



Vertragliche Ausgestaltung von Green / Sustainable Finance Elementen in  
Finanzierungsverträgen – Erste Erfahrungen

Dr. Neil George Weiland, Partner – Linklaters LLP  
Dr. Frederik Winter, Partner – Linklaters LLP  
Dr. Christian Storck, Partner – Linklaters LLP



# Agenda

---

- Gegenwärtiges regulatorisches Umfeld
- Nachhaltige Finanzierungen / Sustainable Finance
  - Nachhaltige Darlehen – Sustainable Loans
    - Green Loans
    - Sustainability-linked Loans
    - Nachhaltige Darlehen – Empirie und künftige Entwicklung
  - Ausgestaltung nachhaltiger Anleihen
    - “Grüne” Anleihen
    - Anleihen mit Nachhaltigkeitskomponente
    - “Grüne” Bundesanleihen

# Gegenwärtiges regulatorisches Umfeld: Wesentliche Anforderungen im Überblick

<b>Anforderungen auf europäischer Ebene</b>	<b>Sustainable Finance Package – Kernaspekte:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Taxonomie-VO-E</li><li>• Disclosure Verordnung</li><li>• Änderung der Benchmark-Verordnung</li></ul>	<b>Sonstige Regulierung(svorhaben):</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Ergänzung der MiFID II um Nachhaltigkeitsaspekte</li><li>• Freiwillige Standards für EU Green Bonds</li><li>• CRR II/CRD V</li><li>• Solvency II und EbAV II-Richtlinie</li><li>• AIFMD und OGAW-Richtlinie</li><li>• IFD und IFR</li><li>• EBA-Aktionsplan</li></ul>
<b>Anforderungen auf nationaler Ebene</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• EbAV-Umsetzungsgesetz</li><li>• BaFin-Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken</li><li>• Gesetz zur Stärkung der nichtfinanziellen Berichterstattung (nebst Kommissions-Leitlinien)</li></ul>	
<b>Sonderthemen</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• EZB-Beteiligung am „Green Deal“?</li></ul>	

# Gesetzgebungsvorhaben: Anforderungen für Wertpapierfirmen

---

- Änderung im Zusammenhang von MiFID II
  - ESG-Faktoren sollen künftig eine größere Rolle bei der Beratung der Kunden sowie der Produktauswahl spielen.
  - Dazu soll die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 geändert werden („**DeIVO-E**“).
    - Wertpapierfirmen sollen verpflichtet werden, vor der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (potenziellen) Kunden Informationen nicht nur zu Art und Risiko von Finanzinstrumenten, sondern insbesondere auch zu deren ESG-Erwägungen zur Verfügung zu stellen, um informierte Entscheidungen treffen zu können (*ex-ante* Offenlegung von Informationen, Art. 48 (1) DeIVO-E).
    - Wertpapierfirmen, die Anlageberatung und Portfoliomanagement betreiben, sollen dazu verpflichtet werden, künftig mit Hilfe eines Fragebogens obligatorische Bewertungen der ESG-Präferenzen ihrer Kunden vorzunehmen (i.R.d. Geeignetheitsbeurteilung, Art. 54 (2) DeIVO-E).
    - ESG-Präferenzen sind dann im Prozess der Produktauswahl zu berücksichtigen (btr. Portfolioverwaltung/Anlageberatung, Art. 47 (3) (d), Art. 52 (3) (d) DeIVO-E).

## Gesetzgebungsvorhaben: Anforderungen für Wertpapierfirmen (2)

---

- Wertpapierfirmen sollen zudem im Rahmen der Anlageberatung einen Bericht für ihre Kunden vorbereiten, der aufzeigen soll, wie die Anlageempfehlung zu den Anlagezielen, dem Risikoprofil, den Verlustkapazitäten und den ESG-Präferenzen des Kunden passen (*ex-post* Offenlegung von Informationen, Art. 54 (12) DelVO-E).
- Mit Blick auf die Erweiterung organisatorischer Pflichten ist vorgesehen, dass geeignete Strategien und Verfahren der Wertpapierfirmen auch die Einhaltung u.a. von ESG-Erwägungen der Kunden gewährleisten (Art. 54 (9) DelVO-E).
- Es soll eine Definition von ESG-Präferenzen in der DelVO aufgenommen werden, wobei der Begriff “*ökologisch nachhaltig*” wiederum durch die Taxonomie-Verordnung zu bestimmen ist.
- Zeitpunkt der Verabschiedung: vrs. im Kontext mit dem Sustainable Finance Package.

