

GASTBEITRAG

Neue Energie mit dem Pfandbrief?

Börsen-Zeitung, 6.1.2015
Die Münchener Hypothekbank hat am Kapitalmarkt vor kurzem ein Ausrufezeichen gesetzt, das viel Beachtung gefunden hat: Mit ihrem sogenannten ESG-Pfandbrief emittierte die Bank den weltweit ersten Pfandbrief, dessen Deckungswerte nach speziellen sozialen und politisch-gesellschaftlichen Nachhaltigkeitskriterien zusammengestellt worden sind. Die Emission war für das Institut ein großer Erfolg: Sie war nicht nur schnell überzeichnet und konnte äußerst günstig platziert werden. Der Bank ist es dadurch auch gelungen, neue Investorengruppen für sich zu erschließen. Dies zeigt eindrucksvoll, welche Bedeutung Investoren am Kapitalmarkt inzwischen dem Aspekt der Nachhaltigkeit beimessen – und welches Potenzial deshalb in einer verstärkten Nutzung von spezifischen „Themen-Pfandbriefen“ dieser Art liegen könnte. Und das wahrgenommen hohe Interesse der Branche an der Erstemission lässt erwarten, dass weitere Emissionen folgen werden.

Keine neue Gattung

Wichtig ist aber auch der Hinweis: Eine neue Pfandbriefgattung ist damit nicht geboren. Denn beim Papier der Münchener Hypothekbank handelt es sich um nichts anderes als einen klassischen Hypothekpfandbrief. Lediglich die Auswahl der Deckungswerte nach zuvor festgelegten sozialen Nachhaltigkeitskriterien und deren „Earmarking“ im Interesse der angesprochenen Investoren unterscheidet ihn von gewöhnlichen Emissionen.

Dennoch wirft der erfolgreiche ESG-Pfandbrief die naheliegende Frage auf, ob der nächste wirklich große Schritt nicht ebenfalls möglich wäre: die Vorzüge des Pfandbriefs auch über den Kreis der heute zulässigen Deckungswerte – also Immobilien, Schiffe, Flugzeuge und Kredite an die öffentliche Hand – hinaus für die Erfüllung der großen gesellschaftlichen Aufgaben unserer Zeit nutzbar zu machen. Schließlich ist der Bedarf an langfristigen Investitionen etwa für Infrastruktur und Bildung immens. Eine in jeder Hinsicht besonders herausfordernde Zukunftsaufgabe stellt hierzulande in diesem Zusammenhang die Energiewende dar, schon wegen der gewaltigen finanziellen Dimensionen dieses deutschen Vorzeigeprojekts. Die öffentlichen Haushalte allein, soviel

ist sicher, werden damit überfordert sein. Es muss also gelingen, auch privates Kapital in erheblichem Umfang heranzuziehen – und zwar idealerweise marktconform, also ohne staatliche Subventionierung, und zu günstigen Konditionen.

Säule des Wiederaufbaus

Banken als die traditionell bedeutendsten Langfristfinanzierer mit dem entsprechenden Kredit-Know-how können hier eine zentrale Rolle spielen. Sie brauchen dafür aber eine zuverlässige und wettbewerbsfähige langfristige Refinanzierungsquelle wie Pfandbriefe, die ihnen die fristenkongruente Refinanzierung ihrer Ausreichungen erlaubt. Der Pfandbrief hat in seiner Geschichte immer wieder bewiesen, dass er genau dies leisten kann: Geschaffen wurde er im 18. Jahrhundert, um die Kreditversorgung des Adels im von Kriegen verwüsteten Preußen sicherzustellen. Und nach dem Zweiten Weltkrieg war er eine wesentliche Säule des wohnwirtschaftlichen Wiederaufbaus in der Bundesrepublik.

