

1. Juli 2024
75. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK

PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

ESG-PFANDBRIEFE:
EIN SEGMENT WIRD ERWACHSEN
BODO WINKLER-VITI



PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

ESG-PFANDBRIEFE: EIN SEGMENT WIRD ERWACHSEN

Eine echte Erfolgsgeschichte feiert im kommenden Jahr ihren zehnten Geburtstag – und zwar die ESG Covered Bonds. Deutschland nimmt dabei einmal mehr im Covered Bond Segment eine Vorreiterrolle ein. Grüne und inzwischen auch Soziale Pfandbriefe haben sich längst etabliert und sind für den Autor in einer ausgezeichneten Position, ihre Bedeutung für Emittenten und Investoren in den kommenden Jahren weiter zu erhöhen. Eine wichtige Rolle spielen hierbei die Regulierung und die verschiedenen Standards, die für einheitliche Regeln und Transparenz sorgen. Die Herausforderung für Emittenten sieht er darin, sich fortlaufend an den sich verändernden Rahmenparametern auszurichten und insbesondere das wachsende Know-how und die steigenden Anforderungen der Investoren in ihre eigenen Green und Social Bond Frameworks einzubeziehen. Denn für viele Investoren spielt auch die Glaubwürdigkeit des Emittenten eine wichtige Rolle. Sind Grüne und Soziale Pfandbriefe eher ein Zufallsprodukt oder Ausdruck der jeweiligen Unternehmensstrategie, wird gefragt. Wer hier eine eindeutige Nachhaltigkeitsstrategie vorlegen und eine gesamte nachhaltige Kurve anbieten kann, ist klar im Vorteil. Die Weichen für einen neuen Rekord im Jubiläumsjahr sind auf jeden Fall gestellt. Red.

2025 steht ein besonderes Jubiläum an: Der Grüne Pfandbrief wird zehn Jahre alt. So lange ist es dann her, dass mit der Debut-Emission der Berlin Hyp der Startschuss für die Schaffung des Segments der ESG Covered Bonds gefallen ist, das sowohl grüne als auch soziale gedeckte Use-of-Proceeds-Anleihen enthält. Die wenigstens dürften damals gehnt haben, dass sich Ende Mai 2024 132 einzelne ESG Covered Bonds in Benchmark-Größe mit einem Nominalvolumen von 95 Milliarden Euro in Umlauf befinden würden.

Inzwischen gibt es 48 aktive Emittenten aus 16 unterschiedlichen Ländern in Europa, Asien und Nordamerika. Der Markt wächst weiterhin dynamisch. So wurden in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres bereits 13 neue grüne und fünf neue soziale gedeckte Schuldverschreibungen emittiert. Im Gesamtjahr 2023 waren es 21 beziehungsweise 10 solcher Anleihen. Zudem steht zu erwarten, dass kurz- bis mittelfristig weitere Emittenten und weitere Länder hinzukommen werden.

DER AUTOR

**BODO
WINKLER-VITI**

Leiter Funding & Investor
Relations, Berlin Hyp AG,
Berlin



in

Auch und insbesondere die deutschen Produkte, also Grüne und Soziale Pfandbriefe erfreuen sich immer größerer Beliebtheit bei den Emittenten hierzulande und nehmen weltweit eine Vorreiterstellung ein. Nachdem sich die vdp-Mitgliedsinstitute 2019 auf Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe geeinigt hatten, wurde aus dem bisherigen Nischensegment, das von wenigen Emittenten bestimmt wurde, ein beachtlicher Teil des Pfandbriefmarkts.

Grüne und Soziale Pfandbriefe mit Vorreiterstellung

Wurden 2020 lediglich 1 Milliarde Euro an ESG-Emissionen am Markt lanciert, waren es 2021 bereits fast 3 Milliarden Euro, bevor 2022 und 2023 rekordhohe rund 9 beziehungsweise 8 Milliarden Euro begeben werden konnten. Mit 4,4 Milliarden Euro ESG-Neuemissionen nach fünf Monaten im laufenden Jahr, das entspricht rund 15 Prozent des gesamten bisherigen Pfandbriefabsatzes, sind die deutschen Pfandbriefbanken auf einem guten Weg, dieses Wachstum auch 2024 fortzusetzen.

