

Grüne Anleihen für nicht so nachhaltige Unternehmen Sustainability Linked Bonds sind eine neue, noch unregulierte Anleihe-Kategorie Werner Grundlehner

Sie sind im rasant wachsenden Bereich der nachhaltigen «Green Bonds» das Segment, das am schnellsten expandiert – die Sustainability Linked Bonds (SLB). Diese zweckgebundenen Anleihen umfassen Finanzierungen, die mit ihren ESG-Kriterien sowohl einen ökologischen als auch einen gesellschaftlichen Nutzen verfolgen. ESG steht für Environment, Social and Governance – also Faktoren aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Regeln der Unternehmensführung.

«Die Aktivität im Bereich Sustainability Linked Bonds hat in vergangenen zwei Jahren stark angezogen», sagt Agim Xhaja, Verantwortlicher für festverzinsliche Anlagen bei der Waadtländer Kantonalbank (BCV). 2021 erlebte die Schweiz die Premiere in diesem Bereich. Eine Anleihe der Holcim Helvetia Finance fungierte als Eisbrecher, wenig später folgte die Axpo Holding mit einem SLB. Während bei Holcim die Reduktion des CO-Ausstosses pro Tonne Zementprodukte im Vordergrund steht, sind beim Stromkonzern Axpo die Ziele an die Schaffung von zusätzlichen Kapazitäten im Bereich nachhaltiger Stromproduktion, von Windkraft und Fotovoltaik, geknüpft. Die SLB als neue Form nachhaltiger Anleihen unterscheiden sich gegenüber anderen Green-Bonds darin, dass der Erlös aus ihren Platzierungen nicht an spezifische Projektinvestitionen gebunden ist, sondern dem allgemeinen Finanzierungsbedarf eines Unternehmens zugutekommt. Diese Ausgestaltung bringt es mit sich, dass die neue Anleihen-Kategorie deshalb oft des «Greenwashing» verdächtig wird. Mittels Greenwashing stellen sich Unternehmen nachhaltiger dar, als sie tatsächlich sind. Doch auch Anbieter von Finanzprodukten «malen» ihre Produkte und Dienstleistungen teilweise zu Unrecht grün an. Kritiker führen an, dass die Emittenten von SLB Gelder aufnehmen könnten, ohne dass diese zweckgebunden sind. Das Unternehmen kann sich die Ziele selbst setzen. Zwar muss ein Strafzins bezahlt werden, wenn diese nicht erreicht werden. Doch die Kriterien dafür können zu wenig ambitioniert ausfallen. Und der Zinsaufschlag ist teilweise so gering, dass sich die Emission auf jeden Fall lohnt.

«Auf einem neuen, unregulierten Markt besteht immer die Gefahr, dass Einzelpersonen oder Unternehmen einen Vorteil daraus ziehen, in einem undurchsichtigen Feld zu agieren», sagt Erika Wranegard, Portfolio-Managerin bei Lombard Odier IM. Die Gesellschaft habe jedoch globale Verpflichtungen und sei sich einig, dass unsere Volkswirtschaften und Gesellschaften so umgestaltet werden müssten, dass sie innerhalb der sicheren Zone der planetarischen Grenzen operieren würden, fügt sie an.

Greenwashing auf dem Markt wird für die Emittenten wahrscheinlich ein gefährliches Spiel sein. Da die Kosten der Folgen des Klimawandels steigen, werden Unternehmen, die keine ausreichenden Massnahmen zur Dekarbonisierung ergreifen, wahrscheinlich ein erhöhtes Prozessrisiko eingehen. Für diese Emittenten könnte sich gemäss Wranegard das Kreditrisiko erhöhen und könnten die Finanzierungskosten steigen. Die missbräuchliche Nutzung der Märkte für nachhaltige Anleihen könne kurzfristig ein paar Basispunkte einsparen, aber langfristig teuer werden.

