



Nachhaltige Schuldscheindarlehen

Vom strategischen Ansatz zur erfolgreichen Umsetzung

Inhalt

03 Editorial

04 Schuldscheindarlehen und Sustainable Finance

Welche Rolle spielt das Thema Nachhaltigkeit am Kapitalmarkt?

06 Use-of-Proceeds versus ESG-linked

Wie unterscheiden sich die beiden Varianten eines nachhaltigen Schuldscheins?

07 Exkurs Marktstandards und Rahmenwerke

Leitlinien für nachhaltige Investitionen

08 Strategische Vorüberlegungen

Welche Variante eines nachhaltigen Schuldscheins passt zu den Unternehmenszielen?

12 Best Practice: Hamburger Energiewerke

Use-of-Proceeds: Der passende Ansatz für den städtischen Energieversorger

12 Exkurs Energieversorger

Herausforderungen der Energiewende

14 Best Practice: PUMA

Für das Sportunternehmen ist der ESG-linked-Ansatz genau der richtige Weg

16 Markteinschätzung

Erfahrungen und Chancen im Markt für nachhaltige Schuldscheindarlehen

18 Ausblick

Wie geht es weiter mit Sustainable Finance?

19 Impressum/Disclaimer

Editorial

Nachhaltigkeit ist weit mehr als nur ein vorübergehender Trend oder eine reine regulatorische Anforderung. Nachhaltigkeit bedeutet für viele Unternehmen vor allem, sich für eine Zukunft einzusetzen, die sowohl ökologisch als auch ökonomisch tragfähig ist. Dabei spielen im Sinne der UN Sustainable Development Goals neben den umweltbezogenen Aspekten alle drei ESG-Dimensionen bei der Ausgestaltung einer übergreifenden Nachhaltigkeitsstrategie eine gleichermaßen wichtige Rolle.

Das Thema Nachhaltigkeit ist auch in den Unternehmenswerten und der Strategie der DZ BANK Gruppe fest verankert. Es ist integraler Bestandteil der Prozesse der strategischen Planung, des Risikomanagements und der Kreditprozesse. Die DZ BANK und ihre Gruppenunternehmen leisten damit ihren Beitrag zur Transformation hin zu einer nachhaltigen Wirtschaft. Gleichzeitig begleitet die DZ BANK ihre Kunden im Firmenkundengeschäft bei der Umsetzung ihrer Nachhaltigkeitsstrategie. Nachhaltige Finanzinstrumente, die durch das Rahmenwerk für nachhaltige Produkte der DZ BANK AG definiert sind, können hier einen wichtigen Beitrag leisten.

Als bedeutender Projektfinanzierer im Bereich der Erneuerbaren Energien sowie als Spezialist im Bereich Fördermittel ist die DZ BANK eine feste Größe.

Seit vielen Jahren setzen wir verstärkt auf Finanzinstrumente mit Nachhaltigkeitskomponenten und beraten Kunden zur individuell passenden nachhaltigen Finanzierungslösung. Neben nachhaltigen Krediten zählen hierzu vor allem Kapitalmarktprodukte mit nachhaltigen Anleihen sowie nachhaltige Schuldscheindarlehen.

Wir sehen Nachhaltigkeit als Schlüssel für langfristigen wirtschaftlichen Erfolg von Unternehmen. Nachhaltigkeit aus Bankensicht bedeutet, dass die Geschäftsmodelle unserer Kunden langfristig tragfähig sind.

Wie wir als DZ BANK gemeinsam mit unseren Kunden Hamburger Energiewerke und PUMA erfolgreich nachhaltige Schuldscheindarlehen bei Investoren platziert haben, zeigen wir Ihnen in der vorliegenden Publikation. Zunächst stellen wir Ihnen die zwei grundlegend unterschiedlichen Ansätze vor, die die beiden Unternehmen hierbei verfolgt haben. Abschließend erfahren Sie, wie wir die weitere Marktentwicklung und das Investoreninteresse an nachhaltigen Finanzinstrumenten einschätzen.

Schuldscheindarlehen und Sustainable Finance

Welche Rolle spielt das Thema Nachhaltigkeit am Kapitalmarkt?

Ein Schuldscheindarlehen ist eine bilaterale, nicht gelistete und nicht öffentliche Kreditvereinbarung. Sie entspricht in rechtlicher Hinsicht einem verzinslichen Gelddarlehen nach §§ 488 ff. BGB, unterliegt keiner Prospektpflicht und kann nicht zum Handel an einer Börse zugelassen werden. Die Notenbankfähigkeit ist bei von der Notenbank testierter Investment Grade (IG) Bonität gegeben. Das Instrument ist erstrangig und unbesichert.

Ein externes Rating von einer Ratingagentur ist dabei nicht notwendig, weswegen ein Schuldscheindarlehen grundsätzlich einer breiten Auswahl an Unternehmen als Fremdkapitalfinanzierungsinstrument zur Verfügung steht. Das Transaktionsvolumen sollte bei Erstemission mindestens EUR 50 Millionen betragen, wobei auch kleinere Volumina bei Folgeemissionen möglich sind (Privatplatzierung bei ausgewählten Investoren, nicht breit syndiziert). Emissionsgrößen liegen i.d.R. zwischen 100 und 300 Mio. Je nach Darlehensnehmerin sind auch deutlich größere Volumina möglich.

Die Laufzeiten liegen in der Regel zwischen 3 und 10 Jahren, dennoch sind auch längere Laufzeiten grundsätzlich möglich. Die Kosten für die Strukturierung und Umsetzung sind vergleichsweise gering und fallen als Einmalprovision für die arrangierenden Banken sowie Zahlstellengebühren an. Zusätzlich können noch Anwaltskosten für die Dokumentation bzw. ein Rechts-gutachten anfallen – Schuldscheindarlehen werden nach deutschem Recht begeben.

Eine der Hauptmotivationen von Unternehmen, ein Schuldscheindarlehen zu begeben, liegt in der Diversifikation der Fremdkapitalgeber über den bestehenden Bankenkreis hinaus und der Erschließung neuer Finanzierungsquellen. Dies ist insbesondere für Unternehmen relevant, die in den nächsten Jahren erhöhten Kapitalbedarf haben, der über den Hausbankenkreis nicht abgedeckt werden kann/soll. Typische Investoren sind deutsche, europäische und internationale Geschäftsbanken und Kreditinstitute sowie Versicherungen, Pensionskassen und Förderbanken. Auch regionale Institute wie Volksbanken, Raiffeisenbanken und Sparkassen sind regelmäßige Zeichner von Schuldscheindarlehen und schätzen das Instrument als stabile Kapitalanlage.

Grüne Finanzierungsprodukte und Fördermittel

ESG-Fremdkapitalfinanzierungsformen

Us-Of-Proceeds-Strukturen

- Green Bonds/SSD
- Social Bonds/SSD
- Sustainability Bonds/SSD
- Green/Social Loans
(gezogen)

ESG-Linked-Strukturen*

- ESG-Linked Bonds
- ESG-Linked SSD
- ESG-Linked Loans (RCF)

Fördermittelarten

Fördermittelprodukte

- Sicherheitenunterstützung
- Zuschüsse
- Eigenkapitalstärkung
- Zinsgünstige Darlehen

*alternative Bezeichnungen: Target-/Sustainability-Linked Strukturen

Nachhaltige Schuldscheindarlehen

In den letzten Jahren hat das Thema Nachhaltigkeit eine große Bedeutung am Kapitalmarkt erfahren: Sustainable Finance ist auf der einen Seite getrieben durch Unternehmen, die freiwillig oder verpflichtend Nachhaltigkeitsberichte erstellen, ESG-Daten zur Verfügung stellen, und die ihre Risiken in Bezug auf den Klimawandel stärker in ihrem Geschäftsmodell berücksichtigen. Auf der anderen Seite ist ESG bei vielen Investoren mittlerweile unverzichtbar, da die Risiken durch den Klimawandel, soziale Missstände oder ungenügende Unternehmensführung in die Investitionsentscheidungen einfließen.

