

Die Schlüsselrolle der Zweitmeinung

Grüne Anleihen: Wie Emittenten ihre Finanzierungsvorhaben nachhaltig gestalten können

Von Bernhard W. Schiebl, CICERO Shades of Green

Alle Welt redet über grün, ESG, Nachhaltigkeit, Klimarisiken, Paris, neue EU-Richtlinien und darüber, was das für sie bedeutet. Für das Unternehmen, die Stadt, das Land. Unter Hochdruck arbeiten die Kapitalmärkte daran, ihre Risikoexposition zu reduzieren und Kapitalströme in eine klimafreundliche Richtung zu lenken. Mit dem kürzlich veröffentlichten sechsten Sachstandsbericht des IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change, umgangssprachlich Weltklimarat genannt, Anm. d. Red.), dem Ruf nach absolut notwendigen, substantiellen Emissionsreduktionen und den Warnungen vor den eintretenden Folgen ist der Handlungsbedarf noch drängender geworden. Investoren sehen sich dabei den sich verstärkenden Effekten und finanziellen Folgen des Klimawandels ausgesetzt sowie sich rasch ändernden regulatorischen Bedingungen, Transparenzrichtlinien und Zielvorgaben.

Auch deshalb stieg die Nachfrage nach nachhaltigen Finanzierungsinstrumenten in den vergangenen Jahren rasant. Als vor mehr als zehn Jahren der schwedische Pensionsfonds die Weltbank zur Emission ihrer ersten grünen Anleihe drängte, wurde das Wirtschaftsinstitut CICERO (Center for International Climate Research) aus Oslo damit beauftragt, eine „Second Party Opinion“, also eine Zweitmeinung, zu diesem Unterfangen zu veröffentlichen. Damit war der grüne Anleihenmarkt geboren, ein Markt, der Ende 2020 die Eine-Billion-US-Dollar-Marke an kumulierten Anleiheemissionen überschritten hat.

Grüne Anleihen sind Schuldverschreibungen, die speziell Projekte im Bereich Klima oder Umwelt finanzieren. Meist handelt es sich dabei um zweckgebundene, sogenannte „Use of Proceeds“-Anleihen, bei denen sich die Zweckbindung auf Projekte mit positivem Effekt auf Umwelt oder Klima richtet. Ein grünes Label kann dabei von einem unabhängigen Gutachter wie CICERO Shades of Green erteilt werden. Grüne Anleihen haben eine Reihe von Vorteilen: Sie erhöhen die Transparenz, verbessern die Kommunikation mit Investoren, erweitern die Investorenbasis, minimieren Risiken und stärken interne Strukturen.

Die Second Party Opinion

Der Second Party Opinion, in der das grüne Label erteilt wird, kommt dabei eine Schlüsselrolle zu. Die Zweitmeinung wird auf der Basis einer Erstmeinung in Form eines Rahmenwerks („Green Bond Framework“) erstellt, in dem die Eckpfeiler des grünen Finanzierungsprogramms durch den Emittenten dargelegt werden. Die wesentlichen Elemente dieser Eckpfeiler werden in den sogenannten Green Bond Principles (GBP) der International Capital Market Association (ICMA) auf unabhängiger Basis dargelegt. Diese empfehlen Transparenz bezüglich der Zweckbindung, des Auswahlprozesses für grüne Investitionen, der Kapitalhandhabung sowie der Berichterstattung an Investoren.

Sobald der Emittent das grüne Rahmenwerk erstellt hat, können unabhängige Gutachter dessen Prüfung durchführen. Darüber hinaus können Second-Party-Opinion-Provider den Investoren Auskunft darüber geben, welches Klimarisiko mit dem Finanzierungsvorhaben verbunden ist, und die damit zusammenhängenden Klima- und Umweltambitionen des Emittenten bewerten. Hierbei werden zusätzlich zum Rahmenwerk auch interne Richtlinien wie Nachhaltigkeitsbedingungen für die Lieferkette sowie andere Nachhaltigkeitsstrategien und Zielvorgaben mit einbezogen. Natürlich spielt auch der geographische und sektorale Kontext des Emittenten eine große Rolle.

