

1. Juli 2022  
73. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi  
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

# IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER  
SONDERDRUCK

## PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

DIE EU-TAXONOMIE UND AKTUELLE ENTWICKLUNGEN  
BEI GRÜNEN PFANDBRIEFEN

VON MATTHIAS FISCHER UND SASCHA ASFANDIAR



## PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

## DIE EU-TAXONOMIE UND AKTUELLE ENTWICKLUNGEN BEI GRÜNEN PFANDBRIEFEN

Heilsbringer oder Bürokratiemonster? An der EU-Taxonomie scheiden sich nach wie vor die Geister. Auch beim Immobiliensektor ist noch nicht wirklich absehbar, ob das „wissenschaftsbasierte Transparenzinstrument für Unternehmen und Investoren“ (EU-Kommission) für eine grüne Welle sorgen wird. Mit Blick auf die Belange deutscher Pfandbriefbanken warnen die Autoren jedenfalls vor einem Over-Engineering: So implizierten beispielsweise die sogenannten „Do no significant harm“-Kriterien beim Umweltziel Klimaschutz eine kaum zu erfüllende regulatorische Datentiefe. Solange diese Erfüllbarkeit jedoch nicht gewährleistet sei, stehe die Erfolgsprognose für die Taxonomie auf wackeligen Beinen.

Red.

Am 12. Juli 2020 trat die Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 in Kraft. Besser bekannt ist sie unter dem Begriff „EU-Taxonomie-Verordnung“.

### Einer der wichtigsten regulatorischen Eckpfeiler der EU

Die Verordnung ist ein zentraler Bestandteil des im Jahre 2018 veröffentlichten EU-Aktionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums, der vorsieht, Kapital in nachhaltige Investitionen zu lenken und damit zum Hauptziel des EU Green Deal beizutragen, bis 2050 in der EU

keine Netto-Treibhausgasemissionen freizusetzen.

Kurz gesagt: Die Taxonomie, die vordergründig vor allem der Verbesserung der Transparenz dienen soll, ist einer der wichtigsten regulatorischen Eckpfeiler der Europäischen Union zur Bekämpfung des Klimawandels. Sie soll die Transformation der europäischen Wirtschaft in Einklang mit den EU-weiten Klimazielen beziehungsweise den Zielen des Pariser Klimaabkommens unterstützen.

### Gebäudesektor erfordert massive Anstrengungen

Bei der notwendigen Transformation spielt der Gebäudesektor eine wichtige Rolle; schließlich entfallen auf ihn laut Angaben der EU-Kommission rund 40 Prozent des Energieverbrauchs und 36 Prozent der Treibhausgasemissionen in der EU.

Zur Erreichung von Klimaneutralität bis 2050 – oder nach dem deutschen Klimaschutzgesetz sogar schon bis 2045 – werden massive Anstrengungen hinsichtlich der Verbesserung der energetischen Gebäudequalität notwendig sein. Dies betrifft sowohl den Neubau, aber insbesondere auch die Absenkung von Verbräuchen und Emissionen im Bestand durch energetische Sanierungen.

### Klassifizierungssystem: viele Inhalte fehlen noch

Die EU-Taxonomie-Verordnung klassifiziert Wirtschaftstätigkeiten (economic activities) und legt fest, wann diese ökologisch nachhaltig sind. Dies ist gegeben, wenn die Tätigkeit einen wesentlichen Beitrag zu

einem der sechs in der Taxonomie definierten Umweltziele leistet und gleichzeitig keine der anderen Umweltziele erheblich beeinträchtigt (Do no significant harm, DNSH).

Hierzu müssen je nach Wirtschaftstätigkeit bestimmte technische Bewertungs- und DNSH-Kriterien erfüllt sein. Diese Kriterien werden in sogenannten delegierten Rechtsakten ausgewiesen (Level II EU-Gesetzgebung), die die Taxonomie regulatorisch ergänzen. Aktuell gibt es diese Rechtsakte bereits für zwei der sechs Umweltziele, nämlich die Umweltziele „Klimaschutz“ und „Anpassung an den Klimawandel“.<sup>1)</sup>

Rechtsakte mit technischen Bewertungskriterien für die anderen vier Umweltziele sollten ursprünglich bis Ende 2022 finalisiert werden. Erste Vorschläge der Platform on Sustainable Finance (PoSF)<sup>2)</sup> mit Empfehlungen an die EU-Kommission für die Entwicklung entsprechender technischer Bewertungskriterien wurden zwar am 31. März 2022 vorgelegt. Vermutlich wird sich das anschließende Konsultations- und Gesetzgebungsverfahren aber bis in das kommende Jahr ziehen.

