Helaba

# Im Fokus: Covered Bonds

## 15. Dezember 2021

## Herausforderung Taxonomie-Konformität

**Mit den technischen Bewertungskriterien für grüne Immobilien ist das Ziel für Emittenten grüner Anleihen gesteckt: Die Standards sind anspruchsvoll. Viele Emittenten werden ihre grünen Rahmenwerke überarbeiten müssen.**

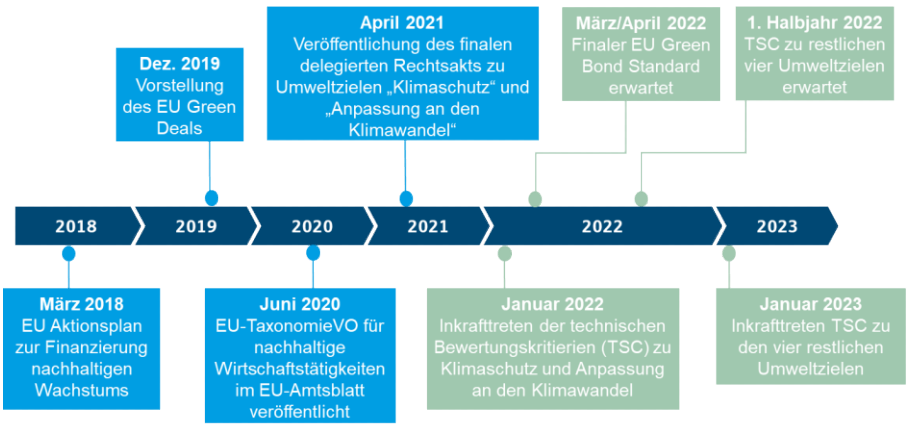
Anfang 2022 treten im Rahmen der EU-Taxonomieverordnung die technischen Bewertungskriterien für Klimaschutz und die Anpassung an den Klimawandel in Kraft. Zur Erinnerung: Mit dem Aufbauplan „NextGenerationEU" will die EU die Wirtschaft ihrer Mitgliedsländer stärken. Dabei spielt der „Green Deal" eine große Rolle. Diese Wachstumsinitiative verfolgt allerdings sehr ehrgeizige Ziele. Entsprechend legt die EU-Taxonomie fest, welche Wirtschaftsaktivitäten als ökologisch nachhaltig einzuordnen sind.

**EU Taxonomie:** Wirtschaftsaktivität ökologisch nachhaltig, wenn diese

- einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung eines der sechs festgelegten Umweltziele leistet: (1) Klimaschutz, (2) Anpassung an den Klimawandel, (3) nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser-/Meeresressourcen, (4) Übergang zur Kreislaufwirtschaft, (5) Vermeidung/Verminderung von Umweltverschmutzung, (6) Schutz/Wiederherstellung der Biodiversität und Ökosysteme
- nicht zu einer erheblichen Beeinträchtigung der anderen Umweltziele führt (sog. do no significant harm Ansatz, DNSH)
- unter Einhaltung sozialer Mindeststandards (Minimum Social Safeguards, MSS) ausgeübt wird und
- im Einklang mit technischen Bewertungskriterien (Technical Screening Criteria, TSC) steht

Obwohl die Anwendung freiwillig ist, wird sich das Regelwerk zum Marktstandard für grüne Anleihen etablieren. Immerhin gilt es als **künftiger Standard für EU Green Bonds**, für die im nächsten Frühjahr die finalen Vorschriften erwartet werden. Diese Papiere könnten mittelfristig auch eine prominente Rolle in der Geldpolitik spielen[1]. Grund genug also für Emittenten, die künftig Green Covered Bonds nach EU-Green Bond Standard emittieren wollen und als Unternehmen in den Anwendungsbereich der nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungspflichten für Finanzdienstleister (SFDR) fallen, die Taxonomieanforderungen im Blick zu behalten. Diese gilt gerade auch für Banken, die auf Basis eines grünen Rahmenwerks Anleihen zur Refinanzierung grüner Projekte am Kapitalmarkt platzieren wollen.

### Fahrplan des EU Green Deals




Quellen: EU Kommission, Helaba Research & Advisory

[1] EZB präsentiert Aktionsplan zur Berücksichtigung des Klimawandels in ihrer Geldpolitik, 8. Juli 2021

Allerdings stellt die **Komplexität der Taxonomie-Vorschriften** die Marktteilnehmer vor große Herausforderungen. Allein die technischen Bewertungskriterien für die ersten beiden Umweltziele füllen über 500 Seiten und das Entwurfsregelwerk für die restlichen vier Umweltziele umfasst fast 1.000 Seiten. Hinzu kommen Verständnis- bzw. Auslegungsfragen und anspruchsvolle und teils national noch nicht definierte Standards und Messmethoden.

