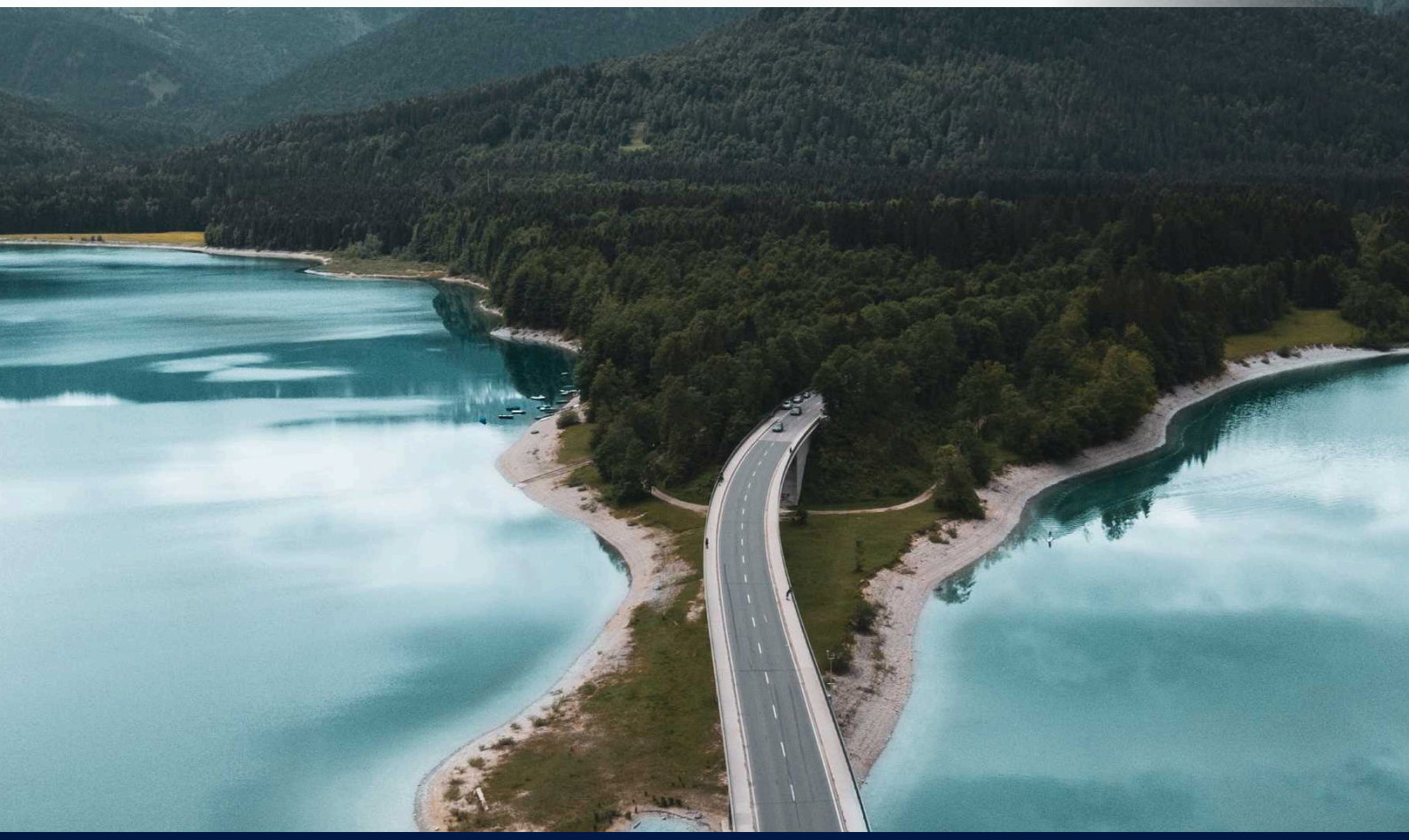
Newsletter VI/2024

BAI REPRESENTING ALTERNATIVE INVESTMENTS



Schwerpunktthema "ESG & Impact Investing"

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:

SwissLife Asset Managers
SOF substance over form
NATIXIS INVESTMENT MANAGERS
GOLDING
financeinmotion
FERI
CIP Copenhagen Infrastructure Partners
BlackRock
Allianz Global Investors

Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor:

Dienstag, 21. Januar 2025
BAI Webinar: Potenziale des Private-Debt-Sekundärmarktes

Donnerstag, 6. Februar 2025, Frankfurt
BAI Private Debt Symposium

Dienstag, 6. Mai bis Donnerstag, 8. Mai 2025, Kap Europa, Frankfurt
BAI Alternative Investor Conference (AIC)

Donnerstag, 13. November 2025, Frankfurt
BAI Real Assets Symposium

Donnerstag, 27. November 2025, Frankfurt
BAI Workshop Sustainable Finance & ESG

Inhalt

3 Leitartikel
Frank Dornseifer, BAI e.V.

6 Greenwashing durch Fondsnamen? Anmerkungen zu ESMAs Leitlinien
Michael Bommer und Denis Buchholzer, BAI e.V.

17 Impact Investing und ESG-Regulatorik – Eine Zusammenfassung des BAI Workshops Sustainable Finance & ESG 2024
Sina Nennstiel, BAI e.V.

20 Die Integration von ESG in Infrastrukturinvestitionen
Volker Häussermann und Maria Peykova, Swiss Life Asset Management AG

25 SOF PAI Validation Framework for Alternative Investment Portfolios under SFDR and CSRD
Jegor Tokarevich and Michael Zhang, Substance Over Form Ltd.

33 Fremdkapital für Infrastruktur in Asien – das Beste aus drei Welten
Angus Davidson, AEW

43 Detailtiefe und individuelle Kriterien: ESG-Screening bei Secondaries
Christian Schütz und Thomas Hallinger, Golding Capital Partners

47 Impact Investments: Messbarkeit und Risikoverteilung in einem wachsenden Markt
Sarah Hessel und Christof Püttmann, Finance in Motion

50 Biodiversität – Die neue Dimension für Impact Investments
Antje Biber, FERI AG

53 Balancing ESG in Infrastructure: A Closer Look at Social Impact
Fiona Luscombe Kielsgaard Holm, Copenhagen Infrastructure Partners

55 Private Debt im Tech-Sektor: Neue Chancen durch Künstliche Intelligenz und M&A-Erholung
Rizwan Khan und Harald Klug, BlackRock

60 Dekarbonisierung von Private Markets-Portfolios: Wie Investoren den Herausforderungen der Energiewende begegnen können
Gerold Koch und Markus Götz, Allianz Global Investors

65 Veranstaltungen

67 Buchvorstellungen

Leitartikel

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Mitglieder, lieber Weihnachtsmann,

Das Jahr 2024 hatte es in sich, sowohl im positiven als auch im negativen Sinne. Wobei man/frau nicht immer weiss, ob das Positive auch wirklich positiv ist und umgekehrt. Der Wahlsieg von Trump z.B.: erst – zumindest für manche – ein Schock, und dann vielleicht ein heilsamer Weckruf!? Das Aus der Ampel: statt Schrecken ohne Ende, nun dann doch endlich ein Ende ohne Schrecken!? Obwohl Theater bzw. Komödie die letzten Irrungen und Wirrungen der 3er-Koalition wohl doch besser beschreibt.

Aus Sicht unserer Branche wäre es durchaus wünschenswert gewesen, wenn Gesetzgebungsvorhaben wie Fondsmarktstärkungsgesetz, Zukunftsfinanzierungsgesetz II und Betriebsrentenstärkungsgesetz II dann doch noch vom Parlament verabschiedet worden wären. Zu lange haben wir uns insbesondere für die Stärkung des Fondsstandortes und neue, pragmatischere Regeln für Kreditfonds (AIFMD II, KAGB), die steuerrechtliche Modernisierung und Flexibilisierung für Investmentfonds durch eine Erweiterung des Anlagekatalogs, statusunschädliche Investitionen in/über gewerbliche Personengesellschaften, usw. (InvStG), die Einführung einer Infrastrukturquote und Erhöhung der Risikokapitalquote (AnlV) etc. eingesetzt, als dass wir dem Aus dieser Gesetze jetzt nicht hinterhertrauern.

Und damit wären wir auch bei Dir, lieber Weihnachtsmann: kannst Du da nicht ggf. noch etwas machen? Viele viele Anleger, egal ob institutionell oder privat, hätten da ja etwas von gehabt, sozusagen ein „Wumms" oder sogar ein „Doppelwumms"! Sogar die ganze deutsche Volkswirtschaft inkl. der Infrastruktur in Deutschland und den kleinen und mittelständischen Unternehmen würden davon profitieren. Dass wir nun, wie bei Monopoly, zurück auf Los müssen (ohne 4.000 Euro einzuziehen!), ist nicht nur extrem ärgerlich, sondern enthält auch eine gewisse Ironie. Denn diese Vorhaben stammten federführend/maßgeblich aus dem vormals FDP-geführten Bundesfinanzministerium und liegen nun auf Eis und das ist – um auf eine Anekdote aus dem Ampelbruch zu referenzieren – „doof". Wer dann in der nächsten Legislaturperiode die Lorbeeren einheimsen wird, bleibt abzuwarten. Auch den 23. Februar könnte man daher als „D-Day" bezeichnen.

Frank Dornseifer,
BAI e.V.

Also Haken dran an das Jahr 2024, dann muss es halt die neue Regierung richten. Zumindest ist von allen Parteien/Fraktionen, die eine neue Regierung auf Basis der aktuellen Prognosen stellen könnten, zu hören, dass die Inhalte der Gesetze auf breiten Konsens stoßen, und verstanden ist, dass direkter Handlungsbedarf besteht, auch wenn sie kein wirkliches Wahlkampfthema werden sollten. Insofern können wir also erst einmal entspannt in die Weihnachtspause gehen und lassen uns dann von der Vertrauensfrage und der nachfolgenden Bundestagswahl überraschen. Die Gesetzesentwürfe liegen derweil in der Schublade und können dann schnell wieder – mit einem neuen schönen Namen versehen – in das parlamentarische Verfahren eingebracht werden. Ggf. gibt es dann ja sogar noch weitere spürbare Verbesserungen, z.B. was das Thema Bürokratieabbau anbetrifft. Denn auch da gibt es viel zu tun!

Und damit wären wir auch schon beim schönen Thema ESG, dem Themenschwerpunkt dieses Newsletters, und der gerade neu konstituierten EU-Kommission. Der Green Deal hatte unter der Vorgängerkommission schon deutlich an Zugwirkung verloren, insbesondere durch die verkorkste ESG-Regulierung, mit häufig widersprüchlichen bzw. inkonsistenten Regelungen, einem viel zu hohen Maß an Komplexität und eben ausufernder Bürokratie. Gut gemeint ist eben nicht immer auch gut gemacht. Selbst von den Aufsehern (z.B. dem BaFin-Chef Mark Branson) gab es deutliche Kritik und das ist natürlich höchst alarmierend. Jetzt ist die neue Kommission gefragt, deutliche Zeichen zu setzen, damit die Bereitschaft der gesamten Finanz- und Realwirtschaft, die Sustainable Finance Initiative zu unterstützen bzw. voranzutreiben, nicht umschlägt, wie das in den USA teilweise zu beobachten ist. Dass die nachhaltige Transformation ein elementar wichtiges Vorhaben ist, steht außer Frage, aber die Umsetzung muss halt mit Augenmaß erfolgen und wir brauchen Prioritäten, die für alle Beteiligten auch realisierbar sind. Dabei geht es nicht darum, jetzt etwa Klimaziele zu verschieben oder gar in Frage zu stellen. Politiker, die jetzt solche Diskussionen anstoßen, handeln töricht und sollten nicht (wieder-)gewählt werden. Wir müssen den nachhal-

tigen Weg weitergehen, und zwar konsequent und mit guter und konsistenter Regulierung. Das sind wir nicht nur den nachfolgenden Generationen schuldig! Das neue Zauberwort heißt nun „Financing the transition"! Denn auch kleine Schritte führen ins Ziel. Verlautbarungen der neuen EU-Kommission zeigen jedenfalls schon auf, dass eine Kurskorrektur vorgenommen werden soll. Das steigert jedenfalls die Chancen, dass wir zumindest das Ziel Klimaneutralität im vorgegebenen Zeitplan erreichen. Klare und realistische Ziele fördern auf jeden Fall die Motivation, das kennen wir alle schon aus Schulzeiten.

Und bleiben wir noch etwas in Brüssel und Europa: aus der nun schon seit Jahren vor sich hin dümpelnden Kapitalmarktunion wird nun die Savings and Investments Union (SIU). Alter Wein in neuen Schläuchen? Es klingt zunächst ein bisschen danach, grade mit Blick auf Verbriefungen, die – wieder einmal – revitalisiert werden sollen. Es gibt aber auch noch weitere Themen, die nun im Rahmen der SIU in den Vordergrund rücken sollen, allen voran die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Finanzbranche. Genau diesen Aspekt, nämlich wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Finanz-/Fondsbranche, fordern wir seit Langem (s. zuletzt auch unsere Pressemitteilung vom 27. November zur Konstituierung der neuen EU-Kommission). Der europäische Binnenmarkt ist in dieser Hinsicht weiterhin viel zu stark fragmentiert und z.B. gegenüber der amerikanischen Fonds-/Asset-Management-Branchen ist die Deutsche/Europäische seit der globalen Finanzkrise deutlich ins Hintertreffen geraten. Das ist nicht nur problematisch für die Branche selbst, sondern vor allem auch für Investoren, Unternehmen, Infrastrukturprojekte usw. in Deutschland bzw. Europa. Deutsche und europäische Gelder werden häufig gerade nicht dafür eingesetzt, hier die Wirtschaft, die Infrastruktur, die nachhaltige Transformation etc. anzukurbeln. Mit anderen Worten: wir haben in Deutschland ein richtiges Eigentor geschossen. Oder wie angeblich der Ampelbrechende Bundeskanzler gesagt hat: „So. Doof".

Lieber Weihnachtsmann, also unser Wunschzettel steht: Wir wünschen uns eine neue Bundesregierung, die schnell wichtige Gesetze für den Finanzmarkt auf den Weg bringt, eine EU-Kommission, die den europäischen Kapitalmarkt nachhaltig stärkt und vor allem auch die ESG-Bürokratie zurechtstutzt. Und ebenso wünschen wir uns Investoren, die wieder viel Geld in Alternative Investments allokieren. Also mit anderen Worten: Im nächsten Jahr soll alles besser werden!

Obwohl, manche Dinge waren auch in diesem Jahr schon gut. Wir hatten wieder eine herausragende AIC, tolle weitere Events wie das BAI Private Debt und das BAI Real Assets Symposium, den BAI InnovationsDay und den ESG Workshop Sustainable Finance & ESG, sowie gerade erst die BAI Wissenschaftspreisverleihung. Ebenso hatten wir wieder eine Vielzahl von lesenswerten und erkenntnisreichen Publikationen und Stellungnahmen und last but not least, eine neue Rekordmitgliederzahl von 300 phantastischen Unternehmen aus der Alternative-Investments-Branche. Und wie unser diesjähriger BAI Investor Survey zeigt, auch die Investoren schauen relativ positiv in die Zukunft und wollen auch wieder bzw. weiter investieren.

Also, unterm Strich, Grund genug, wieder einmal optimistisch auf das neue Jahr zu schauen, was wir ja bereits auf der BAI Insight 60, die wir gemeinsam mit unserem Mitgliedsunternehmen Commerzbank ausgerichtet haben, gemacht haben. Ein schöner Ausklang der BAI Veranstaltungsformate in diesem Jahr!

Und natürlich laufen bei uns auch die Planungen für das neue Jahr auf Hochtouren. Die Programme der BAI AIC (6.-8. Mai 2025) und des Private Debt Symposiums (6. Februar 2025) sind weit fortgeschritten. Die regulatorischen ToDos und Schwerpunkte im kommenden Jahr kristallisieren sich ebenso deutlich hinaus und wir sprechen mit Politik und Aufsichtsbehörden auf nationaler und europäischer Ebene, um die Interessen unserer Mitglieder und der dahinterstehenden Investoren bestmöglich zu vertreten. Wie immer zum Jahresende ist hier auch wieder der Aufruf an alle Mitgliedsunternehmen bzw. deren Mitarbeiter, unsere Verbandsarbeit in den einschlägigen Gremien mitzuunterstützen und auch eine aktive Rolle in den Fachausschüssen etc. zu übernehmen. Sprechen Sie uns hierzu gerne an.

Nun aber genug der Worte für dieses Jahr und Ihnen eine unterhaltsame und erkenntnisreiche Lektüre bei unserem Newsletter mit dem Themenschwerpunkt ESG. Wie immer ein herzliches Dankeschön an die Autoren und Sponsoren!

Die gesamte Geschäftsstelle und der BAI Vorstand wünschen Ihnen ein frohes und besinnliches Weihnachtsfest und einen guten Rutsch in das neue Jahr 2025. Wir freuen uns auf ein produktives und erfolgreiches neues Jahr.

Frank Dornseifer

BAI REPRESENTING ALTERNATIVE INVESTMENTS

Hier registrieren

BAI Private Debt Symposium

Donnerstag, 6. Februar 2025
Scandic Frankfurt Hafenpark

- Vorträge, Investorenpanels und Expertenrunden in zwei parallelen Streams zu **Direct Lending, opportunistischen Kreditstrategien, Credit Specialities, Real Estate Debt und Infrastruktur Debt**
- **großzügige, auf zwei Etagen verteilte Räumlichkeiten**, bieten den über 400 Gästen vielfältige Rückzugsmöglichkeiten für einen **persönlichen Austausch** in angenehmer Atmosphäre mit hervorragendem Catering-Service
- Zielgruppe: **institutionelle Investoren** sowie Unternehmen aus dem **BAI-Mitgliedskreis und der Asset-Management-Branche**

Lead-Sponsoren

DWS · Muzinich & Co

Silber-Sponsoren

Clifford Chance · Federated Hermes Private Markets · GreenbergTraurig · HSBC Asset Management · PARTNERS GROUP · PIMCO · STEPSTONE · WILLKIE

Panel-Sponsoren

Alcentra · APOLLO · ARDIAN · BARINGS · BLUE OWL · CAPITAL FOUR · CORDET · Deutsche Credit · EB-SIM · ELF CAPITAL GROUP · HanseMerkurTrust · ICG · NMC New Mountain Capital · Ninety One · ODDO BHF · PANTHEON · PEMBERTON · Sienna Investment Managers

Coffebreak-Sponsoren

LBBW Landesbank Baden-Württemberg · RSU

Supporter

BRIGHT CAPITAL

Medienpartner

FONDS FRAUEN Empowering Women in Finance · FUNDVIEW · INTELLIGENT INVESTORS · portfolio institutionell

Weitere Informationen und Sponsoringanfragen: BAI e.V., events@bvai.de, +49 228 969870

Greenwashing durch Fondsnamen? Anmerkungen zu ESMAs Leitlinien

Am 21. August 2024 veröffentlichte die ESMA in den Amtssprachen der EU ihre „Leitlinien zu Fondsnamen, die ESG- oder nachhaltigkeitsbezogene Begriffe verwenden"[1]. Vorausgegangen war eine Konsultation vom 18. November 2022 bis 20. Februar 2023. Wenngleich es sich „nur" um Leitlinien handelt, sind die Auswirkungen auf nachhaltige Fondsprodukte groß. Dieser Beitrag gibt einen Überblick über den Kern der Leitlinien und deren Änderungen seit dem Entwurfsstadium, blickt auf alternative Lösungsansätze und versucht, die Folgen abzuschätzen. Die Leitlinien traten drei Monate nach der Veröffentlichung, somit am 21. November 2024, in Kraft. Für Alt-Fonds gelten die Bestimmungen nach sechs Monaten, ab dem 21. Februar 2025. Dieser Beitrag beruht auf einer Aktualisierung des Newsletter-Beitrages in BAI Newsletter I/2023, S. 9-15.

Michael Bommer
Rechtsanwalt (CH)
Senior Referent Recht & Policy
BAI e.V.

Denis Buchholzer
BAI e.V.

Was sehen ESMAs Leitlinien vor?

Begründung und Rechtsgrundlage

Bereits im ersten Absatz des *Execution Summary* des Konsultationspapiers vom 18. November 2022 (S. 4) machte ESMA klar, was der Grund für die Leitlinien ist: *„In recent years, investor demand for investment funds that incorporate environmental, social and governance (ESG) factors has been growing sharply and it is expected to continue growing in the future. This increasing demand without the effective application of existing criteria for sustainability such as the EU Taxonomy, has led to concerns in ESMA. Sustainability disclosures may give rise to risk of "greenwashing" and this is particularly relevant if funds are named as green or socially sustainable, when sufficient sustainability standards commensurate with that name have not been met."* Die investorengetriebene Nachfrage nach ESG-Fonds ohne die effektive Anwendung von Nachhaltigkeitskriterien wie in der EU-Taxonomie hält ESMA für bedenklich, und die Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen würde das Greenwashing-Risiko erhöhen, gerade bei als „grün" oder „sozial nachhaltig" bezeichneten Fonds, welche Nachhaltigkeitsstandards, die dieser Bezeichnung angemessen sind, nicht erfüllen.

Bemerkenswert ist des Absatzes letzter Teil, wenn die Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen, welche die *EU Sustainable Finance Initiative* bekanntlich primär durch die Offenlegungsverordnung *(Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR)*, die Taxonomie und die NFRD/CSRD ja gerade bewerkstelligen will, als Risiko und Einfallstor für Greenwashing angesehen wird.

ESMA berief sich für die formale Kompetenz zum Erlass der Leitlinien zunächst auf Art. 16 der ESMA-Gründungsverordnung[2]. Leitlinien nach Art. 16 sind – wie auch Q&As nach Art. 29 – Konvergenzinstrumente, die auf eine Harmonisierung der Aufsicht in der EU abzielen, namentlich auf eine einheitliche Anwendung des Unionsrechts, eine gemeinsame Aufsichtskultur und kohärente Aufsichtspraktiken. Den Maßnahmen nach Art. 16 und 29 der ESMA-Verordnung ist gemeinsam, dass sie zunächst rechtlich unverbindlich sind. Erst wenn die nationalen Aufsichtsbehörden – in Deutschland somit die BaFin – die Maßnahme in ihre Verwaltungspraxis übernimmt, entfalten die Leitlinien bzw. Q&As eine Wirkung für die Anwendung des Aufsichtsrechts im Aufsichtsbereich der BaFin. Im Einzelfall kann für die Übernahme in das deutsche Aufsichtsrecht ein Rechtsakt erforderlich sein (z.B. die Anpassung einer deutschen Verordnung). Die Entscheidung, Maßnahmen nach Artt. 16 und 29 ESMA-Verordnung zu übernehmen, erfolgt bei Leitlinien im Rahmen des sog. *comply-or-explain-Verfahrens* als *„comply"*-Erklärung gegenüber ESMA. Bei Q&As entscheidet die BaFin im Übrigen formlos über die Übernahme der Q&As in ihre Verwaltungspraxis; eine Übersetzung in die deutsche Sprache ist hierfür nicht erforderlich.

Die jeweilige inhaltliche Kompetenznorm für die Regelung von Vorgaben für Fondsnamen entnahm ESMA ursprünglich Art. 14 Abs. 1 lit. a der OGAW-Richtlinie, Art. 12 Abs. 1 lit. a der AIFMD, bzw. Art. 4 Abs. 1 der Verordnung über den grenzüberschreitenden Fondsvertrieb, welche alle in leicht variabler Begrifflichkeit ein faires, nicht-irreführendes (Vertriebs-)Verhalten vorgeben. Der Name bzw. die Bezeich-

1 Zu finden unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-08/ESMA34-1592494965-657_Guidelines_on_funds_names_using_ESG_or_sustainability_related_terms_DE.pdf.

2 VERORDNUNG (EU) Nr. 1095/2010 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, zu finden unter https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32010R1095&from=EN.

nung eines Fonds ist in den Augen von ESMA dabei ein besonders wirkmächtiges Marketingmittel. Seit 1. Januar 2023 sind Fonds aufgrund der SFDR verpflichtet, mittels verbindlicher Templates (in den Anhängen II-V der Delegierten Verordnung zur SFDR, wie ESMA auf S. 8 f. des Konsultationspapiers ausführt) bspw. in vorvertraglichen Informationen offenzulegen, wie die geförderten sozialen oder ökologischen Merkmale (bei Art.-8-Fonds) bzw. die nachhaltigen Anlageziele (bei Art.-9-Fonds) erreicht werden. Dabei ist auch offenzulegen, welcher Anteil der Vermögenswerte eines jeweiligen Fonds dazu verwendet wird, um die geförderten Merkmale bzw. die nachhaltigen Anlageziele zu erreichen. Eben an dieser gebotenen quantitativen Offenlegung setzen die ESMA-Leitlinien an.

Bezüglich der Fondsnamen sehen infolge der revidierten Fondsrichtlinien die OGAW-Richtlinie in Art. 69 Abs. 6 RL 2009/65/EG und die AIFMD II in Art. 23 Abs. 7 RL 2011/61/EU nunmehr vor, dass ESMA bis zum 16. April 2026 Leitlinien zu unlauteren, unklaren oder irreführenden Namensgebungen erarbeiten soll (nachfolgend für die AIFMD):

> *„(7) Um eine einheitliche Anwendung der Vorschriften über die Namensgebung des AIF sicherzustellen, arbeitet die ESMA bis zum 16. April 2026 Leitlinien aus, um die Umstände zu präzisieren, unter denen die Namensgebung eines AIF unlauter, unklar oder irreführend ist. Diese Leitlinien tragen den einschlägigen bereichsspezifischen Rechtsvorschriften Rechnung. Bereichsspezifische Rechtsvorschriften, in denen Standards für die Namensgebung von Fonds oder die Vermarktung von Fonds festgelegt werden, haben Vorrang vor diesen Leitlinien."*

Somit beruhen die Leitlinien nunmehr auf einem klaren Auftrag des europäischen Gesetzgebers, wobei sie hinter einschlägigen bereichsspezifischen Rechtsvorschriften zurückzustehen haben. ESMA trug damit offensichtlich Bedenken, dass die ursprünglich angedachte Rechtsgrundlage überhaupt geeignet sei, Rechnung, und verschob entsprechend auch das Inkrafttreten der Leitlinien auf ein Datum nach dem Inkrafttreten der Änderungsrichtlinie zur Änderung der OGAW- und AIFM-Richtlinie.[3]

ESMA sieht aber weiterhin den Bedarf, Regelungen zu Fondsnamen wie auch zu Marketing- bzw. Vertriebsmaterialien in den europäischen Rechtsrahmen für Sustainable Finance zu integrieren.[4]

3 S. Public Statement der ESMA vom 14. Dezember 2023, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA34-1592494965-554_Public_statement_on_Guidelines_on_funds__names.pdf.

