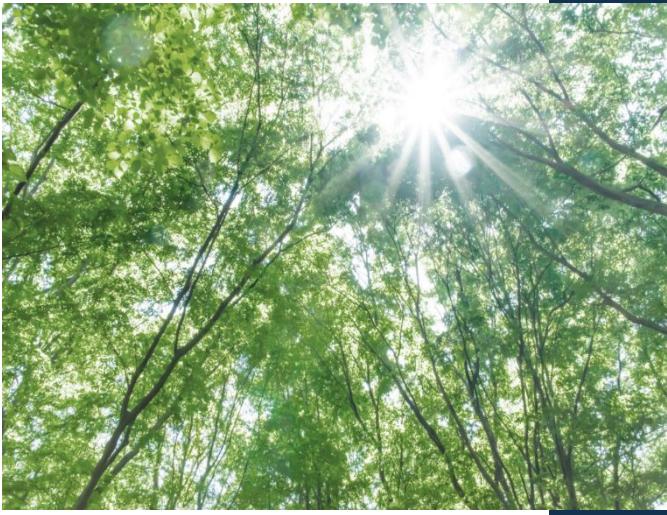




ESG Insight

Mai 2022

Ausgabe Nr. 5/22 | LBBW Research

Alexandra Schadow

Head of Cross Asset Research

Erweiterte EU-Taxonomie

Österreich erstmals am Green Bond Markt

Seite 2

Erweiterte EU-Taxonomie

Ein Blick auf die vorgeschlagene Erweiterung der Taxonomie

Seite 6

Corporates: Vier-Phasen-Umweltmodell

Keine Zeit zum Ausruhen: Die Wirtschaftssektoren auf dem Weg zur Klimaneutralität

Seite 14



„Mit der heutigen Emission der ersten grünen Anleihe der Republik Österreich konnten wir einen wichtigen Meilenstein setzen.“

(Markus Stix, Chef der Österreichischen Bundesfinanzierungsagentur OeBFA)

LBBWResearch@LBBW.de

 LBBW_Research

Aktuelle Marktentwicklung

Österreich erstmals am Green Bond Markt

- **SSA & Sovereigns:** Republik Österreich mit Green Bond Debüt; Frankreich mit erstem Green-Linker; SSA Volumen liegt hinter Vormonat zurück.
- **Financials:** Im Zuge anhaltend hoher Volatilität konzentrierten sich unbesicherte ESG Emissionen auf die zweite Mai-Hälfte.
- **Covered Bonds:** Nach zahlreichen ESG-Debüts im Mai liegt das ESG Covered Bond Neuemissionsvolumen aktuell 44% über Vorjahr.
- **Corporates:** Unternehmen kehrten mit Green Bonds, Sustainability Bonds und Debüt eines Sustainability-Linked Bonds an den ESG-Primärmarkt zurück.

Autoren:

Torben Skopnik
Karsten Rühlmann
Bettina Deuscher
Gerold Deppisch

Die Emissionstätigkeit von ESG-Bonds hat im Mai insgesamt wieder angezogen. Auffallend ist eine ganze Reihe von Debutemissionen, die sich über alle Assetklassen erstreckten. Dabei stachen insbesondere die erstmalige Emission eines Green Bonds der Republik Österreich und der erste Green Linker aus Frankreich hervor.

Für das Highlight des laufenden Monats sorgte das Segment SSA & Sovereigns: Die Europäische Union emittierte einen Green Bond mit einem Volumen von 6 Mrd. EUR. Zudem wurde ein Social Bond mit einem Volumen von 5 Mrd. EUR von der französischen Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES) an den Markt gebracht.

Des Weiteren kehrten die Unternehmensemittenten mit EUR ESG Benchmark Bonds mit einem Emissionsvolumen von mehr als 13,7 Mrd. EUR an den Primärmarkt zurück. Außer Green und Sustainability Bonds gab es ein Debüt des führenden dänischen Telekommunikationsanbieter TDC Net A/S mit einer Sustainability-Linked Anleihe, deren Step-up Margin an Treibhausreduktionsziele während der Laufzeit geknüpft ist.

Debutemissionen beherrschen den Mai

SSA & Sovereigns stechen hervor

Frankreich emittiert ersten Green Linker im Mai, Corporates kehren zurück.

4 Mrd. EUR

Green Linker mit Kopplung an Verbraucherpreisindex

Sovereigns & SSAs



Das ESG EUR Benchmark Emissionsvolumen lag im Mai mit 8,05 Mrd. EUR (per 30. Mai) deutlich unter dem Vormonatwert von 16,6 Mrd. EUR. Treiber war ein neuer Climate Awareness Bond der EIB, der mit 4 Mrd. EUR für die Hälfte des Angebots verantwortlich war. Die Buchgröße entsprach dem 5,75-fachen des finalen Volumens. Vor allem Bank Treasuries (50%) griffen hier zu, es folgten Asset Manager (35%) und Zentralbanken (15%). Aus Frankreich steuerte die Agence Francaise de Developpement (AFD) einen Sustainability Bond über 1,5 Mrd. EUR bei und die Arbeitslosenversicherung Unédic einen Social Bond über 1 Mrd. EUR. Beide Anleihen wiesen Laufzeiten von etwa 10 Jahren auf, während die Bid-to-Cover-Ratio bei der Unédic bei 4,2 lag, wies dieselbe Ratio bei AFD nur eine 1,5 auf. Mit einer Ratio von 1,2 waren Investoren bei dem 550 Mio. EUR Green Bond der Export-Import Bank of Korea (KEXIM) sogar noch etwas zurückhaltender. Das Agency und Supranational-Angebot wurde komplettiert von zwei Green Bonds über jeweils 500 Mio. EUR vom spanischen Instituto de Credito Oficial (ICO) und der finnischen Municipality Finance Plc (MuniFin).

Autor:
Torben Skopnik

EIB stellt Hälfte des SSA-Angebots

ESG EUR Benchmark Emissionsvolumen der Sovereigns & SSAs

Handelstag	Emittent	Volumen (EUR)	Coupon	Fälligkeit	Benchmark	Spread	ISIN
25.05.2022	Republic of France	4.000.000.000	0,1	25.07.2038	OATe	12	FR001400AQH0
24.05.2022	Instituto de Credito Oficial (ICO)	500.000.000	1,3	31.10.2026	SPGB	9	XS2487056041
24.05.2022	Republic of Austria	4.000.000.000	1,85	23.05.2049	m/s	22	AT0000A2Y8G4
17.05.2022	European Investment Bank (EIB)	4.000.000.000	1,5	15.06.2032	m/s	-19	XS2484093393
17.05.2022	Export-Import Bank of Korea (KEXIM)	550.000.000	3mE+100	24.05.2024	3mE	15	XS2484106633
12.05.2022	Agence Francaise de Developpement (AFD)	1.500.000.000	1,625	25.05.2032	OAT	33	FR001400ADF2
10.05.2022	Municipality Finance Plc (MuniFin)	500.000.000	1,5	17.05.2029	m/s	-11	XS2480922389
10.05.2022	Unédic	1.000.000.000	1,75	25.11.2032	OAT	23	FR001400ADP1
Total		16.050.000.000					