### Pfandbriefbanken: Klimaschutz genießt bis dato Priorität

Für die Immobilienfinanzierung und die Pfandbriefbanken stand bis dato das Umweltziel Klimaschutz im Fokus: In Bezug auf den Gebäudesektor werden im Delegierten Rechtsakt neben diversen Einzelmaßnahmen insbesondere die Wirtschaftstätigkeiten Neubau (7.1.), Renovierung bestehender Gebäude (7.2.) und Erwerb von und Eigentum an Gebäuden (7.7.) ausgewiesen und mit entsprechenden Bewertungs- und DNSH-Kriterien versehen.

Nur wenn die Bewertungs- sowie DNSH-Kriterien allesamt erfüllt und die Minimum-Safeguards eingehalten sind, ist eine Wirtschaftstätigkeit – also zum Beispiel der Neubau einer Immobilie – als taxonomiekonform einzustufen.

Für Pfandbriefbanken und deren Immobilienfinanzierungs- und Refinanzierungsgeschäft steht die Finanzierung von Be-

DER AUTOR

### MATTHIAS FISCHER

Manager Bewertung,  
Verband deutscher  
Pfandbriefbanken  
e.V. (vdp), Berlin



Foto: vdp



DER AUTOR

### SASCHA ASFANDIAR

Senior Manager Kapital-  
markt, Verband deutscher  
Pfandbriefbanken  
e.V. (vdp), Berlin



Foto: vdp



standsgebäuden (Erwerb von und Eigentum an Gebäuden) und von Neubauten im Fokus, auch die Ausreichung von Renovierungsdarlehen ist von Bedeutung und wird sicherlich zukünftig weiter an Relevanz gewinnen.

Schaut man sich die Bewertungskriterien (siehe Abbildung 1) und insbesondere auch die DNSH-Kriterien (siehe Abbildung 2) zum Umweltziel Klimaschutz im Gebäudesektor an, wird schnell klar, welch umfangreiches Datenmaterial notwendig ist beziehungsweise zukünftig notwendig sein wird, um die Taxonomiekonformität einer Tätigkeit festzustellen und damit Immobilien beziehungsweise Renovierungsmaßnahmen (etwa für die Ausreichung taxonomiekonformer „Grüner Darlehen“ oder die Refinanzierung über taxonomiekonforme EU-Green-Bonds) nutzen zu können.

**DNSH-Kriterien: Datenverfügbarkeit und Umsetzbarkeit schwierig**

Die notwendigen Informationen gehen weit über das aktuell im Rahmen der Immobilienfinanzierung üblicherweise zur Verfügung stehende Datenmaterial hinaus: Während grundlegende Informationen zur energetischen Gebäudequalität zum Beispiel über die Erfassung und Sammlung von Energieausweisen, grundsätzlich in

**Abbildung 1: Bewertungskriterien für den Gebäudesektor laut Delegiertem Rechtsakt zum Umweltziel**

**Bewertungskriterien für den Gebäudesektor laut Rechtsakt**

Umweltziel Klimaschutz

**Neubau:**  
Primärenergiebedarf **mindestens 10 Prozent unter nationalem NZEB-Standard**. Nachweis über EPC  
Zusätzlich für Gebäude > 5000 Quadratmeter:  
– Luftdichtheitstests  
– Test der thermischen Integrität. Alternativ: nachvollziehbare entsprechende Qualitätskontrollprozesse während des Bauprozesses  
– Lebenszyklusbetrachtung über Treibhausgasausstoß

**Renovierung bestehender Gebäude:**  
– Einsparung **von mindestens 30 Prozent** in Bezug auf den Primärenergiebedarf **oder**  
– Erfüllung der gesetzlichen Vorgaben für umfassende Sanierungen (major renovation)

