vdp-Pfandbrief-Frühstück
Gastgeber: Commerzbank AG,
Ted Packmohr, Leiter Financials
& Covered Bond Research

Pfandbriefe als nachhaltiges Refinanzierungsinstrument

Im Mai 2018 war die Commerzbank Gastgeber des jährlichen vdp Pfandbrief-Frühstücks in Frankfurt. Neben allgemeinen Entwicklungen am Pfandbriefmarkt standen dabei nachhaltige bzw. ESG-Pfandbriefe im Fokus. Im Folgenden lesen Sie die gekürzte Abschrift der Podiumsdiskussion, an der Vertreter aktiver Emittenten nachhaltiger Pfandbriefe sowie der Commerzbank teilgenommen haben. Die Teilnehmer sprachen über die Hürden beim Aufbau eines nachhaltigen Refinanzierungsprogramms, ihre grünen Zukunftspläne, Greenwashing, die Gefahren einer zu frühen Regulierung sowie das Pricing grüner Anleihen.

Die Teilnehmer:

Bodo Winkler,
Leiter Funding & Investor Relations,
Berlin Hyp

Franz-Josef Kaufmann,
Stellvertretender Leiter Capital Management & Funding, Commerzbank

Jürgen Klebe,
Leiter Funding & Investor Relations,
Deutsche Hypothekenbank

Claudia Bärdges-Koch,
Leiterin Debt Investor Relations & Client Acquisition,
Münchener Hypothekenbank

Moderator:

Ted Packmohr,
Leiter Financials & Covered Bond Research, Commerzbank

Ted Packmohr: Das Thema Nachhaltigkeit zieht am Kapitalmarkt große Aufmerksamkeit auf sich. Das gilt auch am Pfandbriefmarkt. Aber was macht überhaupt einen nachhaltigen Pfandbrief aus? Bodo, was unterscheidet den nachhaltigen vom normalen Pfandbrief?

Bodo Winkler: Ich kann nicht generell beantworten, was einen nachhaltigen Pfandbrief ausmacht. Ich kann aber sagen, was einen grünen Pfandbrief ausmacht. Als wir damals unseren ersten grünen Pfandbrief emittiert haben, lautete unser Ansatz: Der Pfandbrief an sich ist bereits ein nachhaltiges Instrument. Es gibt ihn schon sehr lange, er ist noch nie ausgefallen, und er trägt dazu bei, dass Immobilien kostengünstig finanziert werden können. Da stecken bereits einige Nachhaltigkeitsaspekte drin.

Die Berlin Hyp hat sich auf das Thema grüne Pfandbriefe spezialisiert. Das heißt, bei uns geht es um das Themengebiet Energieeffizienz der zu finanzierenden Gebäude bzw. bereits finanzierter Gebäude. Angefangen haben wir also mit einer Definition, was wir mit ‚energieeffizient' überhaupt meinen, und einer Prüfung, wie viele solcher Gebäude wir finanzieren. Diese Aktiva haben wir frühzeitig in den Systemen der Bank markiert. Inzwischen haben wir diese Systeme derart erweitert, dass wir sämtliche Energieeffizienzdaten und Nachhaltigkeitszertifikate der Gebäude dort hinterlegen, so dass sie jederzeit auswertbar sind.

Da unsere Wurzeln im Pfandbriefmarkt liegen, war der Ansatz der Berlin Hyp auch im Segment der grünen Anleihen stets, dass die entsprechenden grünen Aktiva bereits vor der Emission vorliegen müssen. Eine Zwischenallokation der Emissionserlöse aus dem Green Bond in nichtgrünen Aktiva darf es für uns nicht geben. Das heißt, wir haben im Grunde genommen das Pfandbriefsystem, also das System der mindes-

> Der Pfandbrief an sich ist bereits ein nachhaltiges Instrument. **Bodo Winkler**

tens hundertprozentigen Deckung, übertragen auf unsere Green Bonds – selbst dann, wenn wir von Senior-Unsecured-Anleihen sprechen.

Eine weitere Anforderung im Green-Bond-Markt betrifft die jährliche Berichterstattung. Wie hat sich die Mittelverwendung tatsächlich dargestellt? In welche Aktiva ist das Geld konkret geflossen? Wie hat sich der Pool der Aktiva über den Zeitablauf entwickelt? Und die Königsdisziplin: Wie lässt sich der ‚Impact' der Emission bewerten?

Der Einstieg in den nachhaltigen Pfandbriefmarkt fand allerdings gar nicht im grünen Segment statt. Stattdessen hat die Münchener Hyp 2014 die soziale Komponente des Themas Nachhaltigkeit in den Mittelpunkt gerückt. Wieso? Wäre der grüne Ansatzpunkt für einen Immobilienfinanzierer nicht einfacher gewesen? Oder habt Ihr ein anderes Verständnis von Nachhaltigkeit?