4 ESMA Opinion Sustainable investments: Facilitating the investor journey - A holistic vision for the long term – vom 24. Juli 2024, abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA36-1079078717-2587_Opinion_on_the_functioning_of_the_Sustainable_Finance_Framework.pdf.

Inhaltlicher Kern der Leitlinien

Der eigentliche und materielle Kern der 23 Nummern umfassenden Leitlinien ist knappgehalten und findet sich in den Nummern 15 - 23[5]:

...

5 Leitlinien zu Fondsnamen, die ESG- oder nachhaltigkeitsbezogene Begriffe in Namen für OGAW und AIF verwenden

5.1 Erläuterungen zu den wichtigsten Begriffen in diesen Leitlinien

15. Die folgenden Erläuterungen sind für die in den nachstehenden Abschnitten dieser Leitlinien genannten Schlüsselbegriffe relevant.

- „Transformationsbezogene" Begriffe umfassen alle Begriffe, die von dem Grundwort „Transformation" abgeleitet sind, z. B. „transformierend", „Transformations-" usw., sowie solche Begriffe, die sich von „verbessern", „Fortschritt", „Entwicklung", „Übergang", „Netto-Null" usw. ableiten.
- „Umweltbezogene" Begriffe sind alle Wörter, die dem Anleger den Eindruck der Förderung von Umwelteigenschaften vermitteln, z. B. „grün", „ökologisch", „Klima" usw. Diese Begriffe können auch die Abkürzungen „ESG" und „SRI" enthalten.
- Sozialbezogene" Begriffe sind alle Wörter, die dem Anleger den Eindruck der Förderung sozialer Merkmale vermitteln, z. B. „sozial", „Gleichstellung" usw.
- „Governancebezogene" (unternehmensführungsbezogene) Begriffe sind Begriffe, die dem Anleger den Eindruck vermitteln, dass der Schwerpunkt auf der Unternehmensführung (Governance) liegt, z. B. „Unternehmensführung", „Governance", „Kontroversen" usw.
- Auswirkungsbezogene" Begriffe sind alle Begriffe, die aus dem Grundwort „(Aus-)wirkung" abgeleitet sind, z. B. „auswirkend", „wirkungsvoll", „Impact" usw.
- „Nachhaltigkeitsbezogene" Begriffe sind Begriffe, die ausschließlich aus dem Grundwort „nachhaltig" abgeleitet sind, z. B. „nachhaltig", „Nachhaltigkeit" usw.

5.2 Empfehlungen an Fondsverwalter zur Verwendung von Begriffen in den Fondsnamen

16. Fonds, die transformations-, sozial- und governancebezogene Begriffe verwenden, sollten:

- einen Schwellenwert von 80 % erreichen, der an den Anteil der Anlagen gebunden ist, die zur Erfüllung ökologischer oder sozialer Merkmale oder nachhaltiger Anlageziele verwendet werden, im Einklang mit den verbindlichen Elementen der Anlagestrategie, die in den Anhängen II und III der CDR (EU) 2022/1288 offenzulegen sind, und
- Anlagen in Unternehmen, die in Artikel 12 Absatz 1 Buchstaben a bis c der CDR (EU) 2020/1818 genannt sind, ausschließen.

17. Fonds, die umwelt- oder auswirkungsbezogene Begriffe verwenden, sollten:

- einen Schwellenwert von 80% erreichen, der an den Anteil der Anlagen gebunden ist, die zur Erfüllung ökologischer oder sozialer Merkmale oder nachhaltiger Anlageziele verwendet werden, im Einklang mit den verbindlichen Elementen der Anlagestrategie, die in den Anhängen II und III der CDR (EU) 2022/1288 offenzulegen sind, und
- Anlagen in Unternehmen, die in Artikel 12 Absatz 1 Buchstaben a bis g der CDR (EU) 2020/1818 genannt sind, ausschließen.

18. Fonds, die nachhaltigkeitsbezogene Begriffe verwenden, sollten:

- einen Schwellenwert von 80% erreichen, der an den Anteil der Anlagen gebunden ist, die zur Erfüllung ökologischer oder sozialer Merkmale oder nachhaltiger Anlageziele verwendet werden, im Einklang mit den verbindlichen Elementen der Anlagestrategie, die in den Anhängen II und III der CDR (EU) 2022/1288 offenzulegen sind;

5 Die in den Leitlinien in bezug genommenen Commission Delegated Regulation (CDR) meinen die Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818 der Kommission vom 17. Juli 2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Mindeststandards für EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel und für Paris-abgestimmte EU-Referenzwerte, also **Level II der Benchmark-Verordnung**; und Delegierte Verordnung (EU) 2022/1288 der Kommission vom 6. April 2022 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Festlegung der Einzelheiten des Inhalts und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit dem Grundsatz der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen, des Inhalts, der Methoden und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsindikatoren und nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen sowie des Inhalts und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit der Bewerbung ökologischer oder sozialer Merkmale und nachhaltiger Anlageziele in vorvertraglichen Dokumenten, auf Internetseiten und in regelmäßigen Berichten, also **Level II der SFDR**.

- Anlagen in Unternehmen, die in Artikel 12 Absatz 1 Buchstaben a bis g der CDR (EU) 2020/1818 genannt sind, ausschließen; und
- sich verpflichten, bedeutsam in nachhaltige Anlagen im Sinne von Artikel 2 Absatz 17 der SFDR zu investieren.

19. Werden in einem Fondsnamen Begriffe aus mehr als einem der Absätze 16 und 17 kombiniert, sollten die Bestimmungen dieser Absätze kumulativ gelten, mit Ausnahme solcher Begriffe in Kombination mit transformationsbezogenen Begriffen, für die nur die Absätze 16 und 21 gelten sollten.

Weitere Empfehlungen für bestimmte Arten von Fonds

20. Fonds, die einen Index als Referenzwert benennen, sollten die in den Absätzen 16 bis 18 genannten Begriffe nur dann in ihrem Namen verwenden, wenn der Fonds die in diesen Absätzen genannten Vorgaben erfüllt.
21. Fonds, die in ihrem Namen „transformationsbezogene" oder „auswirkungsbezogene" Begriffe verwenden, sollten zudem sicherstellen, dass sich die Anlagen, die zur Erreichung des in den Absätzen 16 und 17 genannten Schwellenwerts verwendet werden, auf einem eindeutigen und messbaren Weg zu einem sozialen oder ökologischen Übergang befinden oder mit dem Ziel getätigt werden, neben einer finanziellen Rendite eine positive und messbare soziale oder ökologische Wirkung zu erzielen.

Aufsichtliche Erwartungen

22. Die zuständigen Behörden sollten während der gesamten Laufzeit des Fonds die Absätze 16 bis 21 berücksichtigen. Die Anleger können diese Informationen durch die regelmäßigen Offenlegungen gemäß der CDR (EU) 2022/1288 überprüfen. Eine vorübergehende Abweichung vom Schwellenwert und den Mindestausschlüssen sollte als passiver Verstoß behandelt und im besten Interesse der Anleger korrigiert werden, sofern die Abweichung nicht auf eine bewusste Entscheidung des Fondsverwalters zurückzuführen ist.
23. Vorbehaltlich der jeweiligen Umstände sollten die zuständigen Behörden berücksichtigen, dass zu den Sachverhalten, die eine weitere Untersuchung und einen aufsichtlichen Dialog mit dem Fondsverwalter rechtfertigen, Folgendes gehört:

- Abweichungen bei der Höhe des quantitativen Schwellenwerts, bei denen es sich nicht um passive Verstöße handelt;
- ein Fonds, der kein ausreichend hohes Anlageniveau aufweist, um in seinem Namen transformations-, ESG-, auswirkungs- oder nachhaltigkeitsbezogene Begriffe zu verwenden, oder
- wenn die zuständige Behörde der Auffassung ist, dass die Verwendung von transformations-, ESG-, auswirkungs- oder nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen im Namen des Fonds dazu führen würde, dass Anleger unfaire oder nicht eindeutige Informationen erhalten oder der Verwalter nicht ehrlich oder redlich handelt, wodurch Anleger getäuscht werden.

Die Leitlinien sehen somit zumeist zwei Anforderungen vor:

- Wenn ein Fonds einen ESG- oder Impact-bezogenen Begriff in seinem Namen trägt, sollte ein Mindestanteil von 80% seiner Investitionen dazu verwendet werden, die ökologischen oder sozialen Merkmale oder das nachhaltige Anlageziel des Fonds zu erfüllen.
- Zudem müssen die Ausschlüsse für Pariser Benchmarks (PAB) erfüllt sein, die in Art. 12 der Delegierten Verordnung zur Benchmark-Verordnung[6] festgelegt sind (siehe dazu sogleich); für transformations-, sozial- und governancebezogene Fonds im Gegensatz zu umweltbezogenen Fonds jedoch nur im Rahmen von a) bis c) – Investitionen in fossile Brennstoffe stehen nicht notwendigerweise gegen diese Ziele.

Diese PAB-Ausschlüsse umfassen:

a. Unternehmen, die an Aktivitäten im Zusammenhang mit umstrittenen Waffen beteiligt sind;
b. Unternehmen, die am Anbau und der Produktion von Tabak beteiligt sind;
c. Unternehmen, die nach Ansicht der Referenzwert-Administratoren gegen die Grundsätze der Initiative „*Global Compact*" der Vereinten Nationen (UNGC) oder die Leitsätze der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) für multinationale Unternehmen verstoßen;
d. Unternehmen, die 1% oder mehr ihrer Einnahmen mit der Exploration, dem Abbau, der Förderung, dem Vertrieb oder der Veredelung von Stein- und Braunkohle erzielen;
e. Unternehmen, die 10% oder mehr ihrer Einnahmen mit der Exploration, der Förderung, dem Vertrieb oder der Veredelung von Erdöl erzielen;
f. Unternehmen, die 50% oder mehr ihrer Einnahmen mit der Exploration, der Förderung, der Herstellung oder dem Vertrieb von gasförmigen Brennstoffen erzielen;
g. Unternehmen, die 50% oder mehr ihrer Einnahmen mit der Stromerzeugung mit einer THG-Emissionsintensität von mehr als 100 g CO2 e/kWh erzielen.

Für Fonds, die „nachhaltigkeitsbezogene" Begriffe verwenden, gilt zudem, dass sie sich verpflichten sollten, „bedeutsam" in nachhaltige Anlagen im Sinne von Art. 2 Abs. 17 der SFDR zu investieren. Zu dieser Anforderung bedeutsamer Investitionen gleich mehr.

Anpassungen seit dem Entwurfsstadium

Im Vergleich zu dem Entwurf der Leitlinien vom 18. November 2022 hat sich ESMA in Folge der Konsultation zu mehreren Anpassungen entschieden.

Bezüglich des Anwendungsbereichs wurden beispielsweise die Aufzählung der Fondsdokumentationen und der Marketing-Anzeigen gestrichen sowie die Geltung für neu aufgelegte Fonds ab Anwendung der Leitlinien ohne einen Übergangszeitraum festgelegt.

Die Kernregelung wurde umfänglich angepasst, ohne ihren Inhalt allzu stark zu verändern:

Zum einen wird nun in Nr. 15 der Leitlinien die ESG-Begrifflichkeit definiert, anhand derer die Fondsnamen zu bewerten sind. Die Nrn. 16 f. bestimmen größtenteils inhaltsgleich (bezüglich der Anwendung der PAB unterschiedlich, um umweltbezogene Fonds nicht zu benachteiligen) die Verwendung konkreter ESG-Begriffe, Nr. 18 dagegen von „nachhaltigkeitsbezogenen" Begriffen. Hierbei hat ESMA den im Entwurf vorgesehenen konkreten Schwellenwert von 50% als nachhaltige Anlagen im Sinne des Art. 2 (17) SFDR aufgrund umfangreicher Kritik aufgegeben. Stattdessen ist nunmehr von der Verpflichtung zu „bedeutsamen" Investitionen in solche Anlagen die Rede. Wegen der Weite des Art. 2 (17) SFDR konnte an solch eine unscharfe Definition kein effektiver Schwellenwert geknüpft werden.

Des Weiteren hat ESMA die Möglichkeit kombinierter Fondsnamen in Nr. 19 aufgenommen, die kumulativ den Schwellenwert von 80% erreichen müssen. Gemischten Fonds, welche auch ihren Beitrag zu der Erreichung der ESG-Ziele erbringen, wird damit eröffnet, ESG-Begriffe in ihrem Namen zu nutzen.

„Transformationsbezogene" zusätzlich zu den „auswirkungsbezogenen" Fonds sollten die Intention einer positiven messbaren sozialen/ökologischen Wirkung tragen oder sich auf einem eindeutigen und messbaren Weg zu einem derartigen Übergang befinden. Damit wird insbesondere der Bedeutung der Transformation Rechnung getragen, welcher Begriff sich nicht im Entwurf wiederfand.

Schließlich wurden die Regelungen zur Aufsicht ohne Inhaltsänderung umformuliert und Nr. 23 anhand von Regelbeispielen strukturiert, die zum aufsichtlichen Dialog einladen.

6 Siehe schon Fn. 5, zu finden unter: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1818&from=EN.

Die deutsche Fassung greift dabei allgemein zu Übersetzungen sämtlicher Begriffe; mit einer Teilausnahme bei „governance", was mit der eigentlichen Übersetzung in Klammern (Unternehmensführung) genutzt wird – dies geschieht in beide Übersetzungsrichtungen. In dieser Hinsicht mag es überraschen, dass sich „Impact" und „Transition" als „(Aus-)wirkung" und „Transformation" in der deutschen Fassung wiederfinden, ohne diese gleichermaßen als definierte Fachbegriffe zu nutzen – insbesondere, da „Impact" sich als ein „auswirkungsbezogener Begriff" wiederfindet.

Diese Teilausnahmen spiegeln sich in den Beispielen wider – sowohl für „governancebezogen" als auch für „auswirkungsbezogen" findet sich der entsprechende englische Begriff unter den Beispielen wieder. Es ist schwer zu erklären, weshalb dies speziell bei diesen beiden Fällen genutzt wurde, englische Begriffe dagegen in den anderen Kategorien nicht als Beispiele gelistet wurden. Die Beispiele sollten aber ohnehin nicht überbewertet werden; SRI, per Fußnote definiert als „Socially Responsible Investments", ist als mögliche enthaltene Abkürzung nicht unter der „sozialbezogenen" Kategorie aufgeführt, sondern unter der „umweltbezogenen".

Die BaFin fasst die wesentlichen Inhalte der ESMA-Leitlinien im Überblick[7] wie folgt zusammen:

Der Fondsname enthält	80%-Schwellenwert: Anteil der Investitionen in Übereinstimmung mit den verbindlichen nachhaltigen Elementen der Anlagestrategie	Mindestausschlüsse nach der Climate Transition Benchmark (fossile Energieträger „erlaubt")	Mindestausschlüsse nach der Paris-Aligned Benchmark (fossile Energieträger nur sehr begrenzt möglich)	Verpflichtung „meaningfully" in nachhaltige Anlagen nach Art. 2 Abs. 17 SFDR zu investieren
Transition-, sozial- oder Governance-verwandte Wörter	✓	✓		
Umwelt- oder Impact-verwandte Wörter	✓		✓	
Nachhaltigkeit-verwandte Wörter	✓		✓	✓

Vereinfachte Darstellung

Wie machen's andere? Ein Blick (auch) über den unionsrechtlichen Tellerrand

ESMA sieht sich beim Erlass der Leitlinien im Einklang mit internationalen Entwicklungen und beruft sich dabei u.a. auf Deutschland, Spanien und Frankreich, aber auch auf die USA und das Vereinigte Königreich. Die Schweiz verzichtet bisher auf formelle Regelungen – Aufsicht und Regierung haben ihre Erwartungshaltung allerdings konkretisiert.

Beispiel Frankreich

Die französische Finanzmarktaufsicht AMF hielt in einem Positionspapier[8] fest, dass die SFDR im Gegensatz zu einem Kennzeichnungsmechanismus keine Mindesterwartungen festlege und lediglich Offenlegungen beinhalte, weshalb die SFDR und die derzeitige Klassifizierung in "Artikel 9" und "Artikel 8" nicht dazu beitrügen, das Ausmaß zu beurteilen, inwieweit Finanzprodukte und ihre Investitionen nachhaltig sind. In dieser Hinsicht sei der Begriff der "nachhaltigen Investition" in Artikel 2(17) der SFDR sehr vage formuliert, und seine Umsetzung durch die Finanzakteure hat zu sehr unterschiedlichen Auffassungen darüber geführt, was Nachhaltigkeit ist.

Es scheine also, dass die SFDR (i) eine Kluft zwischen den begründeten Erwartungen der Investoren und der Realität der Praktiken geschaffen hat und (ii) dem Greenwashing Vorschub geleistet hat. Unterschiedliche Auslegungen und Rahmenwerke seien entstanden, die den Binnenmarkt fragmentieren und die Finanzierung einer nachhaltigeren europäischen Wirtschaft hinderten. AMF kommt zum Schluss, dass die EU-Kommission unbedingt Mindestanforderungen an Finanzprodukte einführen sollte, um als Art. 9 oder Art. 8 der SFDR eingestuft zu werden.

Bemerkenswert an der Position von AMF ist ebenfalls, dass sie die EU-Kommission als (Mit-)Gesetzgeberin in die Pflicht nehmen will, um die Kluft zwischen dem regulatorischen Grundkonzept der Offenlegung der SFDR einerseits, dessen Marktaufnahme als eine Art Labelling-Regime andererseits, zu schließen. Auch die AMF scheint sich zumindest implizit die Frage zu stellen, ob ESMA als Aufsichtsbehörde die richtige Behörde ist und Guidelines von ihr das Mittel der Wahl sind.

In ihrer Positionierung zu der SFDR-Konsultation der Kommission vom 20. Februar 2024[9] begrüßt die AMF entsprechend das Vorhaben zur Neugestaltung der SFDR. Sie spricht sich deutlich dafür aus, die bewusst vage formulierten Begriffe der Nachhaltigkeit und ESG-Charakteristiken zu definieren und eine Produktkategorisierung einzuführen, die Artt. 8 und 9 SFDR ersetzen soll. Die Leitlinien folgen zumindest der Forderung der AMF, klarere Strukturen zu schaffen.

7 Vgl. BaFin - News & Maßnahmen - ESMA-Leitlinien zu Fondsnamen.

8 Siehe Proposal for minimum environmental standards for financial products belonging to the Art. 9 and 8 categories of SFDR, Position paper from the AMF, unter https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2023-02/AMF%20SFDR%20minimum%20standards%20EN.pdf.

9 Zu finden unter https://www.amf-france.org/en/news-publications/amfs-eu-positions/towards-review-sfdr.

Beispiel Schweiz

Im Schweizer Finanzmarktrecht liegen bislang keine Bestimmungen in Bezug auf die Nachhaltigkeit vor – weder auf Gesetzes- noch auf Verordnungsstufe. Wie es langjähriger Tradition entspricht, kommt der Selbstregulierung ein hoher Stellenwert zu. So definierte die "Selbstregulierung zu Transparenz und Offenlegung bei Kollektivvermögen mit Nachhaltigkeitsbezug"[10] für die Mitglieder der Asset Management Association Switzerland (AMAS) erstmals verbindliche Vorgaben an die Organisation von Finanzinstituten, die Kollektivvermögen mit Nachhaltigkeitsbezug erstellen und verwalten, wie auch zur nachhaltigen Produktgestaltung und -angaben gegenüber Anlegern. Diese sind am 30. September 2023 in Kraft getreten.

Der Bundesrat, die Schweizer Exekutive, hat am 16. Dezember 2022 indes seine Stellungnahme zur Vermeidung von Greenwashing veröffentlicht. Demnach sollen Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen, die als nachhaltig beworben werden, zumindest an einem erklärten Nachhaltigkeitsziel ausgerichtet sein oder einen effektiven Beitrag zur Nachhaltigkeit leisten.

Die bloße Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien zur Risikominimierung oder zur Optimierung der finanziellen Performance dürfe nicht als "nachhaltig" bezeichnet werden. Gleichzeitig hat der Bundesrat das Finanzministerium beauftragt, mit anderen Behörden und gemeinsam mit der Wirtschaft und der Zivilgesellschaft zu identifizieren, wie die bundesrätliche Position optimal und förderlich umgesetzt werden kann.

Die AMAS hat ihre Selbstregulierung insbesondere bezüglich des „nachhaltigen Anlageziels" angepasst. Die am 1. September 2024 in Kraft getretene Version 2.0[11] schreibt mindestens einen 70%-Anteil der Vermögenswerte vor, damit ein Kollektivvermögen als nachhaltig dargestellt werden kann, und nähert sich somit, wenn auch mit unterschiedlichem Schwellenwert, stark der europäischen Vorstellung an. Die Selbstregulierung 2.0 ist folglich eine Weiterentwicklung der Selbstregulierung 1.1 (Stand 1. November 2023) und brachte die Selbstregulierung mit den Zielen des Bundesrates in Einklang.

Andere schweizerische Selbstregulierungen[12] verweisen auf die AMAS-Regulierung.

Beispiel UK – Sustainable Disclosure Regulation (SDR)

Noch vor der ESMA-Konsultation, aber lange nach der SFDR samt Delegierter Verordnung, konsultierte die britische FCA im Oktober 2022 ihr Konsultationspapier zum neuen SDR-Regime[13], woraufhin sie im November 2023 ihr neues Regime[14] bekanntgab. In dessen Rahmen richten sich die detaillierten Vorschriften (zu Kennzeichnung, Offenlegung, Namensgebung sowie Marketing und Vertrieb) ganz allgemein an Investmentfonds und die Firmen, die diese Produkte verwalten oder vertreiben. Während einige spezifische, detaillierte Anforderungen für Fonds gelten, die an Kleinanleger vermarktet oder vertrieben werden, gibt es wichtige Aspekte der Regelung, die für Fonds mit institutionellen Anlegern gelten oder anderweitig relevant sind. Diese Änderungen traten und treten nun sukzessive in Kraft. Die allgemeine "Anti-Greenwashing"-Regel für alle beaufsichtigten Firmen ist seit dem 31. Mai 2024 in Kraft, Siegel-Nutzung ist seit dem 31. Juli 2024 möglich.

Es bestehen vier sich gegenseitig ausschließende Gütesiegel bzw. Labels, die drei verschiedene Arten von nachhaltigen Produkten beschreiben ("Sustainability Focus", "Sustainability Improvers", "Sustainability Impact" sowie eine „Sustainability Mixed Goals"-Kategorie). Für die Vergabe dieser Siegel bzw. Labels bedarf es eines 70%-igen Fokus. Sie sind für Verbraucher gedacht, können aber auch von Unternehmen übernommen werden, die sich an professionelle Anleger wenden. Die Firmen müssen bestimmte Qualifikations-

10 Zu finden unter https://www.am-switzerland.ch/de/regulierung/selbstregulierung-standard/sustainable-finance.

11 Zu finden unter https://www.am-switzerland.ch/de/regulierung/selbstregulierung-standard/sustainable-finance.

12 Die „Richtlinien für die Finanzdienstleister zum Einbezug von ESG-Präferenzen und ESG-Risiken und zur Prävention von Greenwashing bei der Anlageberatung und Vermögensverwaltung" der Schweizerischen Bankiervereinigung (https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/2/8/7/5/287551ab09a651198fb8c7d6a62b4fc9ce3ca2af/SBVg_Richtlinien_Anlageberatung_und_Vermoegensverwaltung_DE_2024.pdf) und im Rahmen der Rechenschaft, die „Selbstregulierung zur Prävention von Greenwashing bei anteilgebundenen Lebensversicherungen mit Nachhaltigkeitsbezug"(https://www.svv.ch/sites/default/files/2024-06/Greenwashing_Selbstregulierung_DE.pdf) des Schweizerischen Versicherungsverbands im Rahmen der Nachhaltigkeitspolitik.

13 Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels, Consultation Paper CP22/20***, October 2022, zu finden unter: https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp22-20.pdf.

14 Policy Statement PS23/16, zu finden unter https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps23-16.pdf.

kriterien erfüllen, um sie verwenden zu können, aber es ist nicht obligatorisch, dass eine Firma ein Siegel hat. Alle Produkte, die nicht gekennzeichnet werden – aus freien Stücken oder weil sie die Qualifikationskriterien nicht erfüllen – unterliegen den neuen "Benennungs- und Vermarktungsregeln", wenn sie an Kleinanleger vermarktet werden, welche seit dem 2. Dezember 2024 gelten.

Für den Verbraucher sichtbare Angaben auf Produktebene sind unabhängig davon erforderlich, ob das Produkt eines Unternehmens mit einem Gütesiegel versehen ist, und auch dann, wenn es keine nachhaltigkeitsbezogenen Merkmale aufweist.

Detaillierte Offenlegungen werden im Großen und Ganzen für institutionelle Anleger und alle Verbraucher, die weitere Informationen wünschen, vorgeschrieben und bestehen aus:

- Vorvertraglichen Angaben zu den nachhaltigkeitsbezogenen Merkmalen der Produkte;
- Einem Nachhaltigkeitsbericht für Produkte mit laufenden Informationen über die Nachhaltigkeitsleistung, einschließlich Nachhaltigkeits-KPIs und -Metriken;
- Einem Nachhaltigkeitsbericht des Unternehmens zu den Maßnahmen, die die untersuchten Unternehmen zum Management nachhaltigkeitsbezogener Risiken und Chancen einsetzen.

Während die oben genannten detaillierten Anforderungen für Vermögensverwalter und ihre Vertriebspartner gelten, wird, wie bereits erwähnt, eine neue allgemeine *"Anti-Greenwashing*"-Regel (die technisch in den Vorschriften für die Namensgebung und das Marketing enthalten ist) für alle beaufsichtigten Firmen gelten, die besagt, dass alle nachhaltigkeitsbezogenen Angaben klar, fair und nicht irreführend sein müssen. Die FCA hat zu der Anti-Greenwashing-Regel noch gesondert konsultiert und eine Orientierung im April 2024 veröffentlicht,[15] in welcher sie anhand von Beispielen erläutert, wie Firmen sich verhalten müssen, um die Anforderungen zu erfüllen, die bezüglich des Wahrheitsgehalts, der Verständlichkeit und Transparenz, Repräsentativität, und Vergleichbarkeit bestehen.

Welches sind die potentiellen Auswirkungen der ESMA-Leitlinien?

Zahl der betroffenen Fonds

Eines scheint klar: Die Auswirkungen der ESMA-Leitlinien werden erheblich sein. Fonds, die die Anforderungen der Leitlinien nicht erfüllen, müssen entweder ihren Namen ändern, oder ihre Anlagestrategie anpassen.