**Erwerb von und Eigentum an Gebäuden:**  
Gebaut vor dem 31.12.2020:  
– **Energieeffizienzklasse A oder**  
Zugehörigkeit zu **Top-15-Prozent** in Bezug auf den Primärenergiebedarf des nationalen beziehungsweise regionalen Gebäudebestands, unterschieden zwischen Wohnen und NWG  
Gebaut nach dem 31.12.2020:  
– **Kriterien für Neubau**  
Zusätzlich für größere Nichtwohngebäude (Nennleistung Klima- und Heizungsanlage > 290 kW): Nachweis Einsatz Energiemanagementsystem

Einzelmaßnahmen:  
• Mangels großer Relevanz für die Immobilienfinanzierung/Bewertung der vdp-Mitgliedsinstitute hier nicht näher beleuchtet

Quelle: vdp

Erfahrung gebracht werden können, wird es spätestens bei den DNSH-Kriterien schwierig.

So werden im Rahmen eines Neubauförderungsprozesses während des Planungs- und Baugenehmigungsprozesses zwar einzelne,

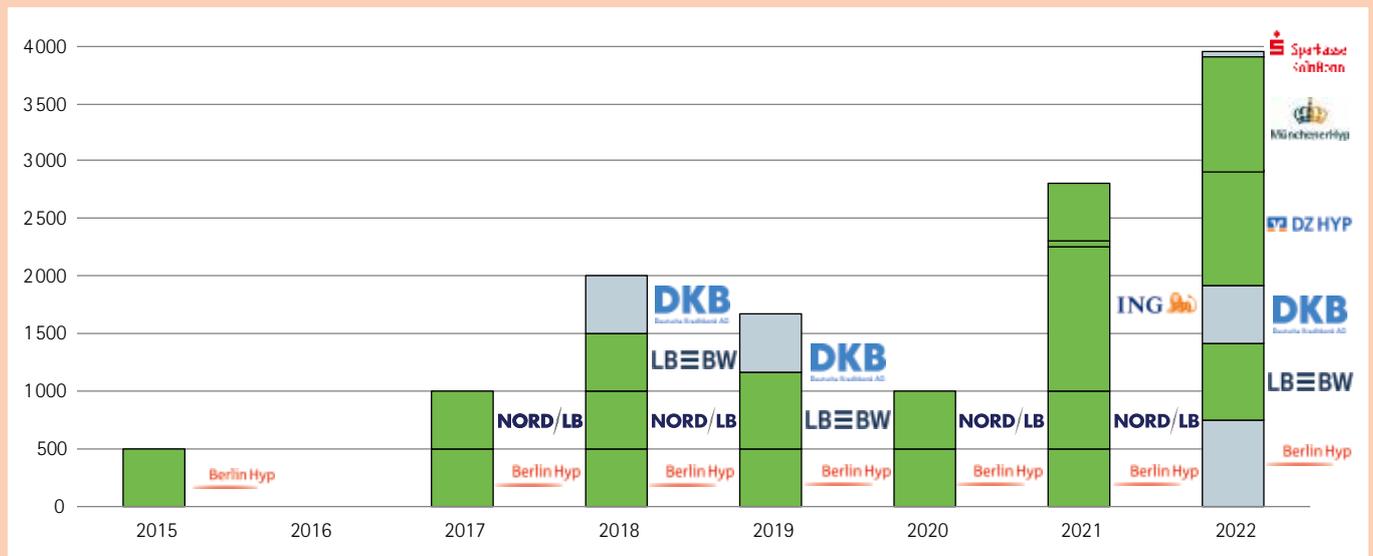
bekannte physische Risiken (etwa Hochwasserrisiken) auf Basis vergangenheitsbezogener Daten geprüft. Eine zukunftsgerichtete – Projektionszeitraum laut Taxonomie 10 bis 30 Jahre – individuelle Analyse einzelner physischer Klimarisiken findet jedoch nicht statt. Auch die Vorgabe