Claudia Bärdges-Koch: ‚Grün' ist definitiv ein wichtiger Aspekt von Nachhaltigkeit, aber nicht der einzige. Und wenn man aus München kommt oder dort arbeitet, steht einem klar vor Augen, dass z.B. bezahlbarer Wohnraum ebenfalls eine wichtige Säule der Nachhaltigkeit sein kann. Wir haben einen internen Nachhaltigkeitsausschuss, der sich mit solchen Fragen beschäftigt und sich aus Kollegen unterschiedlichster Fachbereiche zusammensetzt. Dort wurden eine Reihe verschiedener Ideen diskutiert, wie die Münchener Hyp sich in diesem Themenfeld positionieren will. Das begann mit einer Analyse der Kreditprodukte, die wir bereits im Portfolio hatten. Mittlerweile haben wir unser Angebot aber weiterentwickelt und bieten unseren Kunden beispielsweise auch ein grünes oder ein weiteres soziales Produkt an. Die Palette ist somit auch für uns breiter geworden. Am Anfang stand jedoch die Frage: Was passt zu unserem Geschäftsmodell, und wo besteht für uns das größte Potenzial?

Ihr seid bereits 2014 in den nachhaltigen Pfandbriefmarkt eingestiegen, wart aber seitdem nicht mehr aktiv. Warum?

Bärdges-Koch: Ich hoffe, dass wir noch vor Fälligkeit eine Folgeemission schaffen. Aber inzwischen arbeiten wir bereits am nächsten Projekt.

Wie gesagt: Nachdem die Idee des Einstiegs in den nachhaltigen Markt geboren war, mussten wir zunächst unseren Kreditbestand durchforsten, der schon damals aus knapp 190.000 Einzeldarlehen bestand. Das bedeutete natürlich einen großen Aufwand und viel Überzeugungsarbeit, die hierfür zu leisten war. Auch von oekom, mit denen wir ein Rahmenwerk erarbeitet haben, kamen mehr und mehr Anforderungen hinzu. Daher haben wir uns anfänglich auf Wohnbaudarlehen mit einer sozialen Komponente beschränkt. Auch dort war der Aufwand noch beträchtlich: Wir mussten z.B. die Statuten der einzelnen Wohnungsbaugenossenschaften durchgehen, um zu prüfen, wie demokratisch sie sind. Auch die Frage der Berichterstattung ist beim Thema ‚social' nicht einfach.

Einige Investoren haben wir damit überzeugt, andere waren eher skeptisch. Von ihnen wurde uns „Greenwashing" unterstellt, nach dem Motto: "Ihr habt die Darlehen doch sowieso abgeschlossen, um Geld zu verdienen. Jetzt erzählt uns doch nicht, dass da irgendein hehrer Anspruch dahinter war." Auch das wollten wir zukünftig berücksichtigen.

Ein weiterer Punkt für uns war das Thema der systematischen Erfassung nachhaltiger Kredite. Wie finde ich in der Masse von über 190.000 Einzeldarlehen die entsprechenden Kredite wieder? Anfänglich fehlte es uns in unseren Systemen an einer geeigneten Markierung. Das erschwerte die Berichterstattung. Daraufhin haben wir grundlegend neue Produkte eingeführt, für die leichtere Auswertungen möglich sein werden.

Zu diesen neuen, nachhaltigen Produkten zählt z.B. eine auf Energieeffizienz ausgerichtete Privatimmobilienfinanzierung. Außerdem haben wir ein neues soziales Darlehen für Familien eingeführt. In beide Produktgruppen investieren wir bewusst, indem wir reduzierte Zinssätze anbieten. Damit glauben wir den Greenwashing-Aspekt adressiert zu haben, gleichzeitig

> 40% unserer ersten grünen Pfandbriefemission entfielen auf Investoren, die wir noch nie vorher in unseren Büchern gesehen haben. **Jürgen Klebe**

verbreitert sich damit unser künftiger nachhaltiger Fokus.

Dies belegt die gewaltigen Anfangshürden, die auf einen neuen Emittenten im nachhaltigen Segment zukommen können. Die Deutsche Hypo ist der jüngste Neuzugang im grünen Pfandbriefmarkt. Was hat es denn gebraucht, um dieses Projekt zum Laufen zu bekommen?

Jürgen Klebe: Wir haben die Erfahrungen unserer Vorgänger natürlich genau beobachtet und die Relevanz des nachhaltigen Marktes erkannt. Basierend auf diesen Beispielen haben wir uns auch entschieden, das grüne Segment des nachhaltigen Marktes zu adressieren.

Die Deutsche Hypo ist ein reiner gewerblicher Immobilienfinanzierer, daher haben wir eine deutlich geringere Stückzahl von Krediten. Unser Bestand ist zwar auch nicht klein, aber so gesehen beherrschbar. Trotzdem mussten auch wir zunächst unsere IT-Landschaft komplett aufschrauben, um ein schlüssiges Reporting zu ermöglichen. Und wenn man das nicht von der ersten Minute im Kopf hat, macht man es im Zweifel falsch. Daher haben wir frühzeitig diskutiert: Was ist solch ein Reporting? Was muss es zeigen? Dafür mussten wir unsere IT-Landschaft natürlich präparieren. Das brauchte den größten Teil an unserer insgesamt anderthalb jährigen Vorbereitungszeit.

