüne Anleihe" bzw. „European Green Bond" bezeichnen, wenn sie im Einklang mit dem EUGBS stehen. Voraussetzung hierfür ist die Investition der Erlöse aus europäischen grünen Anleihen in wirtschaftliche Tätigkeiten, die an die Taxonomie-Verordnung (EU) 2020/852 angeglichen sind, sofern die betreffenden Sektoren bereits darunterfallen. Für Sektoren, die noch nicht durch die EU-Taxonomie erfasst werden, und für bestimmte spezifische Tätigkeiten wird es einen Flexibilitätsrahmen für bis zu 15% des Emissionserlöses geben. Innerhalb dieses Rahmens können Aktivitäten finanziert werden, die zumindest den Umweltstandards entsprechen und keine signifikanten negativen Auswirkungen auf die Umwelt haben (sog. do no significant harm-Prinzip – DNSH)[1]. Über die Einhaltung der Vorgaben des EUGBS, insbesondere die Erlösverwendung, müssen Emittenten vor der Emission sowie während der Laufzeit der Anleihen informieren.[2]

B. Verbriefungen als prädestiniertes Instrument zur Finanzierung der Transformation

Um die grüne Transformation in Europa finanzieren zu können, besteht in den kommenden Jahren ein zusätzlicher Kapitalbedarf von jährlich über 620 Mrd. Euro.[3] Um diese Nachfrage decken zu können, bedarf es neben klassischen Kreditfinanzierungen, wie grünen Krediten und Schuldscheindarlehen, auch alternativer Finanzierungsformen, wie nachhaltige Investmentfonds, grüne Anleihen und grüne Verbriefungen. Das Instrument der nachhaltigen Verbriefung von Risikopositionen wurde von der Bundesregierung bereits in ihrer Sustainable-Finance-Strategie als ein Baustein zur Unterstützung des European Green Deal aufgeführt. Auch in Luxemburg wurde u.a. mit der Luxembourg Green Exchange, die weltweit erste und führende Plattform, die sich ausschließlich der nachhaltigen Finanzierung widmet und die mittlerweile rund 3.600 Wertpapiere beherbergt und dazu beigetragen hat, Luxemburg zum führenden Zentrum für grüne, soziale und nachhaltige Anleihen zu machen, die Position Luxemburgs als eines der führenden Zentren für Verbriefungen und strukturierte Finanzinstrumente weiter bestärkt.

Durch grüne Verbriefungen kann u.a. eine Bilanzentlastung von Banken und somit eine Ausweitung der Vergabe von grünen Krediten bewirkt werden. Zudem kann durch grüne Verbriefungen zusätzliche Liquidität freigesetzt werden, die sodann zur Finanzierung nachhaltiger Projekte beispielsweise im Bereich der erneuerbaren Energien oder im Infrastrukturbereich eingesetzt werden kann. Anders als bei klassischen Kredit- und Anleihefinanzierungen eröffnen sich bei Verbriefungen zwei Anknüpfungspunkte zur Nachhaltigkeitsförderung: Bei Verbriefungen können die Erlöse nicht nur für nachhaltige Zwecke, z.B. die Finanzierung von Solar- und Windenergieanlagen oder nachhaltigen Immobilien, verwendet werden, sondern auch grüne Risikopositionen, wie z.B. Forderungen aus der Finanzierung oder Vermietung von Solar- oder Windenergieanlagen, der Finanzierung von Energiespeicheranlagen oder der Finanzierung von Elektrofahrzeugen, verbrieft werden. Auch bei institutionellen Investoren sollten grüne Verbriefungen auf eine große Nachfrage stoßen, insbesondere um Nachhaltigkeitsvorgaben im Rahmen der Kapitalanlage einzuhalten.

C. Herausforderungen bei der Schaffung eines Rechtsrahmens für nachhaltige Verbriefungen

Bei der Schaffung eines Rechtsrahmens für grüne Verbriefungen war vor allem die besondere Struktur von Verbriefungen zu berücksichtigen, die erheblich von der

[1] Die Kriterien zur „Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen" sind in der Delegierten Verordnung (EU) 2021/2139 festgelegt.