Teil der Erfolgsgeschichte ist, dass nachhaltige Formate von immer mehr Instituten begeben werden. 14 unterschiedliche Emittenten finden sich inzwischen auf der Internetseite des vdp: von Hypothekenbanken über Sparkassen, Landesbanken und

privaten Universalbanken bis hin zu BauSparkassen. Gemeinsam blicken diese Institute auf ein Umlaufvolumen von rund 28,5 Milliarden Euro, was rund 30 Prozent des weltweiten ESG Covered Bond Umlaufs ausmacht. Mit einem ausstehenden Nominalvolumen von rund 23,5 Milliarden Euro machen Grüne Pfandbriefe dabei den Großteil aus. Der Anteil der Sozialen Pfandbriefe hat sich in den letzten drei Jahren jedoch spürbar erhöht.

Standards werden anspruchsvoller und verbindlicher

All diese Zahlen zeigen die gestiegene Relevanz gedeckter ESG-Emissionen und sind Beleg einer echten Erfolgsgeschichte. Damit diese auch in Zukunft fortgeschrieben werden kann, wird es wichtig sein, dass die Emittenten sich fortlaufend an den sich verändernden Rahmenparametern ausrichten und insbesondere das wachsende Know-how und die steigenden Anforderungen der Investoren in ihre eigenem Green und Social Bond Frameworks einbeziehen. Dabei werden sie unterstützt von freiwilligen Marktstandards und gesetzlichen Definitionen.

1. ICMA Green Bond Principles und Social Bond Principles

Sich verändernde Rahmenparameter und Investorenanforderungen spiegeln sich direkt in den Green Bond Principles und Social Bond Principles der International Capital

„Emittenten müssen sich fortlaufend an den sich verändernden Rahmenbedingungen ausrichten.“

tal Markets Association (ICMA) wieder, die jährlich einer Überprüfung unterzogen werden. Dieses Vorgehen stellt sicher, dass Weiterentwicklungen am Markt oder in der Regulatorik jeweils zeitnah einbezogen werden und damit nicht zuletzt den Investorenanforderungen Rechnung getragen wird. Die Principles sind zwar nicht verpflichtend. Sie stellen aber Best-Market-Practice dar, und so verwundert es nicht,

dass alle ESG Covered Bonds deren Vorgaben an die Erlösverwendung, die Prozesse zur Projektauswahl, das Management der Emissionserlöse und das Reporting über die Mittelverwendung und den geschaffenen Impact erfüllen.

Für Covered Bonds gab es zuletzt im Jahr 2022 eine wichtige Ergänzung sowohl bei den Green als auch den Social Bond Principles, die jeweils um einen Annex ergänzt wurden, um die unterschiedlichen Arten von Green und Social Bonds besser klassifizieren zu können, und so die genaue Art der Mittelverwendung für Investoren zu klären.

So wird seitdem unterschieden zwischen Secured Green Collateral Bonds und Secured Green Standards Bonds. Während Erstere durch die im Green Bond Framework des Emittenten beschriebenen zu (re-)finanzierenden förderfähigen grünen oder sozialen Assets gedeckt sein müssen, dürfen bei Letzteren der Verwendungszweck der Emission und die Beschaffenheit der Deckungsaktiva auseinanderfallen. Zum Beispiel kann eine Bank einen mit Darlehen für konventionelle Gebäude besicherten grünen Covered Bond begeben, solange sichergestellt ist, dass der Emissionserlös vollständig in förderfähige grüne Projekte fließt. Dies müssen dann auch nicht zwingend Darlehen für den Bau, Ankauf oder die Renovierung grüner Gebäude sein, sondern es könnten genauso gut Darlehen für den Ausbau grüner Infrastruktur vergeben werden.