**Abbildung 2: DNSH-Kriterien für den Gebäudesektor laut Delegiertem Rechtsakt zum Umweltziel Klimaschutz**

Gebäudesektor: Umweltziel Klimaschutz							
DNSH-Kriterien zu Umweltzielen ...							
		Anpassung an den Klimawandel	Schutz von Wasser und Meeresressourcen	Übergang zur Kreislaufwirtschaft	Vermeidung Umweltverschmutzung	Schutz Biodiversität und Ökosysteme	
Wirtschaftstätigkeit	Neubau	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Integration von <b>Anpassungslösungen</b>, die Klimarisiken in Bezug auf die Wirtschaftstätigkeit reduzieren</li> <li>• Durchführung von <b>Klimarisiko- und Auswirkungsanalysen</b> gemäß Appendix A des Rechtsakts</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einhaltung <b>Maximalverbräuche für Wasserarmaturen in NWG</b>. Dokumentation durch Produkt- datenblätter, Produkt- label oder Gebäude- zertifizierung</li> <li>• Beeinträchtigung durch Baustelle vermeiden, Erfüllung der Kriterien aus Appendix B des Rechtsakts</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Mindestens 70 Prozent</b> der <b>Bau- und Abbruchabfälle recyclingfähig</b></li> <li>• Betreiber begrenzen Abfallaufkommen bei Bau und Abbruch</li> <li>• Gebäudedesigns und Bautechniken unterstützen Kreislaufwirtschaft durch Einhaltung von Normen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bauteile/Materialien erfüllen Kriterien aus Appendix C des RA</li> <li>• <b>Grenzwerte für Gefahrstoffe</b></li> <li>• Baugrundanalyse bei Altlastenverdacht</li> <li>• Maßnahmen zur Lärm-, Staub- und Schadstoffemissionsbegrenzung während der Bauarbeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Tätigkeit erfüllt Kriterien aus Appendix D des Rechtsakts</li> <li>• Das neue Bauwerk wird <b>nicht in Schutzgebieten</b> errichtet</li> </ul>	
	Renovierung bestehender Gebäude	siehe oben, wie bei Neubau	siehe oben, wie bei Neubau	siehe oben, wie bei Neubau	siehe oben, wie bei Neubau	siehe oben, wie bei Neubau	–
	Erwerb von und Eigentum an Gebäuden	siehe oben, wie bei Neubau	–	–	–	–	–

Quelle: vdp

Abbildung 3: Liste der ausstehenden grünen und sozialen Pfandbriefe (ytd, in Millionen Euro)



Quelle: vdp

zur Integration und Umsetzung von Anpassungsmaßnahmen bei entsprechend identifizierten physischen Klimarisiken geht über aktuelle baurechtliche Vorgaben deutlich hinaus.

Ein weiteres Beispiel für die schwierige Umsetzbarkeit der Taxonomiekriterien sind die Vorgaben für Wasserarmaturen in Nichtwohngebäuden bei Neubauten und Renovierungen: Der Einbau dieser Armaturen ist hinsichtlich der in der Taxonomie vorgesehenen Maximalverbräuche und Durchflussraten gesetzlich nicht beschränkt, sodass entsprechende Informationen häufig weder vorliegen noch eine entsprechende Dokumentation im Planungsprozess mangels gesetzlicher Notwendigkeit erfolgt.

### Binäres System und fehlende Anreize für transitorische Aktivitäten

Die Taxonomie fordert mit ihrem binären System die Einhaltung sämtlicher Bewertungs- und DNSH-Kriterien. Es erfolgt keine Gewichtung, alle Kriterien sind „gleich wichtig“: Wird beispielsweise nur ein vermeintlich zweitrangiges DNSH-Kriterium wie die Anforderungen an Wasserarmaturen nicht erfüllt, ist die Aktivität nicht taxonomiekonform.

Ein weiterer Kritikpunkt an der Taxonomie ist die fehlende Unterstützung transitorischer Aktivitäten: Statt dort anzusetzen, wo die größten, etwa energetischen Einsparpotenziale bestehen, führt die aktuelle Logik der Taxonomie mit ihrem Best-in-Class-Ansatz und der Unterteilung in grün

beziehungsweise nichtgrün dazu, dass die schrittweise Transformation des Gebäudesektors und dessen Finanzierung kaum angeizt wird.

Die Idee einer sogenannten Extended Environmental Taxonomy, die statt eines binären Systems eine Dreistufigkeit bei der Beurteilung der Nachhaltigkeit von Wirtschaftstätigkeiten vorsieht, geht daher generell in die richtige Richtung. Die Überlegungen der PoSF enthalten indes Ansätze, die zu fragwürdigen Ergebnissen führen würden.<sup>3)</sup> So könnte ein Gebäude schon dann als „braun“ beziehungsweise „rot“ eingestuft werden, wenn nur eines der relevanten DNSH-Kriterien nicht erfüllt wäre.

