

Sustainability-Linked Loans: Effektive Unterstützung der Nachhaltigkeitstransformation durch Kreditfinanzierung

Stärken und Schwächen der Integration von Nachhaltigkeitskriterien in die Fremdkapitalfinanzierung deutscher Unternehmen

Sustainability-Linked Loans sind ein besonders effektives Instrument, um die Nachhaltigkeitstransformation von börsennotierten wie mittelständischen Unternehmen zu finanzieren. Um diesen Prozess bestmöglich zu unterstützen und Greenwashing-Risiken zu vermeiden, ist ein aktives Zusammenwirken der Unternehmen mit den Kreditinstituten – insbesondere in der Auswahl der Nachhaltigkeitsziele und der entsprechenden Datenverarbeitung – notwendig.

Text — Prof. Dr. Christina E. Bannier, Alix Auzepy

Im Dezember 2018 vereinbarte Henkel als erstes deutsches Unternehmen einen sogenannten *Sustainability-Linked Loan* (SLL) mit einem Konsortium aus 15 internationalen Banken. Damit schloss Henkel sich einer wachsenden Liste von Unternehmen weltweit an, die Nachhaltigkeitskriterien in ihre Kreditverträge integrieren und sich damit gegenüber ihren finanzierenden Banken zu nachhaltigeren Geschäftspraktiken verpflichten.

Neben grünen Anleihen (*Green Bonds*), grünen Krediten (*Green Loans*) und ihren Pendanten im sozialen Bereich (*Social Bonds* und *Social Loans*) sind SLLs eine der jüngsten Innovationen im Bereich der nachhaltigen Unternehmensfinanzierungen. Gemäß den *Sustainability-Linked Loan Principles* der Loan Market Association (LMA) handelt es sich bei SLLs um „alle Arten von Kreditinstrumenten und/oder Kreditfazilitäten (wie Garantielinien oder Akkreditive), die Anreize für das Erreichen ehrgeiziger, vorab festgelegter Nachhaltigkeitsziele durch den Kreditnehmer schaffen“.¹

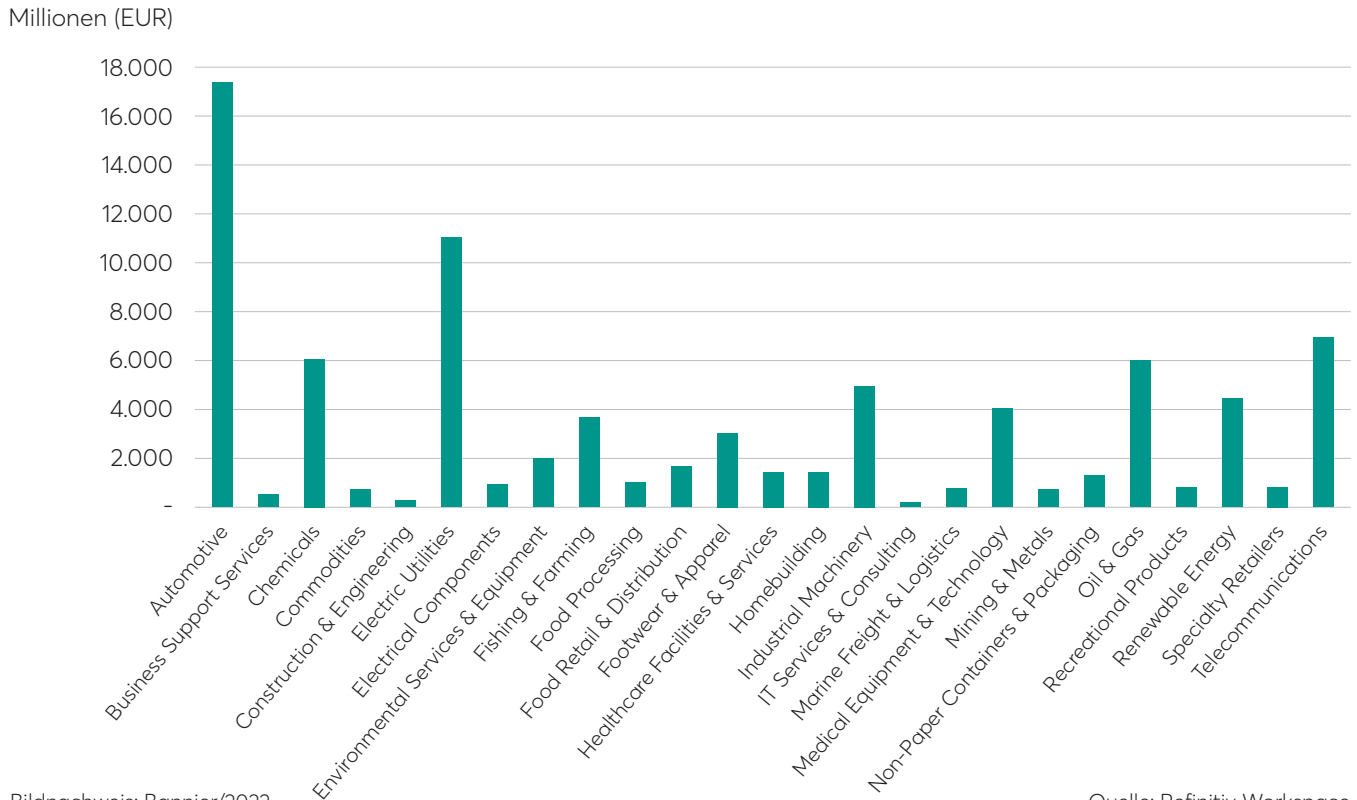
Ein wesentliches Merkmal der SLLs ist, dass die Höhe des Kreditzinses an Nachhaltigkeitskriterien (Key Performance Indicators, KPIs) in den Bereichen Umwelt, Soziales und/oder Unternehmensführung geknüpft ist. Erreicht das Unternehmen die im Kreditvertrag festgelegten Nachhaltigkeitsziele, wird es mit niedrigeren Zinssätzen belohnt. Eine Nichterreicherung hat dagegen Zinsaufschläge zur Folge.