Je nach Struktur der nachhaltigen Komponente kann die Erreichung spezifischer nachhaltiger Ziele auch explizit die Finanzierungskonditionen verbessern.

Dies ist auch regulatorisch getrieben, sei es durch die Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), die insbesondere für Investoren gilt, die selbst Finanzprodukte anbieten, oder durch Leitlinien der European Banking Authority (EBA), die Banken Vorgaben beim Thema ESG-Risikomanagement machen. Dabei sind nachhaltige Finanzierungen ein wichtiges Instrument, um Kapitalströme in nachhaltige Aktivitäten, beispielsweise in die Transformation von Unternehmen oder in die Unterstützung nachhaltiger Projekte zu lenken. Für die Strukturierung nachhaltiger Schuldscheindarlehen haben sich dabei verschiedene Optionen entwickelt, um das Potenzial nachhaltiger Finanzierungen zu nutzen.

Unabhängig von der Ausprägung der nachhaltigen Komponente lassen sich einige allgemeine Vorteile für die Begebung nachhaltiger Schuldscheindarlehen nennen:

Auf der einen Seite wirkt die Integration von Nachhaltigkeit in die Finanzierungsstrategie innerhalb des Unternehmens: Sie sorgt dafür, dass das Thema Nachhaltigkeit im Unternehmen verankert wird. Verschiedene Bereiche wie Finanzen, Treasury, Recht, Controlling, Reporting und natürlich Nachhaltigkeit werden enger vernetzt und können die durch die Transaktion entstandenen Strukturen als Basis für die Weiterentwicklung nutzen. Extern kommuniziert das Unternehmen seine Nachhaltigkeitsstrategie an Investoren und Kapitalmarktakteure, kann dadurch das eigene Profil weiter schärfen und die Glaubwürdigkeit der Nachhaltigkeitsstrategie erhöhen.

Durch die Integration in die Finanzierung unterstreicht der Emittent, dass Nachhaltigkeit Teil der Geschäftsstrategie ist und untrennbar mit den Werten des Unternehmens verbunden ist. Weiterhin unterstützt der nachhaltige Aspekt die Vermarktung und kann durch eine erhöhte Nachfrage implizit die Konditionen und die Platzierbarkeit verbessern, so dass im besten Fall entweder ein größeres Volumen oder ein niedrigerer Zinssatz erreicht werden kann.

Use-of-Proceeds versus ESG-linked

Wie unterscheiden sich die beiden Varianten?

Es gibt zwei Möglichkeiten für Unternehmen, den Markt für nachhaltige Schulscheindarlehen zu nutzen. Beide Varianten unterscheiden sich strukturell.

Grundlagen einer Use-of-Proceeds-Struktur

In der ersten Variante werden nachhaltige Projekte, Vorhaben oder anderweitige Investitionen und Infrastrukturprojekte durch zweckgebundene Kredit- oder Kapitalmarktinstrumente finanziert oder refinanziert. Diese Projekte können aus verschiedenen Themenbereichen kommen, wobei die Themen Energieeffizienz, Erneuerbare Energien sowie auch Kreislaufwirtschaft, nachhaltiges Wassermanagement oder Biodiversität am häufigsten abgedeckt werden. Grundsätzlich gibt es keine konkreten Vorschriften, jedoch sollten die finanzierten Projekte einen eindeutig nachhaltigen Nutzen haben, der quantitativ berichtsfähig ist. Auch eine Orientierung an der EU-Taxonomie kann helfen, ist jedoch keine Voraussetzung. So berücksichtigen zwar immer mehr Emittenten die Kriterien der EU-Taxonomie für die Mittelverwendung in ihren Green Bonds, eine vollkommene oder auch teilweise Übereinstimmung beobachten wir bisher jedoch in nur etwa einem Drittel aller Transaktionen.

Grundlagen einer ESG-linked-Struktur

Die zweite Variante fällt unter den Oberbegriff „ESG-linked“, wobei am Kredit- und Kapitalmarkt häufig auch die Bezeichnung „KPI-linked“ oder „Sustainability-linked“ zu finden ist. Hierbei werden die aufgenommenen Mittel für die allgemeine Unternehmensfinanzierung genutzt, die Zinskonditionen sind jedoch an vorher definierte nachhaltige Kriterien – quantitative KPIs und dazugehörige Zielwerte – gekoppelt.

Die Target-linked-Variante bietet sich für Unternehmen an, die eine ambitionierte Nachhaltigkeitsstrategie und ehrgeizige Transformationsziele verfolgen, die aber keine signifikanten Investitionen in eindeutig grüne oder anderweitig nachhaltige Projekte haben, oder die die Flexibilität bei der Verwendung des aufgenommenen Kapitals behalten, sich aber dennoch gegenüber den Kreditgebern ihren Nachhaltigkeitszielen verpflichten wollen.

Wie bei der Use-of-Proceeds-Variante haben sich auch hier Marktstandards der ICMA (Sustainability LinkedBond-Principles) und LMA (Sustainability Linked Loan-Principles) entwickelt, die aus fünf Kernkomponenten bestehen und an denen sich die meisten Emittenten orientieren:

- 1. Auswahl der KPIs**
- 2. Kalibrierung der Sustainable Performance Targets**
- 3. Verlinkung**
- 4. Reporting**
- 5. Prüfung**

Am Markt für Anleihen hat es sich ebenfalls etabliert, ein Rahmenwerk zu erstellen und dieses durch eine Second-Party-Opinion in Bezug auf die Sustainability-Linked-Bond-Principles prüfen zu lassen. Am Kredit- und Schulscheinmarkt wird von den Kreditgebern zwar eine Orientierung an diesen Prinzipien vorausgesetzt, ein Rahmenwerk wird jedoch nicht erwartet. Dies ist für viele Unternehmen einer der Hauptvorteile dieser Struktur, da die internen und externen Kosten für die Erstellung eines Rahmenwerks inklusive externer Prüfung entfallen.

Innerhalb der vorgestellten fünf Kernkomponenten liegt der Fokus insbesondere auf der Auswahl der KPIs und die Kalibrierung der „Sustainability-Performance-Targets“ (SPTs), also der Zielwerte. So sollten die KPIs relevant, von zentraler Bedeutung und wesentlich für das Gesamtgeschäft des Unternehmens sein – und somit von hoher strategischer Bedeutung sein. Weiterhin sollten

sie messbar und quantifizierbar sein, die Berechnungsmethodik sollte klar und eindeutig sein, und im besten Fall sollte eine Historie zur Verfügung stehen.

Für die Zielsetzung gibt es eine wichtige Voraussetzung: Die Ziele sollen eine wesentliche Verbesserung zum Status quo darstellen, also über einen „Business-as-usual“-Ansatz hinausgehen. Emittenten sind hier nicht auf vordefinierte KPIs festgelegt, sondern sollten anhand einer eigenen Materialitätsanalyse die für sie wichtigsten nachhaltigen Themen abdecken. Dies können sowohl ökologische als auch soziale Themenfelder sein.

Auch die Anzahl der KPIs ist nicht festgelegt, bewegt sich aber in der Regel zwischen zwei bis drei KPIs. Alternativ wählen Unternehmen auch ein ESG-Rating als KPI, entweder als alleinigen oder als einen von mehreren KPIs, wobei der Anteil an ESG-Ratings in nachhaltigen Transaktionen aktuell leicht rückläufig ist.

Die dritte wichtige Komponente ist die Verlinkung zwischen den erreichten Werten der KPIs und den Einfluss

auf das Finanzinstrument. In der Dokumentation wird diese festgelegt: In der Regel sinkt die Marge, wenn die Ziele erreicht werden, und steigt, wenn sie nicht erreicht werden – bei einer teilweisen Zielerreichung kann sie auch unverändert bleiben.