Mittlerweile haben wir unser Reporting veröffentlicht, nachdem wir im November den ersten grünen Pfandbrief emittiert haben. Insofern hätten wir unsere Berichterstattung eigentlich erst im November dieses Jahres am Start haben müssen – wir haben es jedoch bereits vor 14 Tagen, also ein halbes Jahr nach der Erstemission hinbekommen. Das freut uns. Das gezielte Hinarbeiten auf das Reporting war eine Menge Arbeit, hat sich aber ausgezahlt.

Trotzdem gibt es auf der Roadshow natürlich stets Überraschungen. So wurde uns z.B. die Frage gestellt, was wir an „Additionality" bieten. Also die Frage, ob wir lediglich ein Trendfolger sind oder auch etwas Neues machen. Darauf kann ich antworten: "Ja, wir nehmen Kriterien, die uns von anderen Banken bekannt und insofern etabliert sind, werten sie aus und haben unsere IT darauf ausgerichtet. Aber wir etablieren auch zusätzliche Kriterien, die wir für sinnvoll halten." In unserem Fall waren das Einbeziehen der Entfernung vom öffentlichen Nahverkehr und der Versiegelung von Flächen beispielsweise neue Ideen. Teils haben wir solche Ideen aus unseren Roadshow-Aktivitäten aufgenommen, um sie dann noch in unser Reporting einzuarbeiten. Das war auch ein Teil der anderthalb Jahre, die wir insgesamt zur Vorbereitung gebraucht haben.

Warum ist denn die Commerzbank noch nicht im nachhaltigen Anleihesegment vertreten?

Franz-Josef Kaufmann: Ich glaube, die anderen Teilnehmer haben es bereits gut verdeutlicht: Es gibt Umstände, unter denen es einfacher ist, in das nachhaltige Anleihesegment einzutreten, und andere, die es schwieriger machen. Die Commerzbank ist zum Beispiel eine Universalbank, die im Massengeschäft tätig ist, kein Spezialinstitut mit einer geringeren Stückzahl an Finanzierungen. Dementsprechend vielfältiger sind die für einen solchen Schritt nötigen IT Systeme. Wie stark dies den Eintrittsaufwand erhöht, haben wir bereits festgestellt, als wir vor einigen Jahren die Pfandbrieffähigkeit der Commerzbank hergestellt haben.

Und wir haben einen klaren Anspruch: Wenn wir in das grüne Segment eintreten, dann wollen wir nachhaltig am Markt auftreten, also nicht nur einen grünen Pfandbrief emittieren oder eine grüne unbesicherte Anleihe. Wir

würden keine Eintagsfliege abliefern, sondern mit einer klaren Strategie für weitere Transaktionen an den Start gehen wollen.

Den ersten Punkt hätten wir bereits relativ einfach setzen können. Denn wie viele Kunden vielleicht wissen, ist die Commerzbank eine der größten Finanzierer im Bereich der erneuerbaren Energien. Wir haben in diesem Geschäftsfeld ein Buch von fast 5 Mrd. €. Ein Großteil hiervon entfällt allerdings auf Darlehen im Rahmen von KfW-Förderprogrammen, was die Nutzung für eigene grüne Emissionen nicht möglich macht. Dennoch haben wir ein Portfolio, das wir als Basis für eine erste grüne Emission nutzen könnten. Schwieriger wäre es allerdings für eine baldige zweite Emission. Daher haben wir uns bislang noch nicht komfortabel genug gefühlt, um darauf eine nachhaltige grüne Emissionsstrategie für die Commerzbank aufzubauen.

Wir haben natürlich eine Vielzahl weiterer Assets, die sich ebenfalls als Grundlage für grüne Anleihen eignen dürften, doch hier kommen wir wieder zum Datenthema. Wir sind z.B. einer der größten Baufinanzierer hierzulande. Dabei werden natürlich auch viele KfW-Standards genutzt, so dass man Kraft dieser Definition sagen könnte, dass die Aktiva als grün einzuordnen sind. Dennoch bleibt das Reporting-Thema wichtig: Wie schafft man es, diese neuen Anforderungen in die bestehenden Systeme einzuarbeiten? Das Thema wird in der Commerzbank aktiv diskutiert, und den Trend zum grünen Produkt sehen wir natürlich auch. Ich persönlich halte das für eines der größten Kapitalmarktthemen der letzten Jahrzehnte. Über die Zeit dürften nachhaltige grüne Refinanzierungen zum Standard werden. Daher ist es eher eine Frage der Zeit, wann die Commerzbank ebenfalls in diesen Markt eintritt.

Damit hast Du zwei sehr interessante Fragen angesprochen. Gehört zu einem nachhaltigen Produkt auch eine nachhaltige Emissionstätigkeit? Und: Wie gelingt die Einbindung der nachhaltigen Aktiva in die gesamte Strategie der Bank. Die Berlin Hyp hat sich das Thema Nachhaltigkeit auf Gesamtbankebene auf die Fahnen geschrieben. Wie spiegelt sich das bei Euch wider?