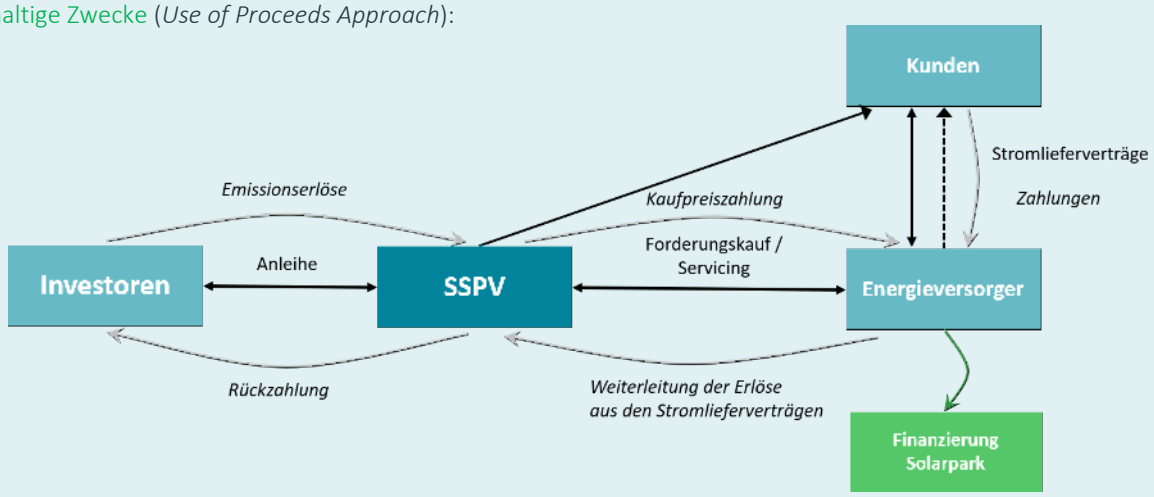
[2] Siehe zur Verordnung über europäische grüne Anleihen im Detail unser GSK Update EU Green Bonds.

[3] EU-Kommission, Strategic Foresight Report 2023, Juli 2023, S. 14.

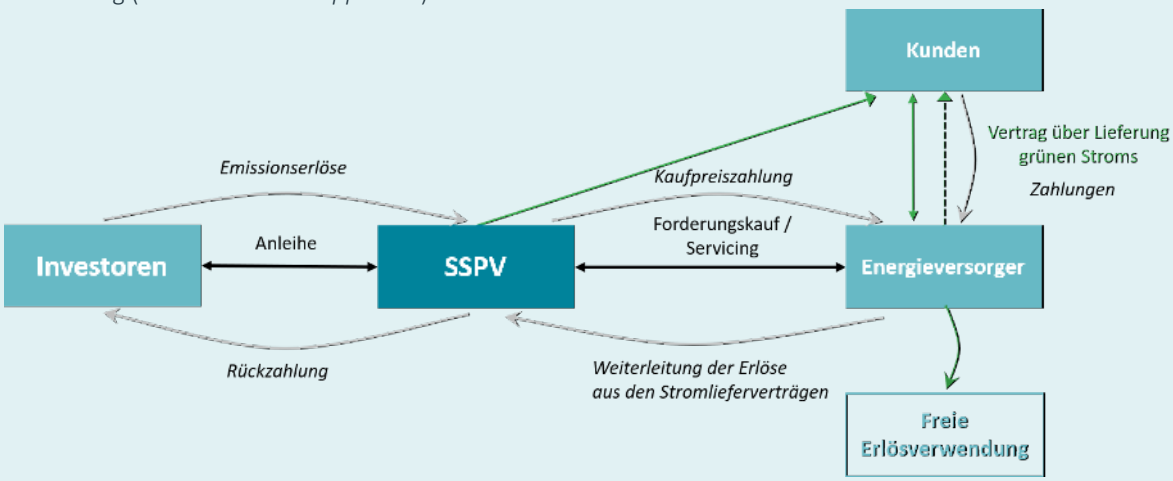
Struktur klassischer Unternehmensanleihen abweicht: Bei einer typischen True Sale Verbriefung veräußert ein Originator seine Forderungen bzw. zu verbriefenden Risikopositionen an eine Verbriefungszweckgesellschaft (sog. *Securitisation Special Purpose Vehicle – SSPV*), die diesem hierfür einen Kaufpreis bezahlt und sich in der Regel durch die Emission einer Anleihe refinanziert. Emittent der Anleihe ist somit rechtlich gesehen das SSPV und nicht der Originator.