## Grüne Covered Bonds mit riesigem Potenzial

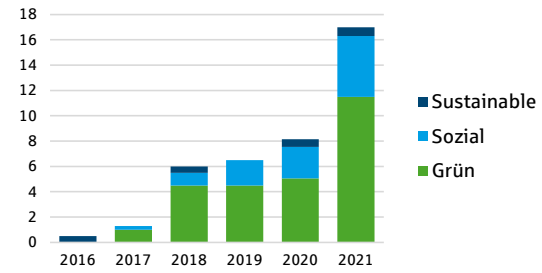
Für Banken sind insbesondere die Taxonomie-Kriterien für grüne Gebäude von großem Interesse. So kommt der Finanzierung bei der Schaffung energieeffizienterer Immobilien bereits heute eine bedeutende Rolle zu. Das Potenzial ist enorm, schließlich birgt der Gebäudesektor enorme Möglichkeiten für CO2-Einsparungen. Dementsprechend haben viele Institute in den vergangenen Jahren bereits grüne Anleihen zur Refinanzierung grüner Projekte ausgegeben. Auch das noch relativ kleine Segment der **grünen Covered Bonds** entwickelt sich sehr dynamisch. 2021 hat es einen regelrechten Boom erlebt. Insgesamt entfielen auf nachhaltige Papiere im Jahr 2021 mit einem Volumen von rund 17 Mrd. Euro bereits 17 % der EUR-Emissionstätigkeiten, mehr als doppelt so viel wie im Vorjahr. Zudem nimmt die Anzahl der Emittenten quer durch Europa stetig zu. Das Instrument der Wahl sind bislang grüne Papiere mit einem Volumen-Anteil von rund 70 %. Gemessen am ausstehenden Bestand führen bei den grünen Covered Bonds die Anleihen aus Frankreich, gefolgt von Norwegen und Deutschland. Mit Blick auf das enorme Volumen an Immobilienkrediten, das typischerweise über Covered Bonds refinanziert wird, rechnen wir mittel- bis langfristig mit einem starken Wachstum an grünen gedeckten Papieren – nicht zuletzt gefördert durch die zunehmenden politischen Initiativen im Rahmen des europäischen Green Deals.

**Green Deal-Baustein: Gebäudesektor**

- Steht in der EU für rund 40 % des Energieverbrauchs und rund 36 % des CO2-Ausstoßes (BPIE, 2015)
- Verringerung des Energieverbrauchs von wohnwirtschaftlichen und gewerblichen Immobilien wichtiger Ansatzpunkt, um das von der EU gesetzte Energie-Effizienz-Ziel für 2030 zu erreichen und gegen Energiearmut vorzugehen
- Kommission zielt bis 2030 auf Reduktion von 36 % bzw. 39 % der Endenergie bzw. der Primärenergie gegenüber dem 2007 für prognostizierten 2030 Verbrauch. (Richtlinien vorschlag zur Energieeffizienz, 14.7.2021).

**Nachhaltige Covered Bonds - Geen Bonds überwiegen**

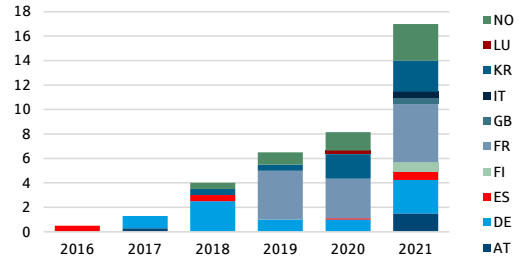
Neuemissionen in Mrd. Euro




Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

**Nachhaltige Covered Bonds - Wachstum ungebrochen**

In Mrd. Euro




Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## EU-Kriterien geben anspruchsvolle Zielwerte vor

Die den Emissionen zugrundeliegenden Rahmenwerke (Green Bond Framework) wurden in den vergangenen Jahren auf den etablierten Marktstandards, den Green Bond Principles (GBP) der ICMA, aufgebaut und berücksichtigen zwar bereits Kriterien der EU-Taxonomie für grüne Immobilien. Mit dem Inkrafttreten der technischen Bewertungskriterien für grüne Immobilien dürften die EU-Kriterien (sofern noch nicht geschehen) aber bald zum zentralen Ziel werden. Insgesamt scheint die Erfüllung der geplanten Vorgaben jedoch in vielerlei Hinsicht sehr anspruchsvoll – zumindest kurzfristig:

So unterscheidet der Rechtsakt nicht zwischen wohnwirtschaftlichen und gewerblichen Immobilien und sieht für Aktivitäten zum Klimaschutz (erstes Umweltziel) u.a. vor, dass

- bei ***Neubauten***, der Primärenergiebedarf (PEB) 10 % unterhalb des Wertes liegt, den der nationale Gesetzgeber für ein Niedrigstenergiehaus (Nearly Zero Energy Bulding, NZEB) definiert hat. Der Energiebedarf ist durch einen Energieausweis (Energy Performance Certificate, EPC) zu zertifizieren. Zudem gibt es weitere Vorgaben für Gebäude mit einer Fläche von über 5.000 m².
- beim ***Erwerb von Bestandsimmobilien – erbaut vor dem 31. Dezember 2020*** – nur Gebäude mit einem Energieausweis der Effizienzklasse A als grüne Gebäude gelten. Als **alternatives Kriterium** gehört das Gebäude gemessen am Primärenergiebedarf zu den oberen 15 % der energieeffizientesten Gebäude des nationalen oder regionalen Gebäudebestandes und belegt dies durch angemessene Nachweise, welche zumindest die Gebäudeenergieeffizienz mit der des nationalen Gebäudebestands vergleicht und mindestens zwischen Wohn- und Nichtwohngebäuden unterscheidet.
- beim ***Erwerb von Bestandsimmobilien – erbaut nach dem 31. Dezember 2020*** – die Kriterien für Neubauten gelten.
- bei ***Renovierung/Sanierung*** von Bestandsbauten die geltenden Anforderungen für Großsanierungen wie von der EPBD vorgeschrieben erfüllt werden. Die Energieeffizienz des Gebäudes oder dessen renovierten/sanierten Teils, muss die Richtlinien zum kostenoptimalen minimalen Energiebedarf der EPBD erfüllen. ***Alternativ*** muss die Renovierung zu einer Minderung des Primärenergiebedarfs um mindestens 30 % führen. Die ursprüngliche Energieeffizienz und deren Verbesserung basieren auf (a) einer detaillierten Gebäudeuntersuchung, (b) einer durch unabhängige Sachverständige durchgeführten Energieprüfung **oder** (c) einer anderen transparenten und verhältnismäßigen Methode, validiert durch einen Energieausweis (EPC). Die 30 %ige Verbesserung resultiert aus einer tatsächlichen Reduzierung des Primärenergiebedarfs (ohne Berücksichtigung erneuerbarer Energiequellen) **und** kann durch eine Folge von Maßnahmen innerhalb von maximal 3 Jahren erreicht werden.

Erschwerend kommt hinzu, dass soziale Mindeststandards eingehalten werden müssen und die Gebäude keine besonders schädlichen Nebenwirkungen auf andere definierte ökologische Ziele haben dürften (sogenannte „Do not significant harm- oder DNSH-Kriterien"). Als Beispiel erfordern die DNSH-Kriterien für Anpassung an den Klimawandel eine Gefährdungs- und Risikobewertung (climate risk and vulnerability assessment, CRVA) und Lösungsansätze für die Anpassung an den Klimawandel.

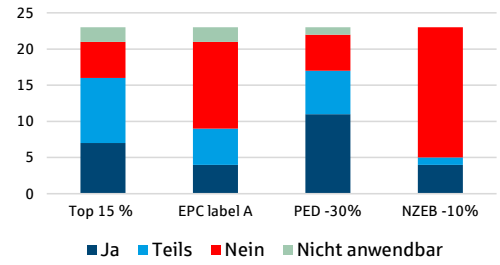
Die Gebäude-Kriterien für das zweite Umweltziel „Anpassung an den Klimawandel" fallen weniger streng aus und fordern beispielsweise für den Erwerb von Bestandsimmobilien mit Baujahr 2020 oder jünger einen Energieausweis der Effizienzklasse C oder eine Zugehörigkeit zu den Top 30 % des nationalen oder regionalen Gebäudebestands.

