



PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

KLIMAWANDEL UND PFANDBRIEF: AUS RISIKEN CHANCEN MACHEN

„In Deutschland kommt der Klimawandel als Hitzewelle, als Dürre, als Waldbrand, als Starkregen oder eben als Überflutung an.“ Dieses Zitat der Bundesumweltministerin Svenja Schulze vom Oktober 2020 macht deutlich, dass es ein großer Fehler wäre, die Augen vor den inzwischen auch hierzulande längst spür- und sichtbaren Folgen des Klimawandels zu verschließen. Ganz besonders gilt dies natürlich nicht zuletzt für Immobilieneigentümer sowie deren Finanzierungspartner, schließlich birgt das Thema erhebliche Risiken unter anderem für Immobilienwerte und (Re-)Finanzierungskosten. Welche Rolle der Pfandbrief bei alledem spielt beziehungsweise künftig noch spielen könnte, eruieren die Autoren des vorliegenden Beitrags. Red.

lässt daran zweifeln, dass höheren physikalischen Risiken ausgesetzte Objekte pauschal weniger wert sind – bei Immobilien hat Lagequalität eben viele Dimensionen. Also bleiben in die individuelle Analyse, und hierfür ist der nach § 16 PfandBG auf langfristige und nachhaltige Objektmerkmale abstellende Beleihungswert prädestiniert, auch diese Aspekte einzubeziehen.

Der Klimawandel wirkt auch auf den Hypothekendarlehenpfandbrief. Seine bewährten Mechanismen begrenzen zwar auch das Risiko aus Klimaeffekten. Diese Vorkehrungen stellen ihn allerdings zugleich vor die Frage, wie er aktiv zum Klimaschutz beitragen kann.

Kein neues Phänomen

Klimarisiken, also Risiken, die aus dem Klimawandel resultieren, stellen keine grundsätzlich neue Risikoart dar. Der Klimawandel wirkt vielmehr über bekannte Risikoarten wie das Kreditrisiko auf den Pfandbrief. Besonders macht Klimarisiken, dass diese schwer über klassische Risikomodelle zu greifen sind: Die vorhandenen Ausfalldaten sind teilweise nicht direkt auf die jeweilige Klimaherausforderung übertragbar.

DER AUTOR

PROF. DR. LEO CREMER

Professur für Mathematische Methoden in der Bau- und Immobilienwirtschaft, Hochschule RheinMain, Wiesbaden



DIE AUTORIN

CHRISTINE WEBER

Wissenschaftliche Mitarbeiterin, Hochschule RheinMain und Bergische Universität Wuppertal



Um Klimarisiken für Immobiliendarlehen und damit Hypothekendarlehenpfandbriefe abzuschätzen, bieten sich deshalb vor allem Szenarien und Wirkungsmodelle an. Dabei hat sich insbesondere seitens der Bankenaufsicht¹⁾ die Einteilung in physikalische und transitorische Risiken etabliert (siehe Abbildung 1).

Physikalische Klimarisiken sind direkte Effekte aus dem Klimawandel wie vermehrter Starkregen und Hagel, Überschwemmungen oder Hitzewellen. Grundsätzlich handelt es sich hierbei um bekannte Gefahren; neu sind die gesteigerte Häufigkeit der Extremwetterereignisse sowie das zunehmend höhere Schadensausmaß.

Das Pfandbriefgesetz (PfandBG) sieht in § 15 eine Versicherungspflicht für Gebäude vor. Der Klimawandel kann solche Versicherungen verteuern. In Relation zu den sonstigen Zahlungen rund um eine Immobilie ist es jedoch schwer vorstellbar, dass eine Prämienhöhung für sich genommen zum Ausfall eines Darlehensnehmers führt.

Indirekt könnten sich physikalische Schäden grundsätzlich negativ auf den Immobilienwert auswirken. Das Spektrum möglicher Wirkungsmechanismen reicht von geringerem Reinertrag wegen teurerer Versicherungen über Kosten für bauliche Gegenmaßnahmen bis hin zu strukturellen Nachfrageänderungen.

Bauliche Gegenmaßnahmen müssen dabei aber nicht zwangsläufig mit hohem Kapitaleinsatz verbunden sein: Druckdichte Türen und Fenster schirmen den Keller bei Starkregen ab und eine gleichmäßige Kies-schicht schützt Flachdächer vor Sturmschäden. Solche Veränderungen gehen teilweise sogar mit einem Komfortzuwachs für die Nutzer einher, sodass ebenso gut ein Nettowertanstieg erfolgen kann. Die Nachfrage nach flussnahen Wohnbauprojekten

Überschaubare Effekte durch physikalische Risiken

Insgesamt dürfte der Effekt physikalischer Klimarisiken auf Pfandbriefe damit überschaubar sein, zumal die regionale Aktivität wegen § 13 PfandBG begrenzt ist. Nicht zu unterschätzen ist zudem, dass mittlerweile ein Bewusstsein für Klimarisiken vorhanden zu sein scheint und Gegenmaßnahmen eingeleitet werden können: individuell für jede Immobilie wie kollektiv im Rahmen einer weitreichenden Klimapolitik.