Ein wichtiger Unterschied zwischen dem Schuldcheinmarkt und Kreditmarkt auf der einen und dem Anleihemarkt auf der anderen Seite liegt darin, dass bei Anleihen für gewöhnlich nur eine Erhöhung der Marge bei Nichterreicherung der Ziele erfolgt, jedoch keine Reduzierung bei Zielerreichung. Am Schuldcheinmarkt funktioniert der Mechanismus in beide Richtungen.

Die nächste Komponente ist das Reporting. Dieses sollte für die KPIs mindestens jährlich und auf jeden Fall zu jedem der festgelegten Daten für die Zielwerte erfolgen. Die letzte wichtige Komponente ist schließlich die Prüfung der Ziele für die entsprechenden KPIs. Diese sollte eine unabhängige und externe Drittpartei vornehmen. In den meisten Fällen ist dies der Wirtschaftsprüfer des Unternehmens.

Exkurs Marktstandards und Rahmenwerke

Leitlinien für nachhaltige Investitionen

Für Unternehmen, die ein Use-of-Proceeds-Instrument begeben wollen, haben sich mittlerweile Marktstandards etabliert. So orientieren sich fast ausnahmslos alle Emittenten im Schuldcheinmarkt an den ICMA Green Bond Principles (GBP) und den LMA Green Loan Principles (GLP). Um die Übereinstimmung mit diesen Standards nachzuweisen, werden in der Regel „Frameworks“, also Rahmenwerke entwickelt, die durch die Orientierung an den Standards meist eine sehr ähnliche Struktur aufweisen.

Rahmenwerke sollten zuvorderst als ein Marketingdokument betrachtet und entsprechend aufgebaut werden. In den einleitenden Kapiteln wird in der Regel der Emittent und dessen Nachhaltigkeitsstrategie beschrieben. Außerdem begründet der Emittent hier seine Motivation für die Emission nachhaltiger Finanzinstrumente. Ebenfalls werden in vielen Fällen eine Auflistung der vom Emittenten unterstützten UN-Nachhaltigkeitsziele („UN Sustainable Development Goals“, „UN SDGs“) vorgenommen.

Der Hauptteil des Frameworks ist üblicherweise in die vier Kernkomponenten der GBP / GLP sowie der Empfehlung zur externen Prüfung unterteilt. In diesen Kapiteln legt der Emittent die Struktur und Vorgehensweise hinsichtlich der Empfehlungen der GBP dar. Diese vier Kernkomponenten bestehen aus den folgenden Elementen:

- 1. Verwendung der Emissionserlöse**
- 2. Prozess der Projektbewertung und -auswahl**
- 3. Management der Erlöse**
- 4. Berichterstattung**

Neben den vier Kernkomponenten wird außerdem ein Kapitel zur externen Prüfung empfohlen, in dem Bezug auf eine separat veröffentlichte bzw. zu veröffentlichte Second Party Opinion oder weitere Zertifizierungen vor (gewöhnlich für das Rahmenwerk) und nach (gewöhnlich für die Berichterstattung) der Emission genommen wird.

Es gibt zwar keine rechtliche oder regulatorische Verpflichtung für die Erstellung eines Rahmenwerks. Dennoch hat sich dieses Vorgehen am Kredit- und Kapitalmarkt etabliert, weswegen bei breiter vermarktetem Use-of-Proceeds-Transaktionen ein Rahmenwerk in der Regel dazugehört. Für kleinere, an einen oder wenige Investoren gerichtete Transaktionen sind jedoch auch Strukturen ohne Rahmenwerk denkbar, da für diese Art von Transaktionen die breite Vermarktung wegfällt und die Komponenten einer grünen Emission direkt in die Vertragsdokumentation aufgenommen werden können.

Darüber hinaus hat auch die EU-Regulierung (z.B. durch die EU-Taxonomie) das Potenzial, Rahmenwerke für gewisse Transaktionen zu ersetzen. So muss ein Emittent gemäß der European Green Bond Standard-Regulatorkritik kein Rahmenwerk, sondern ein sogenanntes Factsheet erstellen. Die Form ist dabei von der EU vorgegeben. Dieses muss jedoch ebenfalls, genau wie ein Rahmenwerk, extern geprüft werden, und das Herzstück des Factsheets ist ebenfalls die Beschreibung der Mittelverwendung, die in Übereinstimmung mit der EU-Taxonomie erfolgen muss.

Auch der Bundesverband Öffentlicher Banken hat mit der Marke „Green SSD“ ein Konzept für ein nachhaltiges Schuldcheindarlehen ohne Rahmenwerk aber mit EU-TaxonomieÜbereinstimmung erstellt, das sich derzeit jedoch noch nicht am Markt etabliert hat.

Strategische Vorüberlegungen

Welche Variante eines nachhaltigen Schuldscheins passt zu den Unternehmenszielen?

Bei der Auswahl der richtigen Struktur müssen Unternehmen einige Aspekte berücksichtigen, um die für sie passende Struktur zu wählen. Es gibt sowohl für eine Use-of-Proceeds- als auch für eine ESG-linked-Struktur viele positive Argumente. Unabhängig von der Struktur führt eine ESG-Komponente grundsätzlich zu einer stärkeren Nachfrage unter Investoren und wirkt somit am Schuldenscheinmarkt als Kaufverstärker. Nachhaltige Investitionen sind gefragt, weil sie die Transparenz erhöhen, die Ziele der Investoren unterstützen und die Transformation der Unternehmen vorantreiben. Jedoch sollten auch die Herausforderungen berücksichtigt werden, die beide Varianten jeweils mitbringen.

Use-of-Proceeds: Vor- und Nachteile

Der größte Vorteil bei einer Use-of-Proceeds-Struktur ist ohne Zweifel die Möglichkeit, nachhaltige Investitionen abzugrenzen und diese explizit nachhaltig zu finanzieren. Dies ist insbesondere für Sektoren relevant, die sich aktuell noch in der Transition befinden und daher Aktivitäten in noch weniger nachhaltige Geschäftsbereiche ausweisen (müssen).

Insbesondere Energieversorger sind daher prädestiniert für ein Use-of-Proceeds-Instrument. Denn auf der einen Seite nutzen viele Unternehmen aus dem Energiesektor noch aktiv fossile Energieträger, da diese nicht von heute auf morgen abgestellt werden können und die Kapazitäten von Erneuerbaren Energien zur Abdeckung des Energiebedarfs noch nicht vollends ausreichen. Wenn Investoren nun in ein Instrument für allgemeine Unternehmensfinanzierung von einem Energieunternehmen investieren, das noch fossile Abhängigkeiten hat, müssen die Investoren anteilmäßig

diese Aktivitäten mit auf ihr Portfolio übertragen. Damit erhöht sich auch der Anteil der finanzierten Aktivitäten in fossile Energieträger, obwohl die Mittel eindeutig für den Aufbau grüner oder nachhaltiger Energie verwendet werden und das Unternehmen sein fossiles Geschäftsfeld abbaut.

Dieses „Marktversagen“ wird durch ein Use-of-Proceeds-Instrument geheilt, da der Emittent einen Nachweis erbringt, dass die Mittel in nachhaltige Projekte gemäß vorher definierter Kriterien fließen. Diese definiert das Unternehmen in einem sogenannten Green Finance Rahmenwerk (so genanntes Framework), welches spätestens beim Start der Transaktion vorliegen sollte. Auf das Rahmenwerk wird in der vertraglichen Dokumentation in Bezug auf den Verwendungszweck referenziert.

