

<https://blog.de.erste-am.com/sustainability-linked-bonds-alternative-zu-gruenen-anleihen/>

## Sustainability-Linked Bonds: Alternative zu Grünen Anleihen?

Roman Swaton



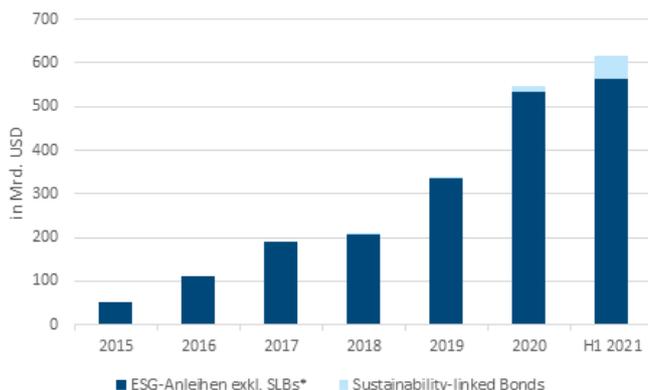
© (c) iStock / iamnoonmai

Grüne Anleihen sind Wertpapiere, die konkreten Energie- und Umweltprojekten zugewiesen werden und zu einem klimafreundlichen Umbau der Wirtschaft beitragen sollen. Laut einer Studie der Climate Bonds Initiative (CBI) [haben sie 2020 ein Rekordniveau von 269,5 Milliarden Dollar erreicht](#).

Während die internationale Klimakonferenz in Paris im Dezember 2015 ein Auslöser für den [starken Anstieg der Emissionsvolumina Grüner Anleihen war](#), so war die Veröffentlichung des Leitfadens betreffend Sustainability-Linked Bonds (SLBs) durch die International Capital Market Association (ICMA) im Juni 2020 ein Katalysator für die Begebung von Sustainability-Linked Bonds (SLBs).

Für weiteren Rückenwind sorgte, dass die Europäische Zentralbank (EZB) am 22. September 2020 verlautbarte, SLBs mit Jahresanfang 2021 als hinterlegte Sicherheit zu akzeptieren. Dieser Schritt der EZB ist nicht zu unterschätzen und stellt einen Kurswechsel dar, denn zuvor hatte die EZB Anleihen mit Kupon-Änderungen bspw. als Folge von Rating-Herabstufungen ausgeschlossen.

**Grafik 1 – Emissionsvolumina**



Quelle: Bloomberg Intelligence; \*ESG-Anleihen exkl. SLBs: Green Bonds, Social Bonds und Sustainability Bonds.

So wurden im ersten Halbjahr 2021 schon 108 SLBs begeben mit einem Volumen von USD 50Mrd., was einem Gewicht von 8% innerhalb der Familie von Green und Social Bonds entspricht. Manche Häuser rechnen mit einem ähnlichen Volumen im zweiten Halbjahr.

Zwecks Definition von SLBs orientiert sich der Markt am ICMA-Dokument „Sustainability-Linked Bond Principles“, Juni 2020, das eine freiwillige Selbstverpflichtung für Emittenten darstellt. Hier heißt es, dass es sich bei SLBs um Anleihen handelt, für die ein Ausstattungsmerkmal (Kupon, Fälligkeit, Tilgung etc.) davon abhängt, ob und in welchem Ausmaß Emittenten ESG-Ziele innerhalb einer festgeschriebenen Zeitspanne erreichen. Laut ICMA-Leitfaden müssen demnach die folgenden fünf Punkte befolgt werden:

1. Die ausgewählten **Leistungskennzahlen** (Key Performance Indicators, KPIs) sollen für das Kerngeschäft relevant, wesentlich, messbar und extern verifizierbar sein.
2. Die nachhaltigen **Leistungsziele** (Sustainability Performance Targets, SPTs) sollen ehrgeizig, mit einer externen Benchmark vergleichbar sein und mit der Nachhaltigkeitsstrategie des Emittenten übereinstimmen.
3. Die **Variation der Ausstattungsmerkmale der Anleihe** abhängig davon, ob die KPIs die SPTs erfüllen, ist das Merkmal schlechthin und muss im Anleiheprospekt dokumentiert sein.

