



## PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

## GRÜNER PFANDBRIEF – EIN PRODUKT MIT ZUKUNFT

In bemerkenswert kurzer Zeit haben sich Green Bonds zu einer eigenständigen und segmentübergreifenden Assetklasse am Anleihemarkt entwickelt. Neben den anfänglich dominierenden Supranationals und nationalen Förderbanken haben sich unlängst Banken, privatwirtschaftliche Unternehmen sowie zuletzt auch Staaten hinzugesellt. Darüber hinaus steigt produktseitig die Vielfalt, etwa in Form von grünen Verbriefungen und Covered Bonds. Der Anteil Letzterer ist im Vergleich zum „grünen“ Gesamtmarkt noch verschwindend gering, doch der Autor ist zuversichtlich, dass die Bedeutung gedeckter grüner Bankschuldverschreibungen mittelfristig deutlich zunehmen wird. Die Gründe dafür schildert er im folgenden Beitrag.

Red.

Mehr als vier Jahre ist es inzwischen her, dass die Berlin Hyp den ersten Grünen Pfandbrief begeben hat. Das ist eine sehr kurze Zeitspanne, wenn man bedenkt, dass wir dieses Jahr den 250. Geburtstag des Pfandbriefs feiern. Sie mutet immer noch kurz an, wenn man bedenkt, dass die Berlin Hyp im vergangenen Jahr ihr 150-jähriges Bestehen gefeiert hat.

Legt man aber das Alter des Green-Bond-Markts zugrunde – 2007 hat die Europäische Investitionsbank den ersten Green Bond begeben – und veranschaulicht sich dessen rasantes Wachstum sowie die immer vielfältiger werdenden Produktausgestaltungen, so kann der Grüne Pfandbrief inzwischen bereits zu den etablierten Produkten gerechnet werden.

## Nachhaltige Covered Bonds im Fokus

Mit einem Anteil von weniger als zwei Prozent am gesamten Kapitalmarkt ist der Green-Bond-Markt zwar immer noch eine Nische, jedoch eine immer größer werdende. Nachdem im Jahr 2017 mit einem Neuemissionsvolumen von 161 Milliarden US-Dollar erstmals die Marke von 100 Milliarden US-Dollar überschritten worden war, gab es 2018 mit 167 Milliarden US-Dollar einen neuen Rekord und auch für 2019 wird eine weitere Steigerung erwartet.

DER AUTOR

## BODO WINKLER

Leiter Funding und  
Investor Relations,  
Berlin Hyp AG,  
Berlin



Bemerkenswert ist dabei, dass grüne Covered Bonds immer mehr in den Fokus rücken. Nach ihrer erstmaligen Emission eines Grünen Pfandbriefs im April 2015 war die Berlin Hyp längere Zeit der einzige Emittent von gedeckten Anleihen, die der Finanzierung oder Refinanzierung grüner, energieeffizienter Gebäude dient. Dies änderte sich im November 2017 als die Deutsche Hypothekbank ihren ersten Grünen Pfandbrief an den Markt brachte und sich dabei eng an das Green Bond Framework der Berlin Hyp anlehnte. Zu Beginn des Jahres 2018 folgte dann die Sparebanken 1 Boligkredit mit dem ersten Green Covered Bond aus Norwegen.

Im Gegensatz zu den Emissionen der beiden deutschen Emittenten verwendete die skandinavische Emittentin den Emissionserlös nicht zur Refinanzierung von Darlehen für grüne gewerbliche Immobilien, sondern Krediten an private Haushalte zum Erwerb energieeffizienter Wohnimmobilien. Seither folgten weitere Emittenten aus Skandinavien und Deutschland und es erscheint nicht unwahrscheinlich, dass es auf mittelfristige Sicht eine deutliche Zunahme gedeckter grüner Bankschuldverschreibungen geben wird. Dafür sprechen eine Reihe gewichtiger Gründe, die im Folgenden beleuchtet werden sollen.

## Standards und Regulierung

Der Green-Bond-Markt zeichnete sich in der Vergangenheit nicht nur durch sein dynamisches Wachstum aus, sondern auch durch die Innovationsfreude der Emittenten. Jedes Jahr wurden neue Arten von Green Bonds vorgestellt. Die damit ausgedrückte Kreativität ist wichtig für das Wachstum und die Etablierung eines jungen Marktes. Sie darf aber nicht Selbstzweck sein und dazu führen, dass Produkte zu umständlich werden und sich ihr ökolo-

gischer Nutzen nicht mehr klar erschließt. Hier sind dann Leitplanken gefragt.