Im Gegensatz zu grünen oder sozialen Anleihen und Krediten, deren Verwendung an Umwelt- und/oder sozialverträgliche Projekte gebunden ist, handelt es sich bei SLLs in der Regel um General Purpose Loans. Diese Art von Kredit ist nicht zweckgebunden und dient der allgemeinen Unternehmensfinanzierung. Die Vergabe eines SLL ist also nicht von der Finanzierung eines „grünen“ Projekts (zum Beispiel eines Windparks) abhängig, sondern zielt vielmehr darauf ab, das Nachhaltigkeitsprofil des Kreditnehmers insgesamt während der Kreditlaufzeit zu verbessern.

Diese Abkehr von einem eng gefassten Verwendungszweck stellt eine Chance dar, die nachhaltige Unternehmensfinanzierung für solche Kreditnehmer zu öffnen, die ihre Nachhaltigkeitstransformation in einem generellen Sinne

¹ LMA März 2022, Sustainability-Linked-Loan Principles, S. 2, <https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/>

Abbildung 1: Volumen der zugesagten SLL Fazilitäten nach Industriesektoren seit 2018



starten oder verstärken wollen. Somit sind SLLs für alle Unternehmen geeignet, unabhängig davon, an welchem Punkt des Transformationspfades sich die Kreditnehmer befinden. Zudem vermeiden SLLs die häufig an Green Bonds geübte Kritik, dass Unternehmen lediglich eine Umstrukturierung ihrer Investitionen vornehmen, um so bspw. grüne Projekte, die sie sowieso getätigt hätten, gesondert auszuweisen und mittels Green Bonds günstiger zu finanzieren. Das Finanzierungsinstrument der SLLs entwickelt seine Anreizwirkung dagegen erst dadurch, dass das gesamte Unternehmen – anhand unterschiedlicher, vorab vereinbarter Kriterien – nachhaltiger wird, also tatsächlich eine Transformationsleistung stattfindet.

Der folgende Beitrag gibt einen Überblick über den deutschen Markt für SLLs und skizziert die wesentlichen Nachhaltigkeitsmerkmale solcher Kreditinstrumente. Darüber hinaus beleuchtet der Artikel die Gründe, warum sich SLLs für Unternehmen und Kreditinstitute lohnen.

Der Markt für Sustainability-Linked Loans in Deutschland

Die Nachfrage deutscher Unternehmen nach SLLs hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Dabei setzen nicht nur kapitalmarktorientierte Unternehmen, sondern auch nicht-börsennotierte Gesellschaften und Mittelständler inzwischen auf dieses Finanzierungsinstrument.

