



Green Covered Bonds: EU –Taxonomie als Klimakiller?

AUTOR

Sabrina Miehs
Senior Covered Bond Analyst
Telefon: 0 69/91 32-48 90
research@helaba.de

REDAKTION

Stefan Rausch
Leiter Credit Research

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

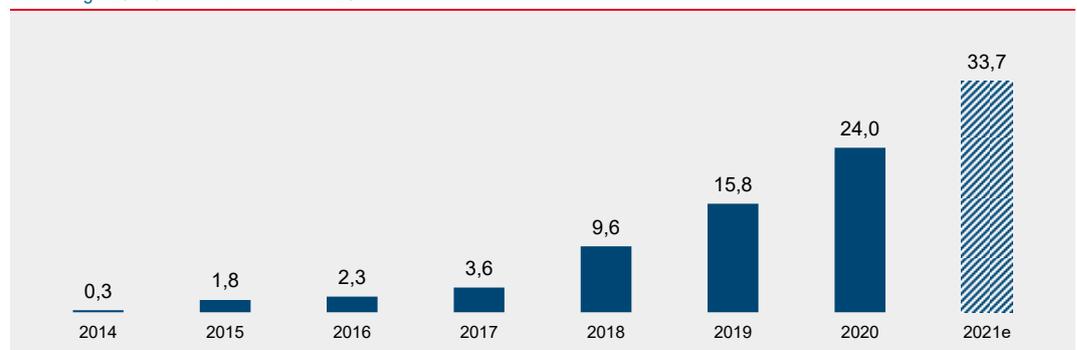
Helaba

Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Am Covered Bond-Markt herrschte auch 2020 ein günstiges Klima für die Emission nachhaltiger Anleihen. Daran konnte auch die Corona-Krise nichts ändern. Seit der ersten Emission im Jahr 2014 platzierten mittlerweile 30 Banken nachhaltige Covered Bonds. Dabei teilen sich die deutschen Pfandbriefbanken mit den norwegischen Emittenten mit derzeit jeweils fünf Emittenten den ersten Platz vor Frankreich auf Platz zwei. Insgesamt ist der Anteil von nachhaltigen Covered Bonds am gesamten Umlauf jedoch noch sehr gering.
- Das Segment der Social Covered Bonds hat durch die COVID-19-Krise an Bedeutung gewonnen. Von den zwölf Nachhaltigkeits-Emissionen im Jahresverlauf waren drei Covered Bonds mit sozialer Ausrichtung.
- Banken kommt bei der Finanzierung energieeffizienterer Gebäude bereits aktuell eine große Rolle zu. Das weitere Potenzial ist enorm. Doch fraglich ist, ob es im wichtigen Wohnimmobilienbestand genug Anreize für eine breit angelegte energetische Sanierung gibt. Die Nachfrage nach entsprechenden Finanzierungen dürfte daher nur langsam zunehmen.
- Das Finanzierungspotenzial grüner Immobilien könnte auch durch die vorgeschlagenen Kriterien im Rahmen der EU-Taxonomie eingeschränkt werden. Demnach sollen sich vor 2021 errichtete Immobilien nur dann qualifizieren, wenn sie in die höchste Energieeffizienzklasse „A“ fallen.
- Mit diversen Arbeiten unterstützt eine Marktinitiative des EMF-ECBC die EU-Bestrebungen nach energieeffizienten Gebäuden. Dazu gehört auch, Qualität und Transparenz bei der Finanzierung energieeffizienter Objekte sicherzustellen. Ab dem ersten Quartal 2021 wird daher ein großer Teil der Covered Bond-Emittenten in ihren Transparenzberichten zusätzlich Angaben zu grünen Immobilienfinanzierungen abgeben.
- Der Anteil der Covered Bond-Emissionen mit nachhaltiger Ausrichtung wird gemäß unseren Erwartungen weiter steigen, vorausgesetzt, die künftigen EU-Kriterien für grüne Immobilien sind nicht nur zukunftsweisend und anspruchsvoll, sondern auch umsetzbar.