Quelle: IGM, LBBW Research

Nachdem im Vormonat keine nachhaltigen Staatsanleihen platziert wurden, meldete sich das Segment mit gleich zwei besonderen Anleihen und einem Volumen von 8 Mrd. EUR zurück. Am Monatsende gab die Republik Österreich ihren Einstand am Green Bond Markt mit einer Anleihe über 4 Mrd. EUR bei einer Laufzeit von 27 Jahren. Die Anleihe war mehr als 6-fach überzeichnet und engte sich während des Book Buildings um 3 Basispunkte ein. Eine weitere Neuheit kam aus Frankreich: von der Fünften Französischen Republik wurde der erste Green-Linker mit einem Volumen von ebenfalls 4 Mrd. EUR platziert. Die Anleihe verfügt über eine Laufzeit von gut 15 Jahren und ist an den harmonisierten Index europäischer Verbraucherpreise gekoppelt (Ohne Tabakwaren). Bei einer Bid-to-Cover-Ratio von 6,875 wies die Anleihe die höchste Nachfrage unter allen nachhaltigen Staats- und Agency-Anleihen des Monats auf.

Österreich mit Green Bond Debüt

Frankreich mit Green-Linker

Financials



Der Markt für unbesicherte Bankschuldverschreibungen war im Mai weiterhin von einer hohen Volatilität geprägt. In diesem Umfeld war in der ersten Mai-Hälfte keinerlei ESG EUR Benchmark-Emission zu verzeichnen. In der zweiten Monats-Hälfte zog die Dynamik dann etwas an.

Insgesamt kam es zu fünf Platzierungen in Höhe von 4,5 Mrd. EUR. Dabei dominierten niederländische Emittenten das Bild. Neben der 1,5 Mrd. EUR schweren Emission der ING Groep (Senior Non-Preferred, 4yrs, MS+110) fiel hier die Dual-Tranche der ABN Amro Bank (jeweils 750 Mio. EUR, Senior Non-Preferred, 5yrs bzw. 10yrs, MS+110 bzw. MS+135) auf. Zudem waren aus Deutschland sowie Australien Emissionen der Deutschen Bank (500 Mio. EUR, Senior Non-Preferred, 6yrs, MS+193) bzw. der National Australia Bank (1,0 Mrd. EUR, Senior Preferred, 6yrs, MS+72) zu vermerken. Beim ESG-Format handelte es sich durchgehend um Green Bonds.

Unbesicherte EUR ESG Benchmark-Emissionen von Banken summieren sich somit auf mittlerweile insgesamt 19,45 Mrd. EUR, was ziemlich genau dem Vorjahresniveau entspricht (Jan-Mai 2021: 19,65 Mrd. EUR).

Autor:

Karsten Rühlmann

2022YTD nahezu auf
Vorjahr

Covered Bonds



Im Covered Bond Segment war der abgelaufene Monat durch zahlreiche Debüts gekennzeichnet. So handelte es sich bei der BPCE (Green, 1,0 Mrd. EUR, 10yrs, MS+9) sowie der CAFFIL (Social, 500 Mio. EUR, 12yrs, MS+12) noch um "alte" Bekannte. Im Social Bereich trat dagegen erstmals die Berlin Hyp auf, nachdem sie bereits im Green sowie Sustainability-Linked-Segment am Markt unterwegs ist. Der Fokus der jüngsten HyPfe-Emission (750 Mio. EUR, 10yrs, MS+2) liegt auf der Refinanzierung von Darlehen für bezahlbaren Wohnraum. Bei Green Covered Bonds erweiterten zudem die französische La Banque Postale (750 Mio. EUR, 8yrs, MS+4) sowie die österreichische UniCredit Bank Austria (500 Mio. EUR, 6yrs, MS+6) das Emittenten-Spektrum in ihrer jeweiligen Jurisdiktion mit ihren Erstemissionen. Darüber hinaus sorgte die NN Bank (500 Mio. EUR, 10yrs, MS+7) für das erste Green Covered Bond Angebot aus den Niederlanden.

Insgesamt belief sich das ESG Covered Bond Volumen im Mai auf 4,0 Mrd. EUR, woraus auf 2022-YTD-Basis nun ein Neuemissionsvolumen von 9,35 Mrd. EUR resultiert – gegenüber dem Vorjahresstand (Jan-Mai 2021: 6,5 Mrd. EUR) ein Plus von 44%.

Autor:

Karsten Rühlmann

2022YTD +44% ggü.
Vorjahr nach starkem
Mai

Corporates



Während viele Unternehmen im ersten Quartal dem Primärmarkt in Anbetracht der erhöhten Volatilität an den Märkten fernblieben und insbesondere im Monat April nahezu kein Unternehmensemittent aktiv wurde, nahm die Neuemissionstätigkeit im Mai wieder deutlich an Fahrt auf. Die EUR Benchmarkemissionen verteilten sich kontinuierlich über den ganzen Monat und erreichten insgesamt ein Volumen in Höhe von 13,7 Mrd. EUR. Gemessen am Volumen waren dabei Unternehmen aus den Branchen Versorger mit knapp 8,5 Mrd. EUR und Telekommunikation (2 Mrd. EUR) die Hauptakteure (siehe Tabelle).

Aus der Versorgerbranche kamen ausschließlich Green Bonds und es gab gleich mehrere Platzierungen mit Multi-Tranchen. Die in den Niederlanden beheimatete TenneT emittierte vier Green Bonds im Gesamtvolumen von mehr als 3,8 Mrd. EUR und im Laufzeitenbereich zwischen vier bis zwanzig Jahren. Der französische Suez-Konzern entschloss sich zu drei Tranchen über insgesamt 2,6 Mrd. EUR zwischen fünf und zwölf Jahren und aus Deutschland kam RWE mit einer Dual-Tranche über je eine Milliarde Euro an den Markt (Laufzeit vier und 12 Jahre).