Zwischen 2018 und Anfang 2022 hat mehr als ein Viertel der DAX-Unternehmen mindestens einen SLL abgeschlossen. Neben den DAX-Unternehmen lässt sich ein ähnlicher Trend auch bei den MDAX- und SDAX-Unternehmen beobachten: Rund 20 % der MDAX-Unternehmen und 5 % der SDAX-Unternehmen haben seit 2018 mindestens einen SLL abgeschlossen. Insgesamt belief sich das Gesamtvolumen der zugesagten SLL Fazilitäten im betrachteten Zeitraum auf 79 Mrd. EUR. Davon entfielen die größten Zusagen auf die Industriesektoren „Automotive“, „Electric Utilities“, „Telecommunications“ und „Chemicals“ an (siehe Abb. 1).

Insgesamt waren rund 60 % der deutschen Unternehmen, die zwischen 2018 und Anfang 2022 einen SLL abgeschlossen haben, kapitalmarktorientierte Unternehmen (s. Beispiele in Abb. 2, 3, 4). Dies ist nicht verwunderlich, da Nachhaltigkeitsaktivitäten auch für die Investoren am Kapitalmarkt eine immer wichtigere Rolle spielen. Einerseits suchen die Investoren zunehmend nach nachhaltigen Anlagemöglichkeiten. Andererseits berücksichtigen sie Nachhaltigkeitskriterien auch zunehmend im Rahmen ihrer Unternehmensbewertungen. SLLs haben somit eine wichtige Signalfunktion für kapitalmarktorientierte Unternehmen.

Doch auch nicht-börsennotierte Unternehmen wie bspw. Edeka, Gunvor Deutschland und die Stadtwerke München haben SLLs abgeschlossen. Ein Grund für die Attraktivität

Abbildung 2: Beispiele für DAX-Unternehmen, die SLLs abgeschlossen haben (in chronologischer Reihenfolge)

Unternehmen	Industrie	Datum der Bekanntmachung	Gesamtvolumen der Fazilität (EUR, Millionen)
Volkswagen	Automotive	01.12.2021	1.800,00
Fresenius Medical Care AG	Medical Equipment	02.07.2021	2.000,00
RWE	Electric Utilities	18.05.2021	5.000,00
Symrise	Specialty Retailers	05.05.2021	500,00
Covestro	Chemicals	17.03.2020	2.500,00
E.ON	Electric Utilities	24.10.2019	3.500,00
Henkel	Chemicals	14.12.2018	1.500,00

Bildnachweis: Bannier/2022

Quelle: Refinitiv Workspace

Abbildung 3: Beispiele für MDAX-Unternehmen, die SLLs abgeschlossen haben (in chronologischer Reihenfolge)

Unternehmen	Industrie	Datum der Bekanntmachung	Gesamtvolumen der Fazilität (EUR, Millionen)
Aurubris	Mining & Metals	01.02.2022	350,00
Kion Group	Industrial Machinery	04.10.2021	1.000,00
Varta	Electrical Components	04.06.2021	235,00
Wacker Chemie	Chemicals	15.12.2020	290,00
Telefónica Deutschland	Telecommunications	17.12.2019	750,00
Lanxess	Chemicals	02.12.2019	1.000,00
Dürr	Industrial Machinery	25.07.2019	750,00

Bildnachweis: Bannier/2022

Quelle: Refinitiv Workspace



Die Glaubwürdigkeit der im Kredit eingesetzten Nachhaltigkeitskriterien spielt eine zentrale Rolle, um zu vermeiden, dass SLLs als Greenwashing-Instrumente wahrgenommen werden.

dieses Kreditinstrument für Mittelständler liegt sicherlich auch in der für sie regulatorisch zunehmenden Bedeutung der Nachhaltigkeitsberichtserstattung. Denn nach der neuen CSR-Richtlinie² müssen künftig auch große, nicht kapitalmarkt-orientierte Unternehmen (ab 250 Mitarbeitern) in ihren Lageberichten über nichtfinanzielle Aktivitäten Auskunft geben. Da die Unternehmen somit zukünftig gezwungen sind, entspre-

² Die EU-Kommission veröffentlichte im April 2021 einen Entwurf, der eine Änderung der europäischen Richtlinie 2014/95/EU vorsieht. 2017 wurde die CSR-Richtlinie von 2014 in nationales Recht umgesetzt (§ 289b ff. HGB). Die neue CSR-Richtlinie soll nach dem bisherigen Zeitplan bis Ende 2022 in nationales Recht umgesetzt werden und ab Januar 2024 für das Geschäftsjahr 2023 gelten.