# Anforderungen auf europäischer Ebene: Berichtspflichten und Eigenkapitalvorgaben für CRR-Kreditinstitute

---

## – CRR II / CRD V

- CRR II und CRD V enthalten u.a. neue Vorgaben in Bezug auf Nachhaltigkeit.
- Die CRR II sieht Eigenkapitalerleichterungen für Darlehen an bestimmte Infrastrukturunternehmen vor (Art. 501a CRR II), sofern bestimmte Kriterien erfüllt sind (einschließlich der Bedingungen für eine nachhaltige Finanzierung); verbindlich ab 28.06.2021.
- Große Institute werden zudem verpflichtet, ihre ESG-bezogenen Risiken zu veröffentlichen (ab 28.06.2022).
- Die Europäische Bankbehörde (EBA) ist mit der Erstellung von zwei Berichten beauftragt:
  - Bericht über die Einbeziehung von ESG-Risiken in den Aufsichtsprozess;
  - Bericht über die Behandlung von Vermögenswerten, die mit ökologischen und sozialen Zielen verbunden sind.
- Status: Rechtsakte sind verabschiedet worden; Regelungen sind weitestgehend ab dem 28.06.2021 anzuwenden.

## – Solvency II und EbAV II

- Gemäß Leitlinie 29 der EIOPA Leitlinien zum Governance System soll ein Versicherungsunternehmen regelmäßig Sicherheit, Qualität, Liquidität und Rentabilität des Portfolios überprüfen, wobei u.a. die Nachhaltigkeit der Vermögenswerte zu berücksichtigen ist.
- Nach der Auslegungsentscheidung „Infrastrukturinvestitionen – Behandlung von Risiken im Rahmen des Grundsatzes der unternehmerischen Vorsicht“ der BaFin kann sich die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien beispielsweise an den Prinzipien für verantwortungsvolles Investieren (*Principles for Responsible Investment*) oder den Prinzipien für nachhaltige Versicherungen (*Principles for Sustainable Insurance*) der Vereinten Nationen orientieren.
- Durch die Umsetzung der EbAV II-Richtlinie gelten bereits seit Anfang 2019 bestimmte ESG-Anforderungen für Pensionskassen und Pensionsfonds im Rahmen der Geschäftsorganisation, des Risikomanagements (inkl. Own Risk Assessment), der Kapitalanlage und Veröffentlichungspflichten (insb. § 234m Abs. 2 VAG).

## Versicherungssektor (2)

---

### – Solvency II: Solvenzkapitalanforderung

- Infrastrukturprojektgesellschaften und Infrastructure Corporates
  - Bereits am 01.04.2016 wurde die Solvency II-Delegierte Verordnung hinsichtlich u.a. Infrastrukturprojektgesellschaften angepasst; am 14.07.2017 wurde diese um Sonderregelungen für Investitionen in Infrastrukturunternehmen ergänzt.
- Diese Assetklassen erzielen eine geringere Solvenzkapitalanforderung unter dem Equity-Risiko-Submodul und dem Spreadrisiko-Submodul.
  - Entgegen der Empfehlung der EIOPA gilt dies auch für qualifizierte Fremdkapitalinvestitionen in Infrastrukturunternehmen (um 25 % reduziert ggü. einfachen Bonds/Loans).
- Definition des Infrastrukturvermögenswerts ist sehr weit, so dass grds. auch Sustainable Finance-Instrumente erfasst werden können (bspw. Windparks).