ESG EUR Benchmark Emissionen von Corporates

Handelstag	Emittent	Volumen (EUR)	Kupon %	Fälligkeit	ASW Bp.	ISIN
03.05.2022	TenneT Holding	1.250.000.000	1.625	17.11.2026	33	XS2477935345
03.05.2022	TenneT Holding	750.000.000	2.375	17.05.2033	70	XS2478299386
03.05.2022	TenneT Holding	850.000.000	2.75	17.05.2042	110	XS2478299469
03.05.2022	TenneT Holding	1.000.000.000	2.125	17.11.2029	60	XS2478299204
10.05.2022	ASML Holding NV	500.000.000	2.25	17.05.2032	45	XS2473687106
11.05.2022	Orange SA (formerly France Telecom)	500.000.000	2.375	18.05.2032	60	FR001400AF72
16.05.2022	UPM-Kymmene Oyj	500.000.000	2.25	23.05.2029	88	XS2478685931
16.05.2022	Suez	750.000.000	1.875	24.05.2027	65	FR001400AFL5
16.05.2022	Suez	1.000.000.000	2.875	24.05.2034	118	FR001400AFO9
16.05.2022	Suez	850.000.000	2.375	24.05.1930	90	FR001400AFN1
17.05.2022	RWE AG	1.000.000.000	2.75	24.05.2032	120	XS2482887879
17.05.2022	RWE AG	1.000.000.000	2.125	24.05.2026	90	XS2482936247
18.05.2022	Telefonica Emisiones SAU	1.000.000.000	2.592	25.05.2031	93	XS2484587048
18.05.2022	Evonik Industries AG	750.000.000	2.25	25.09.2027	90	XS2485162163
18.05.2022	Hera SpA	500.000.000	2.5	25.05.2029	105	XS2485360981
24.05.2022	TDC Net AS	500.000.000	5.056	31.05.2028	362.5	XS2484502823
24.05.2022	Volvo Car AB	500.000.000	4.25	31.05.2031		XS2486825669

Quelle: IGM, LBBW Research

Anders sah es bei den ESG Neuemissionen aus der Telekommunikationsbranche aus, die mehrerer einzelne EUR Benchmarksizes-Emissionen führender TK-Netzbetreiber wie Orange S.A. (Frankreich), Telefónica S.A. (Spanien) und TDC Net A/S (Dänemark) betrafen. Während Orange S.A. und Telefónica S.A. jeweils Sustainability Bonds emittierten betraf das Debüt von TDC Net A/S einen Sustainability-Linked Bond mit sechs Jahren Laufzeit. Die Step-up Margin in Höhe von 0,30% ist an zwei Sustainability Performance Targets bezüglich der Treibhausgasreduktion während der Laufzeit geknüpft.

Autoren:
Bettina Deucher
Gerold Deppisch

Multi-Tranchen dominieren bei Corporates

Telekomms am ESG-Markt aktiv

Erweiterte EU-Taxonomie

Ein Blick auf die vorgeschlagene Erweiterung der Taxonomie

Die Platform on Sustainable Finance (PSF) schlägt eine erweiterte Taxonomie vor. Die oftmals als binäre – „grün“ oder „nicht-grün“ – wahrgenommene Struktur der bestehenden Taxonomie soll durch ein Ampelsystem ersetzt werden – bisherige technische Bewertungskriterien und Do No Significant Harm-Kriterien (DNSH) sollen dabei die beiden benötigten Abgrenzungen definieren. Weiteres Ziel ist, deutlich mehr Wirtschaftsaktivitäten in die erweiterte Taxonomie aufzunehmen; ohne das Gesamtziel der Transformation zu einer nachhaltigen Wirtschaft aus den Augen zu verlieren. Auch Aktivitäten mit geringem Umwelteinfluss, welche bisher gar nicht im Fokus standen, sollen Eingang in die erweiterte Taxonomie finden. Auch sollen Transitions-pfade von Wirtschaftsaktivitäten mit einer Verbesserung der Nachhaltigkeit, welche allerdings nicht die „grüne Zone“ erreichen können (Intermediate Transition), sollen trotzdem gefördert und finanziert werden.

Die Wichtigkeit der EU-Taxonomie für den Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums innerhalb der EU haben wir an dieser Stelle schon mehrfach thematisiert. Schließlich werden durch sie nicht nur eigene Anforderungen an Unternehmen und Kapitalmarktteilnehmer gestellt, sondern – in diesem Zusammenhang noch wichtiger – die Grundlage für ein EU-weites Verständnis von Nachhaltigkeit geschaffen. Was eine „nachhaltige Investition“ ist, leitet sich aus den Bestimmungen der Taxonomie und den technischen Screening-Kriterien ab. Sie bietet ein EU-weit verbindliches Klassifizierungssystem für „grüne“ (ökologisch nachhaltige) Wirtschaftsaktivitäten im Bereich Umwelt und Klima. Ihr Ziel ist es, robuste Definitionen und eine transparente Berichterstattung bereitzustellen, um eine verstärkte Finanzierung von Aktivitäten zu unterstützen, die wesentlich zur Lösung von Klima- und Umweltkrisen beitragen. Die Taxonomie konzentriert sich daher auf die Leistungsniveaus von Aktivitäten, die einen wesentlichen Beitrag (Substantial Contribution) zu einem der sechs Umweltzielen der EU leisten und gleichzeitig keinem dieser Ziele nennenswerten Schaden zufügen („Do No Significant Harm“; DNSH) und soziale Mindestgarantien erfüllen.

Autor:

Rodger Rinke

Taxonomie als EU-weit verbindliche Definition von „grün“

Die sechs Umweltziele der EU-Taxonomie



Quelle: EU-Taxonomie, LBBW Research

Die Taxonomie unterscheidet vier Arten von Wirtschaftsaktivitäten, von denen drei als ökologisch nachhaltig klassifiziert werden können: Wirtschaftstätigkeiten, die unmittelbar die Anforderungen an eine ökologisch nachhaltige Aktivität erfüllen. Darüber hinaus können aber auch ermöglichende Tätigkeiten oder Übergangsaktivitäten das Taxonomie-Konformitätssiegel erhalten. Die Anforderungen unterscheiden sich je nach Kategorie.

Die EU-Taxonomie wird in der aktuellen Version häufig als binäres Klassifizierungssystem mit vier verschiedenen Kategorien von Aktivitäten wahrgenommen. Ganz korrekt ist dies zwar nicht, weil Unternehmen auch über beispielsweise „grüne“ CAPEX und OPEX (Investitions- und Betriebsausgaben) ihr Engagement für den Übergang demonstrieren und grüne Finanzierungen erhalten können, selbst wenn sie noch keine grünen Einnahmen haben.

Die sechs Umweltziele der EU-Taxonomie



Quelle: EU-Taxonomie, LBBW Research

Für die Zuordnung zu den Leistungskategorien („grün“ oder „nicht-grün“ sowie unterhalb der DNSH-Schwelle) sind wissenschaftliche sowie evidenzbasierte Kriterien festgelegt, die technischen Screening Kriterien, die für die Umweltziele 1 und 2 in delegierte Rechtsakte der EU gegossen wurden. Dabei wurden Tätigkeiten mit den größten Umweltauswirkungen und dem größten Potenzial zur Verringerung der Umweltauswirkungen als vorrangig eingestuft. Generell erfolgt durch

Technische Bewertungskriterien zur Einordnung als „grün“ bzw. DNSH

die aktuelle Taxonomie lediglich eine Einteilung in grüne bzw. nicht grüne Tätigkeiten.



Eine weitere Differenzierung von Aktivitäten, die aktuell die Kriterien der Taxonomie nicht erfüllen, erfolgt bislang nicht!