Abbildung 4: Beispiele für SDAX-Unternehmen, die SLLs abgeschlossen haben (in chronologischer Reihenfolge)

Unternehmen	Industrie	Datum der Bekanntmachung	Gesamtvolumen der Fazilität (EUR, Millionen)
Encavis	Electric Utilities	12.08.2021	125,00
Traton	Automotive	28.07.2020	3.750,00
Nordex	Renewable Energy Equipment	09.04.2020	1.210,00
Norma Group	Industrial Machinery	22.11.2019	300,00

Bildnachweis: Banner/2022

Quelle: Refinitiv Workspace

Abbildung 5: Beispiele für nicht-börsennotierte Unternehmen, die SLLs abgeschlossen haben (in chronologischer Reihenfolge)

Unternehmen	Industrie	Datum der Bekanntmachung	Gesamtvolumen der Fazilität (EUR, Millionen)
PreZero Stiftung & Co	Environmental Services	21.02.2022	150,00
Edeka Südwest	Food Retail & Distribution	09.09.2021	300,00
Gunvor Deutschland	Commodities	08.06.2020	450,00
Stadtwerke München	Electric Utilities	15.04.2019	500,00

Bildnachweis: Banner/2022

Quelle: Refinitiv Workspace

chende Nachhaltigkeitsdaten zu erheben, können sie daraus abgeleitete Kriterien unmittelbar in ihre Finanzierungsprozesse einbeziehen. Der Abschluss eines SLL stellt zudem eine Möglichkeit für die Unternehmen dar, ihr Engagement im Bereich Nachhaltigkeit öffentlichkeitswirksam zu unterstreichen. Unternehmen begründen ihre Wahl eines SLL daher häufig damit, dass dies eine „logische Weiterentwicklung“³ und Stärkung ihrer Nachhaltigkeitsstrategie darstellt.

Dabei spielt die Glaubwürdigkeit der im Kredit eingesetzten Nachhaltigkeitskriterien eine zentrale Rolle, um zu vermeiden, dass SLLs als Greenwashing-Instrumente wahrgenommen werden. Die LMA betont daher, dass die Nachhaltigkeitsziele der SLLs für die zentrale Nachhaltigkeits- und Geschäftsstrategie des Kreditnehmers von Relevanz sein sollten. Zudem unterstreicht sie, dass diese Ziele relevante ökologische, soziale

und/oder Governance-Herausforderungen der entsprechenden Industrie adressieren sollten.⁴

Darüber hinaus empfiehlt die LMA, vor dem Abschluss eine Stellungnahme von externen Prüfern (oft handelt es sich um eine Nachhaltigkeitsagentur wie bspw. Sustainalytics) zur Angemessenheit ihrer KPIs einzuholen – eine sogenannte Second Party Opinion. Insbesondere werden die Prüfer angehalten, die Relevanz, die Methodik und das Anspruchsniveau der ausgewählten Nachhaltigkeitskriterien zu bewerten.

Die nachstehende Tabelle fasst verschiedene Arten von Nachhaltigkeitskriterien zusammen, die in bisherigen SLLs deutscher Unternehmen zu beobachten sind. Die Beispiele verdeutlichen nicht nur die große Vielfalt an Kriterien, sondern zeigen auch, dass sich gewisse Kriterien-Gruppen zu etablieren scheinen: Während einige SLLs an übergeordneten KPIs festmachen wie

³ Edeka-Verband, 16.11.2021, EDEKA Südwest bindet Nachhaltigkeitsstrategie in Konzernfinanzierung ein. <https://verbund.edeka/presse/pressemeldungen/edeka-s%C3%BCdwest-bindet-nachhaltigkeitsstrategie-in-konzernfinanzierung-ein.html>

⁴ LMA März 2022, Sustainability-Linked-Loan Principles, S. 3, <https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/>

Abbildung 6: Die Nachhaltigkeitskriterien der Sustainability-linked Loans: Zinsmerkmale und Beispiele