Nachhaltige Covered Bonds – Wachstumsdynamik ungebrochen

Nachhaltige EUR-Covered Bonds in Mrd. EUR



Quellen: BloombergNEF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

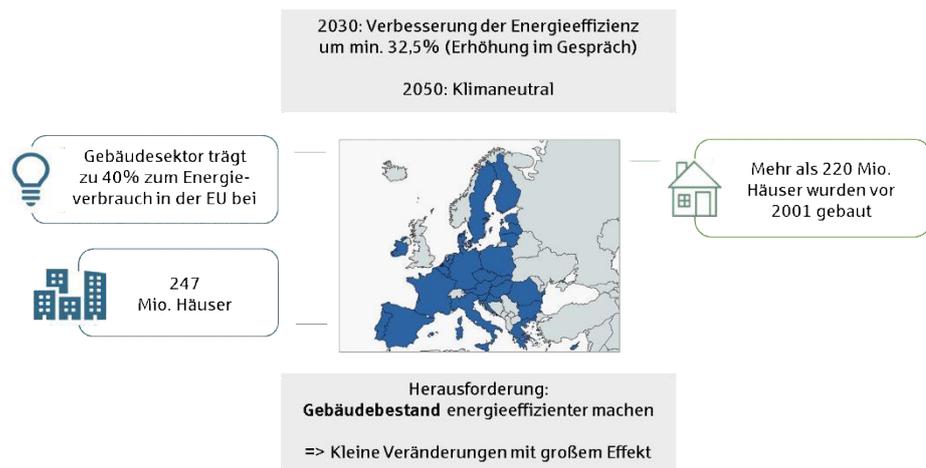
Soziale Komponente mit Bedeutungszuwachs

Besonders dynamisch zeigte sich im Verlauf dieses Jahres das Volumen nachhaltiger Covered Bonds mit sozialer Ausrichtung. 2020 begaben die Korea Housing Finance Corporation und die Caisse Française de Financement Local (Caffil) Social Covered Bonds im Umfang von 1,5 Mrd. EUR bzw. 1,0 Mrd. EUR. Das im Mai von der Caffil aufgelegte Papier war der erste COVID-19 bezogene Social Covered Bond der französischen Emissionsbank, einer Tochter der öffentlich-rechtlichen Entwicklungsbank SFIL. Dieses Institut ist zusammen mit seinem Partner La Banque Postale Marktführer bei Krediten an die lokale öffentliche Hand. Der Erlös der mehrfach überzeichneten Anleihe war für die Finanzierung des französischen Gesundheitssystems und öffentlicher Krankenhäuser vorgesehen. Die Refinanzierung über die gedeckten Papiere war für die Gruppe günstiger als über die dem SSA-Segment zugehörigen Anleihen der SFIL. Dies macht deutlich, dass Investoren gerade unter dem Eindruck der COVID-19-Krise verstärkt nach Anlagen in den Bereich Bildung, Gesundheit und Beschäftigung suchen und dem Segment der sozial ausgerichteten Papiere weiteres Wachstum beschoren werden.