Problempunkte der Taxonomie

- Viele Wirtschaftszweige, die in der Taxonomie aufgeführt sind, müssen jedoch zu nachhaltigeren Modellen übergehen, auch wenn sie das in den Kriterien der Taxonomie definierte grüne Leistungsniveau nicht erreichen können. Darüber hinaus können einige Tätigkeiten nicht in die Taxonomie aufgenommen werden, weil es keine Optionen für einen (vollständigen) nachhaltigen Übergang gibt. Auch diese Wandlungen von Aktivitäten benötigen Finanzmittel für die Finanzierung der Transition – auf ein nachhaltigeres Niveau unterhalb der Anforderungen der Taxonomie.
- Ferner werden Tätigkeiten mit geringen Umweltauswirkungen durch die Taxonomie nicht klassifiziert. Einige Stakeholder könnten diese Nicht-Klassifizierung oder das "Nicht-Grün" fälschlicherweise als negatives Signal interpretieren. Damit einhergehende Befürchtungen ist, dass Finanzierung für Aktivitäten, die nicht in die aktuelle Taxonomie fallen, einfach versiegen.
- Aktivitäten, welche als nicht grün eingestuft werden, werden fälschlicherweise oft als nicht nachhaltig eingestuft. Die Zielrichtung der aktuellen Taxonomie ist aber eine ganz andere: sie hat als Hauptpriorität Klarheit über grüne Klassifizierungen am oberen Ende der Umweltleistungsstufen zu schaffen.

Folglich gibt es von der Platform for Sustainable Finance (PSF), welche die EU-Kommission in Fragen der Nachhaltigkeit des Wirtschaftssystems berät, Vorschläge, welche die Transparenz hinsichtlich der Einstufungen von Wirtschaftsaktivitäten erhöhen. Dazu sollen zusätzliche Kategorisierungen von Aktivitäten beitragen: Die erweiterte Taxonomie oder Extended Taxonomie. Diese soll dazu beitragen, die Klarheit an den Finanzmärkten zu erhöhen.

Die Extended Taxonomy:

Die Extended Environmental Taxonomy wurde als Vorschlag im März 2022 finalisiert und stellt eine Erweiterung der bisherigen EU-Taxonomie dar. Das grundlegende Ziel bleibt gleich: Investitionen sollen in nachhaltige wirtschaftliche Aktivitäten gelenkt werden, welche im Einklang mit den wichtigsten

Leitlinien/Zielen der EU-Taxonomie stehen. Gleichzeitig sollen aber durch die Erweiterung der EU-Taxonomie eine weitere Untergliederung von Wirtschaftstätigkeiten die ökologische Leistung von Unternehmen transparent(er) machen. Sie soll deutlich machen, welche Aktivität – je nach ihrem Leistungsniveau – wohin passt und wie ihr Übergang innerhalb des gesamten Umstellungsprozesses auf nachhaltiges Wirtschaften aussieht. Dabei basiert die Erweiterung der Taxonomie auf dem Rahmen, der bereits durch den bestehenden Teil der Taxonomie vorgegeben wird.

Hierzu schlägt die PSF vor, die ökologische Leistung einer Wirtschaftstätigkeit einer der folgenden drei Kategorien („performance levels“) zuzuordnen:

- **Rote Kategorie:** Eine Wirtschaftstätigkeit, die mindestens eines der Umweltziele erheblich beeinträchtigt. Dies ist gleichbedeutend mit der Nichterfüllung der DNSH-Kriterien.
- **Gelbe Kategorie („amber“):** Eine Wirtschaftstätigkeit, die keines der Umweltziele erheblich beeinträchtigt, zugleich aber auch keinen wesentlichen Beitrag zu mindestens einem der Umweltziele leistet („mittlere“ ökologische Leistung). Verfehlt DNSH-Kriterien nicht, erfüllt aber die technischen Screening Kriterien ebenfalls nicht. Nachhaltig kann die Aktivität dann werden, wenn sich die Umweltleistung weiter verbessert. Dieser mittlere Leistungsbereich umfasst eine hohe Bandbreite mit Blick auf die Umweltleistung des betreffenden Ziels, das von "fast signifikant schädlich" bis zu "leistet fast einen wesentlichen Beitrag" reicht. Damit ist „gelb“ in keinsten Weise eine "neutrale" Einstufung.
- **Grüne Kategorie:** Eine Wirtschaftstätigkeit, die einen wesentlichen Beitrag zu mindestens einem der Umweltziele leistet, ohne ein anderes Umweltziel erheblich zu beeinträchtigen. Die Aktivität erfüllt die technischen Screening-Kriterien. Diese Kategorie ist in der derzeitigen EU-Taxonomie bereits enthalten.

Die Einordnung in die drei Ampelkategorien soll dabei anhand der schon bestehenden technischen Screening-Kriterien der Taxonomie erfolgen. Werden für ein und dieselbe Tätigkeit und ein und dasselbe Ziel sowohl Kriterien für einen wesentlichen Beitrag als auch DNSH-Kriterien festgelegt, wird automatisch ein mittlerer Bereich geschaffen. In Kombination mit einer teilweisen Überarbeitung der Kriterien für DNSH können die Ampelfarben damit definiert werden.

Erweiterung der Taxonomie als Vorschlag

Ampelsystematik als Kernstück

Daneben steht im Fokus der Erweiterung der EU-Taxonomie der Übergang („transition“) hin zu einer nachhaltigen Wirtschaft. Bezogen auf einzelne Wirtschaftsaktivitäten bedeutet dies den Übergang einer Tätigkeit aus der roten Kategorie in die gelbe bzw. grüne Kategorie. Es handelt sich dabei um Tätigkeiten, bei denen eine technische Möglichkeit zur Verbesserung ihrer Umweltleistung besteht und welche dringend umgestellt werden müssen, um eine erhebliche Beeinträchtigung der Umweltziele zu vermeiden. Abhängig von der Art der bisher als „rot“ eingestuften Wirtschaftsaktivität kann ein solcher Übergang allerdings auch unmöglich oder ausgeschlossen sein (z.B. Stromerzeugungstätigkeiten mit festen fossilen Brennstoffen).

Unter der aktuellen Taxonomie können nur technologische Übergänge als „grün“ eingestuft werden, wenn sie am Ende das Level „sustainable contribution“, also die technischen Kriterien hierfür, erreichen. Nachhaltige Wandlungen von Aktivitäten, die das Niveau nicht erreichen können, bleiben gänzlich unberücksichtigt, spielen in der Realität aber eine wichtige Rolle. Die erweiterte Taxonomie eröffnet hier einen breiteren Ansatz zur Erfassung von Transitionsmöglichkeiten, indem tätigkeitsspezifische Verbesserungen aus dem „significant harm“-Bereich in den mittleren Leistungsbereich („amber“) berücksichtigt werden. Auch Verbesserungen des nachhaltigen Leistungsniveaus von Aktivitäten, welche sich schon im mittleren Leistungsbereich befinden, sollen Berücksichtigung finden.