ESMA geht selbst von folgender quantitativer Betroffenheit aus: Auf der Grundlage von Daten von Juli 2022 verwenden schätzungsweise 14% der in der EU domizilierten Fonds, d. h. 4.192 von insgesamt 29.701 Fonds, mindestens ein ESG-bezogenes Wort in ihrem Namen. Die Namen der Fonds wurden auf ESG-Wörter und -Phrasen untersucht, die sowohl Ableitungen des Wortes "*sustain*", wie z.B. "*sustainability*", "*sustainable*" usw., als auch andere ESG-bezogene Wörter mit Bezug zu Umwelt (z. B. "*climate change*") oder Soziales (z.B. "Bildung") enthalten – Begriffe mit Governance-Bezug sind relativ selten.

Unter diesen 4.192 Fonds, die mindestens ein ESG-bezogenes Wort enthalten, sind die relativen Anteile je nach SFDR-Offenlegungstyp laut ESMA wie folgt:

- Artikel 6 SFDR: 13% (534 Fonds)
- Artikel 8 SFDR: 65% (2.730 Fonds)
- Artikel 9 SFDR: 22% (928 Fonds).

Es ist laut ESMA davon auszugehen, dass die 534 Fonds, die gemäß Artikel 6 SFDR offenlegen, besonders von den Leitlinien zu den Fondsnamen betroffen sein könnten, da sie weder ökologische oder soziale Merkmale fördern noch ein nachhaltiges Ziel verfolgen (oder, falls doch, sollten sie stattdessen entweder gemäß Art. 8 oder Art. 9 SFDR offenlegen). Jeder der 2.730 bzw. 928 Fonds, die nach Artikel 8 bzw. 9 der SFDR offenlegen, wäre betroffen, wenn der Mindestanteil ihres Vermögens nicht den vorgeschlagenen Schwellenwerten entspricht.[16]

15 "Finalised non handbook guidance on the Anti Greenwashing Rule" FG24/3, abrufbar unter https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg24-3.pdf.

16 Die Zahlen entstammen S. 14 f. des ESMA-Konsultationspapiers.

Eine vorläufige Analyse von Morningstar zu den vorgeschlagenen ESMA-Leitlinien zeigt, dass nur 18% der bestehenden Art.-8-Fonds, die das Wort "nachhaltig" in ihrem Namen verwenden, die Kriterien der Leitlinien erfüllen würden (während 80% der Art.-9-Fonds die Kriterien erfüllen)[17]. Dies bedeutet, dass die betroffenen Fonds wahrscheinlich ihren Namen ändern, ihre Strategien verbessern oder vielleicht zu einer anderen Methodik für die Berechnung des Exposures in nachhaltigen Anlagen wechseln müssten.

TRV-Risikoanalyse bezüglich Fondsnamen[18]

Am 2. Oktober 2023 publizierte ESMA eine TRV-Risikoanalyse zu „ESG names and claims in the EU fund industry". In dieser Studie wurden Namensänderungen von EU-Fonds untersucht wie auch die Zahl von ESG-Begriffen in weiteren offenzulegenden Materialien von (englischsprachigen) Fonds.

Bezüglich der Namensänderungen der erstellten Datenbank von über 36.000 OGAW-Fonds mit rund 16 Billionen Euro an Volumen zwischen 2013 und 2023 ließ sich festhalten, dass insbesondere zwischen 2018 und 2022 ein starker Anstieg zu verzeichnen war, welcher sich meist in der Verwendung wenig spezifischer Begriffe zeigte, während die Nachfrage nach solchen Fonds stets diejenige nach anderen Fonds überstieg. Während 2013 weniger als 3% der Fonds ESG-Begriffe im Namen trugen, waren es Anfang 2023 die vorgenannten etwa 14% mit einem Volumen von 974 Milliarden von 6,8 Billionen Euro.

Die Analyse der weiteren Dokumente Ende 2022 von 12.629 Fonds mit 5,8 Billionen Euro Volumen lässt erkennen, dass gegenüber dem Fondsnamen ein hoher Anteil an ESG-bezogenen Wörtern in KIIDs/KIDs und Marketingdokumenten bestand, dafür ein niedriger Anteil in der Investmentstrategie. Die Verwendung von ESG-Wörtern findet hierbei zielgruppen- und regulierungsabhängig statt.

Mit der umfassenden Untersuchung dieser Studie wird das Ziel der Leitlinien mit Zahlenmaterial gefüttert. Dieses Material kann einerseits den Anstieg an ESG-Fondsnamen klar belegen, trifft dafür andererseits aber keinerlei Aussage zu dessen Wirkung.

Einige grundsätzliche Anmerkungen zu den Leitlinien

Auch wenn die vorstehenden Zahlen die Auswirkungen der Leitlinien verdeutlichen, steht auf einem anderen Blatt Papier, ob sie auch ihr Ziel, der Bekämpfung von Greenwashing zu dienen, zu erreichen vermögen, und unbeabsichtigte Kollateralschäden für andere Ziele der Nachhaltigkeitsregulierung sind alles andere als ausgeschlossen.

Bedeutung des Fondsnamens unbesehen vom Anlegertyp?

ESMA stellt recht apodiktisch fest, dass Fondsnamen ein bedeutendes Marketingtool und daher besonders anfällig für Greenwashing-Praktiken seien. Dahinter darf mit Fug zumindest ein Fragezeichen gesetzt werden, auch wenn sie diese Feststellung in jeder Publikation zu dem Thema wie ein selbsterklärendes Rechtfertigungs-Mantra als Kernaussage wiederholt. ESMA und mit ihr die anderen ESAs EIOPA und EBA scheinen sich selbst nicht sicher, was Greenwashing überhaupt ist und in welchen Erscheinungsformen es auftritt (siehe nur den *Call for Evidence on Greenwashing*[19]). Gerade im Fondsvertrieb an institutionelle Investoren, welche die Fondslandschaft bspw. im Alternativen-Investment-Bereich prägen, spielt der Fondsname für eine Investitionsentscheidung eine höchstens untergeordnete Rolle, wenn überhaupt: Auf beiden Seiten sitzen Profis, und ein Investor lässt sich nicht nur hinsichtlich der Kapitalanlage, sondern auch rechtlich und steuerlich regelmäßig beraten, ehe er ein Ticket zeichnet. Der Zusammenhang zwischen dem Fondsnamen als Marketinginstrument und der Anlageentscheidung scheint selbst bei Kleinanlegern nicht so apodiktisch und eindeutig zu sein, wie oft dargestellt wird. Die von der TRV-Risikoanalyse zitierten Studien zeigen eine potentielle Verzerrung auf – Namen von Fonds werden gerne an Trends angepasst, ohne dass es notwendigerweise zu einer Änderung des Portfolios kommt –, doch bezüglich des Namens als Fondsentscheidung vermag sie nur die hohe Nachfrage darzustellen; für die Wirkung greift die Analyse auf das Mantra von ESMA als „bedeutendes Marketingtool" zurück. Forscher der FCA fanden beispielsweise im Rahmen einer Verhaltensforschung (explorative Analyse, Online-Experimente und qualitative Forschung) heraus, dass ESG-Fondsbilder, Fondsbeschreibungen und Fondsstrategien keine statistisch signifikante Auswirkung darauf haben, wie die Teilnehmer investieren. Es scheint nicht wahrscheinlicher zu sein, dass die

17 Vgl. dazu Hortense Bioy von Morningstar unter https://www.linkedin.com/feed/update/activity:6999426291615555584/ mit weiteren Links.

18 ESMA TRV Risk Analysis – ESG names and claims in the EU fund industry, abzurufen unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA50-524821-2931_ESG_names_and_claims_in_the_EU_fund_industry.pdf.

19 Siehe https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/esas-call-evidence-greenwashing.

Teilnehmer Fonds auswählen, wenn das Factsheet ein ESG-Attribut enthält, als wenn es neutral ist. Sie fanden jedoch heraus, dass Medaillen einen signifikanten Einfluss auf die Investitionsentscheidungen der Teilnehmer in ihrem Analyse-Setup haben.[20] Medaillen können wohl einen ähnlichen Einfluss auf eine Anlageentscheidung haben wie Labels. Die Bedeutung von Fondsnamen wird dementsprechend wahrscheinlich überschätzt; jedenfalls ist das Überstülpen der Guidelines unbesehen der Qualifikation von Investoren auf Retail- und institutionelle Investoren nicht zielführend, der entsprechende Ansatz der FCA erscheint passgenauer.

To label or not to label?

Wiederholt haben EU-Kommission und ESMA betont, dass die SFDR kein Labelling-Regime darstelle, und dass die Kategorisierung oder Klassifizierung von Fonds in Art. 6, 8 oder 9 kein Etikett oder Label darstelle (oder eben eine Medaille, vgl. die obigen Ergebnisse der Verhaltensforschung der FCA). ESMA sprach anlässlich des *Open Hearing* diesbezüglich sogar schon von „misreception" der SFDR durch die Industrie und will diese „Fehlwahrnehmung" mit dem Erlass der Leitlinien minimieren. Dies steht offensichtlich im Gegensatz zur Praxis der Branche in den letzten Jahren.

Die Einschätzung der europäischen Behörden ist ein Teil der Wahrheit, aber eine mögliche "Fehlkonstruktion" oder eben „misconception" ist vielleicht ein anderer Teil derselben Wahrheit. Es entspricht offensichtlich einem Bedürfnis von Fondsanbietern und Anlegern, also der ganzen Industrie, eine Art von Kennzeichnung oder Kategorisierung zur Verfügung zu haben, denn Kennzeichnungen haben auch den Charme von Einfachheit und Klarheit, wie in anderen Bereichen der Wirtschaft und des Lebens auch. Die Überlegungen der FCA im Vereinigten Königreich und die geplante Einführung von sustainable labels, aber auch in der EU selbst (man denke nur an die Übertragung des EU Ecolabels auf Finanzprodukte) und in den EU-Mitgliedstaaten gehen in eine ähnliche Richtung. So arbeitet beispielsweise auch der Nachhaltigkeitsbeirat der Bundesregierung an einer Art "Ampelsystem" für Finanzprodukte. Obwohl sich die SFDR "nur" mit der Offenlegung befasst, hat sie sich faktisch zu einem Kennzeichnungssystem entwickelt, das als solches natürlich nicht wirklich funktioniert. Angesichts des breiten Spektrums an Strategien und (ESG-)Ansätzen, die unter Art. 8 SFDR fallen können, hat dies zu einem Ansturm von Asset Managern geführt, die ihre Fonds als Art.-8-Produkt klassifizieren, oft zusätzlich angetrieben durch Forderungen der Investoren nach nachhaltigen Produkten. Als Folge der Verabschiedung der von ESMA vorgeschlagenen Leitlinien ist es für die Unternehmen jedoch viel schwieriger, Fonds in die Art.-8-Kategorie einzuordnen, und soweit ersichtlich, wird es auch keinen Vorteil haben, ein Art.-8-Fonds zu sein, ohne (potenziellen) Anlegern dies via Fondsnamen auch kundtun zu können.

Sinnvoller wäre es wohl, die SFDR auch zu einem Label- oder Kategoriensystem weiterzuentwickeln, indem Kriterien für die Artikel 6, 8 und 9 auf Level I, also auf Verordnungsstufe festgelegt werden. Dies wäre der angemessenere und ehrlichere Weg als die Verschärfung der SFDR-Regelung durch Q&As, aufsichtliche und klarstellende Erklärungen oder die Fondsnamen-Leitlinien. Das Argument, die Änderung oder Anpassung einer EU-Verordnung sei ein zu langwieriger Prozess, erscheint nicht wirklich stichhaltig – besser spät als nie, und besser ein kohärentes Regelwerk zu einem späteren Zeitpunkt als Flickwerk und die Ausbesserung ursprünglicher Lücken durch die Hintertür. Auch hier sollte man sich nicht zu schade sein, einen Blick über den Ärmelkanal zu werfen, und die von der FCA beschlossenen Labels eingehend zu studieren.

Die ESAs selbst haben sich in diesem Sinne auch in ihrer gemeinsamen Meinung[21] zur SFDR – wie auch die ESMA in ihrer eigenen Meinung vom 24. Juli 2024[22] bezüglich des Sustainable Finance Regelwerks der EU – für ein Labelsystem ausgesprochen, langfristig auch mit einer Skala. Insbesondere sei eine Präzisierung der nachhaltigen Anlage nötig. Dessen Fehlen hat sich auch bereits auf die geschaffenen geordneten Grundbahnen der Leitlinien ausgewirkt, indem der eindeutige Schwellenwert für den Nachhaltigkeitsbezug wegen der Unschärfe des Begriffs aufgegeben werden musste und diesbezüglich somit auch die Leitlinien keine echte Klarheit schaffen konnten, sondern nur mit dem schwammigen Begriff „bedeutsamer Investitionen" arbeiten.

20 Vgl. dazu https://www.fca.org.uk/insight/sustainable-investing-objective-gradings-greenwashing-and-consumer-choice.

21 Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/JC_2024_06_Joint_ESAs_Opinion_on_SFDR.pdf.

22 ESMA Opinion Sustainable investments: Facilitating the investor journey - A holistic vision for the long term -, abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA36-1079078717-2587_Opinion_on_the_functioning_of_the_Sustainable_Finance_Framework.pdf.

Begrifflichkeiten wie Greenwashing & Sustainability

Weder ist aktuell wirklich klar, geschweige denn einheitlich definiert, was Greenwashing ist – Definitionsansätze gibt es in der Taxonomie (Erwägungsgrund 11), der Delegierten Verordnung zur SFDR (Erwägungsgrund 16), der Delegierten Verordnung zu MiFID II (Erwägungsgrund 7) sowie bspw. auch in den Q&A der EU-Kommission zur SFDR von Juli 2021 (Seite 7)[23], noch präzisiert, was eine „nachhaltige Investition" über die recht weite Legaldefinition von Art. 2 Abs. 17 SFDR hinaus tatsächlich darstellt. Offenkundig tun sich auch die EU-Kommission und die ESAs damit schwer, wie der vorstehend angeführte *Call for Evidence on Greenwashing* und die entsprechenden Fragen an die EU-Kommission[24] deutlich machen. Greenwashing ist eine irgendwie geartete Abweichung des Ists vom Soll, der Verpackung vom Inhalt – aber weder der Maßstab, noch das Maß an sich sind wirklich klar. Im *Final Report on Greenwashing* von ESMA vom 4. Juni 2024[25] spiegelt sich das wider in den sehr allgemein gehaltenen „Terminology clarifications" auf S. 8.

Zum Schluss

So vermeintlich wohltuend kurz die ESMA-Leitlinien ausfallen, und so vermeintlich attraktiv der Charme der Klarheit der quantitativen Schwellenwerte in den Leitlinien ist, so komplex und potentiell gravierend für zahlreiche Fonds erscheinen die Auswirkungen der Leitlinien bei näherer Betrachtung. ESMA ist hier ursprünglich mit ihrem Entwurf vor weiteren bereits angekündigten regulatorischen Entwicklungen (die weitere Klärung von Begrifflichkeiten nach SFDR und Taxonomie, aber auch des Phänomens des Greenwashing, den Review der SFDR, aber auch die Berücksichtigung der rasanten Entwicklung des nachhaltigen Fondsmarktes) vormarschiert und hat dieses Vorgehen daraufhin durch den Richtliniengeber bestätigt gefunden. Für die sichere Rechtsgrundlage der Leitlinien hat sie dann zumindest das Inkrafttreten der Richtlinien abgewartet. Die Fondsbranche hatte bisher kaum Zeit, die vielen neuen Regeln im Bereich der nachhaltigen Kapitalanlage zu verdauen und in der Praxis zu erproben. Der im *Public Statement* vom 14. Dezember 2023 erklärte Aufschub gewährte somit willkommene Zeit zur Anpassung, letztlich für bestehende Fonds mehr als ein Jahr, um sich mit den Auswirkungen der Leitlinien zu befassen und eine Namensanpassung oder Modifikation der Fondsstruktur zu planen. Die zahlreichen Umstufungen – zumeist Abstufungen – von Fonds in jeweils andere Kategorien nach der SFDR zeigt bestens, dass das Bewusstsein für mögliches Greenwashing ausgeprägt ist und Fondsanbieter durchaus vorsichtig agieren. Aus dieser Vorsicht mag nun sogar Greenbleaching im Bereich der Fondsnamen, insbesondere mangels der Objektivierbarkeit bezüglich der unklaren Nachhaltigkeitsbezogenheit, entspringen – auf der anderen Seite können Fondsnamen als Übergangsinstrument vor der eventuellen Einführung eines Label-Systems unter Geltung der Leitlinien besser als Kategorisierungssystem fungieren, als es die aktuelle SFDR tut. So, wie die SFDR für Kategorisierung verwendet wird, so werden manche ESG-Begriffe im Namen sich aufgrund des vorgeschriebenen Fokus für eine Profilierung eignen.

Die neu konstituierte Kommission hat nun nicht nur verschiedene Meinungen vorliegen, die allesamt auf einen deutlichen Umbau des Regelwerks um die SFDR drängen. Mit den Leitlinien stellt die ESMA dem kränkelnden SFDR-Regime eine Krücke zur Verfügung, um zumindest die Nutzung nachhaltiger Begriffe im Namen zu regulieren. Diese Krücke mag auch nach vielfacher Vorstellung in die finale Neuregelung eingebaut werden und letztlich für die Namensgebung als Prothese weiterwirken, auch wenn das Regime ansonsten geheilt werden sollte. Möglicherweise bietet sie hierdurch einen Ausblick auf noch kommende Entwicklungen, nämlich darauf, wie eine Umstellung zur Erlangung potentieller Labels oder Kategorien zu erfolgen hätte – anhand möglichst objektiver Kriterien und Schwellenwerte.

23 Lesenswert insofern Zukas/Trafkowski, Sustainable Finance: The Regulatory Concept of Greenwashing under EU Law, EuZ 2/2022, C1 ff.

24 Vgl. List of additional SFDR queries requiring the interpretation of Union law der ESAs an die EU-Kommission, JC 2022 47, vom 9. September 2023, unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2022_47_-_union_law_interpretation_questions_under_sfdr.pdf.

25 Final Report on Greenwashing - Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies", zu finden unter ESMA36-287652198-2699 Final Report on Greenwashing.

Kontakt und Autor:

BAI e.V.
www.bvai.de

Michael Bommer
Rechtsanwalt (CH), Senior Referent Recht & Policy
Telefon: +49 228 96987-51
E-Mail: bommer@bvai.de

Impact Investing und ESG-Regulatorik – Eine Zusammenfassung des BAI Workshops Sustainable Finance & ESG 2024

Sina Nennstiel
Referentin Recht & Policy
BAI e.V.

Was ist Impact Investing und welche Anlageklassen sind für Impact Investing geeignet? Mit dieser Frage beschäftigt sich derzeit die Asset-Management-Branche. In den vergangenen Monaten haben zahlreiche Vertreterinnen und Vertreter des BAI und der BIII mit großem Engagement ein ***Positionspapier „Impact Investing in Alternative Investments – why private market investments are particularly suited for impact-generating investments"***[1] *erarbeitet. BAI und BIII, die seit Jahresbeginn durch eine gegenseitige Mitgliedschaft verbunden sind, bündeln ihre jeweilige Expertise: Alternative Investments bzw. Privatmarktanlagen wie Infrastruktur, Real Estate, Private Equity oder Private Debt und Impact Investing. Dies eben in der Überzeugung, dass Private Market Investments besonders geeignet sind für Impact Investments, wie der Untertitel des Positionspapiers bereits verrät. Daneben ist die überbordende Nachhaltigkeitsregulatorik ein weiteres Dauerthema der Branche, genauso wie die Frage, wie das Reporting all dieser Nachhaltigkeitsvorgaben gemeistert werden soll.*

Zu diesen Themen fand am 28. November 2024 erneut ein erfolgreicher BAI Workshop Sustainable Finance & ESG in der Frankfurt School of Finance & Management statt.

Eröffnet wurde das Event mit der Vorstellung des erwähnten Positionspapiers *Impact Investing in Alternative Investments*. Eric Prüßner, Hauptautor des Positionspapiers, machte den Auftakt und umriss den Inhalt und die Herangehensweise zum Positionspapier. Impact Investing wird ein immer wichtigerer Bestandteil der Asset-Management-Branche, doch im Moment gibt es noch viele offene Fragen, deren Beantwortung über die Zeit kommen wird. Das Positionspapier soll dabei Grundlage für Diskussionen rund um das Thema Impact Investing bilden.

Nach der allgemeinen Vorstellung folgte eine Case Study zum Impact Investing in Infrastruktur. Dieses Thema wird gleichzeitig das zweite Positionspapier von BAI und BIII in dieser Reihe sein und voraussichtlich im ersten Quartal des nächsten Jahres erscheinen. Wichtigstes *takeaway* ist, dass es für Impact Investing eines ganzheitlichen Ansatzes bedarf. Das Ganze muss kontextual gedacht werden und es braucht ein maßgeschneidertes Impact Management Framework. Daran an schloss sich ein hochkarätiges Panel rund um das Thema Impact Investing mit Expertinnen und Experten von der BIII, EY, Herbert Smith Freehills und LGT Capital Partners. Betont wurde hier erneut, dass es viele Begriffe rund um das Thema gibt und eine klare Abgrenzung schwierig ist. Labels wären an dieser Stelle notwendig und werden auch von den Investoren gewünscht. Eines ist jedoch sicher, auch die Transformation gehört zum Impact Investing dazu. Es folgten noch zwei weitere vertiefende Vorträge rund um das Thema Impact, unter anderem von Dr. Lukas Adams, GLS Bank und Ralph Kretschmer, EBG.

Nach dem Lunch folgte Susanne Schenker, Policy Officer Sustainable Finance bei der EU-Kommission, mit ihrer Keynote, in der sie ein regulatorisches Update im Bereich Sustainable Finance präsentierte. Frau Schenker betonte dabei, dass es im Moment darum ginge, die verschiedenen Nachhaltigkeitskonzepte zu vereinfachen. Die Taxonomie wird laut ihren Aussagen immer mehr zur Marktpraxis, und Unternehmen sehen die Taxonomiekonformität als ein zu erreichendes Ziel an. Auch der Blick nach UK seitens der EU-Kommission wird nicht gescheut, bspw. auf die UK-SDR, auch wenn die Ergebnisse im Vereinigten Königreich noch nicht für sich sprechen. Schnell ist eben doch nicht immer besser.

Regulatorisch ging es sodann weiter mit einem Vortrag zu *CSRD & ESG operations in Real Assets & Private Markets* von Michael Horvath und Sebastian Kreutel, beide PwC. Diese betonten, dass die Vorbereitung auf die CSRD Zeit in Anspruch nimmt und eine Verschiebung der nationalen Umsetzung daher von Vorteil sein könnte. Es folgte daraufhin ein Impulsvortrag und das Investorenpanel rund um ESG-Regulierung und ESG-Reporting 2024. Die Investorinnen und Investoren gaben Einblicke in die Reporting Welt und welche Hürden zu meistern sind.

Im weiteren Verlauf des Tages enthielt die reich befrachtete Agenda diverse informative Fachvorträge, u.a. zu Mindestschutz, guter Unternehmensführung und Lieferketten und was das für Alternative Investments Manager in der Praxis bedeutet. Die nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungspflichten wurden auch aus Sicht der Wirtschaftsprüfer diskutiert; dazu reflektierte Elmar Schobel, Mitglied

1 Download Positionspapier Impact Investing in Alternative Investments: https://www.bvai.de/fileadmin/Recht/Sustainable_Finance/BAI_BIII_Position_Paper_Impact_Investing_in_Alternative_Investments.pdf

des Fachausschusses Investment beim IDW, seine Erfahrungen und nahm eine Einordnung vor. Den Abschluss machte die Frage nach der Manager- und Fondsselektion und ob bzw. wie die SFDR hier die Spielregeln verändert.

Nach einem vollen Tag mit großartigen Impulsen und Insights zum Thema Sustainable Finance ließen die Teilnehmenden den Abend gemütlich beim Gettogether ausklingen. Wir bedanken uns herzlich bei allen Referenten, Sponsoren und Teilnehmern.

Nach dem Workshop ist bekanntlich vor dem Workshop, merken Sie sich gerne schon den Termin für das kommende Jahr vor:
Donnerstag, 27. November 2025.

Kontakt und Autorin:

BAI e.V.
www.bvai.de

Sina Nennstiel
Referentin Recht & Policy
Telefon: +49 228-96987-13
E-Mail: nennstiel@bvai.de

BAI ALTERNATIVE INVESTOR CONFERENCE 2025

mit exklusivem Investoren-Workshop & -Dinner

7. & 8. Mai 2025

BAI Alternative Investor Conference (AIC)

Kap Europa • Frankfurt

Abendveranstaltungen am 7. Mai 2025 im WesthafenPier

6. Mai 2025 Pre-Event zu Recht & Regulierung

Es erwarten Sie Fachvorträge, Keynote-Speeches und Paneldiskussionen u.a. aus den folgenden Bereichen:

- Infrastruktur - insbesondere **digitale Infrastruktur** und erneuerbare Energien
- **Private Debt** im aktuellen Zins- und Konjunkturumfeld
- **ESG und Impact-Strategien** für Alternative Investments
- **Private Equity** - gesunkene Bewertungen und stärkerer Fokus auf operative Wertentwicklung
- Private **Real Estate**
- Investorenallokation und **Investorenpanel**
- **Liquid Alternatives** & Hedgefonds-Strategien

Keynote-Speaker

Prof. Dr. Moritz Schularick
Präsident
Kiel Institut für Weltwirtschaft

Prof. Dr. Dr. h.c. Clemens Fuest
Präsident
ifo Institut

Investoren-Speaker

Prof. Dr. Reiner Braun
Inhaber des Lehrstuhls für Entrepreneurial Finance
Technische Universität München

Peter Herrmannsberger
Vorstand
Philips Pensionskasse (VVaG)

Informationen zur AIC finden Sie unter: **www.ai-conference.com**

Bei Interesse an einem Sponsoring kontaktieren Sie bitte Christina Gaul unter +49 228 9698735 oder events@bvai.de

Die Integration von ESG in Infrastrukturinvestitionen

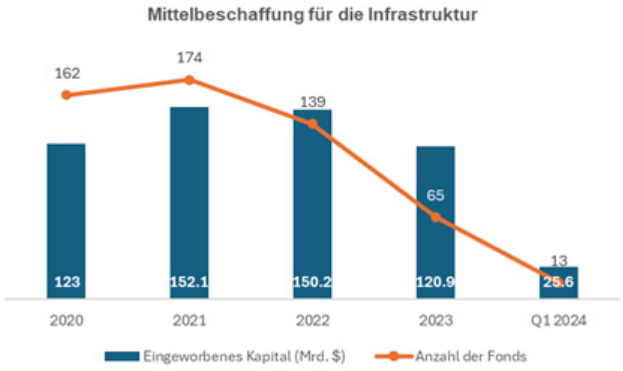
Dieser Artikel zielt darauf ab, die aktuellen Trends der ESG-Integration bei privaten Infrastrukturinvestitionen und die Vorteile bei Investitionsentscheidungen und dem Management von Infrastrukturanlagen zu untersuchen und die damit verbundenen Probleme zu beleuchten.