Winkler: Zunächst würde ich noch gerne eine kurze Anmerkung zur Commerzbank machen: Ich kann diese Argumente gut nachvollziehen. Dennoch finde ich es schade, wenn große Banken bei diesem Thema nicht mutiger vorangehen. In anderen Ländern sehen hier wir ganz andere Entwicklungen. Ich bin auch nicht der Meinung, dass man unbedingt bei Emission der ersten Anleihe schon wissen muss, dass da definitiv die zweite in einem relativ nahen Abstand folgen wird. Alle großen niederländischen Banken haben z.B. inzwischen Green Bonds emittiert; teilweise nur einen, teilweise aber auch bereits drei. Alle großen französischen Banken haben das ebenfalls getan, ebenso wie alle großen britischen und schwedischen Banken. Auch die Italiener und Spanier sind inzwischen eingestiegen usw. In Deutschland hat es im Vergleich dazu eine lange Zeit gedauert, bis mit der LBBW endlich auch eine große Geschäftsbank die Bedeutung des nachhaltigen Segments erkannt hat und dort die Fahne für Deutschland hochhält. Meines Erachtens ist das nicht nur ein Thema für die KfW und ein paar Spezialisten, sondern für den gesamten Markt. Insofern würde ich mir wünschen, dass Großbanken wie die Commerzbank hier mutiger agieren. Ich glaube, das wäre sowohl für das Institut als auch für den Markt ein positiver Schritt.

Doch zurück zur Berlin Hyp und dem vorhin schon genannten Stichwort „Additionality": Für uns haben Green Bonds einen Mehrwert geliefert, weil sich daraus etwas Größeres entwickelt hat. Den ersten Anstoß hat es auch bei uns in der Tat aus dem Treasury gegeben. In der gesamten Bank wurde das Thema aber sehr offen aufgenommen und festgestellt, dass dies im Grunde doch genau ein Zielbereich von uns ist: Wir wollen gerne die modernsten Gebäude finanzieren. Die modernsten Gebäude sind auch immer energieeffizient, und sie tragen darüber hinaus in der Regel auch noch andere nachhaltige Merkmale. Wir haben unsere Systeme auf einen Stand gebracht, auf dem wir das alles auch dokumentieren können. Gleichzeitig forcieren wir dieses Geschäft durch günstigere Finanzierungskonditionen.

Im letzten Jahr sind wir dann noch einen Schritt weiter gegangen, indem wir uns ein strategisches Ziel gegeben haben, dass offen dokumentiert wurde: Bis zum Jahr 2020 sollen 20% unseres Immobilienportfolios als grün einzuordnen sein. Zum Vergleich: Beim ersten grünen Pfandbrief waren es noch nicht mal 3%. Inzwischen sind wir bereits bei 14,24%. Das Wachstum ist daher beträchtlich, wird aber natürlich umso schwieriger, je weiter der Prozess fortschreitet. Unser Zielwert ist daher durchaus sehr ambitioniert. Aber nur so kann man auch wirklich Fortschritte und Veränderungen im Institut erreichen.

Die Frage, die sich daran anschließt, ist natürlich: Kommt das dem Markt zugute? Ich glaube: auf jeden Fall. Letztendlich ist es genau das, was Investoren sehen wollen und was sie als „additional" beurteilen: Dass eine Bank nicht nur ein Geschäft als grün verkauft, das sie ohnehin machen würde, sondern dass sie aktiv einen Beitrag leistet und sich hierzu auf breiter Front konkrete Ziele setzt. Nur damit kommen wir am Ende auch dem Erreichen der europäischen Klimaziele wirklich näher.

Die Deutsche Hypo hat in dieser Runde insofern eine besondere Stellung, als sie eng in eine größere Bankengruppe eingebunden ist. Wie passt Eure grüne Strategie in die Nachhaltigkeitsstrategie der NORD/LB-Gruppe?

Klebe: Der Auftritt der Deutschen Hypo ist selbstverständlich Teil einer gesamtheitlichen Gruppenstrategie. Aus den Medien mag hier der Begriff „One Bank" ein Begriff sein. Damit ist gemeint, dass ein einheitlicher strategischer Rahmen besteht, den aber jedes Gruppenmitglied für sich im Sinne des Ganzen ausfüllt. Die Luxemburger Tochter dürfte sich zu diesem Zweck das geplante Gesetz für grüne Lettres de Gage anschauen, die NORD/LB überprüft ihr Portfolio auf Finanzierungen erneuerbarer Energien, und bei uns als gewerblicher Immobilienfinanzierer steht die Energieeinsparung im Fokus. Insofern überschneiden wir uns nur begrenzt, sondern ergänzen uns im Konzern in Abhängigkeit von den Stärken der einzelnen Einheiten.

Für uns als Pfandbriefspezialist lag es auf der Hand, dass wir den Pfandbrief auch bei der Entwicklung unserer grünen Strategie als Träger nutzen wollen. Da das Pfandbriefgesetz jedoch bekanntlich keine gesonderten Regelungen hierfür vorsieht, haben wir ein eigenes Konzept entwickelt und transparent gemacht. Die anderen Mitglieder der Gruppe verfolgen ähnliche Ziele, gehen jedoch ihren eigenen Weg.