Gebäudesektor wichtiges Aktionsfeld im Green Deal – Potenzial für Finanzbranche

Mit dem Aufbauplan „Next Generation EU“ will die EU die Wirtschaft der EU-Länder stärken. Dabei spielt der „Green Deal“ eine große Rolle. Er bezieht alle Wirtschaftszweige ein und ist eine wesentliche Wachstumsinitiative der EU – mit sehr ehrgeizigen Zielen. Dass der Gebäudesektor dabei eine wichtige Rolle spielt, war zu erwarten, schließlich birgt er ein enormes Potenzial an CO₂-Einsparung. In der EU trägt er immerhin rund 40 % des Energieverbrauchs und rund 36 % des CO₂-Ausstoßes (BPIE, 2015) bei. So ist die Verringerung des Energieverbrauchs von wohnwirtschaftlichen und gewerblichen Immobilien ein wichtiger Ansatzpunkt, um das von der EU gesetzte Energie-Effizienz-Ziel für 2030 zu erreichen. Sie zielt auf eine Verbesserung um 32,5 % gegenüber 1990 ab. Derzeit wird sogar eine Erhöhung dieses Ziels diskutiert. Banken kommt bei der Finanzierung der hierfür notwendigen Investitionen in einen energieeffizienteren Gebäudesektor bereits aktuell eine große Rolle zu. Das weitere Potenzial ist enorm. Doch während bei Gewerbeimmobilien der Trend zur Nachhaltigkeit nachfragebedingt schon stark Einzug gehalten hat (auch bei Sanierungen des Bestands), verändert sich der Wohnimmobilienbestand nur sehr langsam.

Ehrgeizige EU-Energieeffizienz-Ziele für den Wohngebäudebestand



Quellen: EEMI, Helaba Volkswirtschaft/Research

Riesige Herausforderung: Energieeffizienz des Wohngebäudebestands anheben

Nicht unproblematisch für die Immobilienbranche ist, dass es in der Regel einfacher ist, ökologische Aspekte frühzeitig in die Planung eines Neubaus einfließen zu lassen, als bestehende Immobilien energetisch zu sanieren. Aufgrund der Altersstruktur des Wohngebäudebestands bedürfte es jedoch

einer enormen Renovierungswelle. Immerhin wurden 89 % aller wohnwirtschaftlichen Bestandsgebäude in der EU vor 2001 gebaut. Die derzeitige Renovierungsquote von rund 1 % soll gemäß EU bis 2030 mindestens verdoppelt werden², was bedeutet, dass 35 Mio. Gebäude energieeffizient saniert werden müssten. Angesichts stark ausgelasteter Kapazitäten in der Bauwirtschaft – zumindest in Deutschland – sind schnelle Entwicklungen im Bestand daher wenig realistisch. Somit sind nennenswerte Fortschritte im kleinteiligen Wohnimmobilienmarkt ein besonders ehrgeiziges Ziel.

Niedrige Finanzierungskosten wichtiger Anreiz – doch nicht ausreichend

Zwar bietet der Green Deal die Chance, Hindernisse im Gebäude- und Bausektor u.E. nun entschlossener anzugehen. Fraglich ist jedoch, ob es genug Anreize für die zum Erreichen der Energieeffizienz-Ziele nötigen Anstrengungen gibt. So zeigen die letzten Jahre, dass günstige Finanzierungsmöglichkeiten alleine nicht ausreichen. Der erforderliche Renovierungsschub ist nur zu erwarten, wenn die Kombination aus künftiger Energiekosteneinsparungen und staatlicher Förderung für die Eigentümer hinreichend attraktiv ist. Zusätzlich könnten hier nationale Aufklärungskampagnen einen wichtigen Beitrag leisten.

Zahlreiche Baustellen

Wesentliche Probleme und Aktionsfelder für eine Erhöhung der Renovierungsquote

Eigentümer:

- Fehlende Anreize für Renovierung
- Kapazitätsauslastung im Bausektor
- Günstige Finanzierung und einfacher Finanzierungsprozess

Gesetzgeber:

- Vereinheitlichung der Energieeffizienznachweise und
- Systematische Erfassung des Gebäudebestands

Finanzsektor

- Ambitionierte EU-Anforderungen an „grüne“ Gebäude
- Unklarheit über regulatorische Anerkennung von grünen Immobilienkrediten (reduziertes Risikoprofil und verbesserter Immobilienwert)

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Geplante EU Kriterien für grüne Gebäude recht ehrgeizig

Neben der Herausforderung, die Nachfrage nach energieeffizienteren Wohnimmobilien zu steigern und die Renovierungsquote zu erhöhen, drohen auch geplante EU-Standards, grüne Immobilienfinanzierungen und die Emission von Grünen Covered Bonds zu gefährden.