Volker Häussermann
Executive Director Asset Management,
Head of ESG Infrastructure Equity
Swiss Life Asset Management AG

Maria Peykova
Asset and ESG Manager,
Infrastructure Equity International
Swiss Life Asset Management AG

Einführung

Private Infrastrukturfonds haben im Jahr 2023 weltweit 120,9 Mrd. US-Dollar eingesammelt und seit 2016 führen sie das Fundraising für Real Assets an[1]. Institutionelle Investoren schätzen vor allem die inflationsresistenten Renditen und die antizyklischen Eigenschaften dieser attraktiven Anlageklasse. Die Investitionen erfolgen zumeist über Infrastrukturfonds, die ihrerseits in nicht-gelistete Infrastrukturunternehmen investieren.



Quelle: Pitchbook. Geographie: Global.

Die Mobilisierung privaten Kapitals ist nicht nur für die Finanzierung der Energiewende[2] und der Dekarbonisierung kohlenstoffintensiver Vermögenswerte entscheidend, sondern auch für den Aufbau nachhaltiger Infrastruktur[3]. Für Europa werden insgesamt 2.500 Mrd. Euro benötigt, um den ökologischen Wandel bis 2050 abzuschließen: Dies erfordert gemeinsame Anstrengungen von privatem und öffentlichem Kapital[4].

Die Infrastrukturinvestitionen durchlaufen einen transformativen Wandel, da ESG-Aspekte zunehmend integraler Bestandteil von Investitionsentscheidungen und der Wertschöpfung werden. Im Jahr 2023 haben 93% der Unterzeichner der UN-Prinzipien für verantwortliches Investieren (PRI) ihre Ansätze für verantwortungsbewusstes Investieren veröffentlicht, eine Steigerung um 5%-Punkte seit 2021[5]. Diese Investorengruppe verwaltet über zehn Prozent des globalen Infrastrukturvermögens.

Dieser Wandel wird durch eine verstärkte regulatorische Kontrolle, insbesondere in Europa, sowie steigende Anforderungen an Nachhaltigkeit seitens der Vermögensinhaber und ihrer Begünstigten beschleunigt. Da Infrastrukturanlagen eine lange Nutzungsdauer haben, besteht die Notwendigkeit, ihre Widerstandsfähigkeit und soziale Auswirkungen zu verbessern, um zukünftige Risiken, die sich in höheren künftigen Kosten und Prämien niederschlagen können, zu mindern und sie mit globalen Nachhaltigkeits- und Entwicklungszielen in Einklang zu bringen.

Parallel dazu formiert sich die Gegenbewegung zu ESG-Investitionen, insbesondere in den USA. Dies wird durch die politische Polarisierung, wirtschaftliche Bedenken und Vorwürfe über eine unklare ESG-Position innerhalb der Investmentbranche weiter angeheizt. Kritiker argumentieren, dass ESG-Kennzahlen eine mangelnde Standardisierung und Transparenz aufweisen, was es den Investoren erschwert, ihre tatsächliche Wirkung zu beurteilen. Darüber hinaus glauben einige, dass die Priorisierung von ESG-Faktoren die Rendite beeinträchtigen kann, was zu weiterer Skepsis führt.

1 Q1_2024_Global_Real_Assets_Report.pdf (pitchbook.com)

2 Blueprint for the Energy Transition | BCG

3 Nachhaltige Infrastrukturen sind laut dem Umweltprogramm der Vereinten Nationen solche, die während ihres gesamten Lebenszyklus wirtschaftlich, sozial, ökologisch und institutionell nachhaltig sind.

4 ERT-Strengthening-Europes-energy-infrastructure_March-2024.pdf

5 Responsible Investment Trends in Infrastructure PRI, September 2024

ESG-Integration über den gesamten Investitionszyklus

ESG-Integration bei der Deal-Sourcing und Sorgfaltsprüfung von Investitionen

Die ESG-Integration beginnt bereits beim Deal-Sourcing und der Sorgfaltsprüfung (Due Diligence). Infrastrukturinvestoren beurteilen potenzielle Investitionen zunehmend nicht nur anhand finanzieller Kennzahlen, sondern auch mit einer ESG-Perspektive. Dabei legen sie besonderes Augenmerk auf wesentliche ESG-Risiken (z. B. Kohlenstoffemissionen, Kinderarbeit, Transparenz) sowie auf Wertschöpfungspotenziale (z. B. Dekarbonisierung, verbesserte Konnektivität, stärkere Aufsicht durch die Gremien). Laut PRI berücksichtigen 95% der Infrastrukturinvestoren ESG-Faktoren während der Due Diligence[6].

Sie analysieren die Umwelt- und Sozialauswirkungen sowie die Qualität der Unternehmensführung (Governance) und berücksichtigen sowohl die Auswirkungen der Unternehmensaktivitäten auf die Umwelt und die Gesellschaft (inside-out) als auch die Auswirkungen der Umwelt und der Gesellschaft auf die Unternehmensleistung (outside-in).

Ein umfassender ESG-Due-Diligence-Prozess umfasst interne Expertise, ein gründliches ESG-Bewertungsrahmenwerk, Stakeholder-Engagement, Standortbesuche und externe Unterstützung durch unabhängige Berater, um sicherzustellen, dass alle relevanten Risiken und Chancen vor der Investition berücksichtigt werden.

ESG-Integration in der Investitionsentscheidung

Nach Abschluss der Due Diligence werden ESG-Kriterien in den Entscheidungsprozess integriert. Investitionsausschüsse erkennen zunehmend die wesentlichen Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die langfristige finanzielle Leistung. Laut PRI berücksichtigen 93% der Infrastrukturinvestoren ESG-Faktoren während der Investitionsausschusssitzungen[7]. Ein separates ESG-Komitee, bestehend aus internen Nachhaltigkeitsexperten, kann die Ergebnisse der ESG-Due-Diligence bewerten und den Investitionsausschuss beraten.

Wesentliche Faktoren wie Umweltgefahren oder gesellschaftlicher Widerstand können frühzeitig identifiziert werden. Ebenso kann die langfristige Widerstandsfähigkeit durch effektives ESG-Management beurteilt und bei den Investitionsentscheidungen berücksichtig werden.

Asset-Management und Wertschöpfung

Der Ansatz privater Infrastrukturinvestoren bietet bei der Förderung einer Nachhaltigkeitsagenda Vorteile gegenüber Investitionen in öffentlichen Märkten. Aus einer Eigentums- und Governance-Perspektive können private Investoren die Kontrolle über Portfoliounternehmen ausüben und die operative Nachhaltigkeit sowie die Einhaltung regulatorischer Vorgaben und gesellschaftlicher Erwartungen verbessern. Durch ihren Einfluss über die Gremien und auf das Management können sie Strategien entwickeln, und ESG-Ziele festlegen, die die Einführung von ESG-Prinzipien beschleunigen und deren Fortschritt überwachen.

Transparente ESG-Berichterstattung fördert Vertrauen und steigert die Glaubwürdigkeit. Technologielösungen wie ESG-Datenmanagementplattformen verbessern die Berichterstattung und ermöglichen die Echtzeitverfolgung von ESG-Metriken. Durch die aktive Überwachung von ESG-Daten und das Management von Risiken und Chancen können Investoren sowohl finanziellen als auch sozialen Wert erhalten und steigern.

Exit

In der Exit-Phase kann die Qualität von ESG-Faktoren zu einem entscheidenden Unterscheidungsmerkmal werden. Investoren suchen zunehmend nach Infrastrukturanlagen, die eine starke ESG-Performanz vorweisen können, da diese häufig als weniger riskant und attraktiver gelten. Eine gut definierte ESG-Strategie mit klaren Zielen und einer nachvollziehbaren Dokumentation von ESG-Verbesserungen kann die Bewertung erheblich steigern und die Anzahl potenzieller Käufer erweitern[8].

ESG-Reglements und Standards, die die Infrastruktur beeinflussen

Verschiedene Standards und Rahmenwerke bestimmen die ESG-Integration in Infrastrukturinvestitionen.

- **Ziele für nachhaltige Entwicklung (SDGs):** Die Zuordnung von Projekten zu spezifischen SDGs bringt sie in Einklang mit internationalen Zielen und nationalen Initiativen für saubere Energie, Klimaschutz und nachhaltiger Infrastrukturentwicklung.

- **SFDR und EU-Taxonomie:** In Europa verbessern die Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) und die EU-Taxonomie die

6 Global responsible investment trends, March 2024

7 Global responsible investment trends, March 2024

8 The Payoffs and Pitfalls of ESG Due Diligence| BCG

Nachhaltigkeitseigenschaften von Investitionen, bieten Kriterien für ökologisch nachhaltige Aktivitäten und erfordern größere Transparenz.

- **CSRD:** Die Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) ist die neueste EU-Verordnung, die die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen verbessert und standardisiert und detaillierte ESG-Offenlegungen erfordert. Diese Transparenz und Rechenschaftspflicht helfen Infrastrukturinvestoren und ihren Portfoliounternehmen, sich mit globalen Nachhaltigkeitszielen in Einklang zu bringen und ESG-Risiken zu reduzieren.

ESG-Faktoren bei Infrastrukturinvestitionen

Die Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei Infrastrukturinvestitionen ist entscheidend für ein nachhaltiges und verantwortungsbewusstes Wachstum. Während es zahlreiche ESG-Faktoren zu berücksichtigen gibt, haben die folgenden Schlüsselbereiche aufgrund ihrer materiellen Bedeutung einen besonders großen Einfluss auf Infrastrukturinvestitionen.

Umwelt

Dekarbonisierung und erneuerbare Energien: Infrastrukturinvestoren fördern die kohlenstoffarme Wirtschaft durch Investitionen in erneuerbare Energien und die Dekarbonisierung traditioneller kohlenstoffintensiver Infrastrukturanlagen.

Quelle: Swiss Life Asset Managers

Biodiversität und Ressourcenmanagement: Die Integration von Biodiversität und Ressourcenmanagement in Investitionen schützt Ökosysteme und fördert nachhaltige Praktiken, wodurch Umweltverantwortung sichergestellt wird.

Resilienz und Klimaanpassung: Der Bau widerstandsfähiger Infrastrukturen und die Anpassung an den Klimawandel sind unerlässlich. Investoren müssen Klimarisiken bewerten und Minderungsstrategien umsetzen, um Vermögenswerte zu schützen und langfristige Risiken zu reduzieren.

Soziales

Einbindung der Gemeinschaft: Die frühzeitige Einbindung regionaler Gemeinden und die Berücksichtigung gesellschaftlicher Auswirkungen baut Vertrauen auf und sichert eine soziale Akzeptanz.

Arbeitspraktiken und Menschenrechte: Sichere Arbeitsbedingungen, Vielfalt und ethisches Lieferkettenmanagement schützen die Arbeiter, steigern die Produktivität und verringern das Risiko von Unfällen und rechtlichen Risiken.

Auswirkungen auf lokale Wirtschaften: Infrastrukturinvestitionen sollten lokale Wirtschaften durch Schaffung von Arbeitsplätzen und Verbesserung von Dienstleistungen stimulieren, wobei positive Auswirkungen gemessen und berichtet werden.

Governance

Investorenebene: Ein robustes ESG-Rahmenwerk mit klaren ESG-Zielen, internen Strukturen und Bewertungsgrundsätzen ist entscheidend. Führungskräfte müssen ESG in die Unternehmenskultur integrieren, wobei finanzielle und Nachhaltigkeitsziele berücksichtigt werden.

Asset-Ebene: Nach der Investition sind starke Governance-Praktiken wichtig, einschließlich robuster Aufsicht, transparenter Entscheidungsfindung und klarer Verantwortlichkeitsstrukturen. Effektive Governance gewährleistet die Einhaltung regulatorischer, ökologischer und sozialer Standards und das Management von Umwelt- und Sozialrisiken.

Herausforderungen bei der Integration von ESG in Infrastrukturinvestitionen

Regulatorische Komplexität: Das sich ständig weiterentwickelnde regulatorische Umfeld stellt erhebliche Herausforderungen dar, einschließlich erhöhter Berichtspflichten, regionaler Unterschiede, Datenbeschaffungsanforderungen und Bewertungskomplexität bei der Einhaltung strenger Nachhaltigkeitskriterien. Dies kann das Wachstum begrenzen, die Kosten erhöhen und Unsicherheit bei der langfristigen Compliance schaffen.

Datenbeschaffungund-überwachung: Infrastrukturinvestorenstehen vor Herausforderungen aufgrund der Vielzahl erforderlicher ESG-Datenpunkten und regulatorischer Rahmenwerke. In der Praxis

ist das oft nicht trivial, da die Verfügbarkeit von Informationen von der Reife der ESG-Praktiken abhängt. Umfangreiche Due Diligence ist notwendig, um die Genauigkeit und Integrität der ESG-Daten zu überprüfen. Robuste Systeme und Prozesse sind erforderlich, um die Datenqualität und -konsistenz sicherzustellen, was das ESG-Management ressourcenintensiv und kostspielig macht.

Kosten: ESG-Initiativen können kostspielig sein, einschließlich Investitionen in neue Technologien, Dekarbonisierungsmaßnahmen, Schulungen und Compliance. Diese können langfristig Vorteile bringen, aber auch Budgets belasten und die finanzielle Leistung beeinträchtigen.

Stakeholder-Management: Das Ausbalancieren unterschiedlicher Interessen und Erwartungen erfordert transparente Kommunikation und kollaborative Entscheidungsfindung.

Integration in den Investitionszyklus: Die Einbettung von ESG-Aspekten in die Due Diligence, Überwachung und Wertschöpfung erfordert Anpassungen interner Verfahren, Schulungen, erhöhte Due Diligence-Kosten und einen kulturellen Wandel innerhalb der Organisationen.

Messung der Auswirkungen: Die Quantifizierung der Auswirkungen von ESG-Initiativen kann herausfordernd sein, da ESG-Ergebnisse oft qualitativ und langfristig sind, im Gegensatz zu finanziellen Kennzahlen.

Schlussfolgerung

Die Zukunft der ESG-Integration in Infrastrukturinvestitionen wird durch Trends wie digitale Transformation, Dekarbonisierung, grüne Finanzierung, den Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft und Innovationen im nachhaltigen Bauwesen geprägt.

Regulatorische Anforderungen treiben die ESG-Integration voran, indem sie Transparenz und Investitionen in nachhaltige Aktivitäten beschleunigen. Neue Technologien verbessern das Management von ESG-Daten und schaffen mehr Transparenz für fundierte Entscheidungen. Robuste ESG-Praktiken können den Zugang zu Kapital und staatlichen Anreizen erleichtern und die Kosten mindern.

Die Integration von ESG-Kriterien in den Anlageprozess ist bereits heute für viele Asset Manager eine strategische Notwendigkeit, die die Widerstandsfähigkeit von Beteiligungen erhöht, Innovationen vorantreibt und Investitionen mit nachhaltigen Entwicklungszielen in Einklang bringt. Sie ermöglicht es Asset-Managern, langfristigen Wert für Institutionelle Investoren, den Planeten und die Menschen zu schaffen.

Eine gut geplante und umgesetzte ESG-Integration bietet Investoren viele Vorteile, wie umfassenderes Risikomanagement, verbesserte Asset-Performance, die Einhaltung regulatorischer Anforderungen sowie die Angleichung der Erwartungen mit Stakeholdern. Dies stärkt die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens und wirkt sich langfristig positiv auf die gesellschaftliche Entwicklung aus.

Kontakt und Autoren:

Swiss Life Asset Management AG
Bleicherweg 72
P.O. Box, 8022 Zürich, Schweiz
www.swisslife-am.com

Volker Häussermann
Executive Director Asset Management,
Head of ESG Infrastructure Equity
Swiss Life Asset Management AG

Telefon: +41 79 250 09 98
E-Mail: volker.haeussermann@swisslife-am.com

Maria Peykova
Asset and ESG Manager,
Infrastructure Equity International
Swiss Life Asset Management AG

Telefon: +41 79 948 49 69
E-Mail: maria.peykova@swisslife-am.com

Benno Jöckel
Sales Director, Institutionelle Kunden
Swiss Life Asset Managers Luxembourg
Niederlassung Deutschland

Telefon: +49 69 97908 546
E-Mail: benno.joeckel@swisslife-am.com

Haftungsausschluss

Die vorliegende Publikation enthält Werbung. Dieses Dokument wurde mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt, wir geben jedoch keine Gewähr hinsichtlich dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnen jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die vorliegende Publikation begründet weder eine Einladung noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Veräußerung von Finanzinstrumenten, sondern dient lediglich Informations- und Werbezwecken. Dieses Dokument enthält «zukunftsgerichtete Aussagen», welche unsere Einschätzung und unsere Erwartungen zu einem bestimmten Zeitpunkt ausdrücken. Dabei können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere Einflussfaktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden. «Swiss Life Asset Managers» ist der Markenname für die Vermögensverwaltungsaktivitäten der Swiss Life-Gruppe. Mehr Informationen auf www.swisslife.com. Quelle: Swiss Life Asset Managers. Alle Rechte vorbehalten. Kontakt: Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, 60598 Frankfurt am Main.

SOF PAI Validation Framework for Alternative Investment Portfolios under SFDR and CSRD

Jegor Tokarevich
CEO
Substance Over Form Ltd.

Michael Zhang
Senior Risk Consultant,
Substance Over Form Ltd.

1. Motivation & Purpose

Various SFDR investors are required to make website disclosures about Principal Adverse Impact (PAI) indicators (PAIs) of their investments since 2022. While the data for direct and / or liquid investments is typically sourced from the issuer of the direct investment (e.g. real estate object) or via ESG data providers, indirect and illiquid investments often deliver PAIs via the European ESG Template (EET).

Besides, CSRD and ESRS also require investors to make disclosures of various ESG KPIs. While the disclosure scope is subject to the materiality analysis of every individual investor, it is mandatory to disclose financed Scope 3 GHG emissions for all investments in any case. This datapoint is comparable to the corresponding PAI under SFDR and can be delivered via the BAI ESG Template.

Both frameworks require investors performing validations checks of received inputs for ensuring accurate disclosures. In their October 2024 PAI report, ESA's state that "*Data deriving from data providers needs validation*".

Therefore, the question is **if there is a way to assess the plausibility of PAIs received from illiquid target funds in a standardized and simultaneously effective way**. In fact, errors can be made easily. For instance, a carbon footprint not normalized by 1m EUR - as required by regulations - will lead to an overstatement by 1 million times and may lead to major mistakes in the overall SFDR or CSRD disclosure for the total investor's balance sheet. Such an example can be found in ESA's October 2024 report where a supposedly unrealistic value of ca. 330,000 was reported in a PAI statement by a market participant.

2. PAI Benchmark as a Validation Framework

2.1. General considerations

Sophisticated internal or external audits of provided data including recalculations might require significant resources from institutional investors investing into tens and hundreds of target funds with many thousands of underlying data.

An alternative validation approach that is commonly used in practice is the comparison of reported values against a representative benchmark. While this approach might be less effective than detailed recalculations, it can be very effective in identifying outliers in a (cost-)efficient and standardized manner.

2.2. Design of the Benchmark

The key success factor in this approach is the selection of an appropriate benchmark. For each PAI we developed the following structured approach:

1. **Data collection:** We use data from the SOF EET PAI Study 2023 based on a sample of ca. 900 illiquid EU and non-EU funds and their EETs, where available and useful.
2. **Data scaling:** Due to data gaps and different portfolio structures in EETs, we scale all collected data to covered assets in the denominator, where relevant. This creates comparable data for the next step.
3. **Data aggregation:** Scaled data is aggregated in a distribution. Percentile values are determined (e.g., P5, P50, P95 etc.). Linear aggregation is used between existing datapoints.
4. **Determination of upper / lower bounds – first iteration:** The selection of the confidence level represents the individual / subjective risk tolerance of the validator. We start with the lower bound of P10 and the upper bound of P90.
5. **Qualitative adjustment of upper / lower bounds – second iteration:** In the second iteration we review the upper and the lower bound qualitatively. Based on our understanding of the KPI-specific context we check if the values of upper / lower bounds from the first iteration are meaningful in practice. For instance, it might be less useful checking if a PAI value is below a P10 threshold of the PAI "share of investments in investee companies involved in the manufacture or selling of controversial weapons". This is because the value "0" is a valid value for the majority of investment strategies. Hence, an overstatement of the value is the more likely risk that can be checked via the "> Upper Bound" check, while the "< Lower Bound" check can be removed.

6. **Adjustments after validation against liquid companies disclosures – third iteration:** In the last iteration a sample of companies with rather high values is selected for each KPI. For instance, for the carbon footprint KPI of high emitters would typically be above the P90 threshold given that (i) such investments are excluded by many institutional investors and (ii) the portfolio effect on the fund level should typically generate lower average values compared to the value generated by one individual outlier. The validation against liquid benchmarks can lead to adjustments of the P value for the upper / lower bound or other adjustments.
7. **Final benchmark:** The final benchmark will consist of an upper and a lower bound for each PAI including additional information.

2.3. Adjustment for Data Gaps, Eligibility and Coverage Ratios

Since data gaps typically occur in funds' ESG reports, PAI values and upper / lower bounds have to be adjusted prior to the comparison of different values to each other. Data gaps are typically measured with two KPIs, "Eligibility Ratio" (ER) and "Coverage Ratio" (CR), whereby:

$$(i)\ \boldsymbol{Data\ Gap} = Eligibility\ Ratio - Coverage\ Ratio$$

$$(ii)\ \boldsymbol{Eligibility\ Ratio} = \frac{Sum\ of\ eligible\ investments\ that\ should\ be\ able\ to\ report\ the\ KPI}{Sum\ of\ all\ investments\ in\ the\ portfolio\ incl.\ deposits\ and\ derivatives}$$

$$(iii)\ \boldsymbol{Coverage\ Ratio} = \frac{Sum\ of\ covered\ investments\ that\ did\ report\ the\ KPI}{Sum\ of\ all\ investments\ in\ the\ portfolio\ incl.\ deposits\ and\ derivatives}$$

Example 1:

Relevant Items from a Private Equity Fund Balance Sheet:

	Accounting Basis in mEUR	Carbon Footprint Value
Portfolio Company 1	10	100
Portfolio Company 2	20	Not covered
Bank Deposit	5	Not eligible
Forward	1	Not eligible
Total investments	**36**	

Eligibility ratio for investee companies (= portfolio companies) =
= sum of portfolio companies / total investments =
= 30 / 36 = **83.3%**
Interpretation: 83.3% out of total investments should have reported the PAI.

Coverage ratio = value of portfolio companies that reported the PAI / total investments =
= 10 / 36 = **27.7%**
Interpretation: 27.7% out of total investments did actually report the PAI

Data gap = Eligibility Ratio – Coverage Ratio = 83.3% - 27.7% = **55.6%**
Interpretation: 55.6% out of total investments didn't report the PAI although they are eligible

It is important to note that total investments are used as a basis for all three KPIs. If the total investments are also used in the denominator for the PAI value, the majority of portfolio level PAIs would be calculated based on the following weighted average formula:

$$(iv)\ \boldsymbol{Portfolio\ Level\ PAI\ Value} = \frac{\sum_{i=1}^{n} Accounting\ Basis_i\ *\ PAIvalue_i}{Sum\ of\ all\ investments\ in\ the\ portfolio\ incl.\ deposits\ and\ derivatives}$$

Based on the data in the example 1, the Portfolio Level PAI Value (Carbon Footprint) would be calculated as follows: (10 * 100 + 20 * empty + 5 * empty + 1 * empty) / 36 = **27.7**

Interpretation: The (covered) portfolio level carbon footprint on the portfolio level is 27.8, while the carbon footprint of the only covered asset is 100. **The example demonstrates that significantly different values are calculated dependant on the denominator (total investments vs. covered assets).**

In order to account for data gaps (ER - CR) as well as differences in portfolio structures (different ERs), we adjust all relevant values by coverage ratios with the following formula:

$$(v)\ \boldsymbol{Adjusted\ Portfolio\ Level\ PAI\ Value} = \frac{Portfolio\ Level\ PAI\ Value}{Coverage\ Ratio}$$

For comparability reasons, the adjustments are performed for both, (i) the benchmark as well as (ii) the received PAI value via an EET.

2.4. Lack of Benchmark Values

For certain KPIs there are no benchmark values. This can be due to one of the following reasons:

- No data was available
- Data was available, but the sample size was rather small (e.g. 5 values with low coverage ratios)
- The KPI has a high variability in methodology and can't generally be compared across funds (e.g. "rate of accidents").

2.5. Fund Size Adjustments for Absolute Values PAIs

As opposed to PAIs expressed as relative values calculated in % of a denominator (e.g. carbon footprint), PAIs expressed as absolute values (e.g. GHG emissions in tCO2e) are subject to the size bias in addition to the other biases described in previous chapters such as data gaps and portfolio structure bias. For instance, a fund with 1m EUR investments might have significantly lower GHG emissions compared to a fund with 1bn EUR investments. Hence, the benchmarking against absolute upper / lower boundaries without adjusting the values for the size might not be meaningful.

In order to adjust for the portfolio size, the upper / lower boundaries could be dynamically adjusted to the size of the fund providing the EET. Alternatively, a sufficiently conservative assumption of an average fund size can be made so that one set of an upper / lower boundaries would be established across all funds.

The fund size in mEUR can then be multiplied with the upper / lower boundaries for the carbon footprint KPIs in order to estimate boundaries for GHG emissions. We are using a fund size of 250 mEUR which might be seen as sufficiently conservative for many illiquid funds during the majority of their lifetime.

$$(vi)\ \boldsymbol{Estimated\ GHG\ Emissions\ Boundary} = \\ = Carbon\ Footprint\ Boundary * Total\ Investments$$

$$(vii)\ \boldsymbol{Total\ Investments} = 250\ mEUR$$

This approach implicitly assumes that the benchmark has an eligibility ratio = coverage ratio = 100% because GHG emissions are calculated for total investments. For comparability reasons, scaled carbon footprint based on the previous chapter are used to obtain the final adjusted GHG emissions:

$$(viii)\ \boldsymbol{Adjusted\ GHG\ Emissions\ Boundary} \\ = Adjusted\ Carbon\ Footprint\ Boundary * Total\ Investments$$

2.6. Quarterly vs. Annual Observations

While SFDR requires annual PAI values to be calculated based on at least 4 observations (= typically based on 4 quarterly NAV statements), CSRD requires the calculations to be performed based on one balance sheet. Since our scaling approach eliminates the portfolio allocation effects, the benchmarks should be generally usable for both regulations in our view.