Transitorische Klimarisiken stellen hingegen eine indirekte Folge des Klimawandels dar: Sie entstehen gerade aus den Anstrengungen heraus, den Klimawandel einzugrenzen. Zentral sind dabei Maßnahmen, die den Ausstoß an klimaschädlichem Kohlenstoffdioxid (CO₂) reduzieren beziehungsweise vermeiden. In Deutschland entstammen derzeit knapp 30 Prozent dieser CO₂-Emissionen dem Gebäudesektor,²⁾ vor allem durch die Nutzung fossiler Energieträger zur Bereitung von Raumwärme und Warmwasser, bei der Herstellung von Strom und Fernwärme sowie der Herstellung von Baustoffen.

Gemäß des vom Bundeskabinett im Jahr 2016 beschlossenen Klimaschutzplans soll der Gebäudesektor bis zum Jahr 2050 klimaneutral sein. Erreicht werden soll dies über eine höhere Gebäudeenergieeffizienz sowie die vermehrte Nutzung erneuerbarer Energien zur Deckung des verbleibenden Bedarfs. Bezogen auf Wohngebäude bedeutet dies vor allem eine Reduktion des Primärenergiebedarfs von zirka 200 Kilowattstunden (kWh), dem Durchschnittswert für Bestandsgebäude in Deutschland, auf rund 40 kWh pro Quadratmeter Gebäudenutzfläche und Jahr.³⁾

Dies verlangt eine tiefgreifende energetische Sanierung eines Großteils des Be-

standes, ob nun explizit per gesetzlicher Vorgabe oder implizit zum Beispiel mittels CO₂-Steuer veranlasst. Auf den ersten Blick scheint dies zu höheren Belastungen der Immobilieneigentümer und damit zu Wertverlusten zu führen.

Energetische Sanierungen: ein differenzierter Blick lohnt sich

Auf den zweiten Blick zeigt sich hier ein differenzierteres Bild, etwa für ein typisches Mehrfamilienhaus aus den sechziger Jahren (siehe Abbildung 2).⁴⁾ Auch ohne CO₂-Steuer reduziert eine energetische Sanierung die Heizkosten dort mehr als sie kostet. Und insoweit die Immobilie dadurch an Wert gewinnt, steht einer angemessenen Finanzierung der Maßnahme wenig im Weg, sodass sich das Ausfallrisiko kaum verändert.

Bei Mietobjekten besteht die Herausforderung, wie der Eigentümer von der Heizkosteneinsparung profitieren kann, die in der Regel überwiegend dem Mieter zugute kommt. Wertrisiken entstehen in diesem Zusammenhang dadurch, dass Kaltmieten nominalen Begrenzungen unterworfen

sind oder die CO₂-Steuer ohne Kompensationsmöglichkeit auf den Vermieter umgelegt werden könnte.

Bei Gewerbeobjekten dürfte in dieser Neuverteilung zwischen Kaltmiete und Nebenkosten hingegen weniger Konflikt- und damit Wertrisiko liegen. Dafür liegt ein Gefahrenpotenzial darin, dass bestimmte Mieterbranchen von klimapolitischen Maßnahmen getroffen werden. Für die zentralen Objektarten Büro, Einzelhandel, Logistik und Hotel mit gegebener Drittverwendungsfähigkeit sollte dies jedoch weniger ein Thema sein.

Alles in allem dürften sich diese transitorischen Risiken damit für den Pfandbrief in Grenzen halten. Übergreifend kommt hinzu, dass sich physikalische und transitorische Klimarisiken teilweise kompensieren: Je stärker die Klimawende forciert wird, also transitorische Effekte entstehen, desto geringer sollten die physikalischen Effekte ausfallen – darauf zielt die Klimapolitik ja genau ab. Insoweit kann der Pfandbrief sogar von einer Klimawende profitieren, indem die Sicherheiten starkwetterfester und energieeffizienter werden und so an Stabilität gewinnen. Auch empirisch sieht es da-

nach aus, dass Finanzierungen von energieeffizienten Gebäuden ein geringeres Ausfallrisiko als Kredite für unsanierte Objekte aufweisen.⁵⁾

Seine Stabilitätsmechanismen könnten jedoch gleichzeitig dazu führen, dass der Pfandbrief über eine passive Rolle nicht hinauskommt. Die strengen Kriterien für den Beleihungswert stellen eine besondere Hürde dar, wie ein Blick auf die Beispielimmobilien nahelegt (siehe Abbildung 2).