Die Möglichkeit, sowohl vergangene Projekte als auch zukünftige Projekte zu finanzieren, erhöht zudem die Flexibilität. Als Marktstandard hat sich hier ein Rahmen von zwei bis drei Jahren sowohl für die zurückliegende als auch die zukünftige Periode entwickelt. Dies ist jedoch ein selbstaufgelegter Rahmen, den jeder Emittent für sich selbst im Rahmenwerk definiert. So ist sowohl ein Szenario denkbar, in dem die Erlöse bereits bei Begebung des Schuldenscheins zu 100% für in der Vergangenheit liegende Investitionen allokiert sind. Ebenfalls ist es denkbar, dass alle nachhaltigen Investitionen bei Mittelaufnahme noch in der Zukunft liegen. Und ebenso ist jede Aufteilung dazwischen denkbar. Dies gibt dem Unternehmen ein hohes Maß an Flexibilität und macht es für die meisten Unternehmen überhaupt erst möglich, ein grünes Instrument zu geben.

Damit ist ein grüner Schuldsschein ein Instrument, das Synergien hebt: Auf der einen Seite kann ein einmal aufgesetztes Rahmenwerk auch für zukünftige Transaktionen ohne Mehraufwand genutzt werden. Dies ist besonders für Unternehmen ein Vorteil, die einen größeren Finanzierungsbedarf für ihre nachhaltigen Investitionen haben. Auf der anderen Seite kann auch ein bereits aufgesetztes und implementiertes Reporting genutzt werden. So können die Kriterien der EU-Taxonomie relativ einfach bei der Auswahl der Projekte berücksichtigt werden, wenn bereits regulatorisch induziert oder freiwillig getrieben ein bestehendes Taxonomie-Reporting erstellt wurde. Die oftmals damit einhergehende externe Validierung der Taxonomie-Daten unterstützt direkt die Glaubwürdigkeit. Zudem erhöht auch die „Second Party Opinion“ als externes Review, die das Rahmenwerk beurteilt, die Glaubwürdigkeit in der Außenwirkung und wirkt „Greenwashing“-Risiken entgegen.

Vor der Begebung eines nachhaltigen Schuldsscheins müssen jedoch auch die Herausforderungen betrachtet werden. Das Aufsetzen eines Rahmenwerks geht mit einem einmaligen intensiven Arbeitsaufwand einher. Die Arbeit an einem Green Finance Frameworks, das sich an den Marktstandards orientiert, bindet intern Ressourcen, die für gewöhnlich aus den Teams Finanzen, Controlling- und/oder Nachhaltigkeit kommen. Zwar hilft in der Regel ein Bankpartner beim Aufsetzen und bei der Formulierung des Rahmenwerks sowie der konkreten Formulierung der angewandten Kriterien. Die Identifikation der nachhaltigen Assets ist jedoch oft ein größerer Aufwand für das Unternehmen, da in der Regel die verschiedenen Stakeholder bei der Überprüfung der Kriterien einbezogen werden müssen.

Des Weiteren bedarf es der Einführung von internen Prozessen und zusätzlichen Arbeitsschritten, um die notwendige Berichterstattung über Allokation und Umweltauswirkungen zu leisten. Die damit verbundenen internen Kosten hängen entsprechend stark vom Set-up des Emittenten ab und sind schwer zu prognostizieren. Jedoch kann durch die Implementierung effizienter Auswahl- und Berichtsprozesse eine dynamischere Organisationsstruktur unterstützt und zusätzliches Wissen generiert werden.

Ein Großteil der Investoren am Schuldscheinmarkt betrachtet eine ESG-Komponente als Kaufverstärker.

Neben den internen Kosten ist der zweite wesentliche Faktor der externe Kostenblock: Der Preis einer Second Party Opinion liegt, in Abhängigkeit vom Anbieter und von den Leistungen, in der Regel zwischen €15.000 und €30.000. Die große Spanne erklärt sich auf der einen Seite durch einen Preiskampf, der sich in den letzten Jahren intensiviert hat. Auf der anderen Seite können zusätzliche Leistungen wie eine Konformitätsprüfung der EU-Taxonomie oder eine große Auswahl an nachhaltigen Projekten, die jeweils vom Anbieter überprüft werden, die Kosten beeinflussen. Bei der Ansprache sowie in den Gesprächen mit den Second Party Opinion-Anbietern selbst kann jedoch der Bankpartner administrativ und fachlich unterstützen.

Auch das Aufsetzen einer Berichterstattung über die Mittelverwendung und den nachhaltigen Nutzen (Allokations- und Wirkungsbericht), der in der Regel jährlich, aber nur bis zur vollständigen Allokation erstellt und veröffentlicht wird, verursacht internen Aufwand. Da es sich sowohl bei den internen als auch bei den externen Kosten größtenteils um einmalige Aufwendungen handelt, lohnt sich das Aufsetzen eines Rahmenwerks und die Emission eines nachhaltigen Use-of-Proceeds-Schuldsscheins umso mehr, je höher das Volumen der aufgenommenen Mittel unter dem Rahmenwerk sind.

ESG-linked: Vor- und Nachteile

Aus Kapitalgebersicht bietet die ESG-linked-Variante den Vorteil, dass sich der Kreditnehmer seinen Nachhaltigkeitszielen gegenüber auch finanziell verpflichtet. Dies unterstreicht die Ernsthaftigkeit, mit der das Unternehmen seine Ziele verfolgt. Für Investoren ist es eine Absicherung in Form einer finanziellen Entschädigung, sollte der Kapitalnehmer seine gesetzten Ziele verfehlt. Unternehmen bietet es die Chance, explizit die eigenen Finanzierungskosten zu senken. Ebenso profitiert das Unternehmen von einem insgesamt erhöhten Interesse an nachhaltigen Strukturen in der Finanzierung, was sich wiederum implizit positiv auf die Finanzierungskosten und Platzierbarkeit des Schuld-scheindarlehens auswirkt.

Die ESG-linked-Variante hat darüber hinaus den Vorteil, dass die beteiligten Abteilungen ein tiefes Verständnis für die Nachhaltigkeitsambitionen und Anstrengungen des Unternehmens erhalten. Dies betrifft zum größten Teil die Treasury- und Finanzteams. Ebenso erhalten die Nachhaltigkeitsteams bereichsübergreifend die Chance, ihre Anstrengungen mit entsprechenden Datenaufbereitungen innerhalb des Unternehmens zu transportieren. Außerdem gewinnt das Thema eine immer größere Bedeutung, da durch die Verankerung in der Finanzierung eine breitere Verantwortung und ein stärkeres Bewusstsein für das Thema im Unternehmen entsteht.

Die Nachhaltigkeitsberichtserstattung, auch und vor allem regulatorisch getrieben, bietet eine konkrete Hilfestellung für Unternehmen, das Thema auch in der Finanzierung zu nutzen, da hierdurch Synergien gehoben werden können. Insbesondere die externe Validierung der ESG-Daten durch den Wirtschaftsprüfer, die unter EU-Vorgaben für viele Unternehmen verpflichtend ist oder wird, erfüllt eine der Grundvoraussetzungen für Sustainable Finance und erhöht die Glaubwürdigkeit der Nachhaltigkeitsstrategie.

Ein weiterer Vorteil einer ESG-linked-Struktur: Durch die Auswahl messbarer und eindeutiger Indikatoren können Fortschritte in Bezug auf Nachhaltigkeitsziele datenbasiert widergespiegelt werden. Diese lassen sich, wenn sie passend gewählt werden, effizient in die Unternehmensstrategie und relevante Prozesse integrieren.

Ebenso ist die Mittelverwendung nicht zweckgebunden. Somit kann das Unternehmen frei über das eingesammelte Kapital verfügen. Und während eine laufende jährliche Berichterstattung über die Laufzeit des Schuld-scheindarlehens bis zum mindestens vereinbarten letzten Jahr, für das Ziele definiert wurden, sichergestellt sein sollte, ist die Erstellung eines Rahmenwerks und die Einholung einer Second Party Opinion nicht notwendig. Dies spart in der Regel Zeit und Ressourcen.