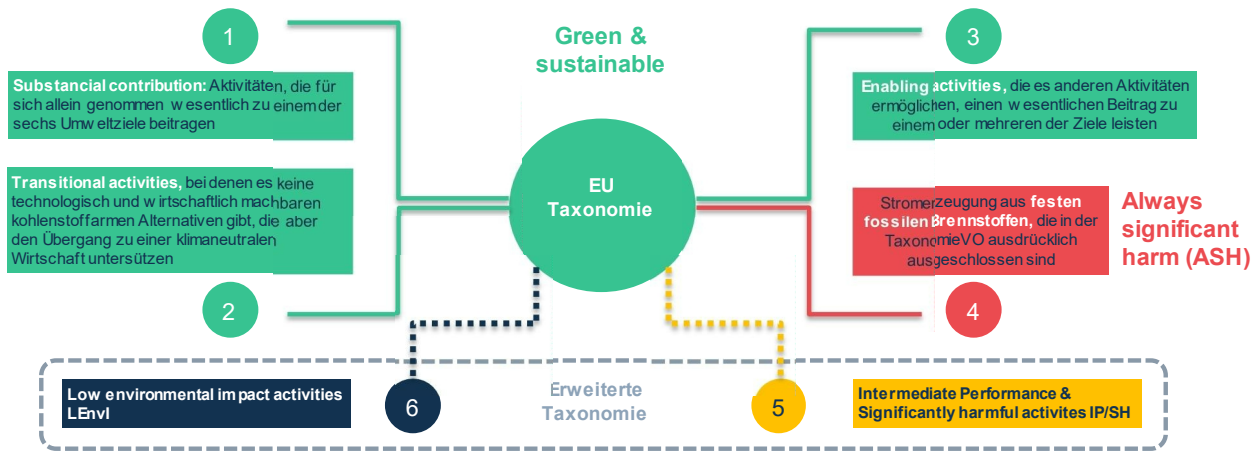
Neben diesen drei Ampel-Kategorien werden zudem Wirtschaftstätigkeiten definiert, die keine erheblichen Auswirkungen auf die Umwelt haben („low environmental impact activities“; LEnvI), was zum Beispiel auf viele Aktivitäten im Dienstleistungssektor zutrifft. Diese können mangels zutreffender technischer Bewertungskriterien in der bestehenden EU-Taxonomie keiner der genannten Kategorien zugeordnet werden. Die Wichtigkeit dieser Kategorie wird deutlich, wenn in Betracht gezogen wird, dass in diesem Bereich ca. 30% aller Wirtschaftstätigkeiten fallen. Auch wird angenommen, dass sich hier ein sehr hoher Anteil an SMEs und Kleinunternehmen findet (>90%). Diesen Unternehmen soll damit die Möglichkeit gegeben werden, ihre geringen Umweltauswirkungen und damit auch die geringen Übergangsrisiken gegenüber Investoren darzustellen und damit erleichterten Zugang zu Finanzmitteln zu erhalten. Für Investoren erhöht sich damit auch die Transparenz des bisher „nicht-grünen“ Teils ihres Portfolios: Von bisher „unbekannte Auswirkungen“, da von der Taxonomie nicht abgedeckt, wechseln die Aktivitäten in die bekannte Kategorie „geringe Umweltauswirkungen“ – ein deutlicher Unterschied in der Betrachtung!

Transitionen sollen stärker berücksichtigt werden

Intermediate Transition

Aktivitäten mit geringen Umwelteinflüssen

Die erweiterte Taxonomie im Überblick



Quelle: EU-Taxonomie, PSF, LBBW Research

Ermöglicht werden soll, dass sämtliche realwirtschaftliche Aktivitäten kategorisiert und zugeordnet werden können. Die erweiterte Taxonomie steigert somit die Dynamik des Übergangs zu einer nachhaltigen Wirtschaft. Finanzströme sollen somit auch in die Bereiche von Übergangsaktivitäten sowie in Aktivitäten mit geringen Umweltauswirkungen gezielt gelenkt werden. Damit sollen auch Vorbehalte ausgeräumt werden, dass "nicht grün" ein negatives Signal ist, das keinerlei Finanzierung verlangt oder erfordert. Schließlich ist in Wirklichkeit genau das Gegenteil der Fall! Nachfolgende Grafik zeigt die erweiterte Unterteilung für bisher nicht Taxonomie-konforme Aktivitäten und bisher nicht in der Taxonomie erfasste Aktivitäten im Detail.

Ausweitung auf sämtliche Wirtschaftsaktivitäten

Erhöhung der Unterscheidbarkeit von Aktivitäten



Quelle: EU-Taxonomie, PSF, LBBW Research

Die PSF geht davon aus, dass zusätzliche Kategorien für mehr Klarheit an den Finanzmärkten bezüglich verschiedener Umweltleistungsniveaus sorgen kann. Zusätzlich können dadurch Unternehmen bei der Umstellung und der Planung des Übergangs hin zu ökologisch nachhaltigeren Wirtschaftstätigkeiten transparent unterstützt werden. Es können größere Finanzierungsvolumina zur Verfügung gestellt werden, ohne die grünen Anreize und Trendrichtung zu verwässern. Gleichzeitig ist ein Gleichgewicht zwischen zusätzlicher Komplexität

Klarheit über Umweltauswirkungen von Aktivitäten als Ziel

bei der Berichterstattung und der Bereitstellung von Informationen notwendig.

Fazit

Mehrwert der Taxonomie-Erweiterung

- **Transparenzerhöhung und Ausweitung auf gesamte Wirtschaftsaktivitäten.**
- **Stärkere Unterstützung des ökologischen Wandels in der gesamten Wirtschaft.**
- **Verbesserte und detailliertere Risikoeinschätzung mit Blick auf Transition.**
- **Verbesserte Finanzierungsmöglichkeiten für schädliche Sektoren mit Transformationsplan.**
- **Erhöhung der Glaubwürdigkeit von Transitions-Plänen, bei konkreter Ausgestaltung.**

Eine Erweiterung der Taxonomie könnte die ehrgeizigere Ökologisierung der gesamten Wirtschaft über alle sechs Umweltziele hinweg begleiten. Der erweiterte Rahmen würde eine feinere Klassifizierung und Einordnung von Wirtschaftstätigkeiten ermöglichen und verdeutlichen, wie deren Umbau im Rahmen des gesamten Systemübergangs aussehen sollte. Grundlage wäre dabei der schon bestehende Taxonomie-Rahmen. Die Erweiterung der Taxonomie würde somit auch ein besseres Verständnis der Umweltleistung von Portfolios von Aktivitäten erleichtern und Finanzierungsmöglichkeiten für Transitionsstrategien- und Pfade eröffnen bzw. unterstützen. Gleichzeitig wurden auch Befürchtungen berücksichtigt, eine Nicht-Klassifizierung oder das "Nicht-Grün" als negatives Signal und in Konsequenz möglicherweise als „nicht-investierbar“ abzustempeln.