Am Green-Bond-Markt orientieren sich die meisten Emittenten bei der Ausgestaltung ihrer Produkte bereits seit 2014 an den Green Bond Principles. Diese beziehen sich aber ausschließlich auf die formelle Ausgestaltung der Anleihen und die Dokumentation der Prozesse rund um die den Bonds zugrunde liegenden grünen Projekte. Sie treffen hingegen keine Aussage darüber, welche Assets grün sind und welche nicht. Einen Schritt weiter gehen die Standards der Climate Bonds Initiative, die auch klare inhaltliche Anforderungen stellen, allerdings bislang nicht für alle Projektarten beziehungsweise Regionen.

## Markt- und Politikinitiativen

Was aber bislang für den Immobilienbereich fehlt, ist ein europäischer Standard, der beschreibt, welche Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit ein Gebäude als energieeffizient angesehen werden kann. Hier soll die Energy Efficient Mortgage Initiative (EEMI) unter der Federführung des Europäischen Hypothekenverbandes (EMF) und des European Covered Bond Councils (ECBC) künftig eine klare Orientierung liefern. Im Sommer letzten Jahres wurde ihre Pilotphase gestartet und kurz vor Jahresende eine Definition für energieeffiziente Hypothekendarlehen geschaffen, die im Falle der Ankaufsfinanzierung beziehungsweise der Entwicklung energieeffizienter Gebäude noch der spezifischen Ausgestaltung durch sogenannte National Hubs auf Ebene der einzelnen europäischen Länder bedarf.

In Deutschland erfolgt dies seit Januar 2019 in einer eigens beim Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) eingesetzten Arbeitsgruppe. Handelt es sich bei den vier vorgenannten Beispielen um marktgetriebene Initiativen, so stellt die Taxonomie der EU für nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten den ersten europäischen Regulierungsansatz zur Abgrenzung grüner von weniger grünen Geschäftsgegenständen dar. Die aktuelle Entwurfsfassung enthält dabei auch Kriterien für energieeffiziente Wohn- und Gewerbeimmobilien. Die Klarstellung darüber, welche Gebäude sich als Beitrag für eine Erreichung der im Rahmen der

COP 21 vereinbarten Klimaziele eignen, erleichtert es Emittenten, genau diese Assets zu identifizieren und kann zusätzliches Vertrauen bei Investoren bewirken.

### Hohe Anzahl grüner Deckungswerte

Die bisherigen Emissionen grüner Covered Bonds mit ihren unterschiedlichen Geschäftsmodellen legen nahe, dass auch andere europäische Kreditinstitute grüne Assets besitzen, die deckungsstockfähig oder bereits Teil des Deckungsstocks sind. Die Institute müssen lediglich den Aufwand betreiben, diese Assets zu identifizieren. Dieser Aufwand ist nicht zu unterschätzen, ist die Einholung von Energieverbrauchs- oder -bedarfskennzahlen bei den meisten Banken doch bislang nicht in den Kreditprozess integriert.

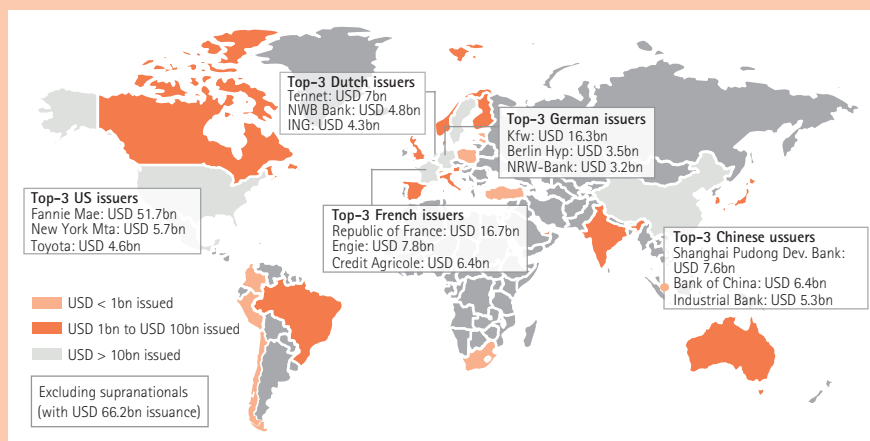
Bei der Berlin Hyp ist man hier bereits seit einiger Zeit einen Schritt weiter: Sie incentiviert Darlehen für grüne Gebäude seit 2016 mit einem Preisnachlass von zehn Basispunkten, der nur gewährt wird, wenn die Energieeffizienz und die Nachhaltigkeit der zu finanzierenden Gebäude anhand von geeigneten Dokumenten, im Wesentlichen sind dies Energieausweise oder auch Nachhaltigkeitszertifikate, nachgewiesen werden. Ihre Einholung und systematische Erfassung im juristischen System sind Standard im Darlehensprozess der Bank. In einer Analyse zum Green-Bond-Markt aus dem Juli letzten Jahres gehen die Analysten der UBS davon aus, dass in den kommenden fünf Jahren jeder vierte Covered Bond als Green Bond ausgestaltet werden könnte.