Bodo hat dazu aufgerufen, am Anfang einfach mal mutig voranzuschreiten. Genau das hat die Münchener Hyp gemacht. Allerdings zeigt deren Reporting, dass der Deckungsstock, der dem nachhaltigen Pfandbrief zugerechnet wird, abschmilzt. Bleibt da überhaupt noch Raum für weitere Emissionstätigkeit?

Bärdges-Koch: Unserer Erstemission von 300 Mio. € lagen 652 Darlehen zugrunde. Bei der Berlin Hyp waren es 17, glaube ich. Gleichzeitig hat bei uns eine private Baufinanzierung im Durchschnitt ein Volumen von nur 129.000 Euro. Auch hier reden wir also von ganz anderen Größenordnungen als bei gewerblichen Immobilienfinanzierern. Daher ist der Weg zu einem hohen Prozentanteil nachhaltiger Kredite bei uns naturgemäß deutlich länger.

Warum sind wir bislang nicht ein zweites Mal an den Markt gekommen? Jürgen hat vorhin beschrieben, dass sie vor dem Marktstart rund anderthalb Jahre an der Entwicklung ihrer IT Systeme gearbeitet haben. Diese Arbeiten haben wir eigentlich erst im Nachgang unserer Erstemission aufgenommen, weil sich abzeichnete, dass wiederholte Auftritte sonst zu einem zu hohen Aufwand führen würden. Das erklärt zum Teil die Verzögerung.

Inzwischen ist jedoch jedes neunte Darlehen, das wir in der privaten Immobilienfinanzierung vergeben, grün, und wir unterstützen dieses Produkt durch einen Discount in den Kreditkonditionen. Dennoch dauert es natürlich, bis eine hinreichend breite Basis für potenzielle Benchmarkemissionen geschaffen ist.

Zudem haben wir intern noch nicht final entschieden, ob wir zukünftig sowohl Social Bonds als auch Grüne Bonds separat machen wollen, oder ob wir beides vermischen. Natürlich sind wir hier offen für Feedback von Investoren. Wir haben den Eindruck, dass das Interesse an rein grünen Anleihen höher ist als an Emissionen mit gemischten Nachhaltigkeitskriterien. Trotzdem ist diese Entscheidung bei uns noch nicht endgültig gefallen (siehe Anmerkung unten).

Das wird dann natürlich auch andere Anforderungen ans Reporting mit sich bringen. Hierzu zählt auch die Frage, ob wir Bond-bezogen berichten wollen, wie es derzeit erfolgt, oder auf Ebene der Gesamtbank.

Könntet Ihr die sozialen und grünen Kredite zukünftig überhaupt mischen, ohne die bestehende Dokumentation zu ändern, in der ja der Use of Proceeds definiert ist? Und könnte man das machen, solange der erste ESG-Pfandbrief noch aussteht?

Bärdges-Koch: Das ist einer der Punkte, der für zwei separate Wege spräche. Zudem ist der Dokumentations- und Abstimmungsaufwand mit anderen Abteilungen schon jetzt nicht zu unterschätzen. Ich persönlich wäre für eine Separierung von grünen und sozialen Emissionen, weil wir ja auch auf der Aktivseite dafür dedizierte Produkte anbieten – die Abgrenzung wäre somit klarer. Aber bei dieser Entscheidung haben auch noch andere Kollegen mitzureden.
(nachträgliche Anmerkung vom Emittenten: Inzwischen hat man sich für zwei separate Frameworks entschieden.)

Jürgen, hast du ähnliches Feedback von der Investorenseite bekommen, dass sie rein grüne Emissionen bevorzugen? War das einer der Gründe, warum ihr Euch für diese Option entschieden habt, oder hat sich das eher aus dem Aktivgeschäft der Deutschen Hypo ergeben?

Klebe: Für uns stand vor allem die Frage der Nachweisbarkeit im Fokus. Daher haben wir unsere Standards an der Energieeinsparverordnung orientiert. Zu jeder grünen Finanzierung in unserem Portfolio liegt uns ein Energie- oder ein Nachhaltigkeitszertifikat vor. Das macht es uns relativ leicht, anschließend eine CO_2-Einsparung zu errechnen und nachzuweisen. Und das hat uns dann zwangsläufig zum Green Bond und nicht zum (sozialen) Nachhaltigkeitsbond gebracht.

> Wir haben den Eindruck, dass das Interesse an rein grünen Anleihen höher ist als an Emissionen mit gemischten Nachhaltigkeitskriterien.
>
> **Claudia Bärdges-Koch**

Fragt die Commerzbank diese Zertifikate ebenfalls an und hinterlegt sie in ihren Systemen?

Kaufmann: Das Zertifikatethema hat aus meiner Sicht zwei Seiten. Da ist zum einen die gewerbliche Immobilienfinanzierung, welche die Commerzbank nur noch am Rande betreibt. Dort werden die Zertifikate in der Tat auch berücksichtigt. Das ist relativ einfach.