Praxisbeispiel – Solar ABS:

Verbriefung von Forderungen beispielsweise aus Stromlieferverträgen und Verwendung der Erlöse für nachhaltige Zwecke (*Use of Proceeds Approach*):



Verbriefung von grünen Forderungen beispielsweise aus Lieferverträgen über grünen Strom und freie Erlösverwendung (*Collateral Based Approach*):



Der Erlös aus der Anleiheemission hingegen fließt wirtschaftlich gesehen dem Originator zu. Anders als eine klassische Unternehmensanleihe bezweckt eine Verbriefungsanleihe demnach nicht die Bereitstellung von Liquidität auf Ebene des Emittenten, sondern auf Ebene des Originators, der nicht zugleich auch Emittent der Anleihe ist.

Vor diesem Hintergrund ergeben sich grundsätzlich folgende Anknüpfungspunkte für die Bewertung der Nachhaltigkeit einer Verbriefungsanleihe:

- **Künftige Verwendung des Erlöses aus der Anleiheemission** des SSPV durch den Originator für nachhaltige Zwecke (*Use of Proceeds Approach*),

- **Ankauf grüner Vermögenswerte in Form von grünen Risikopositionen bzw. Forderungen** des Originators durch das SSPV und Refinanzierung des Ankaufs am Kapitalmarkt (*Collateral Based Approach*).

Die European Banking Authority (EBA) erörterte in einem Bericht aus dem Jahr 2022[4] wie ein geeigneter Rechtsrahmen für nachhaltige Verbriefungen aussehen könnte. Sie empfahl in einem ersten Schritt die modifizierte Anwendung des EUGBS auch auf nachhaltige Verbriefungen und damit auch des Erlösverwendungsansatzes. In einem zweiten Schritt riet sie zur Etablierung eines eigenen Rechtsrahmens, der den strukturellen Besonderheiten von Verbriefungen umfassend Rechnung trägt. Insoweit sind verschiedene Lösungsansätze von der Verbriefung eines Mindestanteils grüner Risikopositionen (Light Green), über die Kombination eines Mindestanteils grüner Risikopositionen mit Vorgaben über die nachhaltige Erlösverwendung (Medium Green), bis hin zu einer 100% nachhaltigen Erlösverwendung (Dark Green) denkbar.[5]

D. Modifizierte Anwendung des EUGBS auf Verbriefungen

Die Verordnung über europäische grüne Anleihen greift den Vorschlag der EBA auf. In Kapitel 3 enthält die Verordnung besondere Bedingungen für die Verwendung der Bezeichnung „europäische grüne Anleihe“ oder „EuGB“ bei Verbriefungsanleihen, welche die allgemeinen Vorgaben des EUGBS unter Berücksichtigung der strukturellen Besonderheiten von Verbriefungen modifizieren. Der EUGBS knüpft – wie von der EBA empfohlen – an die Verwendung der Erlöse aus der Anleiheemission durch den Originator (*Use of Proceeds Approach*) an. Da es derzeit noch an verbriefungsfähigen taxonomiekonformen Verbriefungspositionen mangelt, werden gleichzeitig – statt der Verbriefung eines Mindestanteils grüner Forderungen – (nur) bestimmte Risikopositionen ausgeschlossen. Anstelle der Etablierung eines eigenen Rechtsrahmens für nachhaltige Verbriefungen ist (vorerst) eine turnusmäßige Überprüfung und mögliche Ausweitung des Anwendungsbereichs vorgesehen.

Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich des Abschnitts über europäische grüne Verbriefungen im EUGBS ist beschränkt auf

- Verbriefungen im Sinne von Artikel 2 Nummer 1 der Verbriefungsverordnung (EU) 2017/2402[6],

- die nicht als synthetische Verbriefung im Sinne von Artikel 2 Nummer 10 der Verbriefungsverordnung (EU) 2017/2402 ausgegeben werden, und

- für die ein Wertpapierprospekt im Sinne der Wertpapierprospektverordnung (EU) 2017/1129[7] erstellt werden muss.

Vom Anwendungsbereich des EUGBS ausgenommen bleiben (vorerst) Verbriefungen, die nicht unter die Verbriefungsverordnung fallen, privatplatzierte Verbriefungen und synthetische Verbriefungen. Ungeachtet dessen steht es den Marktteilnehmern offen, Verbriefungsanleihen auf Basis der Green Bond Principles zu begeben, da es sich bei den EUGBS um einen freiwilligen Standard handelt. Die Verwendung der von den EUGBS normierten Bezeichnungen „europäische grüne Anleihe“ oder „EuGB“ bleibt ihnen dann jedoch verwehrt.