Zinsmerkmale	Beispiele
Der Zinssatz ist an ein oder mehrere ESG-Ratings geknüpft, die von externen Agenturen vergeben werden.	Henkel: Der Zinssatz der Kreditfazilität wird auf Basis einer positiven Veränderung der Ratings von Sustainalytics, EcoVadis und ISS-oekom angepasst.
Der Zinssatz ist an ein oder mehrere Ziele im Bereich Umwelt, Soziales und Unternehmensführung gekoppelt.	Continental: Der Zinssatz ist an verschiedene Bedingungen geknüpft: die Umstellung des externen Strombezugs auf regenerative Quellen, die Steigerung des Anteils von weiblichen Führungspositionen, die Senkung der Unfall- und Krankheitsrate sowie die Steigerung des Anteils recycelten Abfalls.
Der Zinssatz ist an mehrere Umweltziele gekoppelt.	RWE: Der Zinssatz der Kredittranche ist an drei Bedingungen geknüpft: den Anteil des RWE-Erneuerbaren-Portfolios am Erzeugungspark, die Reduzierung der CO ₂ -Intensität des RWE-Anlagenportfolios sowie den Anteil der nachhaltigen Investitionen an den Gesamtinvestitionen gemäß den Taxonomie-Kriterien der EU-Kommission.
Der Zinssatz ist an eine Verringerung des CO ₂ -Fußabdrucks gekoppelt.	Wacker Chemie: Der Zinssatz ist an das Ziel gebunden, die CO ₂ -Emissionen bis 2030 um 33% zu senken.

Bildnachweis: Banner/2022

Quelle: Henkel, Continental, RWE, Wacker Chemie

bspw. ESG-Ratings, fokussieren sich andere auf eine Mischung von KPIs aus allen drei Nachhaltigkeitsbereichen (Umwelt, Soziales und Governance) oder berücksichtigen ausschließlich KPIs aus dem Umwelt-Bereich. Somit lassen SLLs – ebenso wie grüne Anleihen oder grüne Kredite – einen besonderen Schwerpunkt auf eine klimabezogene Nachhaltigkeitstransformation durchaus zu, beziehen diese jedoch auf das Gesamtunternehmen und nicht nur auf ausgewählte, abgegrenzte Projekte.

Die Vor- und Nachteile von SLLs für Kreditinstitute

Mittels SLLs sind Kreditinstitute in der Lage, über eine Variation des Kreditzinses Anreize für das nachhaltige Wirtschaften ihrer Kunden zu schaffen und so auch das Nachhaltigkeitsprofil ihres eigenen Portfolios zu beeinflussen. Auf diese Weise können sie potenzielle Nachhaltigkeitsrisiken mitigieren und zugleich ein entsprechendes Signal an Investoren sowie Regulatoren senden.

SLLs verursachen den Kreditinstituten jedoch auch einen gewissen zusätzlichen Aufwand,

der sich insbesondere aus der Neuartigkeit des Instruments ergibt und daher mit zunehmender Erfahrung mit dieser speziellen Kreditart sinken sollte. Dabei stellt vor allem die Festlegung und das Monitoring der Nachhaltigkeits-KPIs die Banken vor neue Herausforderungen. Zwar werden diese Kriterien in den meisten Fällen von den Kreditnehmern selbst vorgeschlagen und auch für das Einholen der Second Party Opinion zur Bestätigung der Relevanz und des Anspruchs der Nachhaltigkeitsziele sind üblicherweise die Kreditnehmer verantwortlich. Allerdings setzt ein passives Akzeptieren der vorgeschlagenen KPIs die Banken zunehmend einem potenziellen Greenwashing-Risiko aus – oder zumindest der Kritik, diesem nicht engagiert genug entgegenzutreten.

Es ist somit für die Zukunft davon auszugehen, dass die Kreditinstitute in der Auswahl der Nachhaltigkeitsziele für die SLLs eine aktivere Rolle spielen und auch die Zeithorizonte der KPIs stärker individuell steuern werden. Dabei erschließt das dauerhafte Monitoring dieser Nachhaltigkeitsziele den Banken zudem die Möglichkeit, ihre eigene Datenbasis im Nachhaltigkeitsbe-

reich zu ergänzen und somit auch ihre Expertise hinsichtlich der Beurteilung von wesentlichen Nachhaltigkeitskriterien in unterschiedlichen Branchen zu untermauern. Nicht zuletzt erlaubt dies den Banken auch, ihren eigenen Informationspflichten im Nachhaltigkeitsbereich besser nachzukommen.