Strategisches Risiko ...

Eine energetische Sanierung erhöht den Verkehrswert, falls die Heizkosteneinsparung der Mieter zu einer höheren Kaltmiete führt, das heißt die Warmmiete konstant bleibt. In diesem Fall übersteigt der Ertragswert der Immobilie die Sanierungskosten. Für den zugehörigen Beleihungswert erweist sich vor allem § 4 (3) BelWertV als beschränkend, demgemäß der Sachwert nicht mehr als 20 Prozent unter diesem liegen soll. Der Sachwert basiert auf Standardstufen und Normherstellungskosten. Eine Wärmedämmung spielt bei der Einstufung zwar eine Rolle, bleibt jedoch nur ein Teilaspekt. Schutzvorkehrungen

Gemeinsam Heimat schaffen - seit 90 Jahren

Tschüss Miete. HALLO EIGENHEIM!

**Keiner bringt mehr Menschen
in die eigenen vier Wände:**

- Wir haben rund 7 Mio. Kunden in Deutschland.
- Jedes Jahr schließen Kunden neue Bausparverträge über 25 Mrd. € bei uns ab.
- Seit der Währungsreform 1948 haben wir über 9 Mio. Wohnwünsche mitverwirklicht.



Bausparkassen
im Test

Testsieger
Schwäbisch Hall
2015 – 2020

UTO

36001, 36002, 36003, 36004, 36005, 36006, 4410000

Abbildung 1: Systematik und Beispiele für Klimarisiken

Wirkung	Klimarisiken	
	Physikalisch	Transitorisch
Ausfallwahrscheinlichkeit	zum Beispiel durch höhere Versicherungsprämien	zum Beispiel durch die Kostenlast energetischer Sanierung
Schadenshöhe/Wert Immobiliensicherheit	zum Beispiel wegen Wegzugs aus zukünftigen Überflutungsgebieten	zum Beispiel aufgrund einer vom Eigentümer zu tragenden CO ₂ -Steuer

Quelle: L. Cremer und C. Weber

gegen Wetterschäden finden sich in den Stufendefinitionen höchstens indirekt.

... oder strategische Chance?

Im konkreten Beispiel führt selbst eine Verbesserung um eine halbe beziehungsweise ganze Standardstufe dazu, dass der Beleihungswertzuwachs hinter den Sanierungskosten zurückbleibt. Für eine Sanierungsentscheidung spielt der Beleihungswert direkt keine Rolle. Indirekt begrenzt ein solcher Effekt aber die Möglichkeiten der finanzierenden Bank bei der Sanierungsmaßnahme zu unterstützen. Die BaFin regt in ihrem Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken die „Zusammenarbeit mit Förderbanken bei der Vergabe von Krediten für nachhaltiges Bauen; [...] Finanzierung von energieeffizienten Immobilien als lukratives neues Geschäftsfeld“ an.

Ohne Weiteres dürfte es allerdings schwer werden, im Wettbewerb mit Förderkrediten mithalten. Tatsächlich geht die Vergabe von grünen Immobiliendarlehen oft mit einer reduzierten Marge einher.⁶⁾ Die Refinanzierung über Green Bonds weist hinge-

gen nur einen deutlich geringeren Margenvorteil auf.⁷⁾

Wegen der bereits vorhandenen Refinanzierungsvorteile des Pfandbriefs ist es nachvollziehbar, dass auch das Margenpotenzial eines grünen Pfandbriefs begrenzt ist, zumal nur eine einheitliche Deckungsmasse vorhanden ist. Die BaFin nennt die Emission von grünen Pfandbriefen, Schuldscheinen oder Produkten eine strategische Frage, die sich Kreditinstitute stellen können. Die höhere Überzeichnungquote grüner Emissionen kann diese für Pfandbriefbanken tatsächlich attraktiv machen; mit Fördermitteln lässt sich dadurch aber schwerlich gleichziehen.

Eine generelle Handlungsmöglichkeit für den Pfandbrief stellt es dar, die nachweisbar positiven Eigenschaften energieeffizienter Immobilien stärker zu berücksichtigen. Dies könnte zum Beispiel bei den Beleihungswertregeln und der Beleihungserfolge geschehen. Dies wäre prinzipiell sogar im Sinne der EBA, die im aktuellen Konsultationspapier das Anpassen bestehender Produkte anspricht. Eine institutsindividuelle Handlungsmöglichkeit besteht darin,

den Pfandbrief als Vorbild für eine grüne (Mezzanine-)Anleihe zu wählen. Konkret könnten genau jene nachrangigen Anteile grüner Finanzierungen zur Besicherung genutzt werden, die die Pfandbrief-Grenze von 60 Prozent des Beleihungswertes übersteigen, jedoch unterhalb von 50 Prozent des Verkehrswertes liegen, also etwa bei der Eigenkapitalunterlegung typischerweise als besonders risikoarm gelten (siehe Abbildung 2).