Was auf der einen Seite eine deutliche praxisgerechtere Ausgestaltung der Taxonomie darstellen könnte, wird mit einer sehr hohen Komplexitätsfülle erkaufte. Schon heute stellt die aktuelle Taxonomie die (Markt-)Teilnehmer vor erhebliche Herausforderungen. Die ohnehin schon umfangreichen Berichtspflichten würden sich mit der vorgeschlagenen Erweiterung noch erhöhen – und mit Blick auf die einbezogenen Aktivitäten auch noch verbreitern. Damit gingen erhöhte Kosten und potenzielle Reputationsrisiken einher. Und all dies schon in einem Stadium, in dem die „bisherige Taxonomie“ fernab von fertig implementiert ist.

Wie geht's es weiter?

Diese Abwägung zwischen Sinnhaftigkeit und Aufwand wird nun von der politischen Seite in Form der Europäischen Kommission erfolgen. Ob die Erweiterung der EU-Taxonomie tatsächlich von der EU-Kommission umgesetzt wird, ist derzeit offen. Aktuell handelt es sich dabei „nur“ um Vorschläge der beratenden PSF. Bis eine Umsetzung der Erweiterung erfolgt, kann der Abschlussbericht der PSF basierend auf den bestehenden Vorgaben zur EU-Taxonomie für freiwillige Angaben

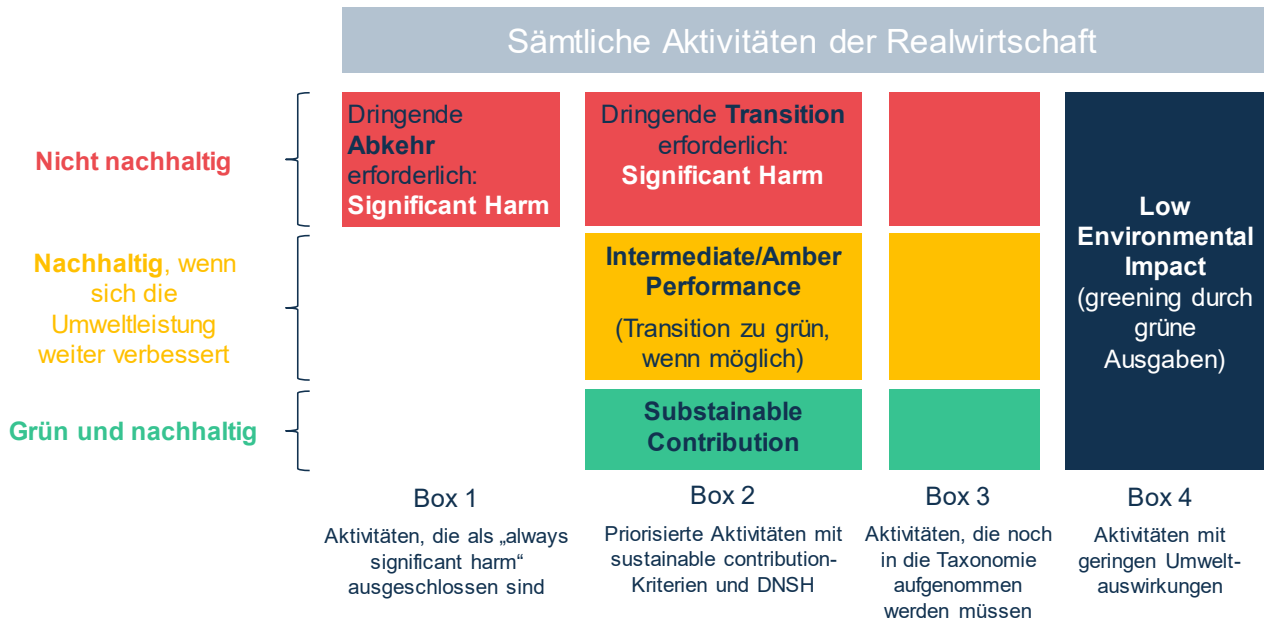
Deutliche Verbesserung bei der Einordnung von Aktivitäten

Die Komplexität steigt weiter

EU-Kommission muss Abwägung vornehmen

genutzt werden. Dies betrifft die durch delegierte Rechtsakte schon bereits existierenden Grenzen signifikanten schädlichen Aktivitäten (durch DNSH-Kriterien) und die Aktivitäten mittleren Leistungsniveaus (in der nachfolgenden Grafik: Box 2).

Zielbild der Taxonomie-Erweiterung für alle Wirtschaftstätigkeiten



Quelle: EU-Taxonomie, PSF, LBBW Research

Box 1 schließt Tätigkeiten von der grünen Taxonomie aus, da diese für mind. ein Umweltziel erheblich schädlich sind (**aktuell schon ausgeschlossene Aktivitäten**). Diese Aktivitäten können naturgemäß nicht umgestellt werden. Beispiele sind die Stromerzeugung oder der Bau neuer Wohngebäude in extrem gefährdeten Hochwassergebieten sowie Aktivitäten, welche Ökosysteme mit hoher Biodiversität zerstören.

Box 2 stellt die **bestehende Taxonomie** dar. Für die Tätigkeiten sind durch die technischen Screening-Kriterien der delegierten Rechtsakte Kriterien für sustainable contribution und für DNSH definiert. Ist beides für ein und dieselbe Tätigkeit vorhanden, entsteht automatisch der Mittelbereich: „intermediate“/„amber“.

Box 3 beinhaltet Aktivitäten, welche das Potenzial haben, einen wesentlichen Beitrag zu einem der Ziele zu leisten. Diese sind jedoch **aktuell nicht in der Taxonomie enthalten**, könnten aber zukünftig in die grüne Taxonomie mit aufgenommen werden.

Box 4 stellt Wirtschaftsaktivitäten mit geringen Auswirkungen auf die sechs Umweltziele dar: Aktivitäten mit „**Low Environmental Impact**“; u.a. der Dienstleistungssektor. Diese werden vermutlich nie in die grüne oder „Signifikant Harm“-Taxonomie aufgenommen. Dennoch werden auch Aktivitäten mit geringer Umweltbelastung an den Klimawandel angepasst sowie widerstandsfähig gemacht werden müssen.

Corporates: Vier-Phasen-Umweltmodell

Keine Zeit zum Ausruhen: Die Wirtschaftssektoren auf dem Weg zur Klimaneutralität

Eine Studie des LBBW Research ermöglicht erstmalig einen branchenübergreifenden Vergleich einzelner Wirtschaftszweige und geht der Frage nach, wo einzelne Branchen beim Nachhaltigkeitswandel stehen und welcher Klimabeitrag bereits geleistet wurde.