Ein Rechtsakt im Entwurf der EU Kommission vom 20 November im Rahmen der EU-Taxonomie³ definiert grüne Immobilien anhand von sehr anspruchsvollen Kriterien. Insgesamt scheint die Erfüllung der geplanten Vorgaben in vielerlei Hinsicht wenig realistisch – auch nicht mittelfristig:

So unterscheidet der Vorschlag nicht zwischen wohnwirtschaftlichen und gewerblichen Immobilien und sieht u.a. vor, dass

- bei **Neubauten**, der Primärenergiebedarf 20 % unterhalb dessen liegt, was der nationale Gesetzgeber für ein Niedrigenergiehaus (Nearly Zero Energy Building, NZEB) definiert hat.
- beim **Erwerb von Bestandsimmobilien** nur Gebäude mit einem Energieausweis der Effizienzklasse A als grüne Gebäude gelten.

Erschwerend kommt hinzu, dass die Gebäude keine besonders schädlichen Nebenwirkungen auf

² The Renovation Wave strategy published by the Commission on October 14, 2020 calls for faster and deeper renovation

³ Siehe Credit Special ["Europäische Bankanleihen: Aufsicht setzt die grüne Brille auf"](#), S.6 „EU-Taxonomie erhöht Transparenz“ vom 8.12.20

andere definierte ökologische Ziele haben dürften (sogenannte „Do not significant harm-Kriterien“). Als Beispiel ist hier der Schutz von Wasserressourcen und beispielhaft die Anforderung an Armaturen zu nennen. Zudem läge die aufwändige Nachprüfpflicht beim finanzierenden Kreditinstitut, solange es keine nationalen gesetzlichen Vorgaben für solche Anforderungen gibt.

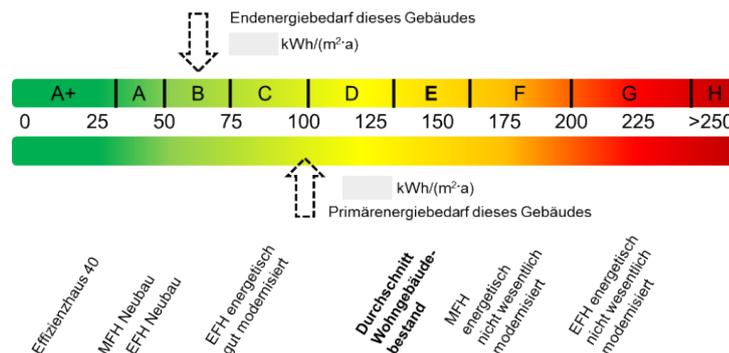
Aktuelle Mindeststandards für Bestandsimmobilien bereits anspruchsvoll

Dabei beinhalten viele bestehende grüne Rahmenprogramme u.E. bereits anspruchsvolle Standards mit integrierter Steigerungsfähigkeit. So erlauben sie den Einsatz der Emissionserlöse für Gebäude nur, solange sich diese unter den 15 % der energieeffizientesten Gebäude des Landes befinden. Bei Gewerbeimmobilien ist derzeit das Vorliegen eines Nachhaltigkeitszertifikats mit Auszeichnung in einer Top-Kategorie ein alternativer Mindeststandard.

Bei der Festlegung der Bedingungen hatten sich Emittenten in der Vergangenheit mangels EU-Vorgaben von Hinweisen und Einschätzungen der Climate Bond Initiative und anderen EU Institutionen leiten lassen. Aufgrund des derzeitigen Energieeffizienz-Niveaus der Gebäude in den meisten Ländern fallen unter die zulässigen Gebäudearten jedoch nicht nur Objekte mit Energieeffizienzklasse A, sondern auch mit Klasse B und C. Verglichen mit der Bandbreite der Energieeffizienzklassen von A bis H und häufigen Durchschnittswerten von D und E (fast 54 % des Häuserbestands in Frankreich wird den Energieeffizienzklassen E bis G zugeordnet⁴) stellt diese Auswahl u. E. bereits eine recht sinnvolle Klassifizierung der Gebäude dar.