Der Grundgedanke, mithilfe eines Klassifizierungssystems Investitionen in nachhaltige Projekte zu lenken und damit die Bekämpfung des Klimawandels zu unterstützen, ist begrüßenswert. Leider ist die Taxonomie in ihrer jetzigen Ausgestaltung für die Immobilienfinanzierung und Refinanzierung von Pfandbriefbanken praktisch kaum erfüllbar.

### Erfüllbarkeit derzeit kaum gegeben

Im Weg steht die überbordende Komplexität mit ihrer Vielzahl an Kriterien: Hinsichtlich der für die Nachweisführung erforderlichen Daten fehlt es sowohl an einer strukturierten, einheitlichen Erfassung als auch an nationalen oder europäischen Datenbanken, auf die Finanzinstitute und andere Marktteilnehmer Zugriff haben.

Auch was die Anwendung beziehungsweise Auslegung der Taxonomie und ihrer Bewertungskriterien angeht, bleiben zu viele zentrale Fragen derzeit unbeantwortet, was zu großen Unsicherheiten und Vorbehalten hinsichtlich der Nutzung führt. Zudem lässt sich konstatieren, dass die aktivitätenbasierte Logik der Taxonomie mit dem zeitraumbezogenen und langfristig orientierten Immobilienfinanzierungsgeschäft an vielen Stellen nicht zusammenpasst.

In diesem Zusammenhang stellen sich zum Beispiel grundsätzliche Fragen wie die des Bestandsschutzes: Um Anlegern Sicherheit und Vorhersehbarkeit zu bieten, sollten Vermögenswerte, wie etwa „grüne Gebäude“, während der gesamten Laufzeit des Darlehens, mit dem der Vermögenswert finanziert wird, den Status „taxonomiekonform“ behalten.

### Grüne Pfandbriefe – taxonomiekonform?

Investoren könnten sonst zögern, in eine Aktivität zu investieren, die derzeit die Taxonomievorgaben erfüllt, deren Taxonomiekonformität aber während des Investitionszeitraums aufgrund einer Überarbeitung der Taxonomie und/oder ihrer technischen Bewertungskriterien aufgehoben werden könnte.

Die im vdp organisierten und im grünen Segment aktiven Pfandbriefbanken haben 2019 Mindeststandards für die Emission grüner Hypothekendarlehen erarbeitet.<sup>4)</sup> Es handelt sich hierbei um klassische

Hypothekendarlehen nach dem Pfandbriefgesetz, die mit grünen Immobilienfinanzierungen besichert sind.

Die Standards basieren auf den ICMA Green Bond Principles, dem international anerkannten Regelwerk für grüne Anleihen, und definieren neben Transparenz- und Qualitätssicherungsvorgaben insbesondere konkrete Kriterien für geeignete Assets. Um die Standards mit den unterschiedlichen Geschäftsmodellen der Pfandbriefbanken in Einklang zu bringen, wurden die Kriterien diversifiziert.

So sind jeweils alternativ

Höchstwerte für den Energieverbrauch/-bedarf eines Gebäudes in Abhängigkeit vom Gebäudetyp,

- das Abstellen auf die Topkategorien bestimmter Nachhaltigkeitszertifikate,
- die Kofinanzierung über KfW-Förderprogramme für energieeffizientes Bauen beziehungsweise Sanieren sowie
- die Zugehörigkeit der Immobilie zu dem nationalen 15-Prozent-Pool mit dem niedrigsten Energieverbrauch beziehungsweise -bedarf vorgesehen.

Zum Zeitpunkt der Entstehung des Standards waren die Arbeiten an der EU-Taxonomie zwar noch nicht beendet, aber die Richtung war bereits absehbar. So wurde der Top-15-Prozent-Ansatz aufgegriffen und die Orientierung an den technischen Kriterien der EU-Taxonomie und den zu erwartenden EU-Green-Bond-Standards sowie eine regelmäßige Überprüfung der Mindeststandards festgeschrieben.

