

Marktlösungen bringen nachhaltige Pfandbriefe voran

EU-Green-Bond-Standard setzt zu früh und zu stark auf Taxonomie-Konformität – Segment der grünen und sozialen Pfandbriefe wächst weiter

Börsen-Zeitung, 27.5.2023

Der Pfandbrief hat auch im Jahr 2022 und in den ersten Monaten des neuen Jahres seine Krisenresilienz eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Trotz zahlreicher Belastungsfaktoren überzeugt er durch eine stabile Entwicklung der Renditedifferenz zu Swap, bietet Emittenten jederzeit Zu-



Sascha Kullig

**Mitglied der
Geschäftsleitung
des Verbandes
deutscher Pfand-
briefbanken (vdp)**

gang zu langfristigen Refinanzierungsmitteln und ist für Investoren ein qualitativ hochwertiges und liquides Anlageinstrument. Sogar im „unsicheren“ Monat März dieses Jahres, in dem in den USA und Europa Bankemissionen kaum absetzbar waren, arrangierten 16 Pfandbriefbanken erfolgreich Privatplatzierungen für Investoren.

Der Markt profitierte 2022 und 2023 auch von den deutlich gestiegenen Zinsen am Kapitalmarkt. Mittlerweile liegt die Verzinsung von Pfandbriefen mittlerer Laufzeiten bei etwas über 3 %. Der sukzessive Rückzug der Europäischen Zentralbank (EZB) aus dem Markt – ab dem dritten Quartal dieses Jahres werden im Rahmen des Ankaufprogramms keine fälligen Covered Bonds mehr ersetzt – wurde durch die Nachfrage der traditionellen Real-Money-Investoren kompensiert. Neue Pfandbriefe verzeichneten 2022 mit 82,3 Mrd. Euro den höchsten Absatz seit 2011, der Absatz von Hypothekendarlehenpfandbriefen stieg um 47%.

Erfreulich ist hierbei das Wachstum des Segments der grünen und sozialen Pfandbriefe. Im Jahr 2022 wurden Titel im Gesamtvolumen von 9,4 Mrd. Euro begeben, das entspricht mehr als dem Dreifachen des Vorjahres und damit 11% des Gesamtabsatzes von Pfandbriefen. Das Umlaufvolumen dieser Titel hat sich 2022 verdoppelt und beträgt derzeit bereits über 20 Mrd. Euro. Die Zahl der Emittenten von

grünen und sozialen Pfandbriefen hat sich im Vorjahr von acht auf zwölf erhöht und erstmals wurde ein grüner Öffentlicher Pfandbrief emittiert.

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) unterstützt den Markt seit 2019 mit den vdp-Mindeststandards für grüne und soziale Pfandbriefe und gibt damit Investoren und Emittenten Transparenz und Orientierung. Für die deutschen grünen und sozialen Pfandbriefe gelten bei den Mindeststandards einheitliche Rahmenwerke. Die Konzepte basieren auf den ICMA Green & Social Bonds Principles und setzen ein Green Bond Framework beziehungsweise Social Bond Framework des Emittenten voraus. Dabei werden geeignete Assets definiert, die in der Deckungsmasse mindestens dem Volumen der ausstehenden nachhaltigen Pfandbriefe entsprechen müssen. Zudem hat eine regelmäßige Verifizierung durch einen externen Dienstleister zu erfolgen.

Der Erfolg des Segments der grünen und sozialen Pfandbriefe beruht unter anderem auf der Praxistauglichkeit der Konzepte und dem Ziel, nachhaltige Finanzierungen zu fördern und Marktgegebenheiten auf der Aktivseite sachgerecht zu berücksichtigen. Die Form von Marktlösungen hat sich seit der Begebung der weltweit ersten gedeckten ESG-Schuldverschreibung (ESG steht für Environment Social Governance) durch die Münchener Hypothekendarlehenbank im Jahr 2014 für Emittenten und Investoren bewährt.