Vorteilhaft ist auch, dass die Ziele nicht zwingend bis zum Ende der Laufzeit festgelegt werden müssen. So wird für gewöhnlich das letzte Ziel im Jahr vor Anbruch der letzten Zinsperiode festgesetzt, da die auf die ESG-Ziele bezogene Margenanpassung immer vor Anbruch der Zinsperiode stattfindet. Daher kann es in einigen Fällen sogar sein, dass Unternehmen das letzte Ziel im Kalenderjahr festlegen, das zwei Jahre vor dem Kalenderjahr der Fälligkeit liegt. Auch eine vorherige Beendigung des ESG-Links ist denkbar, wenn die Ziele bereits vorher enden, so dass es am Ende der Laufzeit Zinsperioden gibt, die keinen ESG-Margenanpassungen mehr unterliegen. Dies wird für gewöhnlich bei länger laufenden Schuld-scheinen vereinbart.

Ein weiterer Vorteil ist, dass die Nicht-Erreichung oder auch die Nicht-Einreichung der Zielwerte für gewöhnlich keinen Kündigungsgrund darstellt, sondern im schlimmsten Fall nur den „step-up“ – also eine Margenerhöhung bei Nicht-Erreichung der Ziele in Höhe von gewöhnlich 2,5 bis 5 Basispunkten – nach sich zieht.

Emittenten müssen sich jedoch vor Begebung eines ESG-linked-Schuld-scheindarlehens auch der Herausforderungen bewusst sein, die solch eine Transaktion mit sich bringt. Zuerst einmal werden die KPIs und Zielwerte vor der Transaktion und für eine gewisse Zeit in die Zukunft definiert. Das bedeutet, dass Aktualisierungen der Ziele oder materielle Änderungen in der Berechnungsgrundlage (z. B. aufgrund von Unternehmens-zusammenschlüssen) über die Laufzeit des Schuld-scheindarlehens nicht automatisch für die Transaktion übernommen werden, sondern hier eine Anpassung nötig ist. Es ist mittlerweile jedoch Standard, dass man für solche Szenarien entsprechende Vorgehensweisen in die Dokumentation einbaut, und der ESG-Link im „worst case“ entsprechend beendet werden kann, sollte keine Anpassung möglich sein.

Ein weiteres Szenario kann eintreten, wenn sich die Berechnungsgrundlage zwar nicht ändert, die KPIs selbst aber für den Emittenten an Relevanz verlieren. Da dies oft auf einer subjektiven Einschätzung beruht und von Dritten schwierig zu beurteilen ist, inwiefern die Relevanz für das Unternehmen abgenommen hat, muss der Emittent im Zweifel weiterhin über KPIs berichten, die nicht mehr Teil der Unternehmens- und/oder der Nachhaltigkeitsstrategie sind.

Ebenso sind ESG-Link-Konzepte anfälliger für „Greenwashing-Vorwürfe“. Materielle KPIs und ambitionierte Zielwerte vom Unternehmen werden in Zusammenarbeit mit einem oder mehreren Bankpartnern entwickelt. Dabei kann die Einschätzung des ESG-Konzepts subjektiv sein und es können Informationsasymmetrien entstehen, da in die Ermittlung von KPIs oft auch vertrauenswürdige und nicht-öffentliche Informationen einfließen.

Auch das Timing kann eine Rolle bei der Emission einer ESG-linked-Struktur spielen. Falls das Unternehmen gerade seine Nachhaltigkeitsstrategie überarbeitet, aktuell nur kurzfristige Ziele vorhält oder ein Großteil der Ziele bereits weit vor dem Zieldatum erreicht hat,

kann es herausfordernder sein, ein ESG-Konzept zu erstellen. Gerade für den letzten Punkt etabliert sich am Markt aber immer mehr das Bewusstsein, dass Ziele sich nicht immer nur durch eine Änderung des Werts verbessern, sondern dass auch die Beibehaltung eines einmal erreichten Niveaus ein ambitioniertes Ziel sein kann.

Der wichtigste Punkt bei einer ESG-linked-Variante ist natürlich auch der finanzielle Anreiz: Während das Erreichen der Ziele mit einer Verringerung der Finanzierungskosten einhergeht, hat das Verfehlen ebendieser eine Erhöhung der Finanzierungskosten zur Folge. Da oft mehrere KPIs gewählt werden, bleibt die Marge bei einer teilweisen Zielerreichung oft unverändert.

Best Practice: Hamburger Energiewerke



Use-of-Proceeds: Der passende Ansatz für den städtischen Energieversorger

Die Hamburger Energiewerke (HEnW) sind ein zu 100 Prozent städtischer Energieversorger und damit Teil der Hansestadt Hamburg. Das Unternehmen ist Treiber der Hamburger Energiewende und deckt die komplette Wertschöpfungskette der Energieversorgung ab: von der Erzeugung, dem Netz- und Anlagenbetrieb über die Verteilung bis hin zum Vertrieb. Kunden sind sowohl Geschäfts- als auch Privatkunden, denen neben einer Vielzahl an Ökostrom- und Wärmeprodukten ebenfalls Unterstützung bei Lösungen zu Photovoltaik, Elektromobilität sowie energetischen Quartierslösungen und Nahwärmenetzen angeboten wird.

Die HEnW verfügen dabei über drei Geschäftsfelder: Das Geschäftsfeld „Wärme“ umfasst das städtische Fernwärme-Verbundsystem sowie die Entwicklung neuer Versorgungsgebiete durch klimafreundliche Quartiere und dezentrale Fernwärmennetze. Mit dem Geschäftsfeld „Commodity“ versorgen die HEnW ihre Kundinnen und Kunden mit Ökostrom, Gas und zukünftig auch PV- und Wärmepumpenprodukte. Das Portfolio zur Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Quellen in ihrem dritten Geschäftsfeld „Erneuerbare Energien“ wird kontinuierlich ausgebaut. Ziel ist es, im Jahr 2030 jährlich rund 800 Gigawattstunden grünen Strom zu erzeugen. Das entspricht etwa einem Drittel des prognostizierten Bedarfs der HEnW für die Wärmewende (z. B. für Großwärmepumpen), die Mobilitätswende (Stichwort Elektromobilität) und die Ökostromkundinnen und -kunden.

Die Energiewende in der Region ist mit hohen Investitionen in den nächsten Jahren verbunden. Allein in den Jahren 2025 bis 2029 investieren die Hamburger Energiewerke 2,5 Milliarden Euro in die nachhaltige Transformation. Die Außerbetriebnahme der bestehenden Kohlekraftwerke und die gleichzeitige Umstellung auf grünen Strom und klimaneutrale Fernwärme, getrieben durch den Bau der beiden Energieparks Hafen und Tiefstack, erfordern dabei große Transformationsinvestitionen in einer Übergangszeit, in der Kohle graduell ab- und nachhaltige Energie aufgebaut wird.

Exkurs Energieversorger

Herausforderungen der Energiewende

Im Angesicht der Energie- und Wärmewende sieht sich die gesamte Energieversorgungsbranche mit enormen Herausforderungen konfrontiert. Der erforderliche Ausbau der Erzeugungskapazitäten und der Netzinfrastruktur erfordert enorme Investitionen der deutschen Energiewirtschaft. Dafür braucht es ein Umdenken und eine Diversifikation der Finanzierung innerhalb der gesamten Branche. In diesem Zusammenhang wird die Finanzierung über den Kapitalmarkt oder kapitalmarktnahe Produkte zunehmend zu einer attraktiven Möglichkeit der Kapitalaufnahme für Energieversorger, Stadtwerke und Netzbetreiber.

Investitionsbedarf der Energiewende in Deutschland

721 Mrd. € bis 2030

Quelle: EY, bdew

Motivation: Gestalter und Treiber der Hamburger Energiewende

Die Transformation weg von fossiler und hin zu nachhaltiger Energie benötigt hohe Investitionen. Die Hamburger Energiewerke haben den Finanzierungsbedarf bereits frühzeitig antizipiert und 2021 begonnen, sich mit nachhaltigen Finanzierungen auseinanderzusetzen. Beim ersten Schuldscheindarlehen lag der Fokus der HEnW auf einer transparenten und offenen Kommunikation ihrer Nachhaltigkeitsstrategie und des Transformationspfads. Nachhaltigkeit ist bei den Hamburger Energiewerken integraler Bestandteil der Unternehmensstrategie.