# BaFin Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken

---

- Erwartungen der BaFin an beaufsichtigte Unternehmen
  - Rechtsgrundlage? BaFin referenziert auf bestehende Gesetze (§ 25a KWG, § 26 VAG, § 28f KAGB, § 80 WpHG) und deren Konkretisierungen durch MaRisk, MaGo, KAMaRisk.
  - Methodenfreiheit (Anregungen / Empfehlungen / Good Practice) – BaFin hat mitgeteilt, dass Methodenfreiheit „zunächst“ gewährt wird (Vortrag vom 23.08.2019 DK/Berlin).
  - BaFin erwartet, „dass die Unternehmen eine Auseinandersetzung mit den entsprechenden Risiken sicherstellen und dies in angemessener Weise nachprüfbar dokumentieren.“
    - Bsp. Überprüfung der Geschäftsstrategie: Sind etwa spezifische Geschäftsfelder einem physischen/transitorischen Risiko ausgesetzt (z.B.: Immobilienfinanzierung in überflutungsgefährdeten Gebieten).
    - Bsp. Überprüfung der Risikostrategie: Sind nachteilige Auswirkungen, z.B. auf Kapitalanforderungen, erkennbar, wenn sich Nachhaltigkeitsrisiken realisieren würden?

## Positionierung der EZB

---

- Beteiligung der EZB am „Green Deal“
  - Lagarde am 12.12.2019: „Ich hoffe, dass dieses Ziel von allen europäischen Institutionen unterstützt werden kann – innerhalb ihrer Mandate.“
- Möglicher Kauf von Green Bonds durch die EZB?
  - EZB kauft Anleihen von Unternehmen, die in nachhaltige Unternehmen investieren, (z.B. durch Investments in erneuerbare Energien) („Green Bonds“).
  - Offene Fragen:
    - (i) Bislang fehlt es an einer rechtsverbindlichen Definition von Nachhaltigkeit. Wie könnten als nachhaltig qualifizierte Anleihen identifiziert werden?
    - (ii) Zielkonflikt mit der Sicherung der Preisstabilität?

# Nachhaltige Finanzierungen - Sustainable Finance

---

## – Nachhaltige Finanzierung - Sustainable Financing

- Das Volumen von Finanzierungen, welche Belange der Umwelt, des Sozialen und der guten Unternehmensführung (Environmental, Social, Governance - ESG) berücksichtigen, hat zuletzt stark zugenommen.
- Dies gilt vor allem für die Anleihemärkte (Unternehmens- und Staatsanleihen, Anleihen supranationaler Organisationen).
- Auch in den Kreditmärkten, vor allem in Europa, und im Schuldscheinmarkt werden zunehmend ESG Features vereinbart.
- ESG Regulatorik setzt ein, welche freilich weit über Darlehensfinanzierungen hinausreicht.
- ESG Themen stoßen in Politik und Öffentlichkeit auf großes Interesse.
- Sustainable Financing ist Gegenstand vieler Vorträge, Veranstaltungen sowie Abhandlungen in Fachpublikationen, der Wirtschaftspresse und allgemeinen Presse.

# Nachhaltige Darlehen - Sustainable Loans

---

## – Nachhaltige Darlehen - Sustainable Loans

- Die folgende Darstellung ist auf Sustainable Loans (Darlehen, einschließlich Schuldscheindarlehen) beschränkt.
- Die Terminologie ist noch nicht vereinheitlicht.
- Der Markt unterscheidet bei Sustainable Loans grundsätzlich zwischen Green Loans und Sustainability-linked Loans.
- Letztere werden auch als “ESG-linked Loans” oder “Positive Incentive Loans” bezeichnet.
- Führende Marktteilnehmer haben angesichts der bisherigen Abwesenheit spezifischer regulatorischer Vorgaben bestimmte Standards etabliert, um sogenanntes “Green Washing” zu vermeiden.