Das laufende Management dieser Anleihen und der zugeordneten Kredite würde sich an dem des Pfandbriefs orientieren, die inhaltlichen Kriterien für zulässige Immobilienfinanzierungen an den bestehenden Mindestanforderungen für grüne Pfandbriefen des vdp.⁸⁾ Zu einem Margenwunder wird dies nicht führen, jedoch kann bereits ein teilweises Honorieren der Besicherung einer niedrigeren Gesamtfremdfinanzierungsmarge in Höhe derzeit typischer Margenvorteile grüner Immobilienkredite führen.

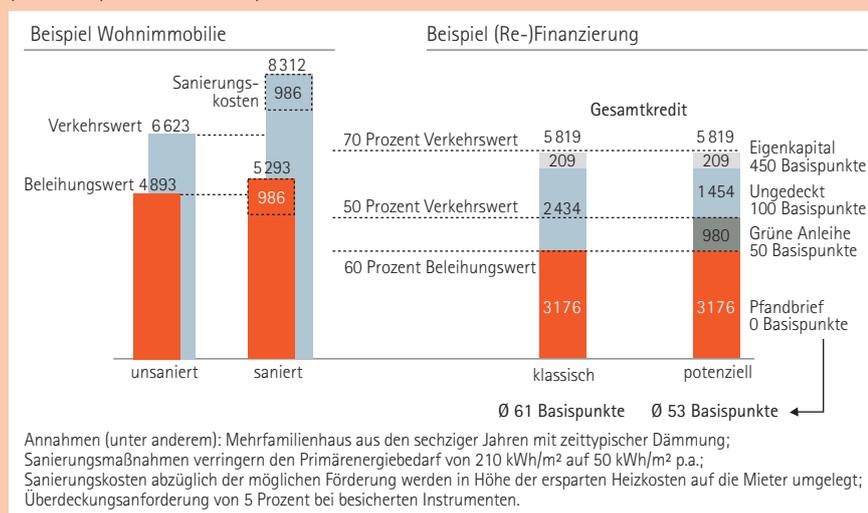
Der Pfandbrief als Vorbild

Vieles spricht dafür, dass sich der Pfandbrief auch bezüglich Klimarisiken als stabil erweist. Energetische Sanierungen verbessern die Kreditqualität, davon profitiert der Pfandbrief. Geschäftspotenzial scheint weniger beim Pfandbrief selbst zu bestehen; seine Strukturen lassen sich aber als Vorlage für neue Produkte wie die skizzierte grüne Mezzanine-Anleihe nutzen.

Fußnoten

- 1) Zum Beispiel infolge von CRD V Artikel 98: European Banking Authority (EBA); On management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms (2020). European Systemic Risk Board (ESRB): Positively green: Measuring climate change risks to financial stability (2020). Europäische Zentralbank (EZB): Leitfaden zu Klima- und Umweltrisiken (2020). Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin); Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken (2019).
- 2) Die Bundesregierung: Klimaschutz - Bauen und Wohnen (2021).
- 3) BMU; Klimaschutzplan 2050: Klimapolitische Grundsätze und Ziele der Bundesregierung (2016).
- 4) Basierend auf: Cremer/Weber; Werteffekt bei energetischer Sanierung: Fallstudie Mehrfamilienhaus; GuG Grundstücksmarkt und Grundstückswert (2021); S. 99-104
- 5) Vergleiche zum Beispiel Billio/Costola/Pelizzon/Riedel; Buildings' Energy Efficiency and the Probability of Mortgage Default: The Dutch Case; SAFE Working Paper No. 261 (2020). Guin/Korhonen; Does energy efficiency predict mortgage performance?; Bank of England Staff Working paper No. 852 (2020).
- 6) Zum Beispiel 10 Basispunkte; vergleiche Winkler: Grüner Pfandbrief - ein Produkt mit Zukunft; Immobilien & Finanzierung (2019); S. 280-281.
- 7) Zum Beispiel unter 2 Basispunkten bei Zwillingsvergleich von Bundesanleihen; Climate Bond Initiative: Green Bond Pricing in the Primary Market, July - December 2020.
- 8) Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp): Mindeststandards für die Nutzung der Wortmarken „Grüner Pfandbrief“, „Green Pfandbrief“ für Hypothekendarlehen (2019).

Abbildung 2: Werteffekt und Refinanzierbarkeit einer energetischen Sanierung (illustrativ, in Tausend Euro)



Quelle: L. Cremer und C. Weber