Im Green und im Social Bond Framework der Berlin Hyp wird seither klar herausgestellt, dass ihre Emissionen immer Secured Green Collateral Bonds sind. Investoren wissen damit sofort, dass die Emissionen der Anleihen in förderfähige Aktiva fließen, die deckungsstockfähig sind und dass diese Aktiva auch tatsächlich Bestandteil der Hypotheken-Deckungsmasse sind.

2. EU-Taxonomie und EU Green Bond Standard

Seit 2021 sind die delegierten Rechtsakte zur EU-Taxonomie zu den Umweltzielen „Bekämpfung des Klimawandels“ und „Anpassung an den Klimawandel“ in Kraft. Sie regeln die Anforderungen an eine Vielzahl von Geschäftsaktivitäten, damit diese als grün im Sinne der EU-Taxonomie klassifiziert werden können. Hierzu zählen auch die Entwicklung, der Erwerb und die Renovierung von Gebäuden. Ab 21. Dezember 2024 wird es möglich sein, solche Projekte über die Begebung von

sogenannte EU Green Bonds zu finanzieren oder zu refinanzieren.

Ähnlich wie die Green Bond Principles setzt der EU Green Bond Standard dabei einen formellen Rahmen, der aber über deren Anforderungen hinausgeht. Im Gegensatz zu den Principles werden aber auch qualitative Anforderungen gesetzt. So müssen 85 Prozent der mit den Emissionserlösen eines EU Green Bonds finanzierten Projek-

„Grüne und Soziale Pfandbriefe erfreuen sich immer größerer Beliebtheit.“

te, die Anforderungen der EU-Taxonomie vollumfänglich erfüllen. Dies umfasst dann nicht nur die technischen Überwachungskriterien für die sogenannten Major Contribution, also etwa förderfähige Projekte, die der Bekämpfung des Klimawandels dienen. Sondern auch die Do-No-Significant-Harm-Kriterien zu den anderen fünf Umweltzielen sowie soziale Mindestanforderungen. Angesichts der Fülle der Anforderungen sowie noch vielen generell zu klärenden Details wird zumindest in gebäudebezogenen Branchen mit anfänglicher Zurückhaltung bei der Emission solcher Anleihen gerechnet.

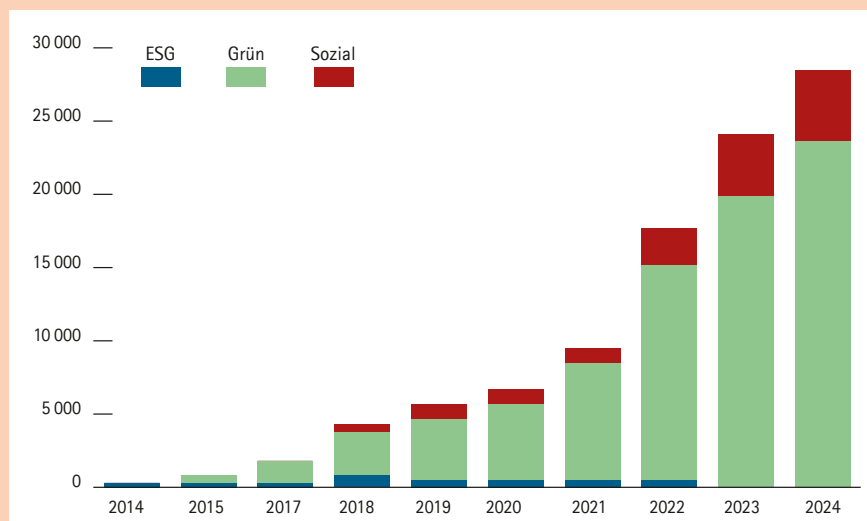
3. vdp-Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe und für Soziale Pfandbriefe

In Deutschland helfen die vdp-Mindeststandards – 2021 traten solche für Soziale

Pfandbriefe neben die bereits zwei Jahre zuvor veröffentlichten Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe – neuen Emittenten bei der Aufsetzung ihrer Frameworks und haben daher wesentlichen Anteil an dem oben beschriebenen Wachstum. Um diese Rolle auch in Zukunft spielen zu können und zugleich am Markt als State-of-the-Art und relevant geachtet zu werden, wurden die Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe in den Gremien des vdp jüngst einer Überarbeitung unterzogen und dabei den Vorgaben der EU-Taxonomie angenähert.