Autor:

Bettina Deuscher

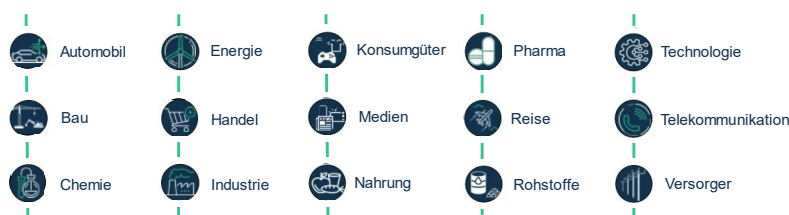


Die Branchencharakteristika, eine wandelnde Nachfrage und neue Umweltgesetze bestimmen das Ausmaß klimarelevanter Umbauten von Wertschöpfungsketten grundlegend.



Für die Untersuchung zogen die Analysten des Corporate Research börsennotierte europäische Unternehmen aus insgesamt fünfzehn Wirtschaftssektoren heran. Die Finanzbranche blieb bewusst außen vor. Sie spielt eine Sonderrolle bei der Klimatransformation - sowohl auf der Kreditseite als auch Anlagenseite und als Intermediär am Kapitalmarkt.

Kapitalmarktrelevante Branchen



Quelle: LBBW Research

In das Modell fließen acht Kriterien über zwei Dimensionen ein. Die erste Dimension beleuchtet relevante Klimakennzahlen, das Scoring des Umweltreportings sowie das Ausmaß selbstverpflichtender Klimaziele inklusive der Ist-Situation. Darüber hinaus findet das Teilergebnis der LBBW ScoreCard in der Kategorie „Eigentümer & ESG“ Anwendung. Die zweite Dimension dient der Einschätzung der Transformationsfähigkeit. Sie basiert auf fundierten Einschätzungen der Branchenexpertise der LBBW Research Analysten mit den Schwerpunkten Markt/Wettbewerb, Regulatorik und Technologie. Dies gewährleistet

Kombination quantitativer Klimafaktoren mit qualitativer Branchenexpertise

eine ganzheitliche Betrachtung von Umweltthemen in Abhängigkeit der Branchenspezifika. Auf diese Weise erfolgt eine Kombination von Bottom-up-Analyse (Unternehmen) und Top-Down (Branchenebene) bezüglich Umwelt-relevanter Einflussfaktoren.

Das Modell teilt die charakteristischen Entwicklungsschritte eines typischen Prozessverlaufs für Klimaschutzmaßnahmen in Unternehmen in vier Phasen ein: Initialisierung, Konzeptionierung, Transformation und Optimierung. Dabei kann das Ende eines Zyklus den Beginn des nächsten markieren. Der technologische Fortschritt oder grundlegende regulatorische Neuerungen können dabei nach einem erfolgreichen Kreislauf einer Branche rasch den nächsten Modernisierungsschub auslösen.

Die Struktur lehnt sich an die Umwelt-Taxonomie an

Vier Phasen des klimabedingten Umbauprozesses in Unternehmen

Konzeptionierung

- Verdichtung der Verbesserungspotenziale zu konkreten Handlungsfeldern.
- Entwicklung eines Aktionsplans.
- Schritte zur Implementierung der Neuausrichtung in die Unternehmensstrategie.

Initialisierung

- Vereinzelte Prozessschnittstellen entlang der Wertschöpfungsebene zeigen Handlungsbedarf.
- Identifikation von ökologischem Optimierungspotenzial und Ermittlung von Stellen entlang der Wertschöpfungskette, an denen belastende Umweltauswirkungen minimiert werden können.



Transformation

- Die konzeptionelle Prozessveränderung wird umgesetzt.
- Je nach unternehmensspezifischen Anforderungen und dem Umfang der Maßnahmen beansprucht die Realisierung unterschiedlich viel Zeit.

Optimierung

- Nachhaltigkeit als integraler Bestandteil der Unternehmensstrategie gegenüber allen Beteiligten (Anteilseigner, Mitarbeiter, Konsumenten, Regulierung) ist etabliert.
- Ökologisches Optimierungspotenzial wird kontinuierlich ermittelt und weiter verbessert.

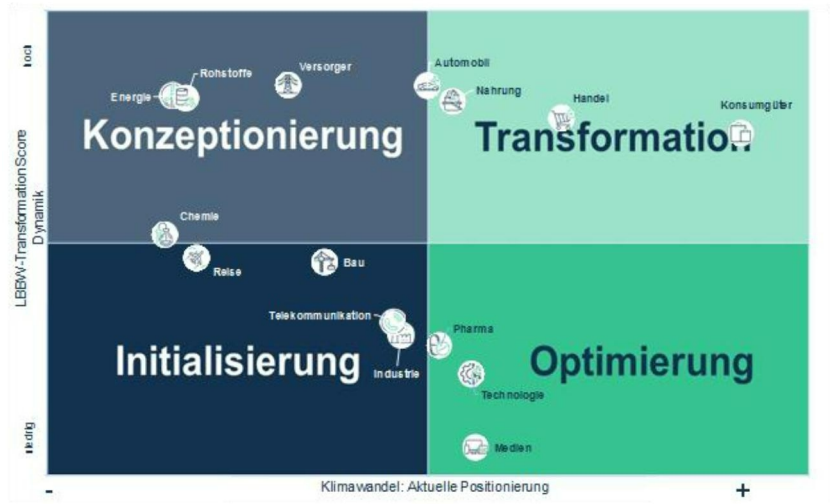
Quelle: LBBW Research

Es ergeben sich sehr differenzierte Bilder mit einzelnen Branchen, die sich teilweise in ganz unterschiedlichen Phasen des klimabezogenen Umbaus befinden. Spürbar im Umbruch befindet sich mit einer hohen Dynamik bei klimabezogenen Anpassungen die Automobilbranche. Mit dem Verlassen der Konzeptionierungsphase hat sie die Transformationsphase erreicht. Nahezu alle Hersteller und Zulieferer verfügen über Konzepte zur strategischen Neuausrichtung in Richtung Elektro-Mobilität und passen ihre Prozesse und Produkte an. An der Umsetzung wird mit Hochdruck gearbeitet, aber das Tempo der Unternehmen variiert. Bei der CO₂-Reduktion werden gute Fortschritte verbucht. Bei der Transparenz der Umweltreportings schneiden Branchen wie Nahrung, Telekommunikation und Versorger aktuell besser ab. Hinzu kommen die Selbstverpflichtungen, bei denen in der Automobilbranche noch Luft nach oben ist. Der Handlungsdruck von Seiten der Nachfrage und neuen Klimagesetzen bleibt hoch.

Ebenso in der Transformationsphase, aber bei einer mit Abstand weit fortgeschrittenen Positionierung nimmt die Konsumgüterbranche ein. Ihren CO₂-Ausstoß reduzierten die Unternehmen in den vergangenen

Jahren gleich drei Mal so stark, wie es für die Erreichung der Klimaziele bis jetzt schon notwendig gewesen wäre. Bei den anderen Kriterien des Modells belegen sie zumindest die vorderen Plätze.