2.7. Timeliness of Data

The data used for the definition of benchmarks was from the EETs received for the PAI reference period 1.1.2023 – 31.12.2023. However, it should be noted that it is common practice and a regulatory requirement to use the latest available data. Therefore, some data might have been collected in years prior to 2023.

While the benchmark might be sufficiently representative for the year 2024 and potentially subsequent years, it should be updated due to expected changes of the industry including increasing data quality, decarbonisation etc.

3. PAI Benchmark Values

All PAI Benchmark Values can be found in the **Annex 1: SOF PAI Benchmark 2023**. The following chapters we discuss the methodology for individual KPIs. In the **Annex 2: Use case for SOF PAI Benchmark Framework 2023** we describe how PAI benchmark values can be used in the validation of PAIs received from target funds on the portfolio level via EETs.

3.1. GHG Emissions and Carbon Footprint

The starting point is to determine the boundaries for carbon footprint. UB and LB for absolute GHG emissions can then be calculated based on the methodology described in the previous chapters.

LB for carbon footprints are determined based on the standard approach with P10 and are comparable to the liquid assets based on the feedback received from institutional investors.

UB for carbon footprints are determined based on the standard approach with P90. Based on our discussions with institutional investors in liquid assets, carbon footprints scope 12 around the UB of 739 can be observed for very high emitters such as airlines and therefore could be considered to be outliers relevant for specific investment strategies.

The same applies to the UB carbon footprint scope 123 of 1,288 which can be observed at high emitters such as manufacturers of cars or electrical devices.

3.2. Carbon Intensity

As opposed to the carbon footprint where a positive correlation between the numerator (emissions) and the denominator (enterprise value) can typically be assumed, this is not always the case for carbon intensity where the denominator is based on revenues. In particular, assets in construction may generate (almost) no revenues, while emitting rather high GHG emissions. Therefore, very large values can be valid in certain cases. However, for the majority of large institutional portfolios such assets are typically an exception, so that flagging such exceptions might still be justified and aligned with a conservative approach.

Lower boundaries are determined based on the standard approach with P10 and are comparable to the liquid assets of a sample of institutional investors.

Upper boundaries are first determined based on the P90 approach. The P90 from a sample size of > 240 EETs leads to values of 1,366 for GHG intensity scope 12 and 7,489.28 for GHG intensity scope 123. When validating the values against P90 values of liquid assets of a sample of institutional investors, we observe significantly lower values of 405 (scope 12) and 2811 (scope 123). This difference could be an indication that our illiquid sample might have more irregular cases such as projects with construction risk and / or errors in calculations. Therefore, we conservatively reduce our confidence level in order to align UB closer to the liquid benchmark. At P80 the illiquid portfolio values seem to be comparable to P90 liquid asset values which we take over for the benchmark.

3.3. KPIs with LB = 0 and UB = P90 from a sample of illiquid funds

Certain PAIs follow the same logic whereby the LB is set at 0 and the UB is P90 of the underlying value.

The LB value of 0 is set as a fixed value because many institutional portfolios may have meaningful 0 values indicating that, for instance, the portfolio has no companies with exposure to fossil fuels. In this approach it wouldn't be possible to identify potentially understated values. However, it would also eliminate many unnecessary flags of meaningful 0 values that are below a potential LB > 0.

3.4. KPIs with LB = UB = 0

For some KPIs LB and UB are both set as 0 because values of > 0 for these PAIs typically indicate severe irregularities such as UN GCP / OECD GL MNE violations or involvement in controversial weapons. Therefore, LB = UB = 0 indicates that we expect meaningful 0 as a base case and would like to flag any value exceeding 0.

3.5. Other KPIs

For other KPIs the LB and UB were determined based on one of the following approaches:

- No LB / UB due to lack of data
- Reduction of the P value for UB after qualitative validation of the distribution, e.g. if certain distributions show unrealistically high values (indicating a calculation mistake), and / or no liquid assets can be found that are comparable
- Fixing LB at 0 for the same reasons as in previous chapters

Annex 1: SOF PAI Benchmark 2023

EET Field / PAI	Lower Bound (LB)	Upper Bound (UB)	Comment
30020_GHG_Emissions_Scope_1_Value	34.10	184,859.51	SOF Estimation: CO_2 scaled up to the Fund GAV (Eligibility Ratio = 100%) and under the assumption of multiplying the avg fund size of 250 mEUR and carbon footprint for Scope 12 since carbon footprint for Scope 1 is not provided in the EET
30060_GHG_Emissions_Scope_2_Value	34.10	184,859.51	SOF Estimation: CO_2 scaled up to the Fund GAV (Eligibility Ratio = 100%) and under the assumption of multiplying the avg fund size of 250 mEUR and carbon footprint for Scope 12
30100_GHG_Emissions_Scope_3_Value	2,049.90	321,939.81	SOF Estimation: CO_2 scaled up to the Fund GAV (Eligibility Ratio = 100%) and under the assumption of multiplying the avg fund size of 250 mEUR and carbon footprint for Scope 123
30140_GHG_Emissions_Total_Scope12_Value	34.10	184,859.51	SOF Estimation: CO_2 scaled up to the Fund GAV (Eligibility Ratio = 100%) and under the assumption of multiplying the avg fund size of 250 mEUR and carbon footprint for Scope 12
30180_GHG_Emissions_Total_Scope123_Value	2,049.90	321,939.81	SOF Estimation: CO_2 scaled up to the Fund GAV (Eligibility Ratio = 100%) and under the assumption of multiplying the avg fund size of 250 mEUR and carbon footprint for Scope 123
30220_Carbon_Footprint_Scope12_Value	0.14	739.44	10% - 90% from a sample of illiquid funds
30260_Carbon_Footprint_Scope123_Value	8.20	1,287.76	10% - 90% from a sample of illiquid funds
30300_GHG_Intensity_Of_Investee_Companies_Scope12_Value	2.07	433.36	10% - 80% from a sample of illiquid funds
30340_GHG_Intensity_Of_Investee_Companies_Scope123_Value	38.44	2,283.81	10% - 80% from a sample of illiquid funds

EET Field / PAI	Lower Bound (LB)	Upper Bound (UB)	Comment
30380_Exposure_To_Companies_Active_In_The_Fossil_Fuel_Sector_Value	0.00	0.25	0 - 90% from a sample of illiquid funds
30420_Share_Energy_Consumption_From_Non-Renewable_Sources_Value	0.00	0.83	0 - 90% from a sample of illiquid funds
30460_Share_Energy_Production_From_Non-Renewable_Sources_Value	0.00	0.55	0 - 90% from a sample of illiquid funds
30500_Energy_Consumption_Intensity_Per_High_Impact_Climate_Sector_NACE_A_Value	0.00	14.41	0 - 70% from a sample of illiquid funds
30540_Energy_Consumption_Intensity_Per_High_Impact_Climate_Sector_NACE_B_Value	0.00	83.92	0 - 40% from a sample of illiquid funds
30580_Energy_Consumption_Intensity_Per_High_Impact_Climate_Sector_NACE_C_Value	0.00	100.13	0 - 70% from a sample of illiquid funds
30620_Energy_Consumption_Intensity_Per_High_Impact_Climate_Sector_NACE_D_Value	0.00	76.63	0 - 70% from a sample of illiquid funds
30660_Energy_Consumption_Intensity_Per_High_Impact_Climate_Sector_NACE_E_Value	0.00	77.46	0 - 65% from a sample of illiquid funds
30700_Energy_Consumption_Intensity_Per_High_Impact_Climate_Sector_NACE_F_Value	0.00	77.67	0 - 60% from a sample of illiquid funds
30740_Energy_Consumption_Intensity_Per_High_Impact_Climate_Sector_NACE_G_Value	0.00	73.37	0 - 60% from a sample of illiquid funds
30780_Energy_Consumption_Intensity_Per_High_Impact_Climate_Sector_NACE_H_Value	0.00	75.68	0 - 55% from a sample of illiquid funds
30820_Energy_Consumption_Intensity_Per_High_Impact_Climate_Sector_NACE_L_Value	0.00	37.49	0 - 45% from a sample of illiquid funds
30860_Activities_Negatively_Affecting_Biodiversity-sensitive_Areas_Value	0.00	0.18	0 - 90% from a sample of illiquid funds
30900_Water_Emissions_Value	0.00	12.77	0 - 90% from a sample of illiquid funds
30940_Hazardous_Waste_Ratio_Value	0.00	3.05	0 - 75% from a sample of illiquid funds
30980_Share_Of_Companies_Involved_In_Violation_Of_UN_Global_Compact_Principles_And_OECD_Guidelines_For_Multinational_Enterprises_Value	0.00	0.00	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31020_Share_Of_Companies_Without_Policies_To_Monitor_Compliance_With_UNGCP_And_OECD_Guidelines_For_Multinational_Enterprises_Value	0.00	0.87	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31050_Unadjusted_Gender_Pay_Gap_Value	0	0.42	0 - 80% from a sample of illiquid funds
31090_Board_Gender_Diversity_Value	0.00	1.00	SOF Estimation: Any value between 0 and 1 should be theoretically meaningful and acceptable.
31130_Share_Of_Investments_Involved_In_Controversial_Weapons_Value	0.00	0.00	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31170_GHG_Intensity_Value			No check performed due to insufficient data
31210_Number_Of_Countries_Subject_To_Social_Violations_Value			No check performed due to insufficient data
31250_Percent_Of_Countries_Subject_To_Social_Violations_Value			No check performed due to insufficient data
31290_Exposure_To_Fossil_Fuels_Extraction_Storage_Transport_Manufacture_Value	0.00	0.02	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31330_Exposure_To_Energy-inefficient_Real_Estate_Assets_Value	0.00	0.98	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31370_Emissions_Of_Inorganic_Pollutants_Value			No check performed due to insufficient data
31410_Emissions_Of_Air_Pollutants_Value			No check performed due to insufficient data
31450_Emissions_Of_Ozone_Depletion_Substances_Value			No check performed due to insufficient data
31490_Investing_In_Companies_Without_Carbon_Emission_Reduction_Initiatives_Investment_Weight_Value	0.00	0.82	0 - 90% from a sample of illiquid funds

EET Field / PAI	Lower Bound (LB)	Upper Bound (UB)	Comment
31520_Breakdown_Of_Energy_Consumption_By_Type_Of_Non-renewable_Sources_Of_Energy_Oil_Value	0.00	0.23	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31560_Breakdown_Of_Energy_Consumption_By_Type_Of_Non-renewable_Sources_Of_Energy_Natural_Gas_Value	0.00	0.21	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31600_Breakdown_Of_Energy_Consumption_By_Type_Of_Non-renewable_Sources_Of_Energy_Coal_Value	0.00	0.06	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31640_Water_Usage_And_Recycling_Average_Amount_Value			No check performed due to insufficient data
31671_Water_Usage_And_Recycling_Average_Percentage_Value			No check performed due to insufficient data
31680_Investing_In_Companies_Without_Water_Management_Policies_Weight_Value	0.00	0.92	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31720_Exposure_To_Areas_Of_High_Water_Stress_Value	0.00	0.13	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31760_Exposure_To_Companies_Producing_Chemicals_Value	0.00	0.02	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31800_Exposure_To_Companies_Causing_Land_Degradation_Desertification_Or_Soil_Sealing_Value	0.00	0.00	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31840_Exposure_To_Companies_Without_Sustainable_Land_Or_Agriculture_Practices_Policies_Value	0.00	0.90	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31871_Share_Of_Investments_In_Companies_Without_Sustainable_Oceans_Or_Seas_Practices_Value	0.00	0.55	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31875_Non_Recycled_Waste_Ratio_Value	0.00	0.76	10% - 90% from a sample of illiquid funds
31880_Share_Of_Investments_In_Investee_Companies_Whose_Operations_Affect_Threatened_Species_Value	0.00	0.00	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31920_Share_Of_Investments_In_Investee_Companies_Without_A_Biodiversity_Protection_Policy_Covering_Operational_Sites_Owned_Leased_Managed_In_Or_Adjacent_To_A_Protected_Area_Or_An_Area_Of_High_Biodiversity_Value_Outside_Protected_Areas_Value	0.00	0.97	0 - 90% from a sample of illiquid funds
31960_Share_Of_Investee_Companies_Without_Deforestation_Policy_Value	0.00	1.00	0 - 90% from a sample of illiquid funds
32000_Share_Of_Securities_Not_Issued_under_Union_legislation_on_environmentally_sustainable_bonds	0.00	0.88	0 - 90% from a sample of illiquid funds
32040_Share_Of_Bonds_not_issued_under_Union_legislation_on_environmentally_sustainable_bonds			No check performed due to insufficient data
32080_GHG_Emissions_Real_Estate_Scope_1_Value			No check performed due to insufficient data
32120_GHG_Emissions_Real_Estate_Scope_2_Value			No check performed due to insufficient data
32160_GHG_Emissions_Real_Estate_Scope_3_Value			No check performed due to insufficient data
32200_GHG_Emissions_Real_Estate_Total_Scope12_Value			No check performed due to insufficient data
32240_GHG_Emissions_Real_Estate_Total_Scope123_Value			No check performed due to insufficient data
32280_Energy_Consumption_Intensity_Value	0.00	0.04	10% - 90% from a sample of illiquid funds
32320_Waste_Production_In_Operations_Value	0.00	0.00	0 - 90% from a sample of illiquid funds

EET Field / PAI	Lower Bound (LB)	Upper Bound (UB)	Comment
32360_Raw_Material_Consumption_For_New_Construction_And_Major_Renovations_Value			No check performed due to insufficient data
32400_Land_Artificialisation_Value			No check performed due to insufficient data
32440_Exposure_To_Companies_Without_Workplace_Accident_Prevention_Policy_Value	0.00	0.44	0 - 90% from a sample of illiquid funds
32480_Rate_Of_Accidents_Value			No check performed due to insufficient data
32520_Number_Of_Days_Lost_For_Injuries_Accidents_Fatalities_Illness_Value	0.00	14,225.35	0 - 90% from a sample of illiquid funds
32560_Share_Of_Investments_In_Investee_Companies_Without_Any_Supplier_Code_Of_Conduct_Against_Unsafe_Working_Conditions_Precarious_Work_Child_Labour_And_Forced_Labour_Value	0.00	0.63	0 - 90% from a sample of illiquid funds
32640_Share_Of_Investments_In_Investee_Companies_Without_Any_Grievance_Or_Complaints_Handling_Mechanism_Value	0.00	0.42	0 - 90% from a sample of illiquid funds
32680_Share_Of_Investee_Companies_With_Insufficient_Whistleblower_Protection_Value	0.00	0.32	0 - 90% from a sample of illiquid funds
32720_Number_Of_Incidents_Of_Discrimination_Reported_In_Investee_Companies_Value	0.00	0.29	10% - 90% from a sample of illiquid funds
32760_Number_Of_Incidents_Of_Discrimination_Leading_To_Sanctions_In_Investee_Companies_Value	0.00	0.00	10% - 90% from a sample of illiquid funds
32800_Excessive_CEO_Pay_Ratio_Value	1.56	8.53	10% - 90% from a sample of illiquid funds
32840_Exposure_To_Companies_Without_Human_Right_Policy_Value	0.00	0.59	0 - 90% from a sample of illiquid funds
32880_Exposure_To_Companies_With_Lack_Of_Due_Diligence_Value	0.00	0.48	0 - 90% from a sample of illiquid funds
32920_Exposure_To_Companies_With_Lack_Of_Processes_And_Measures_For_Preventing_Trafficking_In_Human_Beings_Local_Value	0.00	0.58	0 - 90% from a sample of illiquid funds
32960_Exposure_To_Companies_With_Operations_And_Suppliers_At_Significant_Risk_Of_Incidents_Of_Child_Labour_Value	0.00	0.07	0 - 90% from a sample of illiquid funds
33000_Exposure_To_Companies_With_Operations_And_Suppliers_At_Significant_Risk_Of_Incidents_Of_Forced_Or_Compulsory_Labour_Value	0.00	0.18	0 - 90% from a sample of illiquid funds
33040_Number_Of_Identified_Cases_of_Severe_Human_Rights_Issues_And_Incidents_Value	0.00	0.00	10% - 90% from a sample of illiquid funds
33080_Exposure_To_companies_With_A_Lack_Of_Anti_Corruption_And_Anti_Bribery_Policies_Value	0.00	0.52	0 - 90% from a sample of illiquid funds
33120_Exposure_To_Companies_With_Cases_Of_Insufficient_Action_Taken_To_Address_Breaches_Of_Standards_Of_Anti_Corruption_And_Anti_Bribery_Value	0.00	0.00	0 - 90% from a sample of illiquid funds
33150_Number_Of_Convictions_For_Violation_Of_Anti_Corruption_And_Anti_Bribery_Laws_Value	0.00	0.00	10% - 90% from a sample of illiquid funds
33190_Average_Income_Inequality_Score_Value			No check performed due to insufficient data
33230_Average_Freedom_of_Expression_Score_Value			No check performed due to insufficient data
33265_Average_Human_Rights_Performance_Value			No check performed due to insufficient data
33295_Average_Corruption_Score_Value			No check performed due to insufficient data
33330_Non_Cooperative_Tax_Jurisdictions_Value			No check performed due to insufficient data
33370_Average_Political_Stability_Score_Value			No check performed due to insufficient data
33410_Average_Rule_Of_Law_Score_Value			No check performed due to insufficient data

Annex 2: Use case for SOF PAI Benchmark Framework 2023

The following example shows how SOF PAI Benchmark can be used for the validation of PAI values delivered via EETs.

Hypothetical example:

EET Field / PAI	Reported PAI in the EET	Scaled PAI	Lower Bound (LB)	Scaled PAI >= LB?	Upper Bound (UB)	Scaled PAI <= UB?
30220_Carbon_Footprint_ Scope12_Value (CF12)	30	120	0.14	120 >= 0.14	739.44	120 <= 739.44
30260_Carbon_Footprint_ Scope123_Value (CF123)	800	3,200	8.2	3,200 > 8.20	1,287.76	3,200 > 1,287.76

The table above demonstrates how to utilize the SOF PAI Benchmark for comparison with a fund reporting CF12 = 30 and CF123 = 800, both with coverage ratios (CR) of 25%.

1. 1The fund's reported PAI values are in the column "Reported PAI in the EET".
2. The values are scaled by the coverage ratio in the column "Scaled PAI". For instance, the scaled PAI value for CF12 is calculated as 30 / 0.25 = 120.
3. The Scaled PAI values are compared against the SOF lower and upper bounds as de-scribed in the Annex 1.
4. Interpret the results:

    a. In the column "Scaled PAI >= LB" the values are highlighted where this criteri-on is not fulfilled. For both PAIs, scaled PAIs significantly exceed the LB. Therefore, the UB criterion is fulfilled.

    b. In the column "Scaled PAI <= UB" the values are highlighted where this criteri-on is not fulfilled. While the CF12 value is significantly below the UB, the CF123 value exceeds the UB by almost 3 times. This doesn't immediately indicate that there is a mistake in the reported data. A possible explanation could be that the fund has a significant exposure to GHG intense companies or high values from the industry were used as a conservative estimate for the missing data gap. However, flagging and potentially verifying if the value can be justified or is a mistake could be a meaningful action contributing to the data quality.

Contact und Authors:

SOF (Substance Over Form Ltd.)
SOFI (SOF Infrastructure Ltd.)
84 Eccleston Square
London SW1V 1PX
Great Britain
www.sof-ltd.com

Jegor Tokarevich
CEO
Substance Over Form Ltd
Head of the ESG reporting working group at the German Association for Alternative Investments (BAI)

Mail: jegor.tokarevich@sof-ltd.com

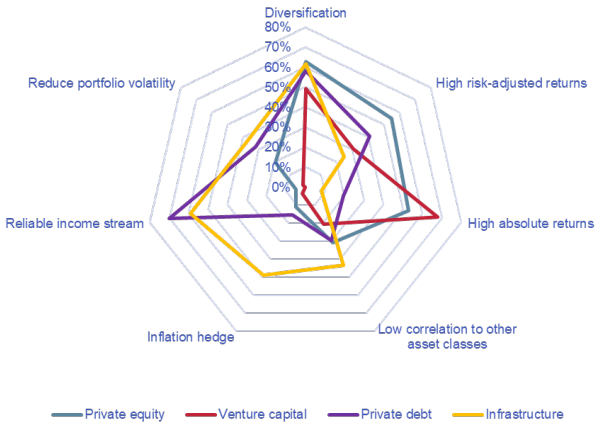
Michael Zhang
Senior Risk Consultant
Substance Over Form Ltd.

Fremdkapital für Infrastruktur in Asien – das Beste aus drei Welten

Angus Davidson
Head of Infrastructure Debt, APAC, AEW

Investitionen in Infrastruktur haben sich in den letzten zehn Jahren stark entwickelt: Das weltweit in Flughäfen, Stromtrassen, Glasfasernetze, Ladestationen, Krankenhäuser und ähnlichen Versorgungseinrichtungen verwaltete Vermögen ist von 300 Mrd. USD auf fast 1,5 Billionen USD gestiegen. Das in der Assetklasse „Private Debt" verwaltete Vermögen ist im selben Zeitraum von 430 Mrd. USD auf knapp 1,6 Billionen USD (Stand Dezember 2023) gewachsen.[1]

Für beide Anlageklassen sprechen Vorteile wie Diversifizierung, verlässliche Erträge, Inflationsabsicherung und eine geringere Korrelation zu anderen Anlageklassen.[2] Infrastructure Debt, also die Bereitstellung von Fremdkapital durch institutionelle Investoren außerhalb der Börsen, vereint Elemente beider Anlageklassen und ist mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum der globalen AUM von 15,8% p.a. in den zehn Jahren bis Dezember 2023 ebenso schnell gewachsen.



Quelle: Preqin Investor Survey November 2023

Infrastrukturkredite werden überwiegend über Projektfinanzierungen bereitgestellt, die sich in mehreren Punkten von allgemeinen Unternehmenskrediten unterscheiden:

a. Transparenz: Finanzierung identifizierter Projekte, wobei alle Risiken, einschließlich ESG-Risiken, im Vorfeld durch eine umfassende Due-Diligence-Prüfung ermittelt und über umfassende Vertragsstrukturen auf geeignete Vertragspartner aufgeteilt werden.

b. Bankfähigkeit: Projektanlagen in Sektoren mit klarer Ausrichtung, wie Energie, erneuerbare Energien und Daten-Infrastruktur

c. Eigenkapitalunterstützung: Erhebliche Vorab-Eigenkapitalbeteiligungen an der Projektentwicklung und -finanzierung, die den "Skin in the Game" sicherstellen, gekoppelt mit einem vorrangigen Schuldtitel, der eine bevorzugte Position in der Cashflow-Struktur des Kreditnehmers einnimmt. Wenn der Netto-Cashflow geringer ausfällt als erwartet, werden die Auswirkungen vom Eigenkapital getragen, bevor sie sich auf die FK-Seiten auswirken.

d. Sicherheiten: Durchsetzbare Sicherheiten an a) Anteilen des zugrunde liegenden Darlehensnehmers, b) zum Projekt gehörenden Bankkonten und c) Forderungen aus dem Projektfortschritt vor dem Abschluss der Finanzierung, was einen erheblichen Verhandlungsspielraum bei der Abwicklung und/oder bei notleidenden Darlehen bietet.

e. Schutzklauseln („Covenants"): Die Verschuldung wird in der Regel relativ zum Netto-Cashflows festgelegt. Verschuldungsgrad und Zinsdeckung werden ständig gemessen und sanktioniert.

Projektfinanzierungsdarlehen im Infrastruktur Bereich haben daher andere Charakteristika als Unternehmens-/Direktkredite:

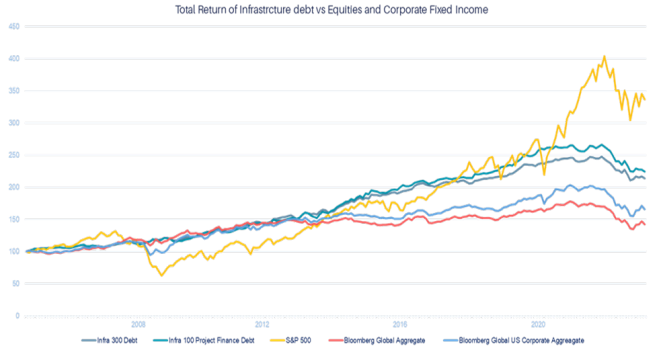
I. Bestimmte Sektoren privater Schuldtitel können höhere Renditen bieten als gelistete Infrastrukturschuldtitel. [3] So lagen die Renditen für Direktkredite im Juli 2024 bei 9,4 % . Vorrangige Infrastrukturanleihen bieten derzeit 1,5 bis 3,0 % über dem variablen Zinssatz während das Ziel des AESI (Asian Environmental Social Infrastructure Debt Fund) bei über 3,5 - 4,0 % über SOFR liegt.

Infrastruktur Debt Investments können, wie im Folgenden dargelegt, Prämien gegenüber liquiden Investments bieten:

1 Preqin

2 Preqin

3 Cliffwater Direct Lending Index - Cliffwater Asset Allocation Ausblick Q4 2024

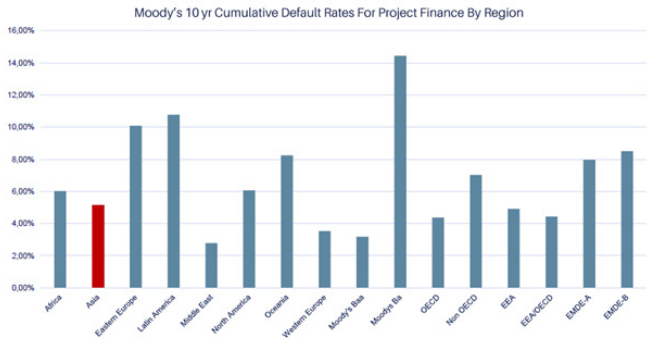


Quelle: Edhec, Bloomberg

II. Infrastrukturkredite sind ein defensiver Sektor innerhalb der Privatkredite, mit deutlich niedrigeren Ausfallraten.[4] So liegen beispielsweise die kumulativen 10-Jahres-Ausfallraten für Projektfinanzierungskredite bei 3,3 % gegenüber 14,9 % für Unternehmensanleihen (non Financial). Die jährlichen Ausfallraten für private Lending schwanken zwischen 2-9%.

III. Auch die Verwertungsquoten („recovery rates") sind bei gegebener Sicherheit höher als bei der unbesicherten Unternehmensfinanzierung mit durchschnittlich 76,9 %, wobei in den häufigsten Fällen (62 Prozent) es zu einer vollständigen Recovery aus den Sicherheiten kommt.[5] Bei Direktkrediten wird eine Ausfallquote von 50 % angenommen .