Im privaten Immobilienfinanzierungsbereich muss zwar für jede neue Immobilien ein Energieausweis verfügbar sein, es scheint aber noch kein durchgehender Marktstandard zu sein, diesen im Zuge der Kreditvergabe auch einzufordern. Das mag damit zu tun haben, dass es sich hierbei in Deutschland um ein hartumkämpftes Marktsegment handelt. Ohne diese Nachweise bekommt man aber im Nachgang Probleme mit der Auswertung.

In Norwegen hat die SpareBank 1 Boligkreditt für dieses Problem eine Lösung entwickelt: Dort hat man zwar auch noch keinen elektronischen Zugriff auf die Zertifikate, es gibt aber gesetzliche Regelungen, dass ab bestimmten Baujahren bestimmte Umweltstandards zu erfüllen sind. Jüngere Immobilien lassen sich daher automatisch als grün einordnen. Ist das ein Standard mit dem sich die Berlin Hyp ebenfalls anfreunden könnte? Schließlich ließen sich auf diesem Weg relativ einfach größere Volumina als grün klassifizieren.

Winkler: Ich finde das schwierig. Denn bei Green Bonds geht es darum, dass ich meine Assets kenne. Und wenn ich nur weiß, wie gut sie mindestens sein müssen, aber nicht genau weiß, wie gut sie tatsächlich sind, kann ich auch keine konkreten Berechnungen zur Energieeffizienz durchführen. Dann lässt sich nur sagen: Der Standard ist garantiert nicht schlechter als so und so. Das ist für mich nicht der überzeugendste Ansatz.

SpaBol begründet dieses Vorgehen damit, dass die Zertifikate in Norwegen noch nicht gesammelt öffentlich verfügbar sind. Das heißt aber auch, dass das Modell in Zukunft durchaus geändert werden könnte.
Auch in Deutschland können die Energiezertifikate nicht elektronisch abgefragt werden. Bei der Berlin Hyp gehören sie jedoch zu den Standardunterlagen, die vorliegen und erfasst werden müssen. Und weil es für jedes ab 2014 verkaufte bzw. errichtete Gebäude einen Energie¬ausweis geben muss, muss man halt nur danach fragen und die technischen Möglichkeiten schaffen, die Daten zu erfassen.

Was ich auf jeden Fall an der SpaBol-Anleihe begrüße, ist, dass damit ein weiteres EU-Land den Weg in Richtung grüner Refinanzierung eingeschlagen hat. Und es zeichnet sich ab, dass dieses Modell auch anderen Emittenten als Vorbild dienen wird. Damit wird die grüne Bewegung insgesamt gestärkt.

Bärdges-Koch: Ich teile Bodos Ansicht, dass man die erzielte Energieeinsparung genauer nachweisen können sollte. Ich glaube aber auch, dass der SpaBol-Weg zum Einstieg akzeptabel ist, wenn man anschließend weiter darauf aufbaut.

Nichtsdestotrotz brauche ich den Energieausweis, um anschließend die CO2-Berechnung damit durchführen zu können. Bei unseren Kreditkollegen haben wir uns damit sicher nicht beliebter gemacht, weil sie jetzt zusätzlich noch mehr Unterlagen anschaffen müssen. Aber wir gewähren ja auch Anreize in Form besserer Einstandskonditionen für derartige Finanzie-

> Der nachhaltige Markt steckt noch in den Kinderschuhen. Und auch wenn wir Deutschen uns gerne feste Regeln geben, dürfte es hilfreich sein, in dieser Phase den Markt einfach mal laufen und sich verbreitern zu lassen. **Franz-Josef Kaufmann**,

rungen. Damit steigt dann in der Regel auch die Motivation des Kunden, solche Dokumente bereitzustellen.

Ich sehe, Ihr seid erstmal froh, wenn der nachhaltige Markt wächst. Aber kommt es auf diesem Weg nicht zu einem gewissen Wildwuchs unterschiedlicher Standards? Sollte man das in einem Gesetz für den grünen Pfandbrief vereinheitlichen?

Winkler: Also zunächst einmal hat der Green-Bond-Markt im letzten Jahr gerade mal seinen zehnten Geburtstag gefeiert. Es ist also ein junger Markt. Und obwohl die Emissionsvolumina recht dynamisch wachsen und sich von Jahr zu Jahr immer mindestens verdoppelt haben, beläuft sich sein Anteil am gesamten Anleihemarkt weltweit immer noch auf weniger als 0,2%. Das sollte man im Hinterkopf behalten.

Bei solchen jungen Märkten stellt sich immer die Frage: Schafft Standardisierung klarere Leitlinien und bringt damit noch mehr Emittenten dazu, auf den Zug aufzuspringen? Oder behindert sie stattdessen kreative Lösungen und damit das weitere Marktwachstum? Ich glaube, es ist ein relativ schmaler Grat, auf dem man sich hier bewegt.

Es gibt auf EU-Ebene einen Aktionsplan zu nachhaltigen Finanzierungen, dessen Fokus auf grünen Aktiva und Green Bonds liegt. Hier wird man somit zumindest ein paar erste Leitplanken schaffen. Diese müssen auf der einen Seite streng genug sein, um grüne Aktiva hinreichend bestimmt abzugrenzen. Auf der anderen Seite darf das aber nicht dazu führen, potenzielle Akteure abzuschrecken. Das ist eine Herausforderung, die aber durchaus gelingen kann.