Durchschnittlicher Wohngebäudebestand in Deutschland rangiert in Klasse E

Energieverbrauchsanzeige im Energieausweis für Wohngebäude und Vergleichswerte, 2019



Quellen: Verbraucherzentrale, Helaba Volkswirtschaft/Research

Beschränkung auf Effizienzklasse A wäre Aus für Green Covered Bonds

Die genannten Taxonomie-Kriterien würden Emittenten zum jetzigen Zeitpunkt daher vor enorme Herausforderungen stellen. Gemäß Marktberichten könnte eine entsprechende Verschärfung des Standards zu einer Reduzierung der für grüne Anleihen qualifizierten Immobilienkredite um etwa 90 % bedeuten. Der Bestand an Gebäuden mit Energieeffizienzklasse A ist in vielen Ländern noch sehr klein. Ein kurzfristiges Modernisieren und Aufwerten ist aufgrund bereits genannter Gründe kaum denkbar. Hinzu kommt, dass es in Deutschland gar keine Effizienzklassen für gewerbliche Immobilien gibt und damit die Konformität gewerblicher grüner Immobilien mit der neuen Vorgabe derzeit nicht belegt werden kann.

⁴ Investorpräsentation BPCE SFH, Mai 2020

In der Folge bliebe wenig Material für grüne Anleihen zur Finanzierung grüner Immobilien, die dem geplanten EU Green Bond-Standard genügen. Es ist nämlich kaum daran zu zweifeln, dass dieser neue Standard für grüne Anleihen auf den Vorgaben der EU-Taxonomie aufsetzt. Das kleine aber bisher stark wachsende Segment grüner Covered Bonds erhielte damit einen kräftigen Dämpfer.

Finaler Rechtsakt noch nicht entschieden

Gleichwohl ist es u.E. noch zu früh, eine Trendwende bei der Emission von grünen Covered Bonds zu sehen. Zwar stellen schon einige Marktteilnehmer den Fortgang bisheriger Programme in Frage und schauen sich nach Alternativen, wie Sustainability-linked Bonds, um. Deren Qualifizierung als nachhaltige Papiere erfolgt nicht über die Verwendungspflicht der Emissionserlöse, sondern die Bindung an das Erreichen bestimmter nachhaltiger Leistungskennzahlen oder spezieller Ratings. Zunächst ist jedoch die Reaktion der Kommission auf die Marktbefragung abzuwarten. Immerhin stehen Konsultationsrunden an, bei denen über Details gesprochen und verhandelt werden kann. Punkten könnte die Covered Bond-Verbände auch mit dem Argument der besseren weltweiten Vergleichbarkeit von Standards für grüne Gebäude.

Zwar ist die Taxonomie für die EU ein bedeutendes Rahmengesetz zur Umsetzung des Green Deals. Gleichwohl verfehlt sie u.E. ihr Ziel, wenn die Vorgaben leichtfertig zu früh zu hoch angesetzt werden und Gelder nicht mehr in Projekte mit verbesserter Energieeffizienz fließen, weil sie die übertrieben hohen Standards (noch) nicht erfüllen.

Und so ist die Hoffnung groß, dass es eine Abänderung des vorgeschlagenen Rechtsakts geben wird. Denn der Europäische Rat und das Parlament können Vorschläge nur vollständig akzeptieren oder ablehnen und diese nicht abändern. Rückmeldungen werden bis 20. Dezember angenommen. Der delegierte Rechtsakt soll wohl erst ab Januar 2022 gelten.