Es erscheint deshalb naheliegend, ihn auch für das aktuelle gesellschaftliche Großprojekt zu nutzen. Und zumindest auf den ersten Blick erscheint es auch unproblematisch, einen „grünen“ Pfandbrief als neue Gattung dieses mehr als 200 Jahre alten Erfolgsproduktes zu etablieren, dessen Deckungsmasse aus Anlagen zur klimafreundlichen Energieerzeugung bestünde. Schließlich zeichnen diese sich, wie etwa Wohn- und Gewerbeimmobilien, durch lange Nutzungszeiten, langfristigen Refinanzierungsbedarf und, stabile gesetzliche Rahmenbedingungen vorausgesetzt, planbare Cash-Flows aus. Sie ähneln darin stark den herkömmlichen Pfandbrief-Sicherheiten – ganz anders übrigens als z. B. Mittelstandskredite, die auch bisweilen mit dem Pfandbrief in Verbindung gebracht werden.

Alles andere als trivial

Die deutschen Pfandbriefbanken und ihr Verband befassen sich bereits seit längerem damit, ob ein solcher „grüner“ Pfandbrief möglich wäre und wie er ausgestaltet sein müsste, um dem Investor die pfandbrieftypischen Sicherheitsmerkmale zu bieten. Denn nur wo unter Sicherheitsgesichtspunkten „Pfandbrief drin ist“, darf nach Meinung der

Pfandbriefbanken auch Pfandbrief draufstehen.

Diese tiefgehenden Analysen zeigen eines klar und deutlich: Das Thema ist alles andere als trivial, die Hürden für die Etablierung eines eigenständigen Pfandbriefs zur Refinanzierung regenerativer Energieanlagen sind hoch – womöglich zu hoch. Neben der Langlebigkeit der Deckungswerte und der Sicherheit und Stabilität der erwirtschafteten Erträge ist vor allem der garantierte Zugriff der Investoren auf die Sicherheiten im Falle der Insolvenz des Emittenten die zentrale Voraussetzung für die Refinanzierung langfristiger Investitionen über einen Pfandbrief. Und schließlich sollten deckungsfähige Vermögenswerte drittverwendungsfähig sein, also während ihrer Lebensdauer unterschiedlichen Verwendungen zugeführt werden können. Das ist bei Immobilien in der Regel gegeben, bei Windrädern indes schon allein aufgrund der nach wenigen Jahren veralteten Technologien eher nicht zu erwarten. Insgesamt hätten somit wie bei den bestehenden Pfandbriefgattungen auch im Bereich der erneuerbaren Energien die Ansprüche der Investoren an Qualität, Sicherheit und Transparenz absolute Priorität.

Politisch determiniert

Genau hieran aber mangelt es aus heutiger Sicht. Zwar weisen erneuerbare Energieanlagen eine lange Lebensdauer auf, angesichts der hohen technologischen Entwicklungsgeschwindigkeit ist jedoch an eine Wieder- bzw. Weiterverwendung gebrauchter Anlagen kaum zu denken. Öffentliche Register, die wie das Grundbuch bei Immobilien die Vorrechte von Gläubigern festschreiben, existieren nicht und sind – zumal im internationalen Kontext – nur in einem sehr zeitaufwendigen Verfahren zu implementieren. Und schließlich sind die Cash-Flows aus erneuerbaren Energieanlagen – in Deutschland wesentlich die sogenannte Einspeisevergütung – politisch determiniert und deshalb erfahrungsgemäß hoch volatil. Eine verlässliche Kalkulation der langfristigen Erträge auf Basis der Cash-Flows ist daher schwierig.

Derzeit ist nicht erkennbar, dass diese unabdingbaren Voraussetzungen in absehbarer Zeit erfüllt sein könnten – trotz der grundsätzlichen Eignung des Produkts für den ökolo-

gischen Zweck, die auch unter Experten unstrittig ist.

Vor überzogenen Erwartungen an den Pfandbrief als vermeintliches Allheilmittel für alle möglichen Finanzierungsnöte sei also gewarnt.

Nichts wäre schädlicher für die Reputation des Produkts als eine Verwässerung seiner Qualität. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken und seine Mitglieder werden dafür

Sorge tragen, dass es dazu nicht kommt.

.....
Jens Tolckmitt, Hauptgeschäftsführer des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (VDP)