# Nachhaltige Darlehen - Green Loans

---

## – Green Loans

- Bei diesen sind die Green Loan Principles zu beachten:
  - Diese wurden im Dezember 2018 von der Loan Market Association (LMA), der Asian Pacific Loan Market Association (APLMA) und der Loan Syndication and Trading Association (LSTA), unterstützt von der International Capital Markets Association (ICMA) veröffentlicht.
  - Sie spiegeln die zuvor von der ICMA veröffentlichten Green Bond Principles.
  - Hiernach sind Green Loans Darlehen, die ganz oder teilweise ausschließlich zur (Re)Finanzierung neuer oder bestehender Umweltvorhaben verwandt werden.
  - Green Loans müssen folgende vier Kriterien erfüllen, um als Green Loans im Sinne der Green Loan Principles zu qualifizieren:

# Nachhaltige Darlehen - Green Loans

---

- Verwendung der Mittel für ein spezifisches Umweltvorhaben;
  - Geordnetes Verfahren bei der Bewertung und Auswahl dieses Vorhabens;
  - Mittelverwendung muss in geordneter Weise erfolgen; sowie
  - Informationsrechte der Gläubiger.
- 
- Damit das Darlehen als Green Loan im Sinne der Green Loan Principles qualifiziert, müssen diese vier Kriterien auch in der Kreditdokumentation verankert werden.
  - Bislang haben sich hier keine einheitlichen Standards entwickelt.
  - Während das erste Kriterium stets dokumentär verarbeitet wird, gilt dies empirisch für die anderen in unterschiedlichem Umfang.
  - Die EU Taxonomie dürfte vor allem für die beiden ersten Parameter relevant sein.
  - Über Zeit dürften sich einheitliche Standards herausbilden, da auch in den Kreditmärkten ein “Green Washing” zu meiden ist.

# Nachhaltige Darlehen – Sustainability-linked Loans

---

## – Sustainability-linked Loans

- LMA, APLMA und LSTA haben im März 2019 Sustainability-linked Loan Principles veröffentlicht.
- Sustainability-linked Loans sind Bar- und Avalkredite, welche den Kreditnehmer incentivieren bestimmte ESG-Ziele zu erreichen.
- Diese ESG-Ziele können individueller Natur sein, wie etwa der Carbon Footprint oder der Grad der Elektrifizierung des Fuhrparks aber auch von externen ESG-Agenturen (genannt seien etwa Sustainalytics, ISS-ESG und EcoVadis) zugewiesene ESG-Ratings sein.
- Im Gegensatz zu Green Loans müssen die mit der Finanzierung gehobenen Mittel nicht für Umweltvorhaben verwendet werden, sondern dürfen auch für allgemeine Zwecke der Unternehmensfinanzierung oder andere Zwecke verwendet werden.
- Diese Flexibilität bei der Mittelverwendung macht den Sustainability-linked Loan attraktiver als den Green Loan.

# Nachhaltige Darlehen – Sustainability-linked Loans

---

- Werden vereinbarte ESG Ziele erreicht, so reduziert sich die Marge (und eine etwaige Bereitstellungsprovision). Werden sie verfehlt, so erhöhen sich die genannten Finanzierungskosten in aller Regel (two way approach).
- Dies wird in der Kreditdokumentation reflektiert. Hierbei sind vor allem die maßgeblichen ESG Parameter, Informationsverpflichtungen, Trigger für die Anpassung des Pricing sowie deren Frequenz und Zeitpunkt zu regeln.
- Auch hier gibt es noch keine einheitlichen Dokumentationstandards.
- Wird auf von ESG Agenturen zugewiesene Ratings abgestellt, so ist folgendes zu beachten:
  - Im Gegensatz zu den Kreditratingagenturen ist die Überschneidung der ESG Ratings aufgrund uneinheitlicher ESG Rating Methodik viel geringer.
  - Für die Preisfindung werden gelegentlich mehrere unterschiedliche ESG Ratings herangezogen.



# Nachhaltige Darlehen – Sustainability-linked Loans

---

- ESG Rating Agenturen tendieren dazu, die angewandte Methodik öfter und fundamentaler zu ändern als Kreditratingagenturen. Da das ESG Rating Pricing relevant ist, muss dies, ebenso wie eine Einstellung des Ratings in der Dokumentation, reflektiert werden (etwa konsensuale Anpassung und/oder Auswahl neuer ESG Rating Agency bei Wahrung der ökonomischen Parameter, ultimate Fallback auf Pricing ohne ESG Modifikationen)
- Da auf die Ergebnisse der ESG Rating Agenturen aufgebaut wird, muss außerdem mit diesen in einer Lizenzvereinbarung verbindlich vereinbart werden, dass und wann welche Ratings erstellt werden sowie, ob und welche Ratings den Banken kostenfrei bzw. kostenpflichtig zur Verfügung gestellt werden dürfen.
- Dies wird im erforderlichen Umfang in der Kreditdokumentation gespiegelt.