[4] EBA Report on developing a framework for sustainable securitisations, 02.03.2022, EBA/REP/2022/06.

[5] Siehe hierzu Freytag, Ein eigener Rechtsrahmen für nachhaltige Verbriefungen, Börsen-Zeitung, 23. 07.2022, S. 9, abrufbar unter https://gsk.de/wp-content/uploads/2022/07/2022-07-23_Boersen-Zeitung_Rechtsrahmen-nachhaltige-Verbriefung_Freytag.pdf.

[6] Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung.

[7] Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist.

Modifikation des EUGBS für Verbriefungsanleihen
Der EUGBS wird für Verbriefungsanleihen v.a. in folgenden Punkten modifiziert:

- Die **Pflicht zur taxonomiekonformen Erlösverwendung** betrifft anstelle des SSPV (Emittentin) den **Originator**. Dies umfasst alle Erlöse, die der Originator durch den Verkauf von Risikopositionen an das SSPV erzielt (Art. 16 Abs. 1 EUGBS). Insoweit gelten Sonderregelungen bei der Verbriefung von Risikopositionen, die von mehreren Originatoren geschaffen wurden (Art. 16 Abs. 3 EUGBS). Zudem hat der Originator den **Ausschluss bestimmter verbriefter Risikopositionen** zu beachten (Art. 18 EUGBS). Vollständig ausgeschlossen sind etwa Risikopositionen, die der Finanzierung fossiler Brennstoffe dienen; solche, die etwa die Strom- oder Wärmeerzeugung aus fossilen Brennstoffen finanzieren, sind hingegen zulässig, sofern sie die eingangs genannten Kriterien zur Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen erfüllen.

- Der **Originator** muss eine Voremissionsprüfung durchführen und vor der Emission das **Informationsblatt** zu europäischen grünen Anleihen (Art. 10 EUGBS) veröffentlichen, das bei Verbriefungsanleihen zusätzliche Informationen, u.a. zur Einhaltung der Vorgaben über den Ausschluss bestimmter Risikopositionen, enthalten muss.

- Das **SSPV** unterliegt als Emittentin einer grünen Verbriefungsanleihe der **Prospektpflicht** (Art. 14 EUGBS). Der Prospekt muss zusätzliche Informationen darüber enthalten, dass es sich um eine Verbriefungsanleihe handelt und die Verantwortung für die im Prospekt eingegangenen Verpflichtungen hinsichtlich der Erlösverwendung beim Originator liegt (Art. 19 EUGBS).

- Die **Informations-** und **Offenlegungspflichten** vor und nach der Emission treffen sowohl den Originator als auch das SSPV.

Die Aufsicht über die Einhaltung der Vorgaben nach dem EUGBS durch den Originator und das SSPV wird der jeweils zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedsstaates (Art. 44 ff. EUGBS) zugewiesen, um eine wirksame und angemessene Beaufsichtigung sicherzustellen.

E. Ausblick und Herausforderungen für die Praxis

Die Verabschiedung der Verordnung über europäische grüne Anleihen, insbesondere die Aufnahme eines standardisierten, freiwilligen Rechtsrahmens für grüne Verbriefungen, ist zu begrüßen und mit Blick auf die seitens der EU-Kommission angestrebte Wiederbelebung des europäischen Verbriefungsmarktes ein konsequenter und erster Schritt in die richtige Richtung, um die Finanzierung nachhaltiger Projekte beispielsweise im Bereich der erneuerbaren Energien und im Infrastrukturbereich durch nachhaltige True Sale Verbriefungen zu ermöglichen. Eine Finanzierung nachhaltiger Projekte durch True Sale Verbriefungen in taxonomiekonformer Weise muss gleichermaßen möglich sein, um Wettbewerbsnachteile gegenüber anderen Finanzierungsformen zu vermeiden.

Angesichts des zunächst engen Anwendungsbereichs des EUGBS sollte der europäische Gesetzgeber – wie in der Verordnung innerhalb von 5 Jahren nach Inkrafttreten der EUGBS vorgesehen – jedoch zumindest eine Ausweitung des Anwendungsbereiches auf synthetische Verbriefungen in Erwägung ziehen, insbesondere mit Blick auf die Vergabe von grünen Bankkrediten.