Das häufigste Beispiel ist die Änderung des Kupons. Für den Fall, dass SPTs bspw. im Zuge regulatorischer Änderungen oder Fusionen nur unzureichend berechnet werden können, sind Alternativen zu definieren.

- Der Schuldner verpflichtet sich, zumindest jährlich **Bericht** über die Entwicklung der KPIs in Relation zu den SPTs mit Auswirkung auf die mögliche Änderung der Ausstattungsmerkmale der Anleihe zu **erstatten**.
- Die **Überprüfung** soll durch einen externen Gutachter wie bspw. Wirtschaftsprüfer oder Umweltberatungsagentur erfolgen.

### Wesentliche Unterschiede zu grünen Anleihen

Hier springt dem ESG-geschulten Leser schon ein wesentlicher Unterschied zum EU-Standard Grüner Anleihen ins Auge. Laut EU-Standard müssen die Anleiheerlöse aus der Platzierung Grüner Anleihen exklusiv grüne Projekte, die den Klima- und Umweltzielen der EU-Taxonomie entsprechen, finanzieren. Im Gegensatz dazu gibt es bei SLBs keine Bestimmung über den Verwendungszweck der Erlöse aus der Anleiheplatzierung. Die Erlöse können allgemeinen Unternehmenszielen zugeführt werden.

Diese Flexibilität erlaubt es einem größeren Schuldnerkreis, nachhaltige Finanzierung zu bekommen. Darunter fallen Emittenten, die nicht über genügend grüne und soziale Projekte verfügen, aber auch solche, die nicht die Kapazität haben bzw. gewillt sind, den sich aus Green Bonds ergebenden Veröffentlichungspflichten nachzukommen.

Der Verbrauchersektor beispielsweise ist innerhalb der Familie der Green Bonds noch unterrepräsentiert und auch wenn sich Autoproduzenten angesichts der bevorstehenden Elektrifizierung noch vergleichsweise leichter tun, grüne Projekte vorzulegen, so mögen SLBs für andere Emittenten aus dem Sektor eine willkommene Alternative darstellen.

### Wegfall der Zweckwidmung

Der Wegfall der Zweckwidmung der Erlöse von SLBs deckt sich mit dem Wunsch vieler nachhaltiger Investoren, die die Nachhaltigkeit holistisch auf Unternehmensebene und nicht auf Einzelprojektebene beurteilen wollen. Auch die Schuldnerdiversifikation steigt so weiter an. Ursprünglich waren Unternehmen aus dem Versorgungssektor besonders prominent vertreten.

Der Öl- und Gassektor hat zuletzt aber deutlich aufgeholt (z.B. Eni, Repsol, TotalEnergies). Mit weiteren Emittenten aus „Braunen“-Sektoren, aber auch kleineren Emittenten und solchen, die sich in einer Übergangsphase zu nachhaltigeren Technologien befinden, wird gerechnet. Unterstützt der SLB eine Klimawandel- bzw. Dekarbonisierungsstrategie des Emittenten, kann man auch von einem Transition Bond<sup>[1]</sup> sprechen.

Die Möglichkeit der Kuponerhöhung für den Fall, dass der Emittent seine Ziele verfehlt, stellt für den ethisch orientierten Anleger einen Gewissenskonflikt dar. Darf ein pekuniärer Vorteil lukriert werden, wenn Nachhaltigkeitsziele verpasst werden? Ist der finanzielle Gewinn für den Investor lediglich eine Entschädigung für die mögliche Kreditverschlechterung ob gestiegener Umwelt- oder Klimarisiken des Unternehmens? Den Herausforderungen von Etikettenschwindel und Greenwashing muss sich der SLB-Investor verglichen mit Green Bonds im Allgemeinen besonders stellen, weil flexible KPIs und maßgeschneiderte SPTs aus Schuldnersicht verführerisch sein können.