## Analyse: Grüne Rahmenwerke unterschiedlich auf Taxonomievorgaben vorbereitet

Bislang stellen nur recht wenige Emittenten in ihren Rahmenwerken für grüne Covered Bonds beim Erwerb von Bestandsimmobilien auf den Energieausweis der Energieeffizienzklasse A (EPC label A) ab. So ist der Anteil an Gebäuden, die mit diesem Zertifikat versehen sind, in den meisten Ländern sehr klein. Ein Grund dafür ist, dass die Energieausweise oft nicht öffentlich zur Verfügung stehen. In Deutschland existiert bei gewerblichen Immobilien zudem keine Einordnung in Effizienzklassen. Zudem ist das Kriterium nur eingeschränkt zwischen den Ländern vergleichbar, da der Einord-

**Höchste Taxonomie-Konformität bei Renovierungskriterien**

Anzahl der Emittenten grüner Covered Bonds nach Erfüllung einzelner technischer Bewertungskriterien für grüne Immobilien




Quellen: Emittenten Webseiten, Helaba Research & Advisory

nung häufig unterschiedliche Messwerte zugrunde liegen[2]. Die Alternative „Zuordnung zu den Top 15 %“ für Gebäude erbaut vor 2021 wurde bereits von der ICMA und der Climate Bond Initiative verwendet und ist somit wahrscheinlich das entscheidende praxistaugliche Merkmal für grüne Covered Bonds, die ausschließlich Taxonomiekonforme Immobilienkredite refinanzieren sollen.

Die meisten Rahmenwerke nutzen daher bereits das Top 15 %-Kriterium für grüne Gebäude bzw. wählen es alternativ zu Nachhaltigkeitszertifikaten bei gewerblichen Immobilienkrediten (einige deutsche und französische Emittenten) oder für ältere wohnwirtschaftliche Gebäude, die aufgrund nationaler Vorgaben nicht automatisch einen niedrigen Energieverbrauch vorweisen müssen (Norwegen). Nachhaltigkeitszertifikate werden im Rahmen der Taxonomie nicht als Energieausweise anerkannt, obwohl sie Gebäude auf Basis von diversen Nachhaltigkeitsindikatoren mit unterschiedlichen Bewertungen auszeichnen. Manche Rahmenwerke definieren Gebäude mit Energieausweisen der Effizienzklasse A und B oder A, B oder C als grüne Gebäude. Damit erfüllen sie das Einzelkriterium „EPC A“ nicht, obwohl Gebäude mit diesen Effizienzklassen in ihrem Land oft weniger als 15 % der Gebäude dieser Nutzungsart ausmachen. So entsprechen nach unserem Verständnis beispielsweise in Finnland wohnwirtschaftliche Gebäude mit Effizienzklasse A, B und C etwa 10 % des Gebäudebestands und in Frankreich stellen Gebäude mit Effizienzklasse A und B etwa 7 % der wohnwirtschaftlichen Gebäude dar. Keine Anwendung finden die Kriterien offensichtlich, wenn der Erwerb von Bestandsimmobilien, von Neubauten oder die Renovierung nicht als Finanzierungszweck vorgesehen ist.

Bei Renovierung bzw. Sanierung von Bestandsbauten ist die Übereinstimmung der grünen Rahmenwerke mit der Vorgabe „Minderung des Primärenergiebedarfs um mindestens 30 %“ am größten, auch wenn häufig die Zusatzanforderungen, wie die Frist von drei Jahren für die Maßnahmendurchführung, keine Anwendung finden.

Noch recht wenige Rahmenwerke beziehen sich beim Erwerb von Gebäuden ab Baujahr 2021 auf die Kriterien für Neubauten und damit auf den Primärenergiebedarf, der mindestens 10 % unterhalb der nationalen Vorgaben für Niedrigstenergiehäuser liegen muss. So geben die norwegischen Rahmenwerke zwar strenge Vorgaben zum Energieverbrauch von wohnwirtschaftlichen Gebäuden in Abhängigkeit vom Baujahr (sogenannte Building Codes) vor, gleichwohl fehlt der Bezug zu den Kriterien für Niedrigstenergiehäuser. Neuere Rahmenwerke von Covered Bond Emittenten wählen dagegen bereits die geltenden Taxonomie-Kriterien.

## Aktualisierung der Rahmenwerke absehbar

Mit dem Start der neuen technischen Bewertungskriterien gehen wir davon aus, dass die meisten grünen Rahmenwerke überarbeitet werden, um eine höchstmögliche Übereinstimmung mit den Taxonomie-Vorgaben zu erreichen. Dazu bedarf es allerdings der nationalen oder regionalen Definition und Kommuniukation von relevanten Kriterien, wie die „Top 15 % der energieeffizientesten Gebäude“ und wie quantitative Schwellenwerte für Niedrigstenergiehäuser[3]. Auch eine anerkannte Zuordnung der Güteklassen von Nachhaltigkeitszertifikaten für gewerbliche Immobilien wäre hilfreich. Wir rechnen damit, dass diese Lücken in den relevanten Mitgliedstaaten in unterschiedlicher Geschwindigkeit geschlossen werden. In Deutschland dürfte die starke Verbandsarbeit von Banken eher früher als später für neue Standards sorgen. Eine schnelle Reaktion der Gesetzgeber wäre auch für die übrigen Mitgliedsländer wünschenswert, schließlich geht nicht nur um die Unterstützung der Kreditinstitute bei der Finanzierung von nachhaltigem Wirtschaftswachstum, sondern auch um mehr Klarheit und höhere Transparenz für Anleger.