LBBW Corporates Vier-Phasen-Umweltmodell: Auf dem Weg zur Klimaneutralität



Quellen: Unternehmen, Bloomberg, CDP, SBTi, LBBW Research

Ganz anders steht derzeit die Chemiebranche dar. Sie befindet sich am Rande der Initialisierungsphase auf dem Weg in die Konzeptionsierungsphase. Der Druck für erforderliche klimabezogene Umbauten entlang der Wertschöpfungsketten ist bei Chemieunternehmen so hoch wie noch nie. Die Wahrnehmung in der Öffentlichkeit hat zugenommen. Auch neue strengere Umweltgesetze erhöhen den Druck. Dabei müssen auch die Einflüsse auf nachgelagerte Wertschöpfungsketten berücksichtigt werden. Die Uhr tickt und der Weg zu nachhaltigen Produkten und Prozessen erscheint noch weit. Zumindest übertreffen die bis dato geleisteten CO₂-Verringerungen bereits jene der Branchen Bau, Energie und Telekommunikation. Bei den Klimaindikatoren CO₂-Ausstoß, Wasserverbrauch und produzierte Müllmenge ist die Chemie aber die schwächste aller Branchen.

Eine bemerkenswerte Rolle bei Nachhaltigkeitsverbesserungen in der Wirtschaft nehmen die beiden Branchen Versorger und Telekommunikation ein. Die Versorgerbranche befindet sich in der Konzeptionsierungsphase. Sie steht vor gewaltigen Herausforderungen, insbesondere infolge der Regulierung und verschärfter Dekarbonisierungsmaßnahmen für eine Energiewende und Klimaneutralität bis 2050. Die Umstellung der Energiequellen auf alternative, erneuerbare Rohstoffe erfordert einen tiefgreifenden Umbau der Geschäftsmodelle. Das kann Jahrzehnte beanspruchen. Gleichzeitig greifen zahlreiche neue EU-Regelungen des Fit-for-55 Maßnahmenpakets schon während der Übergangszeit. Das Modellergebnis ist vor allem von schwachen Werten infolge überdurchschnittlich hoher Verbrauchsintensitäten von CO₂

und Wasser geprägt, wenngleich die Branche bei der jährlichen CO₂-Reduktion aktuell bereits gute Fortschritte verbucht.

Die Telekommunikationsbranche befindet sich in der Initialisierungsphase. Im Unterschied zur Chemiebranche befindet sie sich deutlich näher an der Optimierungsphase. Die klimabezogenen Anpassungen in der Telekommunikationsbranche sind schon viel weiter als in anderen Branchen fortgeschritten. Bei den rasant zunehmenden Datenmengen macht sich auch der Umweltvorteil neuer Technologien bemerkbar. Die Glasfaser-Technologie ist nachhaltig. Sie sichert auch für künftige Anforderungen die maximale Übertragungsgeschwindigkeit. Und sie ist um ein Vielfaches energieeffizienter als das alte Kupferkabel. Gleichwohl verfehlt die Branche aktuell die CO₂-Reduktion. Anstatt einer Verringerung des schädlichen Treibhausgas-Ausstoßes ist sogar ein Anstieg festzustellen. Das resultiert aus dem Breitbandnetz-Ausbau für zunehmende Digitalisierungsvorhaben in nahezu allen Wirtschaftszweigen. Das treibt zunächst den Stromverbrauch in die Höhe. Langfristig dürfte der Klimabeitrag zum Tragen kommen, wenn u.a. vernetzte Sensoren und automatisierte Steuerungen z.B. in der Energie-, Landwirtschaft-, Nahrungsmittel- oder Logistikindustrie deutliche CO₂-Verringerungen und andere positive Klimabeiträge ermöglichen.

Dynamischer Prozess klimarelevanter Anpassungen

- **Betroffenheit der Branchen ist sehr unterschiedlich. Die regulatorischen Anforderungen treffen einzelne Branchen besonders hart.**
- **Zudem hängt das Tempo der Transformation in einzelnen Branchen im Besonderen von den Technologie-Fortschritten ab.**
- **Der Aufbau eines nachhaltigen Wirtschaftssystems dauert Jahrzehnte.**



Quelle: LBBW Corporates Vier-Phasen-Umweltmodell, LBBW Research

Grundsätzlich spielen die Nachfrage, nachhaltige Technologien und die Regulatorik eine zentrale Rolle für den Weg der Unternehmen hin zur Klimaneutralität. In einzelnen Branchen ist das Tempo bei der Verringerung des CO₂-Ausstoßes maßgeblich vom technologischen Fortschritt abhängig. Auf der anderen Seite können regulatorische Maßnahmen zum Teil nur durch den Einsatz erheblicher Investitionen umgesetzt werden. Dafür können mehrere Jahre, wenn nicht sogar Jahrzehnte benötigt werden - es bleiben spannende Zeiten.

Blick ins Archiv

Letzte Ausgaben

LBBW ESG Insight 4.2022 vom 31.04.2022

Aktuelle Marktentwicklung: Agencies treiben das April-Volumen
Viele Wege führen nach Rom – aber keiner an der Taxonomie vorbei
Der soziale Kompass Europas
Communication on Progress (CoP) ab 01.01.2023 neu

LBBW ESG Insight 3.2022 vom 29.03.2022

Aktuelle Marktentwicklung: SSAs und Financials schwächeln – Corporates performen
Bankenregulierung wendet sich dem Thema „Nachhaltigkeit“ zu
ESG-Ratingagenturen: Jeder macht sein Ding – noch!

LBBW ESG Insight 2.2022 vom 28.02.2022

Aktuelle Marktentwicklung: Überschaubare Anzahl an ESG Emissionen im Februar
SLB-Emittenten setzen vornehmlich auf Umweltfaktoren
EU kategorisiert Erdgas & Atomkraft als nachhaltig

LBBW ESG Insight 1.2022 vom 27.01.2022

Marktentwicklung: Starker Jahresauftakt bei ESG Anleihen
ESG hält Einzug in die Telekombranche
Klimaschutz gewinnt an Fahrt
Weiterer Schub bei Green (Covered) Bonds durch zahlreiche Regulierungs-Initiativen

LBBW ESG Insight 11/12.2021 vom 06.12.2021

Marktentwicklung: November – Rekord-Emissionsmonat für Corporates
LBBW Forecast für 2022: ESG-Emissionsausblick
Sustainability-Linked Bonds von Corporates: Debütant Henkel

LBBW ESG Insight 10.2021 vom 27.10.2021

Marktentwicklung: Green Bond-Debüt der EU
Enel platziert drei Sustainability-Linked Bond
Der Klimastresstest der EZB – Ein Anfang ist gemacht

Erstausgabe LBBW ESG Insight 09.2021 vom 30.09.2021

Marktentwicklung: Corporates auf dem Vormarsch
Sonderthema: Die neuen ICMA-Grundsätze
Mehrwert: Experten-Meinung Second Party Opinion

Disclaimer

Bitte beachten Sie:

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und in Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.