Eine zunehmende Anzahl an Emittenten verpflichtet sich zu einer Reduktion von Treibhausgasen und zu einer Erhöhung des Anteils erneuerbarer Energieträger. Sehr wahrscheinlich wird die EU-Taxonomie verstärkt in die KPIs einfließen. Ein Versorger könnte dann bspw. angeben, welcher Anteil seiner Energiequellen im Einklang mit der EU-Taxonomie steht, oder eine Bank definiert ihr Ziel anhand der Green Asset Ratio. Eine jede Standardisierung hilft bei der Akzeptanz, geht aber zu Lasten der Flexibilität. TotalEnergies verlaublich im Februar, dass es ab sofort nur mehr SLBs begeben werde, deren SPTs an Treibhausgasemissionen gebunden sind, die direkt vom Unternehmen kontrolliert werden (Scope 1 and 2, GHG Protocol Corporate Standard).

Tabelle 1 zeigt einige Beispiele für SLBs. Die Enel 2,65% 2024 wurde gewählt, weil sie im September 2019 der erste SLB war, der sich einem UN Sustainable Development Goal (SDG) verschrieb. Die anschließenden vier Enel-Anleihen, die im Juli 2021 emittiert wurden, stellen als Gesamtpaket die bis dato größte SLB-Transaktion dar (USD 4 Mrd.). Die Novartis-Emission ist in mehrerlei Hinsicht interessant: i) sie war die vormalige größte Emission und ii) die KPIs beziehen sich auf soziale Belange und es gibt zwei Bedingungen, die beide erfüllt sein müssen, um eine Kuponaufstockung zu vermeiden. Suzano mit Sitz in Sao Paulo begab den ersten SLB aus einem Schwellenland.

Tabelle 1 – Sustainability-Linked Bonds

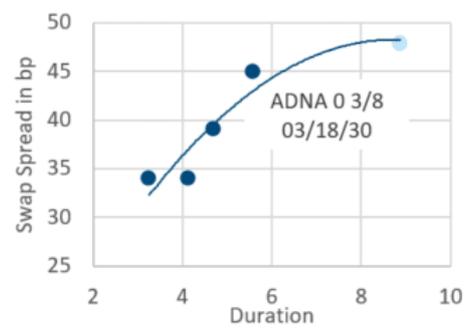
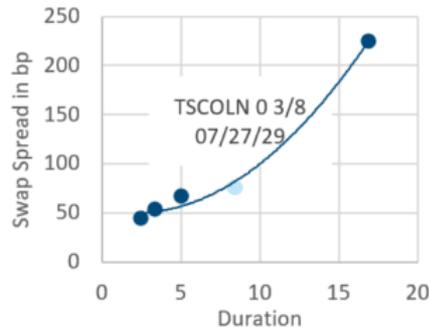
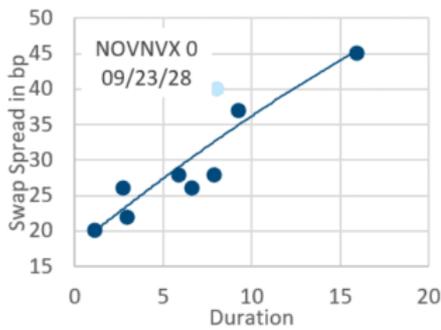
Emittent	Land	Sektor	Emissionsdatum	FX	Emissionsgröße in		Kupon	KPI
					Mio	Fälligkeit		
Enel	IT	Versorger	05.09.2019	USD	1.500	10.09.2024	2,650%	UN SDG 7: Leis tbare und saubere Energie
Enel	IT	Versorger	07.07.2021	USD	1.250	12.07.2026	1,375%	CO <sub>2</sub> -Emissionen
Enel	IT	Versorger	07.07.2021	USD	1.000	12.07.2028	1,875%	CO <sub>2</sub> -Emissionen
Enel	IT	Versorger	07.07.2021	USD	1.000	12.07.2031	2,250%	CO <sub>2</sub> -Emissionen
Enel	IT	Versorger	07.07.2021	USD	750	12.07.2041	2,875%	CO <sub>2</sub> -Emissionen
Novartis	CH	Pharma	16.09.2020	EUR	1.850	23.09.2028	0,000%	Sozial Strategic Innovative Therapies Patient Reach in Low - & Middle-Income Countries Sozial Flagship Programs Patient Reach in Low - & Middle-Income Countries
Suzano	BR	Papier	10.09.2020	USD	1.250	15.01.2031	3,750%	Treibhaus gas emissionsintensität (Scope 1 & 2)
Tesco	UK	Retail	20.01.2021	EUR	750	27.07.2029	0,375%	Treibhaus gas emissions (Scope 1 & 2), -60% vs. 2015
Ahold	NL	Retail	11.03.2021	EUR	600	18.03.2030	0,375%	Treibhaus gas emissions (Scope 1 & 2), -29% vs. 2018 Nahrungsmittelabfälle, -32% vs. 2016