# Nachhaltige Darlehen – Empirie und künftige Entwicklung

---

- Letzteres wurde in der Vergangenheit gelegentlich vernachlässigt. Die ESG Rating Agenturen haben aber zwischenzeitlich den kommerziellen Wert ihrer Ratings erkannt. Sie dürften künftig einer teils unlizensierten kostenfreien Verwendung ihrer Arbeitsergebnisse nicht mehr zustimmen.
- Es ist zu erwarten, daß Green Loans und Sustainability-linked Loans unabhängig von einer etwaigen Risikokapitalentlastung der Kreditgeber künftig zum Standardrepertoire von Darlehensfinanzierungen gehören werden.
- Green Loans finden sich vor allem im Schuldscheinbereich, dies teils schon seit längerem (Nordex (erster grüner Schuldschein), Friesland Campina). Jüngst seien etwa Porsche und MANN + HUMMEL genannt. Dürr hat unlängst den ersten Sustainability-linked Schuldschein abgeschlossen. Weitere sind in Vorbereitung.
- Im Bereich der syndizierten Kredite, vor allem der general corporate purposes Back Up Linien, dominiert dagegen der flexiblere Sustainability-linked Loan.

# Nachhaltige Darlehen – Empirie und künftige Entwicklung

---

- International haben zum Beispiel Nestlé, Danone, Philips, Iberdrola und Thames Water syndizierte Kredite mit ESG Feature abgeschlossen, bei Thames Water mit der interessanten Modifikationen, dass Einsparungen einer gemeinnützigen Charity und nicht dem Darlehensnehmer zugutekamen.
- In EMEA in 2019 nach Bloomberg etwa Euro 88 Mrd. / USD 101 Mrd. Sustainability-linked Loans (Wachstum von 195% gegenüber 2018, etwa 25 % des EMEA Gesamtvolumens). Weltweit USD 125 Mrd. Sustainability-linked Loans (USD 47 Mrd. im Vorjahr). Größte Transaktion 2019 Shell USD 10 Mrd..
- Green Loans etwa USD 80 Mrd. Davon rund USD 38 Mrd. aus EMEA (Seitwärtsbewegung), 30 Mrd. aus Asien (159 % Wachstum), USA 6.5 Mrd. (Rückgang um rund 21 %).
- National hat Henkel die erste Kreditlinie mit ESG Feature etabliert, gefolgt von Deutsche Börse. In jüngster Vergangenheit haben unter anderem Continental und Lanxess Kreditlinien dieser Art abgeschlossen.

# Nachhaltige Darlehen – Empirie und künftige Entwicklung

---

- Schließlich finden sich ESG Features mittlerweile auch in bilateralen Krediten und Leveraged Loan Finanzierungen (Erste Leveraged Loan Transaktion: MasMovil. Erste Term Loan A / Revolver Transaktion: Crown Holdings / USA).
- Aus Sicht der Kreditgeber sind perspektivisch insbesondere eine Vereinheitlichung der bei der Erstellung von ESG Ratings angewandten Methodik und eine Verbesserung der diesen zugrundeliegenden Datenbasis wünschenswert.
- Fazit: Die ESG Features sind gekommen um zu bleiben. Der “Tipping Point” ist erreicht. Mit einer gewissen dokumentären Standardisierung, insbesondere der Struktur und der typischen Regelungen ist zu rechnen.
- Angesichts der Vielfalt möglicher Parameter scheint eine komplette Vereinheitlichung aber ausgeschlossen.