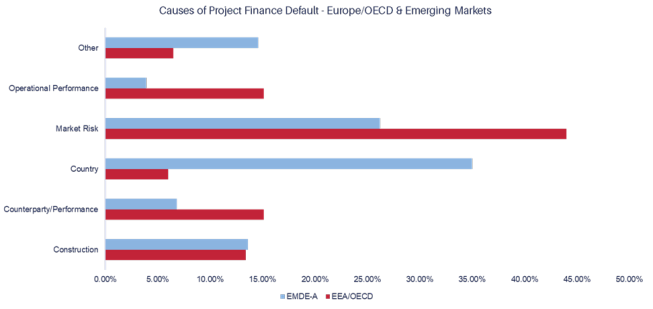
IV. Die gemäß AESI (Asian Environmental Social Infrastructure Debt Fund) definierten Ausfallraten bei Projektfinanzierungsdarlehen variieren zwar von Region zu Region, die durchschnittlichen Ausfallraten in Asien stimmen jedoch mit denen der Europäischen Wirtschaftsunion überein. Somit liegen diese Ausfallraten leicht unter denen der USA und um fast die Hälfte under denen der Schwellenländer. Dies ist auf die Reife Asiens in der Projektfinanzierung zurückzuführen, wo globale Sponsoren mit globalen Kreditgebern und Beratern zusammenarbeiten und dieselben Finanzierungstechniken verwenden.



Quelle - Moody's Ausfall- und Rückzahlungsquoten für projektfinanzierte Bankkredite, 1983-2021

Die Gründe für Ausfälle sind je nach Region unterschiedlich, wobei die Ausfälle in den Industrieländern stärker mit Markt- und Strukturrisiken korrelieren, während die Ausfälle in den Entwicklungsländern in der Vergangenheit durch Länderrisiken wie Staats- und Währungskrisen verursacht wurden.

Die Anleger sollten sich daher der Marktzyklen bei Fremdkapital Investments bewusst sein, die von Region zu Region unterschiedlich sind. Die Sponsoren sind zum Beispiel der Meinung, dass sich Asien in einem anderen Marktzyklus befindet als die USA, Europa oder Australien.



Quelle - Moody's Ausfall- und Rückzahlungsquoten für Bankdarlehen zur Projektfinanzierung, 1983-2021

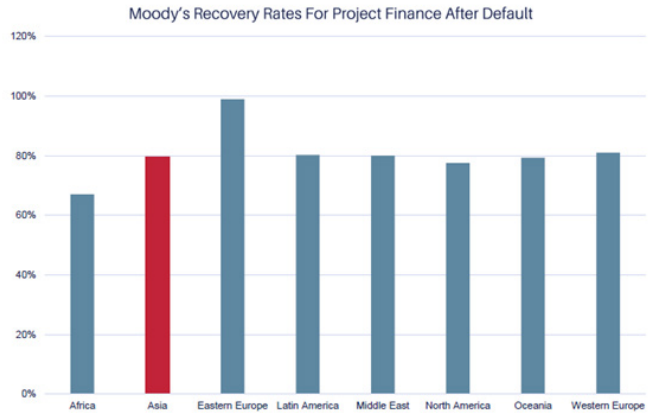
Die Recovery Rates sind in allen Regionen fast identisch. Es hat sich gezeigt, dass die Rechtsprechung bei der Verwertung von Sicherheiten bei Unternehmensanleihen eine wichtige Rolle spielt, nicht jedoch bei der Projektfinanzierung, wo die Rechtsprechung keinen signifikanten Einfluss hat.[6] "Die Daten deuten auf eine weitgehende Übereinstimmung der durchschnittlichen Rückzah-

4 Moody's Ausfall- und Einbringungsquoten für Bankdarlehen zur Projektfinanzierung, 1983-2021

5 Moody's Ausfall- und Einbringungsquoten für Bankdarlehen zur Projektfinanzierung, 1983-2021

6 Moody's Ausfall- und Einbringungsquoten für Bankdarlehen zur Projektfinanzierung, 1983-2021

lungsquoten zwischen OECD- und Nicht-OECD-Ländern hin. Dies weist auf die Wirksamkeit der strukturellen Merkmale hin, die Projektfinanzierungen kennzeichnen und den Verlust bei Ausfall verringern, insbesondere bei Transaktionen in Schwellenländern" .



Quelle - Moody's Ausfall- und Rückzahlungsquoten für projektfinanzierte Bankkredite, 1983-2021

Projektfinanzierungsdokumente und -klauseln bedeuten, dass Kreditgeber in der Regel lange vor einem Konkurs oder einer Liquidation des Kreditnehmers in eine ausgehandelte Umstrukturierung eintreten und über durchsetzbare Sicherheiten auf der Ebene der Anteilseigner verfügen, bei denen es sich in Asien häufig um Offshore-Sicherheiten handelt, die in Finanzdokumenten nach internationalem Recht verankert sind. Mit anderen Worten: Die Kreditgeber von Projektfinanzierungen müssen sich nur selten mit schwierigen lokalen Konkursverfahren auseinandersetzen.

V. Infrastrukturkredite unterscheiden sich auch in Bezug auf den Zeitpunkt des Ausfalls von Unternehmenskrediten. Die Rückflüsse aus Unternehmenskrediten sind negativ mit wirtschaftlich schwachen Markphasen korreliert, während die Ausfälle bei Projektfinanzierungen in der Regel unabhängig vom Konjunkturzyklus sind.

VI. Infrastrukturanleihen weisen nachweislich eine geringere Korrelation zu anderen Anlageklassen auf als Unternehmensanleihen, wie ein aktueller Bericht des EDHEC zeigt.

	Unternehmensanleihen	US-Aktien	Infra-Eigenkapital	Privates Beteiligungskapital	Privates Beteiligungskapital
Unternehmensanleihen	1.00				
US-Aktien	0.27	1.00			
PE für Infrastruktur	0.25	0.20	1.00		
Private Equity	0.17	0.78	0.20	1.00	
Real Estate	0.08	0.43	0.45	0.45	1.00
Private Debt für Infrastruktur	-0.10	-0.35	0.25	-0.35	-0.10

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass privates Fremdkapital für Infrastruktur eine attraktive defensive Rendite bietet, die als Ergänzung zu gelisteten festverzinslichen Wertpapieren oder anderen renditestärkeren privaten Krediten in Betracht gezogen werden kann.

Die Gründe für Investitionen in asiatische Infrastrukturkredite

Institutionelle Anleger, die in Infrastructure Debt investieren, haben sich in der Vergangenheit auf OECD-Länder konzentriert. Die Sponsoren sind jedoch der Meinung, dass Anleger aus den folgenden Gründen den asiatischen Raum in Betracht ziehen sollten:

1. Überlegungen zum Marktzyklus - Infrastructure Debt befindet sich in Asien in einem anderen Stadium des Marktzyklus als in den OECD-Ländern. Die Finanzierungsstrukturen und die Preisgestaltung in den OECD-Ländern sind zunehmend wettbewerbsorientiert und kreditnehmerfreundlich, während die Strukturen in Asien konservativer sind und die Preise auf einem attraktiveren Niveau liegen. Wie bereits dargelegt, unterscheiden sich die Ausfälle und Rückflüsse in der Region nicht von denen in Europa oder den USA. Die Anleger können für dasselbe Risiko jedoch höhere Renditen erzielen.
2. Fundamentale Nachfrage - Jede Investition in Infrastructure Debt, unabhängig von der Gegenpartei, muss mit den zugrunde liegenden Überlegungen für den Vermögenswert an sich beginnen. [7] Asien hat den größten Anteil am weltweiten BIP , die größte Bevölkerung und einen immensen Bedarf an Energie und Daten.
3. Eine starke Pipeline im Bereich der auf USD lautenden Finanzierungen für erneuerbare Energien und digitale Infrastruktur.[8] So wird beispielsweise die Pipeline für Rechenzentren allein in Malaysia in den nächsten 12 Monaten auf 13 Mrd. USD geschätzt, asienweit auf 30 Mrd. USD.
4. Wirkung - Die Asian Development Bank (ADB) schätzt, dass in Asien und im pazifischen Raum zwischen 2022 und 2030 jährlich 2 Billionen USD an Klimafreundlichen Finanzierungen benötigt werden, um die nationalen Klimaziele zu erreichen.[9] Der Privatsektor stellte 2021-2022 40,2 % der asiatischen Klimafinanzierung bereit, doch angesichts begrenzter staatlicher Mittel und politischer Anreize dürfte dieser Anteil bis 2030 auf rund 90 % steigen.

Die Nachfrage nach Infrastruktur wird durch die Schlüsselthemen Dekarbonisierung, Digitalisierung und Demografie angetrieben. Bis 2040 werden weltweit 94 Billionen USD für neue Infrastruktur benötigt, der größte regionale Bedarf besteht jedoch in Asien mit 51 Billionen USD.[10] In Bezug auf grüne und nachhaltige Infrastruktur schätzt McKinsey, dass die Weltwirtschaft im Durchschnitt 9,2 Billionen USD an jährlichen Investitionen benötigt, um bis 2050 Netto-Null-Emissionen zu erreichen, wovon 3,1 Billionen USD iauf Asien entfallen.[11]

Die Regierungen im asiatisch-pazifischen Raum haben in der Vergangenheit Infrastrukturen bereitgestellt, aber viele erkennen nun n, dass sie diesen massiven Investitionen nicht selbst finanzieren können.[12] Während einige asiatische Regierungen bisher zwischen 2 und 3 % des BIP für neue Infrastrukturen ausgaben, geht die ADB davon aus, dass diese Zahl bis 2030 auf 5,1 % steigen muss .

Zu den grundlegenden Treibern des Wirtschaftswachstums in der Region gehören das steigende BIP, das Pro-Kopf-BIP und die Urbanisierung. Es wird erwartet, dass Asiens Nicht-OECD-Länder das größte BIP-Wachstum verzeichnen werden. Die ADB prognostiziert für die asiatischen Entwicklungsländer ein BIP-Wachstum von 4,9 % im Jahr 2025. Asien wird in den nächsten drei Jahrzehnten voraussichtlich 1,1 Milliarden zusätzliche Stadtbewohner hervorbringen.[13] Bis 2035 werden sechs der zehn bevölkerungsreichsten Megastädte der Welt in Asien liegen. Das BIP-Wachstum und die Urbanisierung wirken sich auch auf die Energienachfrage aus. Nach Angaben der IEA wird Indien in den nächsten zehn Jahren mehr Energie verbrauchen als jedes andere Land".[14]

Die Pipeline für Infrastructure Debt in der Region ist solide

Das Volumen des weltweiten Fremdkapitals für Infrastruktur belief sich 2023 auf rund 670 Mrd. USD, was einen leichten Anstieg gegenüber 2022 und einen Anstieg um 25 % gegenüber 2021 bedeutet.[15] Dieser Trend setzte sich in der ersten Hälfte des Jahres 2024 mit einem Volumen von 325 Mrd. USD fort .

Asien ist neben Europa und den USA traditionell eine wichtige Region für die globale Projektfinanzierung.[16] Während die USA und Europa größere Märkte sind, wurden in Asien in den letzten 5 Jahren

7 Weltwirtschaft.com - Die Zukunft ist asiatisch - 3. Juli 2024

8 AEW, Natixis

9 ADB - Klimabericht Asien-Pazifik-2024

10 Quelle: Global Infrastructure Outlook, https://outlook.gihub.org/, 2022.

11 McKinsey Global Institute, Der Netto-Null-Übergang: Was es kosten würde, was es bringen könnte, 2022.

12 ADB, Meeting Asia's Infrastructure Needs, 2017

13 https://www.centreforsustainablecities.ac.uk/research/the-urban-century-trends-and-patterns-of-urbanisation-in-asia-and-africa/, 2023

14 IEA - Energieausblick Südostasien 2024

15 IJ Global

16 IJ Global

durchschnittlich 78,6 Mrd. USD p.a. für Projektfinanzierungen bereitgestellt, die über durchschnittlich 173 Transaktionen pro Jahr abgewickelt wurden.

[17] Im Jahr 2023 wurden in Asien 166 Transaktionen von Infrastrukturkrediten mit einem Gesamtvolumen von 87 Mrd. USD abgeschlossen, was etwa 16 % des Weltmarktes entspricht. Indien und Indonesien waren in den letzten Jahren der größte Markt in der Region.

Quelle: IJGlobal

Sowohl die globalen als auch die asiatischen Projekte kommen vor allem aus den erneuerbaren Energien. Weltweit ist der Sektor der erneuerbaren Energien mit 32 % des gesamten Fremdkapitals im Jahr 2023 der beliebteste Einzelsektor. [18]Im Jahr 2024 machen erneuerbare Energien 48 % der aufgenommenen Verschuldung für Infrastruktur aus, während der Anteil der Telekommunikation bei 13 % liegt .

Es wird erwartet, dass die Aktivitäten im Bereich der erneuerbaren Energien und der Digitalisierung auch in Zukunft stark bleiben werden.

Erneuerbare Energien: Die Sponsoren gehen davon aus, dass erneuerbare Energien in Indien und Indonesien während des Investitionszeitraums für einen robusten Deal Flow sorgen werden, der durch die Net-Zero-Ziele und die Ankündigung von nationalen Klimazielen angetrieben wird. Indien hat beispielsweise Kapazitäten i.H.v. 201 GW an erneuerbaren Energien installiert und strebt 500 GW bis 2030 an, was auf ein anhaltend starkes Transaktionsaufkommen schließen lässt.

Digital: Die Maybank prognostiziert für die Nachfrage nach Rechenzentren in der ASEAN-Region Wachstumsraten von 20%. Dies ist durch die derzeitige Unterversorgung in Bezug auf die Rechenzentrumskapazität pro Kopf bzw. des BIP, den Aufstieg der KI und die neutrale geopolitische Lage zurückzuführen. Die ASEAN-Region bietet auch einen stetigen Ausbau der erneuerbaren Energien. Hierbei liegen die Baukosten 20 % unter dem weltweiten Durchschnitt (ohne Singapur) und die Stromkosten 20-30 % niedriger. Die Regierungen bieten auch Anreize, um Betreiber von Rechenzentren anzuziehen, darunter Steuervergünstigungen, Zuschüsse und beschleunigte Genehmigungen. Länder wie Malaysia können von der wachsenden Nachfrage profitieren, zumal sie Land und erneuerbare Energien bieten, die Singapur nicht hat. Die malaysische Stadt Johor, die nur über den Damm von Singapur entfernt liegt, bietet einen strategischen Vorteil, da sie so nahe an einem der wichtigsten Knotenpunkte Asiens liegt.

Die Researchfirma IJGlobal berichtete im September 2024, dass allein in Malaysia Transaktionen mit Rechenzentren in den nächsten sechs Monaten 5 Mrd. USD an FK-Transaktionen ausmachen würden. Zu den Sponsoren, die Projekte entwickeln, gehören Bytedance, Chindata, Edgeconnex, GDS, K2, Princeton Digital Group, STT, Singtel, Vantage Data Centres und YTL Power.

Zunahme der in USD denominierten Deals

[19] Die zunehmenden Aktivitäten im Bereich der erneuerbaren Energien in Indien und die Transaktionen in Indonesien haben den Anteil der auf USD lautenden Transaktionen in Asien in den letzten zwei Jahren auf über 60 % erhöht. Indische Projekte, die zunehmend von internationalen Sponsoren geleitet werden, werden von internationalen Banken arrangiert, wobei USD-Tranchen mit Darlehen in indischer Rupie konkurrieren.

In Malaysia werden für 2025 Finanzierungen für Rechenzentren in Höhe von über 10 Mrd. USD erwartet, was mehr ist, als der lokale Bankenmarkt bieten kann. Die Abnahmeverträge sind privat und nicht staatlich, so dass eine Abnahme in USD oder eine Indexierung in USD möglich ist.

Infrastructure Debt in Asien bietet derzeit bessere Konditionen und höhere Renditen als andere Regionen

Die Märkte für Infrastrukturkredite durchlaufen die gleichen Zyklen wie andere Märkte auch. Die Sponsoren sind derzeit der Ansicht, dass sich die Märkte für Infrastrukturschulden in den entwickelten OECD-Ländern in einem "späten Stadium" des Zyklus befinden, mit

17 IJ Global

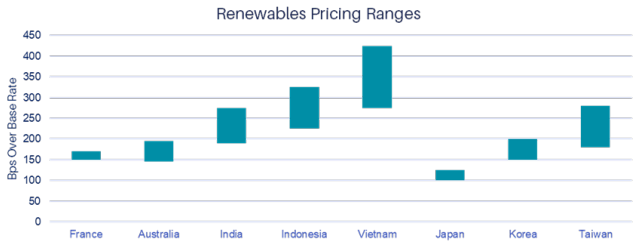
18 IJ Global

19 AEW Forschung, IJ Global

Verschuldungsgrad, Deckungsquoten, operativen Annahmen und Preisen insbesondere im Bereich der erneuerbaren Energien.

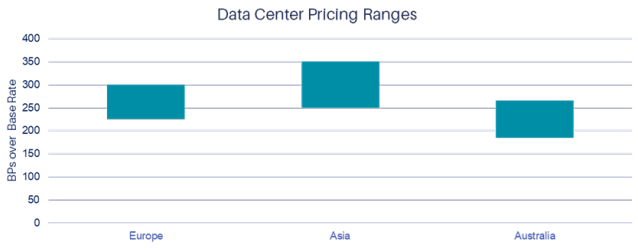
Umgekehrt spiegeln die asiatischen Transaktionen immer noch die Bedingungen eines frühen Stadiums des Zyklus wider, mit in der Regel gut abgeschlossenen Abnahmeverträgen, mit staatlichen Einrichtungen oder glaubwürdigen Unternehmen im Energiesektor und äußerst kreditwürdigen privaten Unternehmen im Telekommunikationssektor. Die Deckungsquoten entsprechen den komfortablen historischen Durchschnittswerten.

Die Preise werden im Folgenden verglichen:



Quelle: AEW research

In Asien werden Transaktionen im Bereich der erneuerbaren Energien in der Regel mit Abnahmeverträgen für staatliche Einrichtungen strukturiert. Die Sponsoren sind mit allen Vertragspartnern, FiT-Niveaus (Feed in Tarifs) und Bedingungen der Abnahmevereinbarungen vertraut. Transaktionen mit Solardächern sind individueller, wobei die Abnahme durch Unternehmen mit der Möglichkeit des Verkaufs an das Stromnetz je nach den Vorschriften des Landes kombiniert wird.



Quelle: AEW research

Die Transaktionen für Rechenzentren ähneln denen in anderen Ländern, mit ähnlichen Sponsoren und Abnehmern (Hypercalers), zu denen die Sponsoren häufig Beziehungen unterhalten. Der Verschuldungsgrad ist derzeit eher konservativ, die Preise sind jedoch durchweg höher, was das Marktstadium und die Fähigkeit der lokalen Banken zur Finanzierung von Rechenzentren widerspiegelt.

ESG-Auswirkungen

[20] Auf Asien entfallen 51 % der jährlichen weltweiten Treibhausgasemissionen und mehr als die Hälfte des weltweiten Primärenergieverbrauchs - die Region muss mehr als die Hälfte der Emissionssenkungen erbringen, die erforderlich sind, um das IEA-Szenario Netto-Null-Emissionen bis 2050 zu erreichen.[21]

AEW will auf verschiedene Weise zur ESG-Entwicklung in der Region beitragen, unter anderem durch

1. Einhaltung eines umfassenden Umwelt- und Sozialmanagementsystems, Einbindung von ESG-Personal und -Management innerhalb des Managers und Anwendung der IFC PS bei allen Investitionsentscheidungen
2. Investitionen in nachhaltige Infrastruktursektoren, einschließlich erneuerbarer Energien und digitaler Technologien, sowie in umweltfreundliche Verkehrs-, Wasser- und Abfallsektoren. Die Diversifizierungsvorgaben des Fonds sehen vor, dass 50 % der Investitionen den in den Gemeinsamen Grundsätzen für die Verfolgung der Klimaschutzfinanzierung aufgeführten förderfähigen Aktivitäten entsprechen müssen. Dazu gehören die meisten Formen der erneuerbaren Energien, einige Formen der Wasser- und Abfallbehandlung sowie Verkehrsprojekte, die eine Verlagerung weg von kohlenstoffintensiven Verkehrsträgern nachweisen. Im digitalen Sektor würde dies Rechenzentren einschließen, die mit Green-Building-Zertifizierungen gebaut werden und eine Energieeffizienz aufweisen, die der weltweit besten Praxis entspricht oder wesentlich besser ist als die Marktstandards.[22]

Durch die eindeutige Ermittlung von ESG-Risiken im Vorfeld über eine spezifische ESG-Due-Diligence und die Einbeziehung der ESG-Berichterstattung in die Darlehensverträge erwartet der Manager, transparente ESG-Auswirkungen, Risikominderung und Berichterstattung zu bieten. Infrastruktur-Asset-Manager weisen die höchste ESG-Transparenz unter den Private-Debt-Kategorien auf, wobei 63% ESG als Teil der geforderten Performance-Metriken berichten. Europäische und australische Infrastrukturmanager weisen die höchste ESG-Transparenz auf, während Asien dem US-Niveau entspricht.

20 Boston Consulting Group - Der Kampf um Netto-Null wird in Asien gewonnen oder verloren - April 2023

21 IEA

22 Gemeinsame Grundsätze für die Finanzierung von Klimaschutzmaßnahmen Tracking 5. Dezember 2023

Regionale Zusammenfassungen

Land / Bewertung	Trend	Kommentar
Indien Baa3/BBB-/BBB- 	Erneuerbare Energien Telekommunikation	Indien ist der drittgrößte Energieverbraucher der Welt, angetrieben durch eine Bevölkerung von etwa 1,4 Milliarden Menschen und die am schnellsten wachsende Wirtschaft der Welt. Fossile Brennstoffe dominieren nach wie vor den indischen Energiesektor (ca. 73 % der Stromerzeugung), aber die Politik zielt darauf ab, bis 2030 500 GW (d. h. 50 % des Energiebedarfs) an nicht-fossilen Energiekapazitäten zu erreichen. Der Zubau an erneuerbaren Energien in Indien erreichte im ersten Halbjahr 2024 15 GW und übertraf damit die gesamte im Jahr 2023 zugebaute Kapazität (+9%). Indien verfügt über ein erhebliches Potenzial an erneuerbaren Energien, insbesondere im Bereich der Solarenergie (geschätzte 748 GW gegenüber 85,47 GW installierter Kapazität im Juni 2024), der Onshore-Windenergie (geschätzte 695 GW gegenüber 46 GW installierter Kapazität) und der Wasserkraft. Der Projektfinanzierungsmarkt des Landes ist gut entwickelt und wird von lokalen Banken bestimmt, doch beteiligen sich zunehmend auch internationale Banken an USD-Finanzierungen. Der Großteil der Finanzierungen entfällt auf Solarprojekte, wobei ein zunehmender Trend zu Portfolio-Refinanzierungen und einzigartigen Hybridprojekten besteht, die Solar-, Wind- und/oder Batterieanlagen kombinieren (z. B. ReNew Power). PPAs von Unternehmen werden immer häufiger abgeschlossen, die unter Umständen höher bewertet werden als die der staatlichen Versorgungsunternehmen. Zu den staatlichen Anreizen gehören die Erlaubnis für ausländische Direktinvestitionen von bis zu 100 %, standardisierte Ausschreibungsrichtlinien für tarifbasierte Ausschreibungsverfahren und die Befreiung von bestimmten Übertragungsgebühren für Solar- und Windprojekte. Die Regierung hat Programme eingeführt, mit denen Landwirte Land für erneuerbare Energien nutzen können (PM-Kusum), Subventionen für die Installation von Solarzellen auf Dächern (PM Surya Ghar), und grüne Energiekorridore sollen die Übertragung für erneuerbare Energien stärken. Im Rahmen des Production Linked Incentives Scheme sind Subventionen in Höhe von 8,2 Mrd. USD für kohlenstoffarme Fahrzeuge, Solaranlagen und Batterien geplant. Zu den Steueranreizen gehören generationenbezogene Anreize, Zollbefreiungen, Verbrauchssteuerbefreiungen und Befreiungen von der Dienstleistungssteuer Die digitale Wirtschaft, die Informationstechnologie und der Kommunikationssektor tragen über 13 % zum indischen BIP bei. In Indien gibt es über 880 Millionen Internetnutzer, fast doppelt so viele wie in den USA. Die Rechenzentrumsfläche pro Million Internetnutzer ist jedoch vergleichsweise gering (0,5 MW pro Million Einwohner im Vergleich zu 11,7 MW in den wichtigsten europäischen Rechenzentren und 35 MW in den USA), was auf ein großes Potenzial hinweist. Anfang 2022 begann die indische Regierung, einen Vorstoß zu unternehmen, um das Land zu einem eigenständigen DC-Hub zu machen. Heute boomt die indische Gleichstromindustrie und hat sich zu einem der am schnellsten wachsenden Gleichstrommärkte in APAC entwickelt. Es wird erwartet, dass sich die DC-Kapazität in Indien bis März 2026 auf 1,7 GW mehr als verdoppeln wird, angetrieben durch den offensichtlichen Datenboom, die digitale Akzeptanz und lokale Datenspeicherungsmandate. Dies wird Investitionen von schätzungsweise 450 Mrd. INR (umgerechnet 5,4 Mrd. USD) erfordern. Quellen: Rystad Energy, International Trade Administration, Oxford Economics, National Institute of Solar Energy, Ministerium für neue und erneuerbare Energien, Citi, Natixis.
Malaysia A3/A-/BBB+ Aktuelle FiT-Sätze Solar 0,47 USD/kwh im Jahr 2023 Steuerliche Anreize für erneuerbare Energien - ja Steuervergünstigung für grüne Investitionen Grüne Einkommensteuerbefreiung	Erneuerbare Energien Telekommunikation	Die Regierung kündigte kürzlich das Ziel an, bis 2050 kohlenstoffneutral zu werden, und verpflichtete sich, den Anteil erneuerbarer Energien an der gesamten Stromerzeugungskapazität bis 2050 auf 70 % zu erhöhen (gegenüber 81 %, die derzeit von fossilen Brennstoffen abhängig sind). Als Teil dieses Prozesses wird erwartet, dass Malaysia die Kapazität für erneuerbare Energien von 6 GW auf 14 GW erhöht. Die Energy Commission of Malaysia (EC") schätzt den historischen Wachstumstrend der Elektrizitätsnachfrage auf etwa 2,5 % pro Jahr und geht für 2019 davon aus, dass die Elektrizitätsnachfrage im Zeitraum 2020-2030 um 1,8 % pro Jahr steigen wird. In diesem Zeitraum wird Malaysia etwa 10 GW an neuen Kapazitäten benötigen, um das Nachfragewachstum zu decken, was den Ersatz stillgelegter Anlagen und die Gewährleistung der Systemzuverlässigkeit erfordert. Die Regierung hat außerdem angekündigt, dass sie keine neuen Kohlekraftwerke genehmigen wird. Im Jahr 2024 hat die Europäische Kommission 2 GW Solarstrom zur Versteigerung ausgeschrieben, darunter zum ersten Mal 500 MW schwimmende Solaranlagen. Die Regierung hat auch eine Regelung für das Net-Metering eingeführt, bei der Erzeuger erneuerbarer Energien Zugang zum Übertragungsnetz erhalten, was zu rund 1 GW Solarstrom auf Dächern geführt hat. Malaysia zieht angesichts der steigenden Nachfrage nach Cloud- und KI-Diensten, auch von Tech-Giganten wie Google, Nvidia und Microsoft, Milliardeninvestitionen für Rechenzentren an. Es wird erwartet, dass der Markt für Rechenzentren in Malaysia zwischen 2024 und 2029 um 13,9 % wachsen wird, was die wachsende Bedeutung Malaysias als regionales Drehkreuz für Dateninfrastruktur und Cloud-Dienste unterstreicht. **Staatliche Anreize** Steuerliche Anreize: Unternehmen, wie z.B. Datenzentren und Unterseekabel, können einen Investitionsfreibetrag von 100 % auf Investitionsausgaben für qualifizierte Aktivitäten erhalten, der bis zu 100 % des gesetzlichen Einkommens über einen Zeitraum von bis zu 10 Jahren absetzen kann. Infrastruktur: Die Medienabteilung der malaysischen Regierung plant, die Zahl der Internet Exchange Points (IXP) bis 2025 von 12 auf 66 zu erhöhen Quelle: International Trade Administration, IJonline, Citi. https://ciosea.economictimes.indiatimes.com/news/data-center/malaysia-data-centre-market-to-witness-3-97-bn-investment-opportunities-by-2029-report/109486551, Maybank - Asean Data Centre - Ride the Multi Year Data Centre Wave - September 2024