Dabei gab es fünf wesentliche Argumente, die für eine grüne Finanzierung sprachen:

1. Beitrag zur Energiewende: Die Hamburger Energiewerke tragen ihren Teil dazu bei, die Energiewende voranzutreiben. Dabei sind nachhaltige und grüne Finanzierungen ein wesentlicher Baustein, die nötigen Mittel einzusammeln und die Energiewende zu unterstützen.

2. Finanzierung nachhaltiger Projekte: Die signifikanten Investitionen der Hamburger Energiewerke fließen in eindeutig nachhaltige Projekte und lassen sich daher sehr gut durch eine Use-of-Proceeds-Struktur (re-)finanzieren.

3. Zugang zu (neuen) Investoren: Eine nachhaltige Komponente in der Finanzierung unterstützt auf der einen Seite bei der Erschließung neuer Investoren, was insbesondere für Debüt-Emittenten am Schuldmarkt eine wichtige Rolle spielt. Auf der anderen Seite stellen Investoren mit dem Investment in einen grünen Schuldschein sicher, dass ihre Mittel eindeutig nachhaltigen Projekten zufließen.

Die Hamburger Energiewerke haben das ehrgeizige Ziel, bis 2030 aus der Kohle auszusteigen. Die nachhaltige Reduktion des CO₂ Ausstoßes der Wärme- und Stromerzeugung von bis zu 1,5 Millionen Tonnen im Jahr, hilft Investoren, ihre Finanzierung abzugrenzen und ist damit eine wichtige Voraussetzung.

4. Transparenz: Die Hamburger Energiewerke können insbesondere durch die Erstellung und Vermarktung eines Green-Finance-Rahmenwerks ihre Nachhaltigkeitsstrategie klar darlegen und die Investitionen zu den dazugehörigen Projekten unterstützend positionieren.

Der Allokations- und Wirkungsbericht, der den Investoren im Nachgang zur Verfügung gestellt wird, sorgt für weitere Transparenz, wie die Mittel tatsächlich eingesetzt worden sind.

5. Vermarktungsunterstützung: Insbesondere im regionalen Versorger-Markt steigt aktuell – aber auch in Zukunft – der Bedarf an kapitalmarktnahen Finanzierungen: Denn durch den erhöhten Investitionsbedarf entsteht eine Finanzierungslücke, die die Hausbanken nicht allein schließen können. Eine ESG-Komponente sorgt auf der einen Seite für Aufmerksamkeit am Markt, da der große Teil der Transaktionen weiterhin konventionell begeben wird. Weiterhin verstärkt er die Glaubwürdigkeit der Transformationsbemühungen bei den Investoren. Die Use-of-Proceeds-Komponente kann zudem Nachfrage von Investoren generieren, die nicht in einen konventionellen Schuldschein investiert hätten.

Die Hamburger Energiewerke konnten auf dieser Basis im Mai 2024 ihr erstes grünes Schuldscheindarlehen begeben. Als Basis diente das für diese und zukünftige Transaktionen erstellte „Green Finance Framework“. Dieses orientierte sich am Marktstandard der ICMA Green Bond Principles und berücksichtigte Kriterien der EU-Taxonomie. Die dazugehörige Second Party Opinion durch eine etablierte Drittpartei bewertete das Ramenwerk der HEnW mit der besten Note.

Die Hamburger Energiewerke gingen mit der Intention an den Markt, einen € 150 Millionen großen Schulschein zu begeben. Das Volumen konnte jedoch auf Basis der hohen Nachfrage auf € 400 Millionen aufgestockt werden. Dabei partizipierten 58 Investoren – neben Banken auch Asset Manager, Pensionskassen und Versicherungen, wobei die Laufzeiten von 5 bis 33 Jahren reichten.

Die Hamburger Energiewerke leisten mit der Umsetzung des Kohleausstiegs bis 2030 den größten Einzelbeitrag zum Erreichen der Hamburger Klimaschutzziele.

Best Practice: PUMA



Für das Sportunternehmen ist der ESG-linked-Ansatz genau der richtige Weg

PUMA ist ein globales Sportunternehmen aus Hergenaurach, das Textilien, Schuhe und Accessoires produziert, vermarktet und verkauft. Dabei liegt der Fokus neben dem Teamsport – beispielsweise als Ausrüster der Fußballmannschaften von Manchester City, AC Mailand und Borussia Dortmund – unter anderem auf Leichtathletik, Motorsport, Golf und Basketball. Mit über € 8,8 Milliarden Umsatz und 22.000 Mitarbeitenden 2024 gehört PUMA weltweit zu einem der führenden Unternehmen der Branche.

Das Thema Nachhaltigkeit hat PUMA gerade in den letzten Jahren maßgeblich nach vorn getrieben und z.B. 2019 seine 10FOR25-Ziele veröffentlicht. Die darin definierten Nachhaltigkeitsziele, zu denen sich PUMA bis 2025 verpflichtet hatte, wurden in zehn Bereiche gegliedert. Diese umfassen ökologisch nachhaltige Bereiche wie den Klimaschutz, Kreislaufwirtschaft oder Wasser und Luft, als auch soziale Bereiche wie Menschenrechte und faire Löhne. Hierzu wurden mehrere Zwischenziele definiert, über deren aktuellen Stand und Fortschritt als Teil des jährlichen Geschäftsberichts informiert wurde.

Im Jahr 2024 wurden die 10FOR25-Ziele mit der Vision 2030 weiterentwickelt. In dem aktualisierten Konzept wurden drei Bereiche – Klima, Kreislaufwirtschaft, Menschenrechte – samt Unterthemen definiert:

- » **Klima:** Science-Based Targets für die Reduktion absoluter Treibhausgase, Erneuerbare Energien, kohlenstoffarme Materialien, Biodiversität, Wasser, Chemikalien, Emissionen in der Luft
- » **Kreislaufwirtschaft:** Produktdesign, Einsatz von recycelten Materialien, Neue, kreislaufwirtschaftliche Geschäftsmodelle wie Wiederverkauf und Reparatur

» **Menschenrechte:** Faire Löhne, Gleichstellung der Geschlechter

Durch die regelmäßige Aktualisierung der Nachhaltigkeitsziele mit mittelfristigem Zeithorizont hat PUMA ein Rahmenwerk an KPIs erschaffen, das nicht nur Teil des Geschäftsberichts ist, sondern das sich effizient in einer ESG-linked-Struktur einer Finanzierung implementieren lässt. PUMA hat daher bereits im Jahr 2020 damit begonnen, seine nachhaltigen Ziele in die Finanzierung zu integrieren.

PUMAs Geschäft ist stark von globalen Lieferketten abhängig. Der größte Hebel für eine nachhaltige Transformation findet sich in der Lieferkette. Die Wirkung direkter Investitionen in die Fabriken der Produktionspartner ist dabei limitiert. Die Beschaffung nachhaltiger Materialien, die ebenso relevant für PUMA sind, werden über kurzfristige Working Capital Finanzierungen abgedeckt, für die eine längerfristige Refinanzierung über einen Schuldschein nicht lohnen. Die Verbesserung der Zielwerte jedoch spiegelt am besten die Transformation des Unternehmens wider.

Die Integration des Themas Nachhaltigkeit in die allgemeine Geschäftsstrategie, der bestehende Katalog an quantitativen Zielen, sowie die hauptsächliche Steuerung über Prozessanpassungen sowie der Lieferkette sind daher ideale Voraussetzungen, eine ESG-linked-Struktur zu nutzen. Im Gegensatz zu einer Use-of-Proceeds-Struktur müssen hierbei keine spezifischen Finanzierungszwecke in die Finanzierung integriert werden, was die Flexibilität erhöht und den Verwaltungsaufwand minimiert.