# Ausgestaltung nachhaltiger Anleihen

---

- Der Markt für “Grüne” beziehungsweise nachhaltige Anleihen ist in den vergangenen Jahren rasant gewachsen. Auf Grundlage öffentlicher Quellen wurde für 2018 ein Gesamtemissionsvolumen von USD 169 Mrd. und für 2019 ein Volumen von USD 220 Mrd. geschätzt.
- Einige Börsenbetreiber haben eigene Plattformen für “Grüne” Anleihen etabliert, etwa die Luxemburger Wertpapierbörse. Keine eigenen Börsensegmente aber “Schaufenster” für nachhaltigen Instrumente.
- Es wird unterschieden zwischen:
  - Green Bonds
  - Social Bonds
  - Sustainable Bond

# Ausgestaltung nachhaltiger Anleihen

---

- Die absolute Mehrheit nachhaltiger Anleihen sind als sogenannte “Use of Proceeds” Anleihen ausgestaltet, das bedeutet, dass die Erlöse von der Emittentin zur Finanzierung oder Refinanzierung von grünen, sozialen oder nachhaltigen Projekten verwendet werden.
- Die International Capital Market Association (ICMA) hat unverbindlichen Guidelines für solche Anleihen veröffentlicht, die sich auf Transparenz und Marktintegrität fokussieren.
- Die drei wesentlichen Prinzipien der ICMA Guidelines sind:
  - Verwendung der Emissionserlöse / Auswahl und Evaluierung der Projekte,
  - Reporting der Erlösverwendung,
  - Externe Prüfung (Second Party Opinion, Zertifizierung, Rating).

## Ausgestaltung nachhaltiger Anleihen

---

- Regelmäßige Emittenten von nachhaltigen Instrumenten etablieren vermehrt „Green Finance Frameworks“, d.h. ein Rahmenregelwerk zur Auswahl von relevanten Projekten, zur Erlösverwendung und zum Reporting. Auf ein solches Regelwerk wird dann bei Emissionen Bezug genommen.
- Spezialisierte Dienstleister bieten eine externe Evaluierung einzelner Instrumente oder Green Finance Frameworks an, erteilen Zertifikate oder Rankings bzw. stellen Second Party Opinions aus. Es existieren aber noch keine verbindlichen Standards und Ratings können abhängig vom Anbieter stark abweichen.
- Der wesentliche zusätzliche Aufwand bei der Anleihe-Dokumentation selbst ist überschaubar. Üblich sind kurze zusätzliche Textbausteine im Wertpapierprospekt (Risikofaktoren und Abschnitt zur Verwendung der Erlöse). Die Prospektverordnung enthält keine zusätzlichen Pflichten für Green Bonds.

# Ausgestaltung nachhaltiger Anleihen

---

- Bei einer „Use of Proceeds“ Gestaltung: Kein Einfluss auf vertragliche Pflichten der Emittentin, kein „Event of Default“ bei Verletzung.
- Aber auch andere Strukturierung möglich: Der italienische Energieversorger ENEL hat im letzten Jahr die erste „Sustainability-Linked“ Anleihe begeben. Linklaters hat hierbei das Bankensyndikat beraten.
- Die Verzinsung der USD 1,5 Mrd. Anleihe ist an die Erreichung bestimmter Ziele bezüglich des Einsatzes von Erneuerbaren Energien durch die ENEL geknüpft. Wenn dieses Ziel zu einem definierten Stichtag verfehlt wird, erhöht sich der Coupon der Anleihe bis zum Ende der Laufzeit.



# Ausgestaltung nachhaltiger Anleihen

---

- Auch bei nachhaltigen Anleihen gibt es eine größere Zahl von nationalen und europäischen regulatorischen Initiativen. Diese zielen zumeist auf die Schaffung von einheitlichen Standards sowie erhöhte Transparenz und Verbraucherschutz.
- Action 2 des EU Commission Action Plan: Schaffung von Standard und Labels für „Grüne“ Finanzprodukte.
- Die niederländische Aufsichtsbehörde hat eine Positionspapier zum Inhalt von Wertpapierprospekten für Green Bonds veröffentlicht.
- Die EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) hat einen ausführlichen Bericht an die Europäische Kommission übermittelt, in dem die Schaffung eines einheitlichen europäischen Standards für Green Bonds vorgeschlagen wird.