Fremdkapital für Infrastruktur in Asien – das Beste aus drei Welten

Land / Bewertung	Trend	Kommentar
Indonesien Baa2/BBB/BBB 	Erneuerbare Energien Telekommunikation	Indonesien ist das viertbevölkerungsreichste Land der Welt (280 Millionen Einwohner), und es wird erwartet, dass sein Strombedarf aufgrund des starken BIP-Wachstums jährlich um 4,9 % steigt. Derzeit liegt der Gesamtanteil der erneuerbaren Energien in Indonesien bei nur 14,5 %, aber das Land hat sich zum Ziel gesetzt, seinen Anteil bis 2025 auf 23 % und bis 2050 auf 31 % zu erhöhen und den Anteil der erneuerbaren Energien am Kapazitätsausbau bis 2030 auf 52 % zu steigern. Das Land verfügt über ein solides Potenzial an erneuerbaren Energien, wobei das größte Potenzial in der Solarenergie liegt (schätzungsweise 200+ GW, wobei derzeit nur 291 MW installiert sind), was auch für die Onshore-Windenergie gilt. Die Nachfrage nach Fotovoltaikanlagen auf Dächern steigt bei Hausbesitzern, Regierungsgebäuden, öffentlichen und gewerblichen Einrichtungen. Darüber hinaus arbeitet die Regierung am Bau schwimmender Solarprojekte. Die Regierung hat in 12 Städten in ganz Indonesien Projekte zur Energiegewinnung aus Abfall gestartet. Auch wenn die Entwicklung nicht so schnell voranschreitet wie erwartet, gibt es doch einige Projekte, die vorangekommen sind. Indonesien hat unlängst die Regeln für den lokalen Anteil an der Energieinfrastruktur gelockert, was die Entwicklung von Projekten im Bereich der erneuerbaren Energien weiter fördern dürfte. Die Regierung erwägt im Rahmen des anstehenden Gesetzes über erneuerbare Energien auch das Power Wheeling. Dies würde es den Erzeugern erneuerbarer Energien ermöglichen, das Übertragungsnetz für den Verkauf an die Verbraucher zu nutzen, was in der Regel erforderlich ist, um Solaranlagen auf Dächern zu fördern. Die jüngste Verordnung Nr. 2 der indonesischen Regierung aus dem Jahr 2024 legt eine jährliche Quote von 1 GW für an das Netz angeschlossene Aufdachanlagen fest. Es wird erwartet, dass das Potenzial der digitalen Wirtschaft Indonesiens in den nächsten Jahren schnell wachsen wird. Angetrieben durch die wachsende Internetwirtschaft wird erwartet, dass der indonesische DC-Markt von 2,06 Mrd. $ im Jahr 2023 bis 2028 auf 3,98 Mrd. $ mit einer CAGR von 14,09 % wachsen wird. **Staatliche Anreize** • Steuerbefreiung von bis zu 10 Jahren • Befreiung von der Quellensteuer auf Dividenden • Vereinfachtes Verfahren für die Rückführung von Gewinnen • Beschränkungen für ausländisches Eigentum werden gelockert • Möglichkeit für ausländische Unternehmen, Grundstücke für Rechenzentrumsprojekte zu besitzen Quellen: International Trade Administration, https://energytracker.asia/, Cit, ember energy
Vietnam Ba2/BB+/BB 	Erneuerbare Energien Grüner Transport	Vietnam verzeichnet ein beträchtliches Wirtschaftswachstum und ist einer der am schnellsten wachsenden Energiemärkte in Asien. Die Regierung geht davon aus, dass der Stromverbrauch bis 2030 jährlich um 10 bis 12 % steigen wird. Derzeit ist Vietnam noch überwiegend auf Kohlekraft (34 % der Stromerzeugung) und Wasserkraft (30 %) angewiesen, obwohl das Land einen stärker diversifizierten Energiemix anstrebt, um die wachsende Nachfrage zu decken und ein umweltfreundlicheres, stabileres Stromsystem zu fördern. Der Anteil der erneuerbaren Energien an der gesamten Primärversorgung soll bis 2030 auf 20 % und bis 2045 auf 30 % erhöht werden. Erhebliches Kapital wird für erneuerbare Energien, insbesondere Solarenergie, mobilisiert, doch müssen Probleme mit der Überlastung des Netzes durch den jüngsten Ausbau der Solarenergie gelöst werden. Laut McKinsey verfügt Vietnam über ein riesiges Potenzial an erneuerbaren Energien, insbesondere für Wind- und Solarenergie, und könnte zu einem Nettoexporteur von erneuerbaren Energien werden (zum Beispiel nach Singapur). Vietnam hat vor kurzem eine PPA-Regelung für Unternehmen genehmigt, die es großen Stromverbrauchern ermöglicht, erneuerbare Energien direkt von den Erzeugern zu beziehen. Dies wird mehr Solarprojekte auf Dächern und potenziell mehr auf USD lautende Abnahmemengen ermöglichen. Darüber hinaus können Finanziers das Kreditrisiko vermeiden, das mit Standard-PPAs verbunden ist, die mit dem staatlichen Zentralabnehmer EVN abgeschlossen werden. Im Verkehrsbereich hat der Premierminister auch die Einführung von Elektrofahrzeugen, die Ladeinfrastruktur und die Elektrifizierung des öffentlichen Nahverkehrs gefördert. Lokale Banken sind traditionell nicht stark in der Projektfinanzierung, und die Stimmung der Investoren gegenüber den Möglichkeiten des vietnamesischen Projektfinanzierungsmarktes ist weiterhin gut. Quellen: Internationale Handelsbehörde, McKinsey https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/charting-a-path-for-vietnam-to-achieve-its-net-zero-goals

Fremdkapital für Infrastruktur in Asien – das Beste aus drei Welten

Land / Bewertung	Trend	Kommentar
Thailand Baa1/BBB+/BBB+ Aktuelle Solar-FiT-Sätze - 0,066 USD/kwh im Jahr 2023 Onshore-Wind FiT 0,097 USD/Kwh für 2025	Erneuerbare Energien Grüner Transport Telekommunikation	Thailand hat sich zum Ziel gesetzt, seine Kohlenstoffemissionen bis 2030 um 40 % zu senken und bis 2050 Kohlenstoffneutralität zu erreichen. Da der Stromsektor für 23 % der gesamten Kohlenstoffemissionen verantwortlich ist und sein Stromerzeugungsmix hauptsächlich aus Erdgas (66 %) und Kohle (17 %) besteht, ist ein rascher Ausbau der erneuerbaren Energien erforderlich, um die Entwicklung des Stromsektors mit den thailändischen Klimaverpflichtungen in Einklang zu bringen. Thailand war ein Vorreiter bei der Einführung erneuerbarer Energien in der Region durch die Umsetzung von Fördermaßnahmen (z. B. das Programm "Energie für alle", die Einspeisevergütung (2015) und andere steuerliche Anreize). Nach der Ankündigung einer FiT-Regelung im Jahr 2022 erhielt die thailändische Energieregulierungskommission (ERC") Vorschläge mit einer Gesamtkapazität von 17 GW für die erste Phase. Im Jahr 2023 wurden 4,9 GW an Solar-, Wind- und BESS-Kapazität an 175 Unternehmen vergeben. Es wird erwartet, dass die Aktivität zunehmen wird, da die ERC weiterhin neue Kapazitäten vergibt. Thailand wird außerdem die Genehmigungsanforderungen für Solaranlagen auf Dächern mit einer Leistung von mehr als 1 MW lockern, und für kleinere Solaranlagen auf Dächern gibt es eine Steuerermäßigung. Die thailändische Regierung hat den Ehrgeiz, Thailand zu einer digitalen Infrastrukturdrehscheibe für die ASEAN zu machen, und strebt an, dass dieser Sektor bis 2027 durch ein wirtschaftliches und soziales Transformationsprogramm, bekannt als "Thailand Industry 4.0", 25 % zum nationalen BIP beitragen soll. Das Programm fördert digitale Kreativität und Innovation, die Entwicklung neuer Technologien und den Übergang zu einer digital gesteuerten Wirtschaft, die neue Möglichkeiten für die Finanzierung der Entwicklungszusammenarbeit eröffnen soll. Thailand verfügt über einen aktiven und tiefen inländischen Projektfinanzierungsmarkt. Zahlreiche Projekte wurden regressfrei finanziert, meist von thailändischen Banken in Landeswährung, wobei in letzter Zeit auch einige USD-Finanzierungen von lokalen Banken und Entwicklungsbanken (ADB) bereitgestellt wurden. Quellen: Internationale Handelsbehörde, IEA, EY
Philippinen Baa2/BBB+/BBB Aktuelle Solar-FiT-Sätze -USD 0,076 kwh für 2024 Auktionen	Erneuerbare Energien	Die Philippinen sehen sich mit einer zunehmenden Energiekrise konfrontiert, da ihre wichtigsten Erdgasvorkommen bis 2024-2025 erschöpft sein dürften. Hinzu kommen eine wachsende Bevölkerung und einige der höchsten Stromkosten in Südostasien. Die Regierung hat sich zum Ziel gesetzt, den Anteil erneuerbarer Energien am Energiemix bis 2030 auf 35 % und bis 2050 auf 50 % zu erhöhen. Bis 2045 werden etwa 52 GW an zusätzlicher Stromkapazität erforderlich sein. Das Energieministerium strebt an, bis 2024 4,2 GW an erneuerbarer Energie zu installieren. Die Solarenergie auf Dächern wird durch Maßnahmen gefördert, die den Verkauf von überschüssigem Strom an das Netz ermöglichen. Zu den erneuerbaren Energieressourcen gehören vor allem geothermische Ressourcen, Sonnen- und Windenergie, Wasserkraft und Biomasse. Der Bedarf an Elektrizität und an Lösungen außerhalb der Hauptinseln und der großen Bevölkerungszentren ist entscheidend, aber oft nicht wirtschaftlich tragfähig. Netzunabhängige und Kleinstnetzlösungen, wie z. B. Energiespeichersysteme und die Verbesserung der ländlichen Elektrifizierung, ermöglichen zusätzliche Lösungen. Bei den Transaktionen im Bereich der erneuerbaren Energien dominieren Finanzierungen auf der grünen Wiese, die zunächst durch die Entwicklung der Solarenergie und in jüngerer Zeit durch Onshore-Windkraftanlagen und kleine Wasserkraftwerke vorangetrieben wurden - wobei der lokale Bankenmarkt dominiert. **Staatliche Anreize** CREATE MORE zielt darauf ab, energieintensive Industrien durch eine deutliche Senkung der Stromkosten anzuziehen. Der Gesetzentwurf sieht vor, dass RBEs nun 100 % (statt bisher 50 %) ihrer Stromkosten als erhöhte Steuerabzüge nutzen können. - Im Gesetzentwurf werden Cyber-Sicherheit, KI und Rechenzentren ausdrücklich als Teil der Tier-3-Industrien genannt, denen die maximale Dauer der Anreize gewährt wird. Quellen: Internationale Handelsbehörde, Citi

Kontakt und Autor:

Natixis Investment Managers
Senckenberganlage 21
60325 Frankfurt am Main
www.im.natixis.com/de-de/home

Angus Davidson
Head of Infrastructure Debt, APAC
AEW
E-Mail: angus.davidson@hk.aew.com

Patrick Sobotta
Geschäftsführer und Leiter der Region Zentral- und Osteuropa
Telefon: +49 151 424 956 88
E-Mail: patrick.sobotta@natixis.com

Michael Jäger
Head of Private Assets CEE
Telefon: +49 151 176 11045
E-Mail: Michael.jaeger@natixis.com

In Deutschland und Österreich: Dieses Material wird von Natixis Investment Managers International oder ihrer Zweigniederlassung Natixis Investment Managers International, Zweigniederlassung Deutschland, bereitgestellt. Natixis Investment Managers International ist eine eine Portfoliomanagement Gesellschaft, von der französischen Finanzaufsichtsbehörde AMF (Autorité des Marchés Financiers) unter der Nr. GP 90-009 zugelassen ist, und eine Vereinfachte Aktiengesellschaft (société par actions simplifiée), die im Pariser Handels- und Gesellschaftsregister unter der Nr. 329 450 738. Eingetragener Sitz: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris. Eingetragener Sitz von Natixis Investment Managers International, Zweigniederlassung Deutschland (Handelsregisternummer: HRB 129507) ist: Senckenberganlage 21, 60325 Frankfurt am Main.

AEW UK Investment Management LLP
ein verbundenes Unternehmen von Natixis Investment Managers
Limited liability partnership registered in England and Wales with company number OC367686
Zugelassen und reguliert durch die Financial Conduct Authority unter der Nummer 57796233, 8 Bishopsgate, Level 42, London, EC2N 4 BQ
www.aew.com

Diese Mitteilung dient ausschließlich zur Information und ist für Investmentdienstleister oder andere professionelle Kunden bestimmt. Die hierin erwähnten Analysen und Meinungen stellen die subjektiven Ansichten des Autors als referenziert dar, sofern nicht anders angegeben und können sich ändern. Es kann nicht garantiert werden, dass die Entwicklungen eintreten werden, wie in diesem Material prognostiziert wird.

Detailtiefe und individuelle Kriterien: ESG-Screening bei Secondaries

Eine aussagekräftige ESG-Due-Diligence erfordert bei einer Secondaries-Strategie tiefe Analysen sowohl auf der Ebene der General Partner als auch der Portfoliounternehmen. Sie führt zu einer deutlich stärkeren Selektivität im Investmentprozess.

Christian Schütz
Managing Director & Head of Sustainable Investing, Golding Capital Partners

Thomas Hallinger
Managing Director Secondaries, Golding Capital Partners

Eine Klassifizierung nach Artikel 8 der EU-Offenlegungsverordnung, und damit eine gewisse Transparenz in Bezug auf ESG-bezogene Aspekte, ist mittlerweile bei vielen Investoren Voraussetzung dafür, dass sie ein Engagement in einem Finanzprodukt überhaupt in Erwägung ziehen. Die meisten institutionellen Investoren haben ESG-Themen in unterschiedlicher Ausprägung bereits in ihren Investmentprozess integriert – sei es veranlasst durch Regulierung, veränderte Präferenzen ihrer Kunden oder durch den eigenen kodifizierten gesellschaftlichen Auftrag. Der Wandel hin zu immer stärker ESG-orientiertem Investieren ist auf dem Weg und nicht umkehrbar.

Dabei müssen sowohl Manager, die eine Artikel-8-Klassifizierung ihrer Produkte anstreben, als auch Investoren, die diese für die Auswahl von Investments mit ESG-Ausrichtung nutzen, beachten, dass die Wege, auf denen ein Anbieter eine Artikel-8-Klassifizierung erreicht, sehr unterschiedlich sein können.

Die Festlegung von Indikatoren für eine Artikel-8-Klassifizierung kann sehr oberflächlich erfolgen und letztlich auch wenig aussagekräftig in Bezug auf Nachhaltigkeitsmerkmale sein, auch wenn sie für eine Artikel-8-Klassifizierung ausreicht. Oder aber sie beruht auf einer tiefergehenden Analyse des Portfolios und stellt die wesentlichen ESG-Aspekte der investierten Unternehmen ins Zentrum.

In der Weiterentwicklung der ESG-Prozesse bei Golding standen im Sommer 2024 die Secondaries-Fonds im Fokus. Das Ergebnis: Ein ESG-Screening-Prozess, der die Portfoliounternehmen in den Mittelpunkt der Analyse stellt, der den Anspruch des Unternehmens auf verantwortliches und nachhaltiges Investieren erfüllt und der eine Artikel-8-Klassifizierung des aktuellen Secondaries-Fonds eröffnet.

Mit der Artikel-8-Klassifizierung der aktuellen Secondaries-Generation schließt das Unternehmen die letzte Lücke in seinem Fonds-Angebot und positioniert damit alle aktuellen Produkte mit einer klar definierten Ausrichtung zu ESG und Nachhaltigkeit im Sinne der SFDR Artikel 8 und Artikel 9.

Besondere Herausforderungen der Assetklasse Secondaries

Golding hat bereits 2013 die Prinzipien für verantwortliches Investieren der Vereinten Nationen (UN PRI) unterzeichnet und seitdem einen detaillierten Prozess für das ESG-Screening potenzieller und bestehender Investments entwickelt, der auch die Grundlage für das Screening der Secondaries-Strategie war. Er soll sicherstellen, dass die Investments im Einklang mit den eigenen Richtlinien für verantwortliches Investieren stehen, und schafft die Voraussetzung für eine mögliche Einstufung der Produkte nach Artikel 8 (fördert ökologische beziehungsweise soziale Merkmale) oder Artikel 9 (strebt nachhaltige Investitionen an) der EU-Offenlegungsverordnung.

Die besondere Schwierigkeit für das Aufsetzen eines solchen Prozesses für eine Secondaries-Strategie besteht meist in der begrenzten Visibilität von ESG-bezogenen Informationen aus den Portfoliofirmen. Dies gilt insbesondere bei Transaktionen, die von bestehenden Fondsinvestoren initiiert werden (sogenannte LP-led-Transaktionen), bei denen ein Secondaries-Fonds am Sekundärmarkt Private-Equity-Portfolios von Investoren (Limited Partners, LP) erwirbt.

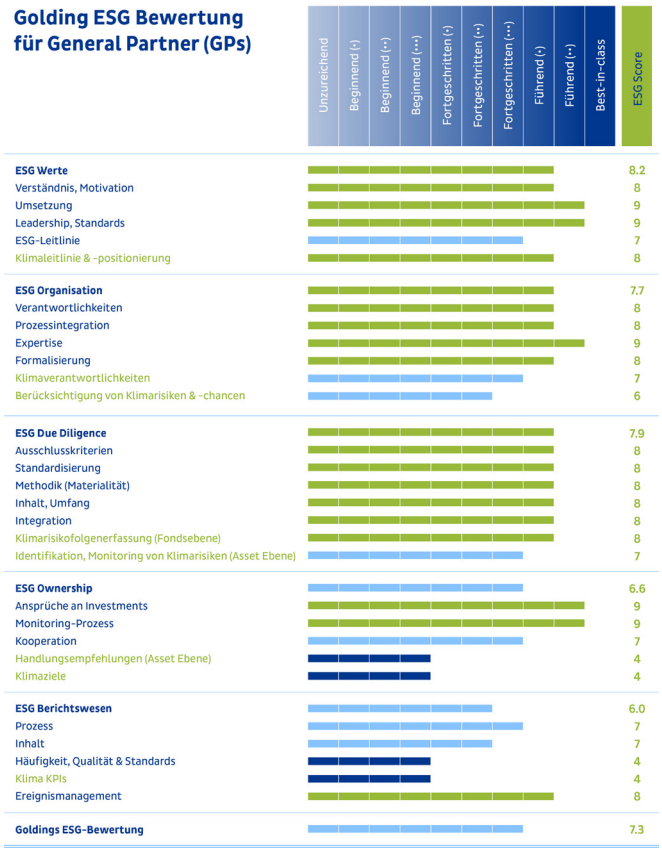
Demgegenüber geht bei GP-led-Transaktionen der Verkauf vom Management eines Private-Equity-Fonds (General Partner, GP) aus. In diesem Fall bringt der General Partner ein oder mehrere Unternehmen aus seinem Portfolio in ein sogenanntes Continuation Vehicle ein, an dem er selbst beteiligt bleibt und an dem sich Investoren über den Sekundärmarkt beteiligen können. Die Vorteile eines Engagements am Sekundärmarkt können in einem verbesserten Zugang (Assets sind am Primärmarkt nicht verfügbar), einem höheren Reifegrad (Vermeidung der J-Kurve) und in einem günstigeren Kaufpreis der Assets bestehen.

Detailtiefe und individuelle Kriterien: ESG-Screening bei Secondaries

Die Due Diligence für eine Akquisition des Secondaries-Fonds muss sich neben den finanziellen auch auf die ESG-Aspekte beziehen. Sie umfasst sowohl den General Partner, da dieser als (Mit-)Eigentümer Einfluss auf die Strategie der Portfoliounternehmen hat, als auch die Unternehmen selbst. Für ein aussagekräftiges ESG-Screening muss die Analyse einen realistischen Einblick in deren ESG-Merkmale ermöglichen.

ESG-Screening auf zwei Ebenen: General Partner und Portfoliounternehmen

Bei der Bewertung der ESG-Reife der General Partner baut Golding auf den seit 2018 bewährten und seitdem weiterentwickelten Ansatz auf. Die Prüfung des GPs erfolgt vor dem Investment und in regelmäßigen Intervallen während der Investment-Periode. Sie bezieht sich auf Kategorien wie ESG-Werte, ESG-Organisation, ESG-Due-Diligence, ESG-Ownership und ESG-Reporting. Als Teil der Bewertung spielt der Umgang des GPs mit umweltbezogenen Kriterien wie Klimawandel oder Biodiversität eine wichtige Rolle.



Quelle: Golding Capital Partners

Der Screening-Prozess für die Portfoliounternehmen ermittelt zunächst im Dialog mit den General Partners Informationen, die sicherstellen sollen, dass die Firmen nicht gegen die ESG-Ausschlusskriterien verstoßen. Von der Investition ausgeschlossene Tätigkeiten umfassen unter anderem die Produktion und den Handel mit Kriegswaffen, Kernenergie, Förderung oder Verarbeitung von Erdöl oder Kohle, Tabak oder Glücksspiel.

Daneben erfolgt eine Prüfung auf Eignung der Investition basierend auf den Geschäftspraktiken der Unternehmen. Diese umfassen Aspekte wie die Einhaltung der Standards der International Labour Organization (ILO), Einhaltung der Standards der Erklärung der Menschenrechte der UN oder der Prinzipien der UN Global Compact.

Erst die granulare Untersuchung der Portfoliounternehmen macht eine Secondaries-ESG-Analyse komplett

Eine robuste ESG-Methodik für eine Secondaries-Strategie steht vor der Herausforderung, dass sich die Investitionsmöglichkeiten und voraussichtlich auch ein investiertes Portfolio über Unternehmen aus einer Vielzahl von Branchen erstreckt. Zum Zeitpunkt der Entwicklung der Methodik befanden sich im Portfolio des Secondaries-Fonds Private-Equity-Beteiligungen an rund 50 kleinen und mittelgroßen Unternehmen aus verschiedenen Ländern, unter anderem aus den Branchen Dienstleistungen, IT und Kommunikation.

Eine ESG-Beurteilung sollte auf die wesentlichen ESG-Aspekte unterschiedlicher Unternehmen eingehen können, die Branche und Herkunft des jeweiligen Unternehmens prägen. Dennoch dürfen Skalierbarkeit und Anwendbarkeit im Zuge einer Secondaries-Transaktion nicht außer Acht gelassen werden. Auch Aspekte der regelmäßigen Überprüfung der Ergebnisse, die zum Zeitpunkt der Investition ermittelt wurden, und die Aktualisierung bei Entwicklungen der Portfoliounternehmen haben Einfluss auf die Methodik.

Dafür wurde ein ESG-Score für Portfoliounternehmen entwickelt, bei dem die wesentlichen ESG-Aspekte der Unternehmen einen gewichtigen Teil des Ergebnisses bestimmen. Die Basis dafür liefern Standards, wie sie von Organisationen wie SASB entwickelt worden sind.

Substanzielle ESG-Risiken werden sowohl durch die Analyse möglicher zum Unternehmen bekannter Kontroversen als auch durch die Fragestellung nach möglichen Warnsignalen oder „Red Flags" in die Bewertung einbezogen. Die Fähigkeit des Unternehmens, zu Nachhaltigkeitsaspekten auch Kennzahlen zu berichten, findet ebenso Berücksichtigung. Darüber hinaus bilden Fragen, die sich

an der Regulierung orientieren (doppelte Wesentlichkeit, Struktur und Nachhaltigkeitsziele der Transaktion im Sinne der SFDR) weitere Aspekte des finalen ESG-Scores.

Die Ausrichtung der Unternehmen an internationalen Standards zu Unternehmensführung, aber auch deren Zielsetzungen zur Reduktion von Treibhausgasemissionen oder deren Beitrag zu Nachhaltigkeitszielen gibt der Nachhaltigkeitsstrategie der Unternehmen Raum in der ESG-Bewertung.

ESG-Scoring für Portfoliounternehmen

Quelle: Golding Capital Partners

In der Anwendung der ESG-Prüfmethoden für General Partner und für Portfoliounternehmen zur Einstufung des Fonds nach Artikel 8 der EU-Offenlegungsordnung werden an die Ergebnisse der Bewertungen Mindestanforderungen gestellt. Diese Anforderungen müssen erfüllt sein, damit ein Investment die festgelegten umweltbezogenen und sozialen Indikatoren der Strategie bedient.