Wenn wir über den deutschen Pfandbrief reden, fühle ich mich in dem augenblicklichen Gesetzesrahmen sehr wohl. Ich finde es auch gut für unsere Grünen-Pfandbrief-Investoren, dass sie letztendlich im theoretischen Insolvenzfall genauso auf alle Deckungsaktiva Zugriff hätten und nicht auf einen deutlich kleineren grünen Pool. Schließlich handelt es sich juristisch auch beim Grünen Pfandbrief um einen normalen Hypothekenpfandbrief, der dieselben Rechte genießt. Das ist meines Erachtens eine gute Sache.

Natürlich könnte man, wie im Fall der Luxemburger Gesetzesinitiative für grüne LDGs, auch hierzulande prüfen, ob sich andere Arten von Aktiva gesondert für grüne Pfandbriefe anböten. Allerdings hängt dies auch von den Zugriffsrechten auf solche Aktiva ab, die sich durchaus national unterscheiden können.

Du hast das Stichwort Luxemburg gegeben. Franz-Josef, die Commerzbank hat immer noch eine Luxemburger Covered-Bond-Tochter. Schauen wir uns dort die Möglichkeit zur Emissionen grüner LDGs an?

Kaufmann: Es ist richtig, dass die Commerzbank noch eine Luxemburger Covered-Bond-Tochter hat. Aber deren Deckungsaktiva stammen aus dem klassischen Public-Finance-Geschäft, das wir als Abbaugeschäft designiert haben. Das wollen wir in dieser Form nicht weitermachen. Daher steht es für uns nicht zur Diskussion, ob wir die neuen LDGs nutzen wollen. Hinzu kommt, dass es der Luxemburger Markt ohnehin nur bedingt geschafft hat, eine breite Akzeptanz zu erlangen. Das zeigt schon die geringe Anzahl aktiver Emittenten.

Vielleicht noch eine kurze Anmerkung zum Thema Standardisierung: Der nachhaltige Markt steckt noch in den Kinderschuhen. Und auch wenn wir Deutschen uns gerne feste Regeln geben, dürfte es hilfreich sein, in dieser Phase den Markt einfach mal laufen und sich verbreitern zu lassen. Vor diesem Hintergrund sehe ich das SpaBol-Konzept durchaus als hilfreich an. Am Ende wird der Markt selbst entscheiden, welche Standards ihm genügen.

Auch auf der Investorenseite hat die Entwicklung ja gerade erst begonnen. Bei vielen Anlegern ist Nachhaltigkeit noch kein großes Thema; andere zeigen sich dafür offen, aber machen es noch nicht zur Bedingung. Derzeit heißt es daher noch: Erstmal kritische Masse gewinnen, sowohl auf der Anlage- als auch der Emissionsseite, anstatt sich schon jetzt in ein zu enges Korsett zu zwängen, welches zusätzliche Hürden schafft.

Wenn man ein neues Instrument in einer Organisation etablieren will, muss man schließlich hinreichende ökonomische Anreize vorweisen können, um interne Unterstützer zu finden. Je enger die Nebenbedingungen in diesem Umfeld definiert sind, umso schwieriger kann es mit der Umsetzung werden und umso länger kann der Prozess dauern. Daher würde ich den Markt zunächst weiterlaufen lassen und erst graduell Leitplanken setzen. Ich glaube, das ist auch die Idee der bereits genannten EU-Initiative: zunächst zu fördern, was politisch gewollt ist, um dann zu kanalisieren und Schwerpunkte zu setzen.

Du hast die Investoren angesprochen. Die Münchener Hyp hat die längste Emissionshistorie im nachhaltigen Pfandbriefsegment. Habt Ihr an Euren Investorengesprächen im Zeitablauf gemerkt, dass sich Anleger vermehrt für diese Produktklasse interessieren und öffnen?

Bärdges-Koch: Das merke ich schon an unserer Investorenpräsentation: Da ist das Thema Nachhaltigkeit heute deutlich weiter vorne eingeordnet.

Ansonsten ist das Bild unter den Anlegern immer noch sehr gemischt. Für manche ist das gar kein Thema. Andere finden bereits das Genossenschaftskonzept der Münchener Hyp nachhaltig und schauen gar nicht weiter auf die Produktebene. Aber es gibt natürlich auch die echten grünen Investoren, bei denen die Stromautos vor der Haustür stehen und die Dich im Meeting erstmal fragen, wie Du angereist bist. Die Bandbreite ist also sehr groß.
Daher wird man auch nicht jeden Anleger glücklich machen und mit seinem Konzept überzeugen können. Aber ich finde, solange jeder mit seinem Konzept einen Beitrag leistet, ist dies trotzdem positiv zu bewerten. Und ich denke, dass jede Bank tatsächlich solch einen Beitrag leisten könnte und sollte.