Eine Risikobewertung kann im Rahmen der „Shades of Green“-Methode in einem vier- bis fünfwöchigen Second-Party-Opinion-Prozess erfolgen. Das Rahmenwerk wird darauf hin untersucht, in welchem Maße die beschriebenen Projektkategorien als „Light Green“, „Medium Green“ oder „Dark Green“ zu verstehen sind. Dabei steht „Dark Green“ für Projekte, die emissionsfrei und klimaresilient konzipiert sind, beispielsweise im Bereich Solaranlagen oder bei elektrifiziertem öffentlichem Nahverkehr. „Medium Green“ ist typisch für Projektkategorien, die als Brückenlösung gesehen werden können, zum Beispiel Plug-in-Hybrid-Technologien für den öffentlichen Nahverkehr. „Light Green“ können Projektkategorien sein, die substantielle und klimaresiliente Verbesserungen darstellen, aber in sich selbst keine langfristige Lösung versprechen, wie zum Beispiel effizientere Gebäude oder effizientere Industrieprozesse, die teilweise noch fossile Energieträger benötigen. „Lock-in“-Risiken von Treibhausgasen, also Investitionen in Technologien, die langfristig Emissionen produzieren und weiterbetrieben werden, obwohl es Alternativen gäbe, müssen dabei vermieden werden. Genauso wie Investitionen in Infrastruktur mit hoher potentieller Gefährdung durch den Klimawandel, etwa bei Gebäuden in potentiellen Überflutungsgebieten.

Finanzierungsvorhaben zu den jeweiligen Projekten sollten aber stets im breiteren Kontext des Emittenten betrachtet werden. Für unsere Analysen legen wir deshalb einen Schwerpunkt auf interne Richtlinien, Um-

welt- und Klimastrategien und Zielvorgaben sowie die Steuerung, Auswahl und Berichterstattung und erteilen einen sogenannten „Governance Score“, der Aufschluss darüber gibt, wie gut der Emittent durch interne Strukturen das Rahmenwerk stärkt.

Marktbedingungen in der EU

Second Party Opinions wurden ursprünglich dafür konzipiert, Investoren eine Einschätzung von Rahmenwerken für grüne Anleihen zu ermöglichen, unter Einbezug einer unabhängigen wissenschaftlichen Zweitmeinung. Heute werden Second Party Opinions auch für weitere Finanzierungsinstrumente verwendet, etwa für eine Kombination aus grünen und sozialen Vorhaben („Sustainability Bonds“) und „Sustainability-linked Bonds“, bei denen keine Zweckbindung besteht, jedoch die Finanzierungskosten selbst an verschiedene Kriterien im Bereich Nachhaltigkeit geknüpft sind. Gerade bei den verknüpften Finanzierungsinstrumenten ist es fundamental wichtig, dass die ausgewählten Indikatoren relevant, wesentlich und verlässlich sind und die Zielvorgaben ambitioniert.

Neben der zunehmenden Diversifizierung der Second Party Opinions, die auf den Prinzipien der von ICMA öffentlich bereitgestellten Standards beruhen, haben sich in den vergangenen Jahren noch weitere Veränderungen ergeben. Die EU hat mit ihren Nachhaltigkeitsplänen einen Prozess in Gang gebracht, bei dem neue Taxonomien und Standards geschaffen werden sollen. Ziel ist dabei, klare Regeln für einen wachsenden, nachhaltigen Anleihenmarkt zu schaffen. Während die gegenwärtigen Entwürfe noch freiwillig sind, wünschen sich manche Investoren schon jetzt eine unabhängige Überprüfung auf der Basis der vorgeschlagenen EU-Richtlinien. Manche Second-Party-Opinion-Provider führen solche Überprüfungen bereits durch, allerdings verlangen die gegenwärtigen Definitionen eine gewisse Interpretation, Einordnung und Kontextualisierung, bei der eine breite wissenschaftliche Fachkompetenz unverzichtbar ist.

Es ist heute bereits gängige Marktpraxis, dass Projekte durch grüne Anleihen finanziert

oder refinanziert werden, die von Emittenten als grün eingestuft wurden und ein entsprechendes, von einem externen Gutachter als grün klassifiziertes Rahmenwerk vorweisen können. So fokussiert sich beispielsweise Daimler auf den Bau von Elektrofahrzeugen, die Rentenbank auf Windkraftanlagen und die KfW auf erneuerbare Energien und energieeffiziente Wohnungen. Darüber hinaus werden diese Rahmenwerke auch in entsprechende übergeordnete Regelwerke und strategische Ziele eingebettet. Wir sehen mittlerweile Unternehmen in allen Sektoren und jeder Größe mit grünen Finanzierungsvorhaben. Mit Blick auf den schon angesprochenen Sachstandsbericht des IPCC und entsprechende Investorenpräferenzen kann man nur nachdrücklich dazu raten, geplante Finanzierungsvorhaben ambitioniert nachhaltig zu gestalten.

Bernhard W. Schiebl ist Chief Operating Officer bei CICERO Shades of Green und leitet dort den Bereich Second Party Opinions sowie Data Strategy. Das Unternehmen aus Oslo ist laut eigenen Angaben der größte externe Gutachter weltweit im Bereich Second Party Opinions für grüne Anleihen. Diese basieren auf den Erkenntnissen des klimawissenschaftlichen Instituts CICERO – Center for International Climate Research.