So werden Energieausweise mit dem Level A und die regionalen oder nationalen Top-15-Prozent des Gebäudebestands bezüglich der Energieeffizienz künftig eine tragende Rolle spielen. Entsprechende Vorarbeiten waren zuvor auf Ebene des Verbandes bereits geleistet worden. 2022 veröffentlichte er erstmals eine in seinem Auftrag von Drees & Sommer erstellte Studie über die Top-15-Prozent in Deutschland, unterteilt nach unterschiedlichen Nutzungsarten. Diese wurde im August 2023 aktualisiert und liefert Mitgliedsinstituten und Investoren eine einheitliche Sichtweise, welche Immobilien als energieeffizient anzusehen sind. Anfang 2024 folgten entsprechende Studien für wichtige Auslandsmärkte wie etwa die Niederlande, Frankreich oder Polen. Die vdp-Mindeststandards stellen außerdem sicher, dass die Green beziehungsweise Social Bond Frameworks der Emittenten alle formellen Anforderungen der ICMA Green beziehungsweise Social Bond Principles erfüllen.

Abbildung 1: Umlauf nachhaltiger Pfandbriefe (in Millionen Euro)



Umlauf ESG-Pfandbriefe, Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Stand 07.06.2024; https://www.pfandbrief.de/site/de/vdp/sustainable_finance/Pfandbriefe/Nachhaltige-Emissionen.html

Anforderungen von Investoren stark angestiegen

Die Schaffung verbindlicher rechtlicher Vorgaben (EU-Taxonomie, EU Green Bond Standards) einerseits, genauso wie die beständige Weiterentwicklung freiwilliger Marktstandards (ICMA Principles, vdp-Mindeststandards) andererseits, tragen diversen zentralen Interessen der Investoren in Grüne Pfandbriefe Rechnung:

- Sie wollen in Anleihen investieren, deren Erlös vom Emittenten für die (Re-)Finanzierung klar beschriebener förderfähiger grüner Projekte genutzt werden.
- Ihre Anlage soll einen quantifizierbaren grünen Impact haben.
- Die Beschaffenheit der Projekte und die Bestimmung des Impacts müssen so transparent dokumentiert sein, dass sie potentiell Greenwashing ausschließen.
- Das Investment hilft bei der Erfüllung eigener Ziele, wie etwa einer möglichst hohen Green Asset Ratio, der Eignung des Green Bonds für die eigenen Artikel-8- oder Artikel-9-Fonds, der Ermittlung des eigenen ökologischen Fußabdrucks, einem Beitrag zur eigenen Dekarbonisierung oder einfach des Ausbaus des grünen Anteils am eigenen Depot-A bei Banken.

Ähnliches gilt für Soziale Pfandbriefe, wenngleich es hier in Ermangelung einer sozialen Taxonomie bislang keine gesetzlichen Definitionen gibt. Es ist außerdem immer zu beachten, dass es komplizierter

ist, einen sozialen Impact zu bestimmen als einen grünen. Während sich der Impact Grüner Pfandbriefe immer in vermiedenen CO₂-Emissionen ausdrückt, sind soziale Projekte deutlich vielschichtiger: Man denke etwa an den Blue Social Bond der DKB, dessen Erlöse für die Finanzierung der Wasserversorgungsinfrastruktur verwendet wurde, im Vergleich zu den Sozialen Pfandbriefen der Berlin Hyp, bei denen es ausschließlich um bezahlbares Wohnen geht.