Transparenz könnte gemäss John Ploeg, ESG Research bei PGIM Fixed Income, einer der Hauptvorteile von SLB sein, da sie den Emittenten im Regelfall dazu verpflichteten, über die Leistung im Vergleich zu den Zielen der SLB zu berichten. «Wir erleben jedoch noch immer, dass es Emittenten gibt, die nicht standardisierte und schwer verständliche Parameter verwenden», so Ploeg.

Ein SLB ist so konzipiert, dass die Verzinsung in den letzten Jahren der Laufzeit steigt, wenn das emittierende Unternehmen die in Aussicht gestellten Ziele nicht erreicht. Die Strafzinsen für SLB bei Nichterreichen der definierten Parameter (KPI, Key Performance Indicator) sind im derzeitigen Tiefzinsumfeld gering, würden aber mit dem Zinsanstieg kontinuierlich steigen, sagt Xhaja. Bis jetzt betragen sie zwischen 0,25% und 0,75% auf der letzten Zinsrate. Die Branche lerne gerade, welche «Strafen» vom Markt akzeptiert werden. Es gibt auch Step-down- und Step-up-Ansätze, d. h., der Zinssatz wird mit jedem Jahr gesenkt, in dem mehr als gefordert erreicht wird, und jedes Jahr erhöht, in dem das Jahresziel nicht erfüllt wird. Für den BCV-Experten sind die Ziele dieser Bonds etwa mit

Anleihen zu vergleichen, die dem Anleger einen höheren Zins zahlen, wenn die Kreditwürdigkeit (Rating) des Unternehmens zurückgestuft wird.

«Aus Anlegersicht wäre es wünschenswert, wenn ein hoher Aufschlag die Anleger entschädigt, falls die Nachhaltigkeitsziele nicht erreicht werden», sagt Wranegard. Aus ökologischer Sicht wären ehrgeizige Umweltziele wünschenswert.

Aus der Sicht des Emittenten könnte man argumentieren, dass einfache Ziele mit einem geringen Step-up wünschenswert seien. Dabei wird jedoch die Signalwirkung, die diese nachhaltigen Bonds bieten, nicht berücksichtigt. Ein hoher Step-up mit strengen Umweltzielen kann dem Markt signalisieren, dass der Emittent sein Nachhaltigkeitsengagement ernst nimmt und sich von seinen Konkurrenten abhebt.

Die SLB sind für Unternehmen geeignet, die als Ganzes ESG-Vorgaben nur schwer erfüllen können. Der Schweizer Energiekonzern Axpo wird wegen seines Engagements in Kernkraft nicht als nachhaltig eingestuft – obwohl sich die Einschätzung von Atomkraft in der EU gerade ändert. Also definiert der Versorger klare Zielwerte, etwa für Solar- und Windenergie, und kann so eine nachhaltige Anleihe anbieten. Holcim weist für viele nachhaltige Indizes einen insgesamt zu hohen CO-Ausstoss aus. Bei den meisten ESG-Anlagerichtlinien beziehen sich Ausschlüsse auf Unternehmen und nicht auf einzelne Anleihen. Das heisst, dass in ein Unternehmen nicht investiert werden kann, ganz gleich, um welche Art von Anleihe es sich handelt. Dadurch wird es schwieriger, SLB in manchen Portfolios zu verwenden. Wenn in den ESG-Anlagerichtlinien hingegen Grenzwerte für den CO-Ausstoss festgelegt sind, spielen diese nachhaltigen Anleihen durchaus eine Rolle. «Wenn das Unternehmen als Bedingung für einen SLB eine gewisse Senkung des Ausstosses definiert, bringt das der Umwelt einen klaren Nutzen und würde sich letztlich auch positiv auf die CO-Bilanz des Portfolios auswirken», sagt Xhaja. Diese SLB kommen vor allem in Zusammenhang mit Umweltaspekten zum Einsatz. «In den Bereichen S und G von ESG werden diese sogenannten Key Performance Indicators kaum definiert», sagt Xhaja. Mit den steigenden Preisen im Energiebereich wird es für die Versorger vermehrt attraktiv, KPI in Solar- und Windkraft zu definieren. Es gibt aber auch SLB, welche die Geschlechtervielfalt im Verwaltungsrat oder den Zugang zu Behandlungen bei Healthcare-Unternehmen als Parameter definieren. «Das Problem bei S- und G-Zielen ist, dass sie schwerer objektiv zu messen sind und nicht immer einen hohen Mitteleinsatz erfordern», sagt Ploeg. Das mache sie als Zielvorgabe in Verbindung mit langfristiger Finanzierung wenig geeignet.