EEMI greift mit diversen Aktionen EU unter die Arme

Um grüne Immobilienfinanzierungen, energieeffiziente Gebäude und Renovierungen zu fördern, bereitet die europäische Marktinitiative des EMF-ECBC, die EEMI (Energy Efficient Mortgages, EEM), seit längerem die Markteinführung eines **Siegels für energieeffiziente Immobilienkredite** vor. Anfang Dezember sollte dies eigentlich an den Start gehen. Nun ist der Fokus zunächst auf die Rückmeldung an die EU-Kommission gelenkt. Auch bleibt die Frage, inwiefern das Etikett der Taxonomie entsprechen soll.

Der Antreiber der Initiative ist die Annahme, dass energieeffiziente Immobilien zu einem vergleichsweise höheren Objektwert und zu einer besseren Bedienbarkeit durch den Kreditnehmer führen. Somit stellen Kredite zur Finanzierung energieeffizienter Gebäude für Banken dank ihrer geringeren Ausfallwahrscheinlichkeit und ihres rechnerisch höheren Verwertungserlöses eine Risikominimierung dar und qualifizieren sich für eine bevorzugte Eigenkapitalunterlegung. Mittlerweile ist dieser Zusammenhang auch schon in vielen Studien belegt und selbst diverse EU Papieren⁵ verweisen auf die Initiative mit ihren Ergebnissen. Eine Anerkennung durch die Aufsicht könnte zu günstigeren Kreditkonditionen führen, mehr Kreditnehmer dazu veranlassen ihre Immobilien durch Renovierung in eine höhere Energieeffizienzklasse zu bringen und das EU-Bestreben nach Abnahme des Energieverbrauchs bei Immobilien unterstützen.

Aktuell arbeitet die pan-europäische Initiative mit ihren 47 teilnehmenden Banken⁶, 17 nationalen,

⁵https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:0638aa1d-0f02-11eb-bc07-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF, p.11

<https://www.buildup.eu/en/news/overview-de-risking-energy-efficiency-investments-eu-building-stock>

⁶ darunter Berlin Hyp, Deutsche Hypo, DZ Bank, Helaba, LBBW, NordLB, Münchener Hypothekenbank und UniCredit Gruppe

europäischen und internationalen Behörden, Datenanbietern und anderen Marktteilnehmer (darunter auch Energieversorger) an der Daten-, Prozess- und Offenlegungs-Infrastruktur zur Unterstützung der Integration von Energieeffizienz in Risikomanagement und Kreditprozesse⁷. Sie soll nicht nur Qualität und Transparenz bei der Finanzierung energieeffizienter Objekte sicherstellen und steigern, sondern zudem sektorübergreifend die Implementierung des EU Green Deals unterstützen. Zu diesem Zweck werden unter dem Dach der EEMI drei von der EU finanzierte Projekte⁸ betrieben.

Mehr Transparenz für Investoren: Berichte um ESG-Informationen erweitert

Im Zuge der zunehmenden grünen Immobilienkredite werden Covered Bonds Emittenten, deren Papiere mit dem Covered Bonds Label des ECBC ausgezeichnet sind, ab dem 1. Quartal 2021 zusätzlich ESG-Informationen über ihre Deckungsmassen veröffentlichen. Dafür wurde der harmonisierte Transparenzbericht (HTT) erweitert. Zukünftig können Investoren folgende Informationen in ihre Bewertungen mit einfließen lassen:

- Angaben zum EPC der finanzierten Gebäude
- Angaben zum durchschnittlichen Energieverbrauch (kWh/m²)
- Angaben zur Alterstruktur der finanzierten Gebäude (Baujahr in 10-Jahresschritten)
- Angaben zum Häusertyp (Freistehend, Doppelhaus, Mehrfamilienhaus, Wohnung etc.)
- Angaben zu Neubauten

Gleichzeitig dürften diese Datensammlungen bei der Umsetzung des Green Deal und den Taxonomie-Debatten unterstützen.