[2] Spätestens 2015 mussten alle EU-Mitgliedstaaten gemäß der Europäischen Gebäuderichtlinie (EPBD) EPC-Systeme einführen. Die EPBD legt keine quantitativen Schwellenwerte (z.B. kwH/m²Jahr) fest, so dass die EPC-Regelungen in den Ländern und damit die Energieeffizienz eines Gebäudes mit EPC-Klasse A unterschiedlich ausfallen.
[3] Ein Standard für NZEBs wurde 2010 in der EU über die Gebäuderichtlinie (EPBD) eingeführt, die von den EU-Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt wurde. Allerdings gibt die Richtlinie keine quantitativen Anforderungen vor.

## Glossar

| | |
|---|---|
| CRVA | Climate risk and vulnerability assessment: Gefährdungs- und Risikobeurteilung, um Klimarisiken, wie Temperaturänderungen und Flutkatastrophen, zu bestimmen |
| CSRD | **Corporate Sustainability Reporting Directive:** Mit der CSRD, die die Kommission im April 2021 vorstellte, überarbeitet die EU die geltenden Regeln (NFRD) für die Nachhaltigkeitsberichterstattung von größeren Unternehmen auf der Basis ihres Aktionsplans „Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ und erweitert den Geltungsbereich. Die Umsetzung erfolgt schrittweise: Für alle börsennotierten Großunternehmen gelten ab Januar 2022 Offenlegungspflichten für die ersten beiden Umweltziele in der nicht-finanziellen Berichterstattung, ab 2023 für alle sechs. |
| EED | Energy Efficiency Directive: Die letzte Richtlinie zur Energieeffizienz stammt von 2018. Im Juli 2021 veröffentlichte die EU Kommission einen neuen **Richtlinienentwurf** mit erhöhten Energieeffizienzzielen. |
| Große Renovierung/Sanierung | Major renovation: Bezeichnet die Renovierung eines Gebäudes, bei dem (a) die Gesamtkosten der Renovierung in Bezug auf die Gebäudehülle oder die Gebäudetechnik höher als 25% des Gebäudewertes ist, ohne den Wert des Grundstücks auf dem sich das Gebäude befindet oder (b) mehr als 25% der Oberfläche der Gebäudehülle unterliegt der Renovierung. |
| GBP | **Green Bond Principles:** Die Green Bond Principles verlangen von den Emittenten, Regelungen zur Verwendung der Emissionserlöse, zur individuellen Projektauswahl, zum Management der Erlöse und zum Reporting festzulegen. Sie setzen daher vor allem den Rahmen für Green Bonds, während die konkreten Anforderungen individuell festgelegt werden. |
| Niedrigstenergiegebäude | (Nearly zero-energy building): bezeichnet ein Gebäude mit sehr hoher Energieeffizienz. Der nahezu Null oder sehr niedrige Energiebedarf sollte zu einem ganz erheblichen Teil durch Energie aus erneuerbaren Quellen gedeckt werden, einschließlich vor Ort oder in der Nähe erzeugter Energie aus erneuerbaren Quellen. |
| SFDR | **Sustainable Finance Disclosure Regulation**: Seit Anfang März 2020 gelten nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten für Finanzdienstleister. |
| TSC | Technical Screening Criteria (Technische Bewertungskriterien): Anhand der technischen Bewertungskriterien (**Anhang 1 und 2** der **Taxonomieverordnung**) wird bestimmt, unter welchen Bedingungen davon auszugehen ist, dass eine Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz (Anhang 1) oder zur Anpassung an den Klimawandel (Anhang 2) leistet und ob diese Wirtschaftstätigkeit erhebliche Beeinträchtigungen eines der übrigen Umweltziele vermeidet. |
| Energiearmut | Energy poverty: Das Weltwirtschaftsforum definierte 2010 Energiearmut als „fehlenden Zugang zu nachhaltigen modernen Energiedienstleistungen und –Produkten“ |

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/

Sabrina Miehs, CESGA
Senior Covered Bond Analyst

Tel: 0 69/91 32-48 90

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Stefan Rausch
Head of Corporate Research & Advisory

verantwortlich
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 0 69/91 32-20 24
Internet: http://www.helaba.de

## Disclaimer

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.