Eine nicht zu unterschätzende Schwierigkeit aus Sicht der Kreditinstitute liegt auch in der Festlegung des Zinses in Abhängigkeit von den vereinbarten Nachhaltigkeits-KPIs. Derzeit ist zu beobachten, dass der Zinsvorteil durch das Erreichen der Nachhaltigkeitsziele oft noch relativ gering ist. In der Regel liegt er zwischen 5 % und 10 % der Basis-Marge – oft mit einer Obergrenze von 15 Basispunkten.⁵ Dies impliziert zwar einerseits eine nur geringe Ertragssensitivität der Banken durch die Vergabe von SLLs, andererseits jedoch auch nur eine schwache Anreizwirkung durch eine erfolgreiche Nachhaltigkeitstransformation bei den Kreditnehmern. Auch dies könnte potenziellen Greenwashing-Vorwürfen Vorschub leisten, so dass für die Zukunft von einer sensibleren Bepreisung dieses Kreditinstruments auszugehen ist.

Nicht zuletzt sehen sich die Kreditinstitute einem zunehmenden regulatorischen Druck ausgesetzt, ihr Portfolio nachhaltiger zu gestalten. Dies zeigt Art. 8 der Taxonomie-Verordnung (EU) 2020/852, spezifiziert durch den Delegierten Rechtsakt (EU) 2021/4987, welche von den Banken verlangen, ab 2024 den Anteil ihres klimafreundlichen Geschäfts durch die Ermittlung einer *Green Asset Ratio* offenzulegen. Hier ist allerdings zu konstatieren, dass derzeit noch nicht vollständig klar ist, ob SLLs tatsächlich als grüne (oder nachhaltige) Assets im Sinne der EU-Taxonomie angesehen werden können. Die Schwierigkeit ergibt sich aus der Logik der EU-Taxonomie, deren Klassifikation an nachhaltigen Aktivitäten festmacht, so dass Kredite entsprechend ihres Verwendungszwecks bewertet werden müssten. Da es jedoch gerade diese fehlende Zweckbindung ist, die SLLs zu einer besonders effektiven Unterstützung der Nachhaltigkeitstransformation werden lässt, wäre eine derart erschwerte Einordnung nach der Taxonomie deutlich kontraproduktiv und sollte in der zukünftigen Entwicklung der EU-Regulatorik adressiert werden.

Fazit

Zu einer ganzheitlichen Implementierung einer Nachhaltigkeitsstrategie zählt auch ihre

Einbindung in die unternehmerische Finanzierungspolitik. SLLs bieten dabei eine effektive Möglichkeit, die Nachhaltigkeitstransformation von Unternehmen – unabhängig von deren aktueller Position auf dem Transformationspfad – zu unterstützen. Dazu ist eine klare Identifikation von Nachhaltigkeitszielen nach Relevanz und Ambitionsniveau nötig, sowie die Erhebung der entsprechenden Nachhaltigkeitsdaten in den kreditnehmenden Unternehmen. Kreditinstitute können diesen Prozess begleiten und so auch über ihr Portfolio zur Nachhaltigkeitstransformation der Wirtschaft beitragen und Nachhaltigkeitsrisiken im Finanzsystem reduzieren. ■



Da es jedoch gerade diese fehlende Zweckbindung ist, die SLLs zu einer besonders effektiven Unterstützung der Nachhaltigkeitstransformation werden lässt, wäre eine derart erschwerte Einordnung nach der Taxonomie deutlich kontraproduktiv und sollte in der zukünftigen Entwicklung der EU-Regulatorik adressiert werden.



Prof. Dr. Christina E. Banner

Christina Banner ist Professorin für Banking & Finance an der Justus-Liebig-Universität Gießen, Leiterin des Sustainable Governance Labs, Aufsichtsrätin der Clearstream Banking AG, Sprecherin des Nachhaltigkeitsbeirates der Evangelischen Bank und Mitherausgeberin der ESGZ.



Alix Auzepy, M.Sc. & MPP

Alix Auzepy ist wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Professur für Banking & Finance, Justus-Liebig-Universität Gießen. Sie forscht zu den Themen Klimarisiken, Nachhaltigkeitsberichterstattung und Sustainable Finance Literacy.

⁵ S&P Global, 28.04.2021, Environmental, Social and Governance: How sustainability-linked debt has become a new asset class, <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210428-how-sustainability-linked-debt-has-become-a-new-asset-class-11930349>.