Ausblick: Deutliche Zunahme der Wachstumsrate zieht sich hin

Der Anteil der Covered Bond-Emissionen mit nachhaltiger Ausrichtung wird gemäß unseren Erwartungen weiter steigen. Allerdings sprechen einige Gründe dafür, dass es noch einige Zeit dauern wird, bis die jährlichen Volumina deutlich steigen. So steht zum einen für Banken aus ökonomischen Gründen oft die Emission von unbesicherten nachhaltigen Anleihen im Vordergrund. Die gegenüber Covered Bonds deutlich höheren Risikoprämien dieser Papiere lassen per se einen höheren Spread-Unterschied zwischen grünen und nicht grünen Bonds zu. Auch ist die Mittelverwendung häufig nicht so eingeschränkt wie bei grünen Covered Bonds, der Vorbereitungsprozess weniger aufwändig. Zum anderen füllen sich die Teildeckungsmassen von grünen Wohnimmobilienkrediten aufgrund der genannten Aspekte rund um die niedrige Renovierungsquote nur langsam. Der Anteil an grünen Neubaufinanzierungen gleicht das fehlende Volumen für Benchmark-Emissionen meist nur teilweise aus. Dennoch gehört die Emission von grünen Covered Bonds als Ergänzung zu grünen unbesicherten Anleihen immer häufiger zur Nachhaltigkeitsstrategie der Banken.

Die beschriebene Debatte um die EU-Taxonomie für grüne Immobilien dürfte zumindest vorerst den Emissionsfluss sowie die laufenden Vorbereitungen für neue grüne Covered Bonds-Programme unterbrechen. Im Interesse der Zielerreichung des EU Energie- und Klimapakets gehen wir jedoch fest davon aus, dass wir im ersten Quartal 2021 einen Kompromiss sehen werden, der nicht nur zukunftsweisend anspruchsvoll, sondern auch umsetzbar ist.

⁷ Siehe Credit Special ["Europäische Bankanleihen: Aufsicht setzt die grüne Brille auf"](#), S.5 „Europäische Bankenaufsicht macht Druck“ v. 8.12.2020

⁸ Energy Efficient Mortgages Action Plan (EeMAP), Energy Efficiency Data Portal & Protocol (EeDaPP) und Energy Efficient Mortgage Market Implementation Plan (EeMMIP)

Weitere Credit Specials:

Europäische Bankenanleihen: Aufsicht setzt die grüne Brille auf

08.12.2020

Unternehmens-Liquidität: Firmen machen aus der Not eine Tugend

24.11.2020

Europäische Bankenanleihen: EBA sorgt für mehr Transparenz bei Kredit-Moratorien

23.11.2020

EUR-Corporates: In ruhigeren Bahnen

06.10.2020

Europäische Bankenanleihen: Krisenbedingte Emissionsflaute

01.10.2020

Corporate Schuldschein: Indian Summer nach mauer Urlaubszeit

24.309.2020

Primärmarktausblick: EU und Länder weit vor Corporates und Banken

07.09.2020

Ertragsstabilität europäischer Corporates: Vorsicht vor Pauschalurteilen

24.07.2020

Europäische Bankenanleihen: 2. Quartal 2020: Geldpolitik treibt Covered Bond-Emissionen auf neue Höhen

03.07.2020

European Corporates: Kaum zu bremsen

01.07.2020

Corporate Schuldscheinmarkt: Schuldscheine trotz florierendem Bond-Markt

30.06.2020

Desaster oder Delle: Wie wirkt die Corona-Krise auf die Cashflows der Unternehmen?

24.06.2020

Europäische Banken: COVID-19 erhöht Kredit-Risikovorsorge drastisch

27.05.2020

Corporate Schuldscheindarlehen – ESG prägt den Markt nachhaltig

14.05.2020

Covered Bonds: Rückkehr zum Regelbetrieb ungewiss

05.05.2020

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar. Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf www.helaba.com/de/research

Newsletter können Sie unter <https://news.helaba.de/research> abonnieren. ■