Wie gesagt: unser erstes Konzept ist nicht bei allen Investoren auf Begeisterung gestoßen. Später aber, als wir dedizierte grüne Kreditprodukte eingeführt hatten, änderte sich diese Wahrnehmung. Wichtig ist, dass man sich konkret mit dem Thema auseinandersetzt.

Winkler: Auf der Investorenseite ist zwischen Anlegern mit lediglich allgemeinen Nachhaltigkeitsanforderungen und speziellen grünen Portfolios zu unterscheiden.

Auch in Deutschland ist es inzwischen Mainstream, dass Investitionen zumindest mit einem Minimalmaß auf Nachhaltigkeit überprüft werden. D.h. nur, wenn z.B. bei oekom mindestens eine Prime-Bewertung draufsteht, findet die Anleihe überhaupt Berücksichtigung. So etwas ist inzwischen weit verbreitet. Wir sind als Berlin Hyp selbst auch Investor, und wir haben ebenfalls so einen Nachhaltigkeitsfilter auf unserem Depot A. Schon um uns vor Reputationsrisiken zu schützen. Ich halte das auch für wichtig.

Auf der anderen Seite gibt es dedizierte Investoren in Green Bonds. Das ist dann tatsächlich eine spezielle Disziplin. Aber auch hier könnte ich mir gut vorstellen, dass die dortigen Standards mehr zum Mainstream werden. In Frankreich gibt es beispielsweise seit 2017 eine Vorschrift, gemäß der Fondsmanager den Carbon-Footprint ihrer Assets berechnen und melden müssen. Daher ist es kein Zufall, dass der Anteil französischer Investoren in den Orderbüchern unserer Green Bonds ein ganz anderer als in unseren konventionellen Anleihen ist. Und da der Bereich Disclosure auch im EU Action Plan eine Rolle spielt, ist es durchaus denkbar, dass ähnliche Vorschriften künftig auch in anderen Ländern auftauchen.

Sprechen die Investorenstatistiken der Deutschen Hypo eine ähnliche Sprache? Konntet Ihr für Eure Erstemission eine Verbreiterung der Investorenbasis erreichen?

Klebe: Auf jeden Fall. 40% unserer ersten grünen Pfandbriefemission entfielen auf Investoren, die wir noch nie vorher in unseren Büchern gesehen haben. Das waren größtenteils

französische, Benelux- und Skandinavische Investoren, die den Nachhaltigkeitsgedanken teilweise schon im Namen tragen. Solche Adressen hatten wir auch konkret auf der Roadshow angesprochen.

Aber es gab natürlich auch ablehnendes Feedback, wo der Pfandbrief an sich auf wenig Gegenliebe stieß oder uns – und anderen – unterstellt wurde, wir würden nur deshalb grün emittieren, um noch engere Spreads durchzusetzen. Doch genau das haben wir nicht getan: Wir haben den grünen Pfandbrief genauso gepreist, wie es mit jedem anderen Pfandbrief auch getan hätten. Denn unser primäres Ziel ist nicht die Preisfunktion sondern der Diversifikationsansatz. Und dieses Ziel haben wir sehr wohl erreicht.

Wann erweitert ihr euren Footprint im grünen Senior-Segment?

Klebe: Damit haben wir schon begonnen. Nach dem grünen 500 Mio. €-Pfandbrief haben wir 54 Mio. € ungedeckt emittiert. Darunter war eine grüne 50 Mio. € Inhaberemission und 4 Mio. € Schuldscheine. Auch in unserem Reporting zeigen wir sowohl den gedeckten als auch den ungedeckten Anteil der grünen Refinanzierung.

Bodo, glaubst du, dass die Preisdifferenzierung zwischen grünen und nicht-grünen Anleihen zunehmen wird, wenn Nachhaltigkeitsanforderungen auf der Investorenseite immer mehr gang und gäbe werden?

Winkler: Diese Diskussion gibt es schon, seit wir uns in diesem Markt bewegen, und die Argumente sind in der Regel immer gleich: Die Emittenten wollen für die höheren Kosten ihrer grünen Kredite kompensiert werden; die Investoren wollen nicht für eine nachhaltigere Anlagepolitik bestraft werden. Beide Argumente kann man verstehen.

Wir haben bislang fünf Green Bonds im Benchmarkformat platziert, davon zwei Pfandbriefe und drei Senior-Unsecured-Anleihen. Alle diese Anleihen haben wir auf den jeweiligen Kurven gepreist, d.h. genauso wie konventionelle Benchmarks. In der Folge haben wir dann allerdings bei den grünen Anleihen eine bessere Sekundärmarktperformance gesehen. Da sprechen wir, je nach Laufzeit, von zwei bis fünf Basispunkten.

Damit könnte sich natürlich im Zeitablauf eine eigene grüne Spreadkurve entwickeln, die dann als Maßstab heranzuziehen wäre. Bislang haben nur wenige Emittenten eine solche komplette Kurve grüner Anleihen. Aber bei KfW und EIB kann man durchaus argumentieren, dass grüne Bonds tatsächlich ein wenig enger an den Markt kommen können.

Überreicht durch:
Verband deutscher Pfandbriefbanken
www.pfandbrief.de

Bildnachweise:
Titel: Photo by kiki Wang on Unsplash