Motivation: Forever Better

Die Motivation von PUMA, seine eigenen Finanzierungen auf einen ESG-Link abzustellen – mittlerweile machen diese weit über 80% des Gesamtfinanzierungsvolumens von PUMA aus – beruht auf verschiedenen Faktoren.

Der erste Faktor sind Synergieeffekte. Da PUMA bereits im Jahr 2020 damit angefangen hat, ESG-Faktoren in die eigene Finanzierung zu integrieren, ist das Konzept sowohl intern als auch extern etabliert. Intern sind die Strukturen geschaffen und Schnittstellen zwischen den einzelnen Teams (Treasury, Finanzen, Controlling, Nachhaltigkeit) existieren und funktionieren bereits länger.

Zudem ist die ESG-Strategie Teil des geprüften Geschäftsberichts. Die KPIs und Zielwerte werden durch den Wirtschaftsprüfer überprüft. Die externe Validierung ist damit bereits Teil der Berichterstattung. In der Außenwirkung existiert eine breite Akzeptanz und auch Vertrauen am Markt in die Nachhaltigkeits-KPIs von PUMA.

Der zweite Faktor bezieht sich auf die Integration der ESG-Strategie und deren Glaubwürdigkeit. Denn PUMA sieht das Thema Nachhaltigkeit als selbstverständlichen Teil der Geschäftsstrategie, was sich unter anderem an der Integration in den Geschäftsbericht ablesen lässt. Glaubwürdigkeit und Transparenz lassen sich durch die ESG-Verlinkung in der Finanzierung weiter erhöhen und unterstreichen somit das Nachhaltigkeitsprofil von PUMA.

Der dritte Faktor ist die Verzahnung der Finanzierung mit ESG-Zielen als integraler Bestandteil der nachhaltigen Unternehmensstrategie. Gerade vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussionen in der EU in Bezug auf eine Aufweichung der Reporting-Verpflichtungen ist eine ESG-Verlinkung in der Finanzierung ein starkes Zeichen in der Außenwirkung, dass das Thema für das Unternehmen keine externe Verpflichtung, sondern eine selbst aufgelegte Pflicht aus eigener Überzeugung darstellt.

Das Grundgerüst existierte also bereits – die Herausforderung besteht jedoch in der Definition des Ambitionsniveaus der KPIs, als auch in der Abstimmung der Laufzeiten der Kapitalinstrumente mit den ESG-Zielen. Denn auch wenn die nachhaltigen KPIs Teil der Unternehmensstrategie sind, muss PUMA sicherstellen, dass das Erreichen der definierten Ziele über einen „Business-as-usual“- Ansatz hinausgeht. Natürlich sollte auch der Zeithorizont der definierten Ziele oft im Einklang mit den Laufzeiten der Finanzinstrumente stehen, was sehr langfristige Finanzierungen für PUMA in dem Zusammenhang begrenzt.

PUMA nutzte für den Schuldschein im Jahr 2025 das ESG-Konzept, das bereits im Rahmen der Refinanzierung des syndizierten Konsortialkredits und vor dem Hintergrund der Aktualisierung der ESG KPIs im Rahmen von Vision 2030 Ende 2024 aufgesetzt wurde. Die Laufzeiten von vier und sechs Jahren passen dabei gut in das mittelfristige Ziel bis 2030.

Die drei gewählten KPIs beziehen sich dabei auf die CO₂-Emissionen in der Lieferkette (Scope 3), den Anteil des wiederverwendeten Polyesters sowie die „Gender Pay Gap“ und deckt damit die wichtigsten, von PUMA beeinflussbaren Themen ab. Insbesondere der Einbezug von CO₂-Emissionen in der Lieferkette ist ein starkes Zeichen nach außen. Die Transaktion konnte daher auch von ursprünglich € 100 Millionen auf € 210 Millionen aufgestockt werden und generierte eine starke Nachfrage.

PUMA profitierte dabei von einem doppelten Synergieeffekt: Dadurch, dass die KPIs Teil der Unternehmensstrategie und fest im eigenen Geschäftsbericht verankert sind, war die Nutzung für die Finanzierung ohne großen Aufwand möglich. Außerdem wurden die gewählten KPIs und Ziele bereits für eine vorherige Transaktion genutzt, weswegen die Infrastruktur über das spezifische Reporting des ESG-Konzepts bereits implementiert war. Dies konnte somit auch sehr effizient für den Schuldschein genutzt werden.

Markteinschätzung

Entwicklungen und Chancen im Markt für nachhaltige Schuldscheindarlehen

Der Markt für nachhaltige Schuldscheindarlehen ist seit dem Jahr 2020 von einer starken Dynamik geprägt. So waren gemäß unserer Daten in den Jahren 2021 und 2022 mehr als ein Drittel der aufgenommenen Mittel am Schuldenscheinmarkt für Unternehmen nachhaltig, 2023 waren es sogar 39%.

Zu Beginn dieser Phase erlebte vor allem das ESG-linked-Segment ein starkes Wachstum, 2022 machte es fast den kompletten Markt aus. In den letzten Jahren haben zwar Use-of-Proceeds-Instrumente aufgeholt. Wir sehen insgesamt jedoch weiterhin mehr ESG-linked- als Use-of-Proceeds-Strukturen. Dies hängt vordergründig mit dem Aufwand zusammen, den eine Use-of-Proceeds-Struktur produziert.

Für eine Use-of-Proceeds-Variante wird ein Rahmenwerk inklusive einer Second-Party-Opinion am Markt vorausgesetzt. Ein Aufwand, der mit internen, aber auch externen Kosten verbunden ist und sich daher umso mehr lohnt, je mehr Kapital aufgenommen wird. Das Volumen der meisten Schuldscheine ist jedoch begrenzt, die meisten Transaktionen liegen unter €300 Millionen. Es gibt in diesem Segment nicht viele Emittenten, die regelmäßig und häufig an den Markt gehen. Daher sind diese Kosten im Verhältnis oft zu hoch.

Demgegenüber fällt es vielen kleineren oder mittelgroßen Unternehmen schwer, genügend nachhaltige Investitionen nachzuweisen. Denn es wird eine gewisse Menge an eindeutigen und nachweisbaren nachhaltigen Investitionen benötigt. Daher ist die ESG-linked-Variante oft der einfache Ansatz: Die Transformationsstory kann zusammen mit der Nachhaltigkeitsstrategie verbindlich an den Markt

gebracht werden, ein Rahmenwerk ist nicht erforderlich. Für viele Emittenten, die damit anfangen, ein Nachhaltigkeitsreporting aufzustellen, repräsentiert eine ESG-linked-Komponente ebenso einen Lackmus-Test. Für die CSRD müssen Unternehmen ihre nachhaltigen Daten und KPIs von einem externen Dritten überprüfen lassen. Die gleiche Voraussetzung gibt es am Markt für ESG-linked Schuldscheine. Daher nutzten viele Unternehmen das Instrument als ersten Test für das Nachhaltigkeitsreporting. Auch waren ESG-Ratings in der Vergangenheit ein oft gewählter KPI. Unternehmen konnten so bereits existierende Ratings für die Finanzierung nutzen.

Die aufkommende Regulatorik hat jedoch bei vielen Emittenten dafür gesorgt, dass die Ressourcen insbesondere bei den Nachhaltigkeitsteams für anderweitige Projekte immer begrenzter wurden. Weiterhin waren besonders im Jahr 2024 viele Unternehmen damit beschäftigt, die eigene Nachhaltigkeitsstrategie vor dem Hintergrund der CSRD-Berichtspflicht zu überarbeiten. Ein Nachteil der ESG-linked-Strukturen: Die KPIs und Zielwerte werden ex-ante definiert. Wenn ein Unternehmen diese kurz vor einer Transaktion überarbeitet und antizipiert, dass es kurz- bis mittelfristig Änderungen am ESG-Konzept geben wird, lohnt es sich nicht, das alte Konzept in eine langfristige Finanzierung aufzunehmen.