Das SLB-Volumen ist im letzten Jahr um das 10-Fache gestiegen und dürfte weiter rasant wachsen.

Europa sei weiterhin führend bei den Volumina aller ESG-Anleihe-Arten, sagt Ploeg. «Da diese Bonds aus einer beliebigen Anzahl von Zielen wählen können, gibt es nur wenige praktische Beschränkungen für deren Emission.» Es dürfte daher gemäss PGIM-Manager ein solides Wachstumspotenzial für SLB in allen europäischen Märkten bestehen, auch in der Schweiz. Bei Franken-Anleihen waren die Emittenten bisher vor allem Versorger. Bei Euro-Obligationen nahmen auch schon Fleischverarbeiter, Pharmaunternehmen und Erdölfirmer mithilfe von SLB-Kapital auf. Mit Chile hat zu Beginn des Jahres ein erster Staat einen solchen nachhaltigen Bond emittiert.

Derzeit sind auf dem Schweizer Markt vier SLB ausstehend mit einem Gesamtwert von 1 Milliarde Franken. Lombard Odier sieht ein grosses Potenzial für weitere Emissionen von SLB. Der hiesige Anleihenmarkt umfasst rund 500 Milliarden Franken, davon entfallen 150 bis 200 Milliarden auf Unternehmensanleihen. Lombard Odier prognostiziert, dass SLB 10 Prozent des ausstehenden Volumens erreichen könnten.

«Das Hinzufügen eines zusätzlichen, auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Instruments ist eine natürliche Erweiterung der Märkte für nachhaltige Schuldtitel», sagt Wranegard. Es zeige, dass sowohl Emittenten als auch Anleger ein starkes Interesse daran hätten, Nachhaltigkeitskriterien in Finanzinstrumente zu integrieren. In Zukunft werde sich die auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Finanzierung wahrscheinlich auf ein breiteres Spektrum von Finanzinstrumenten ausdehnen.

«Der Hauptvorteil eines SLB ist nicht der finanzielle Anreiz, sondern der Imagegewinn», sagt Ploeg. Ersterer sei in der Regel ohnehin ziemlich klein. Allerdings steige das Reputationsrisiko, sobald ein Ziel verfehlt werde. Denn wenn ein verfehltes Ziel finanzielle Auswirkungen hat, wird ihm wahrscheinlich viel mehr Aufmerksamkeit gewidmet. Ein Problem bleibt jedoch die Qualität der Ziele.

8.4.22

Oftmals sieht Ploeg KPI, die ESG-Themen ansprechen, die für das Unternehmen nicht von grösster Bedeutung seien. In den Grundsätzen wird etwa empfohlen, dass bei der Festlegung eines SLB-Ziels eine wissenschaftlich fundierte Methodik verwendet werden sollte, wenn es eine solche gibt. «Und in der Tat gibt es eine wissenschaftlich fundierte Methodik für Emissionsminderungsziele, die wiederum zu den häufigsten SLB-Zielen überhaupt gehören», fügt Ploeg an. Dennoch scheinen viele Emissionsminderungsziele für SLB nicht wissenschaftlich fundiert zu sein. Ausserdem handle es sich bei den mit diesen Bonds verknüpften Parameter häufig um Ziele, die bereits existierten und daher bereits in die ESG-Analyse eingeflossen sind. Daher bleibe PGIM Fixed Income etwas skeptisch, was den tatsächlichen Wert dieser Instrumente angehe. Es handelt sich jedoch um einen jungen Markt, der erste SLB wurde erst 2019 aufgelegt. Es besteht also noch viel Raum für Entwicklung.

Aus dem E-Paper vom 08.04.2022