### EZB-Ankäufe erschwer(t)en Marktdurchdringung

Ein wesentlicher Grund dafür, warum es bislang nicht bereits mehr Grüne Pfandbriefe beziehungsweise Green Covered Bonds gibt, liegt in einer Kombination von verschiedenen Ursachen. Geeignete Assets sind nicht unbegrenzt verfügbar und ihre Identifikation verursacht, wie dargestellt, beträchtlichen Aufwand. IT-Systeme müssen angepasst werden, um die systematische Erfassung von Energieeffizienz- und Nachhaltigkeitskriterien sicherzustellen. Einheitliche Kriterien für energieeffiziente Gebäude sind derzeit noch nicht vorhanden, zeichnen sich aber immer klarer ab.

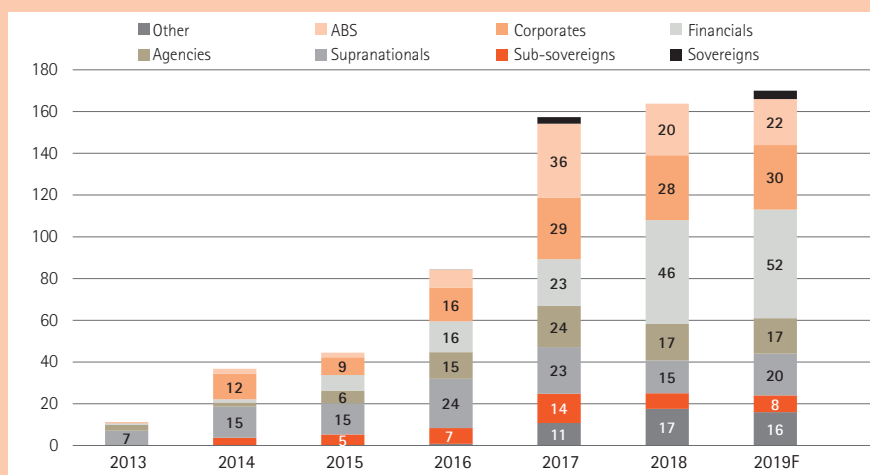
Gleichzeitig führte das Wertpapierankaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB) dazu, dass die Risikoaufschläge un-

Abbildung 1: Weltweite Green-Bond-Aktivitäten im Überblick



Quelle: Unicredit Research, Environmental Finance, Climate Bonds Initiative; Stand: 31. Dezember 2018

Abbildung 2: Emissionsvolumina grüner Bonds (in Milliarden US-Dollar)



Quelle: Unicredit Research, Climate Bonds Initiative; Stand 31. Dezember 2018

terschiedlicher Covered Bonds über Jahre hinweg sanken und dabei konvergierten. Nimmt man hinzu, dass Green Bonds aktuell in den meisten Fällen noch kein günstigeres Funding ermöglichen als herkömmliche Anleihen, erschien der zu leistende Aufwand zur Emission grüner Covered Bonds vielen Emittenten ganz einfach zu hoch und der Nutzen zu gering. Seit Ende 2018 ist das EZB-Ankaufprogramm beendet. Es werden nur noch Reinvestitionen von Fälligkeiten vorgenommen.

### Banken sind und bleiben wichtigste Emittentengruppe

Emittenten von Covered Bonds müssen ihre Anleihen damit wieder zu annähernd 100 Prozent bei „echten“ Investoren platzieren. Da die Anzahl von Asset Managern mit dezidierten grünen Mandaten immer weiter anwächst und auch andere institutionelle Investoren Commitments einge-

hen, den Anteil von Green Bonds an ihrem Anleihebestand zu steigern, kann die Refinanzierung über grüne Covered Bonds zu einer deutlichen Ausweitung der eigenen Investorenbasis führen. Die Berlin Hyp konnte mit ihren sechs seit 2015 emittierten Benchmarkanleihen bereits über 100 neue Investoren gewinnen, die nie zuvor in Bonds der Bank investiert haben.

Zu all den vorgenannten Gründen für ein Anwachsen der Assetklasse grüner Covered Bonds kommt, dass Banken bereits heute die größte Emittentengruppe am Green-Bond-Markt stellen und es erwartet wird, dass sie diese Stellung weiter ausbauen. Sie haben das nachhaltige Anleiheformat in der Vergangenheit aus den vorgenannten Gründen aber eher im Senior Format eingesetzt. Ohne die verzerrende Wirkung des Ankaufprogramms sollte es in der Zukunft aber deutlich attraktiver werden, grüne Anleihen auch im gedeckten Format einzusetzen.