Erfolgreiche Marktlösungen

Den erfolgreichen Marktlösungen steht bald ein regulatorisch geschaffenes Konzept gegenüber, der EU-Green-Bond. Nach langen Verhandlungsrunden haben sich die europäischen Institutionen im sogenannten Trilog auf EU-Green-Bond-Standards (EU-GBS) geeinigt, die nun noch formal vom Rat der Europäischen Union (EU) und vom Europäischen Parlament angenommen werden müssen. Den ersten Entwurf hatte die EU-Kommission bereits im Juli 2021 veröffentlicht.

Kern des Standards ist der Bezug auf die EU-Taxonomie. Bis auf eng definierte Ausnahmen müssen die Erlöse eines EU-Green-Bonds vollständig zur Finanzierung oder Refinanzierung von taxonomiekonformen Assets beziehungsweise Wirt-

schaftsaktivitäten verwendet werden. Das bedeutet einen Paradigmenwechsel zu den bisherigen marktbasierenden Konzepten: Nicht die Emittenten und Investoren definieren, ob ein spezifisches Projekt oder ein zu (re-)finanzierender Vermögenswert „grün“ ist, sondern die EU-Taxonomie. Der Nachweis der EU-Taxonomie-Konformität stellt Banken in der Praxis jedoch vor große Probleme. Dies gilt sowohl für die sogenannten technischen Bewertungskriterien, mit denen nachgewiesen werden muss, dass die Aktivität einen wesentlichen Beitrag zu einem der sechs in der EU-Taxonomie definierten Umweltziele leistet.

Es gilt aber noch viel mehr für die sogenannten „Do-No-Significant-Harm“-Kriterien, die sicherstellen sollen, dass die Aktivität die fünf anderen Umweltziele nicht signifikant schädigt. Die Anforderungen sind mitunter äußerst komplex, und in vielen Fällen liegen die nötigen Daten nicht vor. Daher dürfte es zumindest kurzfristig nicht viele Immobilienfinanzie-

rungen geben, bei denen die vollständige Taxonomie-Konformität nachgewiesen werden kann.

Vor diesem Hintergrund ist es erfreulich, dass die Verwendung des EU-Green-Bond-Standards auf freiwilliger Basis erfolgt. Es steht den Emittenten grüner Anleihen frei, in Zukunft nach den EU-GBS oder wie bisher und bewährt nach gängigen Marktstandards wie etwa den ICMA Green Bond Principles und den vdp-Mindeststandards zu emittieren. Emittenten, die sich gegen eine Begebung auf Basis des EU-GBS entscheiden, können freiwillig die nach dem EU-GBS vorgesehenen, noch zu entwickelnden Offenlegungstemplates verwenden.

Um Investoren ein hohes Maß an Sicherheit und Transparenz zu bieten, gibt es sowohl vor als auch nach der Emission eines EU-Green-Bonds detaillierte Berichtspflichten, deren erforderliche Prüfung nur bei der ESMA (European Securities and Markets Authority – kurz ESMA) registrierte, externe Prüfer übernehmen

können. Fest verankert ist im EU-GBS auch ein Bestandsschutz im Falle sich in Zukunft verändernder Taxonomie-Kriterien für einen Zeitraum von sieben Jahren, der sowohl Investoren als auch Emittenten Sicherheit bietet.

Aufgrund der Verknüpfung des EU-GBS mit der EU-Taxonomie dürfte dieser mittelfristig das Potenzial haben, zum Maßstab für grüne Anleihen zu werden. Für die Transformation des Gebäudebestands hin zur Klimaneutralität werden aber weiterhin Kapitalmarktinstrumente benötigt, die ausgehend von einer geringeren Energieeffizienz sukzessive steigende Anforderungen stellen werden. Diese Rolle werden die bisherigen marktorientierten Konzepte übernehmen. So ist vorgesehen, die Mindeststandards für grüne Pfandbriefe Schritt für Schritt in Richtung EU-Taxonomie zu entwickeln, um das Wachstum des Segments der nachhaltigen Finanzierung zu fördern und letztlich zur Erreichung der Klimaschutzziele beizutragen.