Das ändert aber nichts daran, dass die Projekte klar definiert sein, einen nachvollziehbaren sozialen Nutzen haben müssen und dieser nach einer transparent dokumentierten Methodik gemessen und berichtet werden muss. Hinzu kommt bei Sozialen Pfandbriefen, dass Investoren vom Emittenten eine klare Beschreibung der sogenannten Target Population erwarten und wie genau diese von der Mittelverwendung aus dem Sozialen Pfandbrief profitiert.

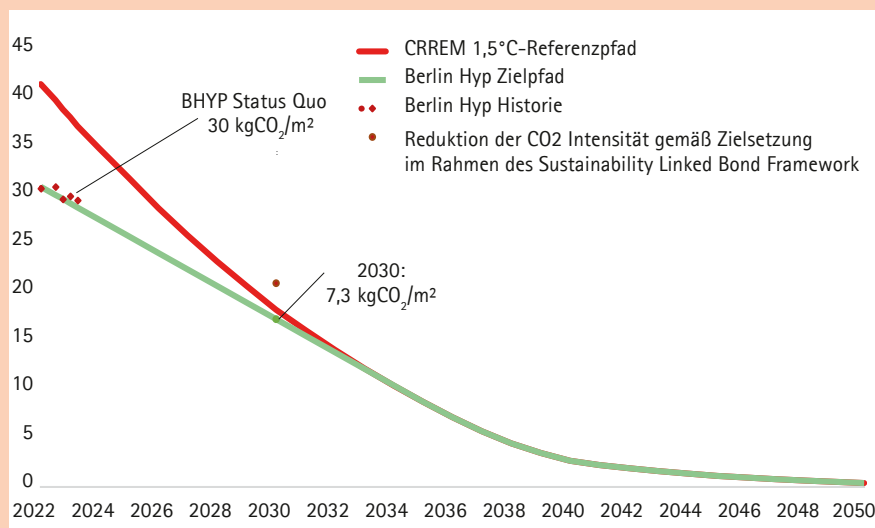
Glaubwürdigkeit der Emittenten spielt eine wichtige Rolle

Für viele Investoren spielt darüber hinaus die Glaubwürdigkeit des Emittenten eine zentrale Rolle. Auch wenn es sich bei Grünen und Sozialen Pfandbriefen um klassische Use-of-Proceeds Bonds handelt – das heißt, die Verwendung des Emissionserlöses des einzelnen Bonds im Mittelpunkt steht – wollen sie natürlich wissen, ob es sich bei den grünen oder sozialen Assets des Emittenten eher um ein Zufallsprodukt handelt oder ob sie Ausdruck der jeweiligen Unternehmensstrategie sind. Sie verwenden daher immer mehr Zeit auf die

Analyse der nicht-finanziellen Berichterstattung der Emittenten. Klar definierte und transparent reportete Dekarbonisierungsstrategien und -pfade, wie der exemplarisch aufgeführte der Berlin Hyp stärken im Falle von Green Bonds dabei das Vertrauen der Anleger in die Robustheit der grünen Eignungskriterien des Emittenten. Sie müssen ihn schließlich bei der Zielerreichung unterstützen.

Außerdem gibt die strategische Verankerung grüner und/oder sozialer Geschäftstätigkeiten Investoren einen Eindruck darüber, ob eine Bank als regelmäßige Emittentin von Grünen oder Sozialen Pfandbriefen in Frage kommt. In diesem Punkt unterscheiden sich nachhaltige Investoren überhaupt nicht von anderen: Liquidität ist wichtig und Emittenten, die eine komplette nachhaltige Kurve anbieten können, sind klar im Vorteil.

Abbildung 2: Finanzierte Emissionsintensität (kgCO₂/m²/a)



Dekarbonisierungspfad der Berlin Hyp, Quelle: Geschäftsbericht 2023, S. 76; <https://www.berlinhyp.de/files/media/corporate/newsroom/finanzberichte/de/2023/geschaeftsbericht-2023/bhyp-gb-gesamt-de-2023.pdf>