Entsprechend wird aktuell auch über die Inhalte einer ersten Überarbeitung diskutiert. Im Fokus stehen eine prozentuale EU-Taxonomiekonformitäts-Vorgabe für geeignete Assets sowie ein Ausweis des Anteils der geeigneten Assets, die taxonomiekonform sind. Obwohl die Ambitionen hoch sind, steht und fällt alles mit der Realisierbarkeit und Praktikabilität, welche wiederum an

verschiedene Faktoren geknüpft sind. Insofern führt auch kein Weg an einem transitorischen Ansatz vorbei. Es ist der Charakteristik der Asset-Seite geschuldet, dass eine grüne Aussteuerung der Portfolios der Pfandbriefbanken nur langfristig umgesetzt werden kann.

Eine EU-Taxonomiekonformität der Assets von 100 Prozent, wie es der Vorschlag der EU-Kommission für einen freiwilligen EU-Green-Bond-Standard vorsieht,<sup>5)</sup> ist aktuell, wie bereits oben ausgeführt, noch eher Wunschdenken.

### Sustainable-Finance-Markt und die Investorenseite

Pfandbriefbanken gehören im Bereich nachhaltiger Bondemissionen schon heute zu den aktivsten Kreditinstituten in Europa. Sie emittieren sowohl unbesicherte grüne Schuldverschreibungen als auch Pfandbriefe in allen ESG-Ausprägungen.

Bei Letzteren liegen sie mit 24 ausstehenden Pfandbriefen von zehn Emittenten und einem Umlaufvolumen von insgesamt gut 12,4 Milliarden Euro per Mitte Mai 2022 im Segment der Green Covered Bonds weltweit vorn. Die zu beobachtende steigende Tendenz kommt wiederum dem erhöhten Bedarf der Investoren sehr entgegen.

Inwiefern für diese die EU-Taxonomiekonformität zukünftig eine Rolle spielen wird, bleibt abzuwarten. Bereits jetzt mehrten sich jedoch Stimmen, wonach es die Überregulierung im ESG-Bereich auch den Investoren nicht leicht macht, den Überblick zu behalten. Kennzahlen wie die Green Asset Ratio (GAR) oder EU-Taxonomiekonformität haben aktuell noch keine Relevanz bei Investmententscheidungen. Stattdessen wird auf Industriestandards und -praktiken zurückgegriffen.

Als Fazit lässt sich festhalten: Die Pfandbriefbanken bekennen sich zum Ziel der Pariser Klimakonferenz 2015, die Erderwärmung auf maximal zwei Grad zu begrenzen. Sie können zur Erreichung der

Klimaziele nur indirekt beitragen, denn sie bauen oder renovieren keine Gebäude selbst.

Was sie aber leisten können, ist, bei der Finanzierung entsprechender Vorhaben Anreize für energieeffiziente Gebäude zu schaffen, zum Beispiel durch attraktive Kreditkonditionen für eine „grüne Renovation“. Das gilt sowohl für Gewerbe- wie auch Wohnimmobilien. Entsprechend haben Pfandbriefbanken bereits grüne Immobilienfinanzierungen im Angebot und sind auf der Emissionsseite im ESG-Bereich sehr aktiv.

### Over-Engineering ist wenig hilfreich

Es besteht kein Zweifel daran, dass die EU-Taxonomie in ihrer Funktion als Grundregelwerk der europäischen ESG-Regulierung geeignet wäre, um insbesondere den Klimazielen näher zu kommen. Solange jedoch die Erfüllbarkeit nicht gewährleistet ist, steht die Erfolgsprognose auf wackeligen Beinen.

Das zu beobachtende Over-Engineering ist wenig hilfreich und stellt für betroffene Stakeholder eine Hürde dar. Insofern ist aktuell nicht absehbar, wie schnell die EU-Taxonomie in die Geschäftspraxis der Pfandbriefbanken integriert werden kann.

#### Fußnoten

- 1) Delegierte Verordnung (EU) 2021/2139 vom 4. Juni 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32021R2139>.
- 2) Die PoSF ein ständiges Expertengremium der Europäischen Kommission, die eingerichtet wurde, um die Entwicklung einer nachhaltigen Finanzpolitik, einschließlich der EU-Taxonomie, zu unterstützen.
- 3) Vgl: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/220329-sustainable-finance-platform-finance-report-environmental-transition-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/220329-sustainable-finance-platform-finance-report-environmental-transition-taxonomy_en.pdf).
- 4) Mehr hierzu unter <https://www.gruener-pfandbrief.de>. Es finden bereits Arbeiten an Mindeststandards für Grüne Öffentliche Pfandbriefe statt.
- 5) Vgl. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>.