Mit Blick auf die Praxis und die Strukturierung grüner Verbriefungstransaktionen bleiben die noch zu erlassenden delegierten Rechtsakte und die Entwicklungen in der Aufsichtspraxis abzuwarten. Vor allem die Umsetzung der nach dem EUGBS erforderlichen Angaben im Wertpapierprospekt und die neuen Vorgaben für eine Nachhaltigkeitsberichterstattung werden mit einigen rechtlichen und operationellen Umsetzungsfragen verbunden sein. Ungeachtet der konkreten Ausgestaltung und der Umsetzungsfragen kann davon ausgegangen werden, dass die Schaffung des neuen Rechtsrahmens für grüne Verbriefungen zwar nicht für alle, aber sicherlich für einige Originatoren und SSPVs sowie für einige Asset-Klassen neue Strukturierungsmöglichkeiten und sicherlich auch Investorenkreise eröffnet.

Ansprechpartner für Verbriefungen und strukturierte Finanzierungen am Standort München:

Dr. Timo Bernau
Rechtsanwalt
timo.bernau@gsk.de

Dr. Martin Freytag
Rechtsanwalt
martin.freytag@gsk.de

Ansprechpartner für Verbriefungen und strukturierte Finanzierungen am Standort Frankfurt am Main:

Okko Hendrik Behrends
Rechtsanwalt
okko.behrends@gsk.de

Ansprechpartner für Verbriefungen und strukturierte Finanzierungen am Standort Luxemburg:

Andreas Heinzmann, LL.M. eur.
Rechtsanwalt
andreas.heinzmann@gsk-lux.com

Katharina Schramm
Rechtsanwältin
katharina.schramm@gsk-lux.com

Ansprechpartner für Sustainable Finance:

Philippe Lorenz
Rechtsanwalt
philippe.lorenz@gsk.de

The LEGAL 500 DEUTSCHLAND TOP TIER 2023

Handelsblatt Deutschlands BESTE Anwälte 2023 Bank- und Finanzrecht Handelsblatt - 16.06.2023 Eine Kooperation mit Best Lawyers

GSK STOCKMANN

Urheberrecht
GSK Stockmann – Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe, Vervielfältigung, Verbreitung und/oder Bearbeitung sämtlicher Inhalte und Darstellungen des Beitrages sowie jegliche sonstige Nutzung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von GSK Stockmann gestattet.

Haftungsausschluss
Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot auf Beratung oder Auskunft dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko.

GSK Stockmann und auch die in dieser Mandanteninformation namentlich genannten Partner oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Garantie oder Gewährleistung, noch haftet GSK Stockmann und einzelne Partner oder Mitarbeiter in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grund empfehlen wir, in jedem Fall eine persönliche Beratung einzuholen.

www.gsk.de

GSK Stockmann
Rechtsanwälte Steuerberater Partnerschaftsgesellschaft mbB

BERLIN
Mohrenstraße 42
10117 Berlin
T +49 30 203907 - 0
F +49 30 203907 - 44
berlin@gsk.de

HEIDELBERG
Mittermaierstraße 31
69115 Heidelberg
T +49 6221 4566 - 0
F +49 6221 4566 - 44
heidelberg@gsk.de

FRANKFURT/M.
Bockenheimer Landstr. 24
60323 Frankfurt am Main
T +49 69 710003 - 0
F +49 69 710003 - 144
frankfurt@gsk.de

MÜNCHEN
Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München
T +49 89 288174 - 0
F +49 89 288174 - 44
muenchen@gsk.de

HAMBURG
Neuer Wall 69
20354 Hamburg
T +49 40 369703-0
F +49 40 369703-44
hamburg@gsk.de

LUXEMBURG
GSK Stockmann SA
44, Avenue John F. Kennedy
L - 1855 Luxemburg
T +352 271802 - 00
F +352 271802 - 11
luxembourg@gsk-lux.com

LONDON
GSK Stockmann International
Rechtsanwaltsgesellschaft mbH,
Zweigniederlassung London
Queens House, 8-9 Queen Street
London EC4N 1SP
United Kingdom
T +44 20 4512687-0
london@gsk-uk.com

Sitz der GmbH: München,
Amtsgericht München
HRB 281930
Geschäftsführer:
Dr. Mark Butt, Andreas Dimmling