Vor diesem Hintergrund hielten sich viele Unternehmen in letzter Zeit am Markt zurück. Es bleibt abzuwarten, inwieweit die Omnibus-Initiative der EU, die eine Verschiebung sowie eine Vereinfachung der Berichtspflichten zum Thema Nachhaltigkeit (CSRD) vorsieht, das Thema stärken kann. Circa 80% der Unternehmen, die vorher hätten berichten müssen und im Zweifel bereits entsprechende Strukturen aufgebaut haben, fallen durch die Omnibus-Initiative möglicherweise aus der Berichtspflicht. Dabei sind beide Szenarien möglich: Entweder steigt der Anteil nachhaltiger Schuldsscheine wieder an, da Unternehmen und insbesondere die Nachhaltigkeitsteams nun wieder mehr Ressourcen für andere Projekte haben und die Infrastruktur sowie die Schnittstellen für ESG-Daten bereits aufgebaut wurden. Umgekehrt könnte das Thema Nachhaltigkeit bei einigen Unternehmen kurzfristig als weniger wichtig angesehen werden, wenn der regulatorische Druck nachlässt.

**84% der Investoren
betrachten das Instrument
des nachhaltigen
Schuldscheindarlehens
als wichtig.**

Gerade der jetzige Zeitpunkt bietet jedoch die Chance, bei aktuell sinkendem Angebot, die weiterhin starke Nachfrage auf der Investoreneite zu nutzen. In unserer jährlichen Schuldschein-Investorenenumfrage gaben mehr als die Hälfte der befragten Investoren an, dass eine ESG-Komponente die Investitionsentscheidung

bestärkt. Zudem betrachten 84% das Instrument des nachhaltigen Schuldscheindarlehens weiterhin als wichtig. Dabei bieten sowohl die Use-of-Proceeds- als auch die ESG-linked-Variante einige Vorteile. Bei der Use-of-Proceeds-Variante können Investoren ihre Portfolien nachhaltiger gestalten, im Zweifel ihre Green-Asset-Ratio erhöhen, sollten die Investitionen EU-Taxonomiekonform sein, und in Unternehmen investieren, die sonst nicht investierbar wären.

Für eine ESG-linked-Variante gibt es auch einen regulatorischen Treiber: Insbesondere Geschäftsbanken, die sehr häufig am Schuldscheinmarkt aktiv sind, müssen mittlerweile ESG-Risiken in ihren Kreditprozessen berücksichtigen. Die Verpflichtung, das eigene ESG-Profil zu verbessern, kann dabei unterstützen und insbesondere die Glaubwürdigkeit der Transitionspläne, die eine große Rolle bei der Bewertung der Unternehmen spielen, erhöhen.

Gleichzeitig verpflichten sich immer mehr Investoren freiwillig, ihre Portfolien nachhaltiger zu gestalten. Auch hier unterstützt eine implizite ESG-Verpflichtung. Es ist daher davon auszugehen, dass die Nachfrage nach solchen Instrumenten auch in Zukunft hoch sein wird.

Ausblick

Wie geht es weiter mit Sustainable Finance?

Sustainable Finance hat sich zu einem integralen Bestandteil der globalen Finanzwirtschaft entwickelt. Finanzinstrumente mit ESG-Komponenten bieten dabei für Unternehmen die Möglichkeit, die eigene Nachhaltigkeitsstrategie strukturiert und auf Basis entsprechender Transformationspläne nachvollziehbar und damit glaubwürdig umzusetzen.

Die anhaltend hohe Nachfrage von Investoren zeigt, dass Finanzinstrumente mit ESG-Komponente weiterhin auf großes Interesse stoßen. Ein Trend, der sich nach unserer Einschätzung auch weiterhin fortsetzen wird. Dies betrifft neben Schulscheindarlehen insbesondere Unternehmensanleihen. Über entsprechende Reportings senden Emittenten ein starkes Signal an Investoren, dass die immer wichtiger werdenden Transitionspläne auch aktiv umgesetzt und verfolgt werden. So kann Nachhaltigkeit insbesondere im Zusammenhang mit Investor Relations als strategische Chance wahrgenommen und als Wettbewerbsvorteil genutzt werden.

Aber nicht nur Investoren, sondern auch Kreditgeber benötigen zunehmend detaillierte ESG-Daten für ihr Risikomanagement. Nachhaltigkeitsaspekte müssen konsequent berücksichtigt werden, um fundierte Entscheidungen zu treffen. Damit sind ESG-Elemente bereits heute ein impliziter Bestandteil vieler Finanztransaktionen.

Die DZ BANK begleitet ihre Kunden auf diesem Transformationspfad mit umfassender Beratung, der Strukturierung der Finanzierungslösungen, der Erstellung von Rahmenwerken und der erfolgreichen Platzierung bei Investoren. Durch die aktive Förderung von Sustainable Finance unterstützt die DZ BANK ihre Kunden dabei, ihre Nachhaltigkeitsziele zu erreichen und einen positiven Einfluss auf die nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung zu nehmen.

Wir freuen uns, wenn wir auch Sie unterstützen können:

www.firmenkunden.dzbank.de
firmenkundenbetreuung@dzbanks.de

Impressum

DZ BANK AG
Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank,
Frankfurt am Main
Platz der Republik
60325 Frankfurt am Main

Postanschrift:
60265 Frankfurt am Main
Telefon: 069 74 47-01
Telefax: 069 74 47-16 85

www.dzbank.de
mail@dzbank.de
(Bitte keine unverlangte Werbung und keine
Aufträge per E-Mail:
Siehe Hinweise zur E-Mail-Kommunikation unter
"Rechtliche Hinweise".)
SWIFT-Code/BIC-Code: GENO DE FF
BLZ: 500 604 00

Vertreten durch den Vorstand:
Dr. Cornelius Riese, Vorstandsvorsitzender
Stefan Beismann
Souâd Benkredda
Dr. Christian Brauckmann
Ulrike Brouzi
Johannes Koch
Michael Speth

Aufsichtsratsvorsitzender:
Henning Deneke-Jöhrens

Sitz:
Eingetragen als Aktiengesellschaft in
Frankfurt am Main, Amtsgericht
Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht:
Die DZ BANK wird beaufsichtigt durch die Bundesanstalt
für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische
Zentralbank (EZB).

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn
<http://www.bafin.de>

European Central Bank (ECB)
Sonnemannstrasse 20
60314 Frankfurt am Main, Germany
<http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Umsatzsteuer Ident. Nr.:
DE114103491

Verantwortlich für den Inhalt:
Tim Buchholz

Frankfurt, im September 2025

Disclaimer:

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken.
Dieses Dokument ist durch die DZ BANK AG Deutsche Zentral-
Genossenschaftsbank („DZ BANK“) erstellt und zur Verteilung in
der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument
darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechts-
vorschriften verteilt werden, und Personen, die in den Besitz
dieser Informationen und Materialien gelangen, haben sich über
die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese
zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch
eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb
von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Die DZ BANK
ist insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer
Vermögensbetreuungspflicht tätig. Dieses Dokument ist keine
Finanzanalyse. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellung-
nahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des
Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen
dritter Parteien überein.

Die DZ BANK übernimmt keine Haftung für unmittelbare
oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder
Verwendung dieses Dokuments verursacht werden und/oder
mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im
Zusammenhang stehen. Eine Investitionsentscheidung bezüglich
irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente
sollte auf der Grundlage eines Beratungsgesprächs sowie
Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf
keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokuments.

Die Inhalte dieses Dokuments entsprechen dem Stand
zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können
aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne
dass das Dokument geändert wurde.