Quelle: Bloomberg, Anleihen-Prospekte, Investor Relations-Seiten des jeweiligen Emittenten

Während Green Bonds im Verbrauchersektor manchmal für den Investor teuer gepreist werden (z. B. Daimler oder VW), d.h. sie weisen ein sogenanntes „Greenium“ auf, indem sie innerhalb der Risikoaufschläge herkömmlicher Anleihen auf den Markt kommen, so gibt es bis jetzt wenig Anzeichen, dass SLBs mit einer ähnlichen Prämie gepreist werden.

Hierfür mag die Investorenskepsis gegenüber der Flexibilität auf Emittentenseite verantwortlich sein. Grafik 2 zeigt für drei ausgewählte SLB-Emissionen in EUR jeweils den gepreisten Swap Spread<sup>[2]</sup> am Primärmarkt verglichen mit der Sekundärmarktkurve der Anleihen des jeweiligen Schuldners. Bei einheitlicher Anwendung einer Trendlinie in Form eines Polynoms zweiten Grades erscheinen SLBs nicht teurer gepreist als herkömmliche Fremdkapitalpapiere desselben Schuldners. Der Punkt in hellblauer Farbe repräsentiert den jeweiligen SLB, dessen Details in Tabelle 1 angeführt sind.

Grafik 2 – Emissionsspread versus Sekundärmarkt (Polynomische Trendlinie 2. Grades)



Quelle: Bloomberg; NOVNVX = Novartis, TSCOLN = Tesco, ADNA = Ahold.

**FAZIT:**

Angesichts ihrer Vielschichtigkeit stellen SLBs auch eine Herausforderung dar. Der Analyseaufwand steigt; gilt es doch zusätzliche Fragen zu beantworten wie nach der Angemessenheit der Ziele (SPTs) im allgemeinen Unternehmenskontext und nach deren Erreich- und Messbarkeit, oder ob ESG-Grundsätze ein Teil der Unternehmens-DNA und die Kuponanreize hinreichend für eine nachhaltige Veränderung sind. Wir sehen deshalb in SLBs weniger eine Alternative als vielmehr eine Ergänzung zu Green, Social und Sustainability Bonds.

Abhängig davon, wie sich die Akzeptanz der SLBs unter den dezidierten Nachhaltigkeitsinvestoren entwickelt, können SLBs auch in Fonds der Erste Asset Management wie bspw. im [ERSTE RESPONSIBLE BOND EURO CORPORATE](#) oder im [ERSTE ETHIK ANLEIHEN](#) beigemischt werden.

[1] <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Sustainability-Linked-Bond-Principles-Related-questions-February-2021-170221v3.pdf> (1-2)

[2] Unternehmensanleihen werden in der Eurozone über der Swapkurve gepreist. Über die letzten beiden Jahre waren die fünf- und zehnjährigen Swapsätze im Durchschnitt um ca. 35bp höher als die Renditen der vergleichbaren deutschen Bundesanleihen.

**Wichtige rechtliche Hinweise:**

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

**⚠ Warnhinweise gemäß InvFG 2011**

Der ERSTE ETHIK ANLEIHEN beabsichtigt gemäß den von der Österreichischen Finanzmarktaufsicht genehmigten Fondsbestimmungen mehr als 35 % seines Fondsvermögens in Wertpapieren und/oder Geldmarktinstrumenten von öffentlichen Emittenten anzulegen. Eine genaue Auflistung dieser Emittenten finden Sie im Prospekt, Abschnitt II, Punkt 12.

**Wichtige rechtliche Hinweise**

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage [www.erste-am.com/investor-rights](http://www.erste-am.com/investor-rights) abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

**Hinweis:** Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com).

**Wichtig:** Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

**Bitte beachten Sie:** Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



Head of Credits, Erste Asset Management