Selektivität steht im Mittelpunkt

Ein wesentliches Hindernis für die Artikel-8-Einstufung von Secondaries-Fonds am Markt ist die hohe Selektivität des dafür nötigen Investment-Prozesses. Sehr große Investment-Manager mit vielen Milliarden Euro zu investierendem Kapital können solch einen Prozess für ihr gesamtes Portfolio bisweilen schwerlich abbilden – insbesondere, wenn sie über LP-led-Transaktionen regelmäßig große Portfolios mit einer Vielzahl von Assets erwerben. Eine selektivere Investmentstrategie mit Fokus auf GP-led-Transaktionen dagegen zeichnet sich meist durch eine intensivere Fundamentalanalyse der Portfoliounternehmen aus. Sie ermöglicht die nötige Visibilität in Bezug auf General Partner und Portfoliofirmen und erlaubt es, Investmentangebote aufgrund mangelnder ESG-Ausrichtung auch abzulehnen.

Der erhöhte Fokus auf die ESG-Ausrichtung einer solchen selektiveren Strategie geht einher mit einem geringeren Volumen und einer geringeren Zahl von Einzeltransaktionen als bei einem Multimilliarden-Fonds. Wenngleich Golding jährlich einen Dealflow von rund 500 Transaktionen gründlich prüft, werden nur etwa zwei Prozent davon, ca. zehn Transaktionen, mit einer handverlesenen Anzahl an Portfoliounternehmen auch tatsächlich ausgewählt und finden ihren Weg in den Fonds. Der Rest der Opportunitäten hält entweder der finanziellen oder der ESG-Due-Diligence-Prüfung – manchmal auch beiden – nicht stand. Im Ergebnis kann so ein hinreichend diversifiziertes und Risiko-adjustiert attraktives Portfolio aufgebaut werden.

Der beschriebene Prozess stellt dem Management des Secondaries-Fonds alle notwendigen Informationen zur Verfügung und erlaubt eine qualifizierte ESG-Bewertung der Investitionen, damit der Fonds eine Klassifizierung nach Artikel 8 der EU-Offenlegungsverordnung erhalten kann und hohe interne Ansprüche an die ESG-Qualität erfüllt. Er setzt außerdem eine weitaus höhere Selektivität bei der Auswahl der Assets voraus, als das bei einem Fonds mit mehreren Milliarden Euro Investmentvolumen möglich ist.

Diese Methodik macht ESG-Aspekte mit starkem Fokus auf ESG-Risiken sichtbar und schafft damit die Basis für weitergehende Überlegungen. In der Weiterentwicklung wird sich die Frage stellen, wie Portfoliounternehmen in Bezug auf Nachhaltigkeitsziele oder mit Blick auf die planetaren Grenzen positioniert sind und agieren. Die Positionierung einer Secondaries-Investmentstrategie unter Artikel 8 und die dazugehörige Prüfmethode ist ein erster Schritt.

Kontakt und Autoren:

Golding Capital Partners GmbH
Einsteinstraße 172
81677 München
www.goldingcapital.com

Christian Schütz
Managing Director & Head of Sustainable Investing

Telefon: +49 89 419997 132
E-Mail: schuetz@goldingcapital.com

Thomas Hallinger
Managing Director Secondaries

Telefon: +49 89 419997 251
E-Mail: hallinger@goldingcapital.com

Impressum

Jahrgang 24 – Ausgabe VI

Verantwortliche Redakteure:
Frank Dornseifer
Christina Gaul

Erscheinungsweise:
alle 2 Monate

BAI e.V. · Poppelsdorfer Allee 106 · D-53115 Bonn
Tel. +49 - (0) 228 - 969870 · Fax +49 - (0) 228 - 9698790
www.bvai.de
info@bvai.de

Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.
Eine Investitionsentscheidung sollte auf Grundlage eines Beratungsgespräches mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

Satz & Layout

SimpleThings GmbH
Münsterstraße 1 · 53111 Bonn
www.simplethings.de
info@simplethings.de

Impact Investments: Messbarkeit und Risikoverteilung in einem wachsenden Markt

Das Wachstum im Markt für Impact Investments beschleunigt sich weiter. Immer mehr Geld fließt in Anlagen, mit denen sich sowohl Rendite erwirtschaften als auch das Erreichen der Ziele für nachhaltige Entwicklung aktiv vorantreiben lässt. Besonders wirksam sind Investitionen in Schwellenländern. Diese werden durch intelligente Mischfinanzierungsmodelle für Investoren attraktiv: Blended Finance schafft ein optimales Risiko-Rendite-Verhältnis. Die Voraussetzungen für weiteres Wachstum von Impact Investing sind gut – und das auch in Zeiten, in denen die Wetterlage für nachhaltiges Investieren nicht allzu günstig erscheint.

Sarah Hessel
Head of Impact and Sustainable Finance Regulation, Finance in Motion

Christof Püttmann
Investor Relations Manager, Finance in Motion

So dürfte der Machtwechsel im Weißen Haus mit einiger Sicherheit einen Rückschritt für den Klimaschutz bedeuten. Auch in der Diskussion in Deutschland um Rezepte gegen den Abschwung gerät das Ziel eines klimafreundlichen Umbaus der Wirtschaft eher aus dem Fokus. Unbeirrt von dieser Momentaufnahme werden Impact-Fonds immer größer. Sie setzen Mittel gezielt für Projekte ein, die demonstrieren, dass wirtschaftliche Entwicklung und das Erreichen von Zielen wie Klimaschutz Hand in Hand gehen können – etwa durch Aufforstung oder Förderung einer nachhaltigen, ressourcenschonenden Landwirtschaft. Hier findet ein Wandel hin zu mehr Klimaschutz statt, konkret und messbar. Der Bedarf an Kapital für solche Impact Investments wächst.

1,6 Billionen US-Dollar sind laut Schätzung des Global Impact Investing Network (GIIN) weltweit mittlerweile in Impact-Geldanlagen investiert. Seit 2019 hat das Volumen dieser Anlageformen laut einer Umfrage des GIIN unter Investoren weltweit jährlich um 14 Prozent zugelegt. Europäische Investoren stellen mehr als die Hälfte des investierten Kapitals, wobei Vermögensverwalter die größte Gruppe bilden. Bemerkenswert ist die hohe Zufriedenheit der Investoren mit ihren Investments: 94 Prozent gaben an, nicht nur die Rendite habe ihre Erwartungen zuletzt erfüllt oder sogar übertroffen, sondern auch die gemessene Wirkung.

Das steht im Gegensatz zu einer Nachhaltigkeits-Müdigkeit, die gelegentlich im Markt kolportiert wird. Diese wird mit Greenwashing-Vorwürfen begründet. Zusätzlich hat das oft sehr weit gefasste Verständnis von nachhaltigen Geldanlagen Zweifel am Nutzen von Investments mit grünen oder ESG-Etiketten aufkommen lassen. Impact Investing allerdings hebt sich deutlich von nachhaltigen Investments ab, die oft nur Negativ-Screenings anwenden oder ESG-Ratings berücksichtigen. ETFs beispielsweise, die aus einem großen Korb von Aktien bestimmte Branchen wie die Mineralöl-, Tabak- oder Glücksspielindustrie ausschließen, erfüllen zwar gewisse Nachhaltigkeitskriterien, bieten aber keine aktive Steuerung.

Aktiver Beitrag zur Transformation

Impact-Investing-Fonds funktionieren grundsätzlich anders. Ihren Initiatoren geht es darum, aktiv einen Beitrag zur gesellschaftlichen und/oder ökologischen Transformationen zu leisten. Hinter Impact Investing steht der Gedanke, dass der Finanzsektor ein Hebel sein kann, um positive Veränderungen in der Realwirtschaft voranzutreiben. Geld wird gezielt in Projekte gelenkt, denen andernfalls die Mittel fehlen würden. Die Stoßrichtung wird oft anhand der Ziele für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals (SDG)) definiert. Für die vom GIIN befragten Investoren sind menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum das wichtigste SDG. Zwei Drittel verfolgen dieses. Dahinter folgen Gesundheit und Wohlergehen und Maßnahmen zum Klimaschutz.

Ausgehend von den übergeordneten Nachhaltigkeitszielen, denen sich ein Impact Fonds verschreibt, werden dessen konkrete Ziele definiert. Diese können beispielsweise sein, Geschäftspraktiken zu fördern, die zum Erhalt der biologischen Vielfalt und zur nachhaltigen Ressourcennutzung beitragen, oder Kleinunternehmerinnen zu unterstützen. Auf einer höheren Ebene können Impact-Investment-Fonds außerdem Ziele wie die Transformation des Finanzsektors oder anderer Branchen in den Zielländern anstreben. Entsprechend wählt das Management die Unternehmen oder Initiativen, an die Gelder fließen sollen.

Wie das aussehen kann, lässt sich etwa am Green for Growth Fund (GGF) darstellen, aufgelegt 2009 von European Investment Bank und KfW. Der GGF ist ein spezielles Instrument zur Finanzierung von Klimaschutzinvestitionen in Südosteuropa, dem Kaukasus, der Türkei, dem Nahen Osten und Nordafrika. Er finanziert Projekte im Bereich erneuerbare Energien. Das geschieht über lokale Partnerbanken oder direkt über Projektfinanzierungen. Unterstützt werden

Impact Investments:
Messbarkeit und Risikoverteilung in einem wachsenden Markt

Unternehmen, kommunale Einrichtungen und Energiedienstleister. Als Finanzinstrumente werden unter anderem mittel- bis langfristige Vorrang- und Nachrangdarlehen, Konsortialkredite und Mezzaninkapital eingesetzt. Der Green for Growth Fund hat beispielsweise mit einem Darlehen über 28 Millionen Euro Bau und Betrieb eines Solarkraftwerks in Albanien finanziert, das größte ohne Subventionen umgesetzte Projekt dieser Art in den westlichen Balkanländern.

Die durch GGF-Gelder ermöglichten Projekte zahlen direkt auf das Ziel Klimaschutz ein. Beispielsweise werden jährlich der Ausstoß von 1,2 Millionen Tonnen Kohlendioxid vermieden und 4,7 Millionen Megawatt Energie eingespart. Die Wirkung geht allerdings weit über die geförderten Projekte und deren messbare Effekte hinaus. Denn diese signalisieren dem privaten Sektor vor Ort, dass nachhaltige Investitionen wirtschaftlich erfolgreich sein können, und regen dadurch zur Nachahmung an.

Ziel ist es hier immer, bei den Impact Investments Finanzintermediäre vor Ort zu integrieren. Ein Vorteil dieses Ansatzes: Ein Fonds stellt nicht nur Kapital zur Verfügung, sondern arbeitet mit diesen Finanzintermediären an deren Systemen und Prozessen. Durch diese maßgeschneiderten Angebote unterstützt er sie beispielsweise, umweltfreundlicher zu agieren, Strategien für Klimaschutz zu entwickeln oder mit Nachhaltigkeitsrisiken umzugehen. Damit tragen Impact-Investoren zu einem nachhaltigeren Finanzsektor bei und ermöglichen ein Skalieren sozialer und grüner Strategien.

Impact muss messbar sein

Weil der Kern von Impact Investing in der nachweisbaren Wirkung liegt, muss diese nachvollziehbar gemessen und ausgewiesen werden. Die Glaubwürdigkeit von Impact Investing fußt auf solidem Impact Management und transparenter Berichterstattung. Greenwashing-Vorwürfe wegen nicht oder nur vage nachweisbarer Nachhaltigkeits-Effekte kommen so erst gar nicht auf.

Impact-Fondshäuser tun daher gut daran, regelmäßig Berichte zur Wirkung ihrer Investments zu veröffentlichen. Solche Berichte machen greifbar, was mit den investierten Geldern erreicht wurde. Die Berichte decken eine breite Palette von Metriken ab. Abzulesen ist daraus zum Beispiel, wie viele Mikrokredite vergeben wurden oder wie viele Arbeitsstellen in unterstützten Unternehmen geschaffen werden konnten. Auch Umweltauswirkungen werden berichtet, etwa wie viel Kohlendioxid durch Aufforstungen gebunden wurde oder wie viele tausende Liter Wasser in der Produktion eingespart wurden. Um diese Wirkungen zu messen, nutzen wir ein umfassendes System und ein breites Spektrum von Datenquellen. Damit wird nicht nur regelmäßig der Beitrag zu den Wirkungszielen überprüft, auch mögliche negative Wirkungen werden überwacht. Zentral ist hier die regelmäßige Berichterstattung der Unternehmen oder Projekte, denen Geld zur Verfügung gestellt wurde, und von Besuchern vor Ort, was durch breite geographische Präsenz möglich ist.

Um Impact Management bestmöglich in den Investmentzyklus zu integrieren, können sich Fondshäuser an den Operating Principles for Impact Management orientieren. Sie gelten als Branchenstandard. Das Unternehmen BlueMark, ein führender unabhängiger Prüfer von Impact-Fonds, begutachtet, wie gut sich Fondshäuser an diesen Grundsätzen orientieren, und ernennt die führenden zu sogenannten Practice Leaders.

Höherer Impact Return in Emerging Markets

Die Wirkung von Impact Investment soll nicht nur nachweisbar sein, investiertes Geld soll seinen Effekt auch bestmöglich entfalten können. Dieser Anspruch macht Schwellenländer, Emerging Markets, zu besonders interessanten Zielen für Impact Investing. An Wohlstandsindikatoren wie dem Index der menschlichen Entwicklung oder dem pro Kopf erwirtschafteten Bruttoinlandsprodukt lässt sich ablesen, dass viele dieser Länder deutlich hinter entwickelten Volkswirtschaften zurückbleiben. Armut und die Ungleichheit der Einkommen und Vermögen sind dort oft größer, Umweltauflagen werden weniger streng gehandhabt. Impact Investments erscheinen dadurch einerseits auf den ersten Blick dringlicher. Gleichzeitig ist ihr potenzieller Effekt größer.

Wenn beispielsweise Dörfer und Unternehmer in einem Schwellenland überhaupt erst eine verlässliche Stromversorgung aus erneuerbarer Energie bekommen, wirkt sich jeder investierte Euro deutlich stärker aus als bei Investitionen in die Energiewende in einem entwickelten Markt mit höherem Preisniveau und schon etablierten Öko-Standards. Gelder von Impact-Investoren können in Entwicklungs- und Schwellenländern zu Grundsätzlichem beitragen, etwa dass stabile Unternehmen entstehen, die Arbeitsplätze für die lokale Bevölkerung schaffen. Sie können den Umbau von Unternehmen zu einer nachhaltigen Wirtschaftsweise oder zum Verringern der Treibhausgasemissionen mit vorantreiben.

Risikopuffer dank Blended-Finance-Struktur

Diesen positiven Gesichtspunkten stehen allerdings oft Bedenken gegenüber. Investoren fürchten ein höheres Risiko wegen wirtschaftlicher oder politischer Instabilität. Dem lässt sich mit Blended-Finance-Modellen entgegenwirken, die im Impact Investing mittlerweile etabliert sind. Finance in Motion hat Blended Finance als Pioneer mit ins Leben gerufen und entwickelt den Ansatz permanent weiter. Das grundlegende Prinzip dieser Mischfinanzierungsmodelle ist: Kapital,

Impact Investments:
Messbarkeit und Risikoverteilung in einem wachsenden Markt

das aus öffentlichen Quellen stammt, mobilisiert privates Kapital, es dient als Katalysator für den Einstieg privater Geldgeber. Ein Weg, dies umzusetzen, sind öffentlich-private Partnerschaften. Im Impact Investing sind auch philanthropisch-private Partnerschaft üblich. Hier können gemeinnützige Investitionen, etwa über Stiftungen, die Grundlage legen. Auch ein Miteinander öffentlicher, philanthropischer und privater Investments ist möglich.

Die öffentliche Seite macht in der Regel den ersten Schritt. Ihre Investitionen stellen den nachrangigen Teil des Kapitals dar. Diese Mittel bilden den Risikopuffer, auf den private Anleger mit ihren Investitionen aufsetzen. Deren Forderungen werden bei Ausfällen vorrangig bedient. Risiko und Rendite sind in solchen Konstrukten gegensätzlich verteilt. Öffentliche Geldgeber beziehungsweise Philanthropen übernehmen den größeren Teil des Risikos. Für private Anleger verringert das die Verlustwahrscheinlichkeit. Gleichzeitig kommt ihnen der größere Teil der Rendite zugute.

Auf diese Weise erfüllt Blended Finance Anforderungen unterschiedlicher Geldgeber. Öffentliche Investoren wollen Entwicklungsziele unterstützen, haben dafür aber in der Regel nur knappe Mittel zur Verfügung. Indem ihre Investitionen zum Katalysator für private Investitionen werden, vervielfachen sie die Wirkung ihrer eingesetzten Mittel. Für Privatanleger, die Nachhaltigkeitsziele aktiv unterstützen möchten, wird Impact Investing durch Blended Finance attraktiver oder überhaupt erst zur Option. Denn der Risikopuffer verbessert für sie das Risiko-Rendite-Verhältnis im Vergleich zu einer eigenständigen privaten Anlage in dasselbe Unternehmen oder Projekt.

Maßgeschneiderte Rendite-Risiko-Profile für Investoren

Schematische Darstellung von Blended-Finance-Modellen

Kapitalbedarf für Transformationen bleibt hoch

Es sind also drei Elemente, die Impact Investing von anderen Ansätzen nachhaltiger Geldanlagen abheben und attraktiv machen: der an Nachhaltigkeitszielen ausgerichtete aktive Ansatz, der systematisch gemessene Impact der Investitionen und die hohe Wirkung des eingesetzten Kapitals durch sorgsame Auswahl der Investment-Ziele. Gerade für Investitionen in Schwellenländer können Blended-Finance-Strukturen zum zusätzlichen Booster werden. Denn sie schaffen ein ausgewogenes Rendite-Risiko-Verhältnis, das die Geldanlage in diesen Märkten für viele Investoren erst interessant macht.

Wir gehen davon aus, dass Impact Investing ungeachtet des derzeitigen politischen Klimas und einer möglicherweise anhaltenden Skepsis gegenüber dem breiten Feld der nachhaltigen Geldanlagen weiter wachsen wird. Fonds, bei denen sich hinter jeden der zuvor genannten Punkte ein Haken setzen lässt, dürften sich möglichen Negativtrends widersetzen.

Global gesehen ist das Lenken von Kapital in Richtung nachhaltiger Transformationen dringlicher denn je. Wohl am deutlichsten wird das beim Blick auf den fortschreitenden Klimawandel. Die Weltorganisation für Meteorologie hat beim COP29-Klimagipfels in Baku darauf hingewiesen, dass 2015 bis 2024 das wärmste Jahrzehnt seit Beginn der Aufzeichnungen sein wird.

Impact Investing erweist sich vor dem Hintergrund als Instrument mit Nutzen für alle: Lokale Gemeinschaften profitieren direkt von Investitionen, globale Herausforderungen werden angegangen und Investoren können Erträge erzielen und zugleich zu Transformationen beitragen.

Kontakt und Autoren:

Finance in Motion
www.finance-in-motion.de

Sarah Hessel
Head of Impact and Sustainable Finance Regulation

Telefon: +49 69 271 035 536
E-Mail: s.hessel@finance-in-motion.com

Christof Püttmann
Investor Relations Manager

Telefon: +49 69 271 035 796
E-Mail: c.puettmann@finance-in-motion.com

Biodiversität – Die neue Dimension für Impact Investments

Die Bedrohung unserer Lebensgrundlagen macht den Schutz der biologischen Vielfalt zu einer wichtigen gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Aufgabe. Gleichzeitig eröffnet sie Investoren interessante Zukunftsperspektiven.

Antje Biber
Head of SDF Office,
FERI AG

Warum spielt Biodiversität eine so zentrale Rolle?

Die biologische Vielfalt bildet die Grundlage der menschlichen Existenz und die Basis für mehr als 50 % der weltweiten Wirtschaftsleistungen. Der Gesamtwert dieser Vielfalt (unseres Ökosystems), die von der Natur bereitgestellt wird, wird auf bis zu 125 Billionen US-Dollar pro Jahr geschätzt. Das ist ein erster Hinweis auf die großen Abhängigkeiten des Menschen und der Wirtschaft von der Natur. Diese Abhängigkeiten sind umfassend, komplex und interdependent.

Die Ökosysteme bilden die Grundlage für eine Fülle lebensnotwendiger Prozesse, die wiederum notwendig für das menschliche Leben sind (z. B. für die Produktion von Medizin, Schädlingsbekämpfung, Wasser- und Luftreinigung, Klimaregulierung). Sie liefern Nahrung und Medizin, unterstützen die landwirtschaftliche Produktion und tragen zur Erholung oder sauberer Luft bei.

Der wichtigste existenzielle Zusammenhang zwischen biologischer Vielfalt und Mensch ist jedoch die Ernährungssicherheit. Über 75 % unserer Nahrungspflanzen sind von der natürlichen Bestäubung abhängig.[1]

Gleichzeitig sind Biodiversität und Klima untrennbar miteinander verbunden und stark voneinander abhängig. Die marinen und terrestrischen Ökosysteme binden 60 % der weltweiten Kohlenstoffemissionen.

Allein die Mikroalgen in den Weltmeeren setzten mindestens die Hälfte des in unserer Atmosphäre befindlichen Sauerstoffs frei. Klimabedingte negative Auswirkungen und der weltweite Verlust der biologischen Vielfalt durch landwirtschaftliche Bodennutzung, direkte Übernutzung und Umweltverschmutzung verschärfen die Belastung des Ökosystems zunehmend.

Die Abhängigkeit der Menschheit vom einem funktionierenden Ökosystem und zugleich die menschgemachte Belastung dieses empfindlichen Gleichgewichts führen zu einem zunehmenden Spannungsverhältnis. Das Wissen und der Wille zur Umsetzung notwendiger Veränderungen sind die Voraussetzung und Grundlage für den nötigen Wandel im Umgang mit dem Planeten.

Die globale Transformation erfordert neue Regelwerke

Das Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework (GBF) bildet ein neues, wegweisendes Regelwerk für den globalen Biodiversitätsschutz. Dieses im Jahr 2022 von den Vereinten Nationen verabschiedete Rahmenwerk zielt darauf ab, die biologische Vielfalt in alle Bereiche wirtschaftlichen Handelns zu integrieren. Das GBF umfasst vier übergeordnete Ziele bis 2050 und 23 konkrete Umsetzungsziele für 2030. Es strebt an, negative Auswirkungen auf die Biodiversität zu reduzieren und positive Effekte zu verstärken.

In seiner Bedeutung ist es vergleichbar mit dem Pariser Klimaabkommen von 2015. Die Umsetzung des GBF wird weitreichende Folgen für nationale Gesetzgebungen haben, insbesondere in der Europäischen Union.

Hier werden rechtliche Rahmenbedingungen verschärft, um Unternehmen zur Berücksichtigung der Biodiversität in ihren Entscheidungsprozessen zu verpflichten.

Drei zentrale EU-Initiativen unterstützen diese Entwicklung:

1. Der Europäische Green Deal
2. Die EU-Biodiversitätsstrategie
3. Das neue EU-Renaturierungsgesetz

Parallel zu multilateralen Vereinbarungen und der nationalen Umsetzung in Gesetzgebung und Besteuerung entwickelt sich die Finanzregulierung zügig weiter, wie beispielsweise Nachhaltigkeits-Berichtspflichten für Unternehmen, oder die Offenlegung von

1 Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services (IPBES)

Informationen, die auf die Verhinderung von Schäden zielen und nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten ermitteln. All diese Maßnahmen haben ein gemeinsames Ziel, die Finanzströme neu auszurichten.

Das wird zu tiefgreifenden Veränderungen in vielen Wirtschaftssektoren führen, neue Anreize und Einnahmequellen schaffen und daher erhebliche Auswirkungen auf zukünftige Investitionsentscheidungen haben.

Das große und komplexe Problem ist jedoch die Umsetzung.

Welche Lösungen fördern Biodiversität, verhindern Zerstörungen und bringen zugleich den notwendigen wirtschaftlichen Nutzen?

Um die biologische Vielfalt zu schützen und gleichzeitig wirtschaftlichen Nutzen zu erzielen, kann man generell zwischen drei großen Lösungsansätzen unterscheiden: Erstens naturbasierte Lösungen (NbS) - wie z. B. Wiederaufforstung, Habitatwiederherstellung oder Feuchtgebietsrenaturierung, zweitens technologiebasierte Lösungen (TbS) die innovative Technologien zum Schutz und zur Verbesserung der Ökosysteme einsetzen oder drittens hybride Lösungen, die beide vorgenannten Lösungen kombinieren, wie z. B. Agri-Voltaic Anlagen.

Diese Ansätze zielen darauf ab, positive Auswirkungen auf die Biodiversität zu erzielen und gleichzeitig wirtschaftliche Vorteile zu generieren.

Die größten Herausforderungen sind derzeit zweifellos noch die unvollständige Kenntnis der Interdependenzen, die unklaren und mitunter schwer oder gar nicht messbaren Auswirkungen und die noch immer unterentwickelte Verfügbarkeit von Investitionsmöglichkeiten.

Aktuell entsteht aufgrund der Nachfrage und der Notwendigkeit praktischer Maßnahmen ein immer breiteres Feld vielfältiger Anlagemöglichkeiten über alle Anlageklassen hinweg.

Im liquiden Anleihenmarkt entwickelt sich zurzeit ein rasant wachsendes Feld für Impact Investoren.

Zweckgebundene Anleihen – Finanzinstrumente mit Mehrwert

Zweckgebundenen Anleihen, auch Labelled Bonds genannt (Green Bonds, Impact Bonds usw.) ermöglichen eine direkte Kreditfinanzierung von Klima- und Naturschutzmaßnahmen durch Unternehmen und Regierungen. Konservativen und institutionellen Anlegern kommt diese neue Form der Kreditvergabe besonders entgegen, da die Bonität des Emittenten, der feste Zinssatz und zusätzlich die transparente, glaubwürdige und positive Wirkung den Portfoliovorgaben entsprechen und gleichzeitig eine effiziente Möglichkeit bieten, das eigene Portfolio deutlich nachhaltiger zu gestalten.

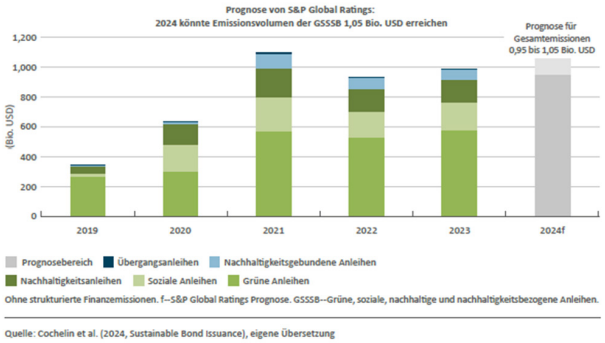
Es wird erwartet, dass die Emissionen im Jahr 2024 ein Volumen von 1 Billion US-Dollar erreichen werden, was einem Anteil von 14 % am Gesamtmarkt entspräche. Bisher wurden Labelled Bonds in mehr als 80 Ländern und in 40 verschiedenen Währungen (42 % in EUR) ausgegeben, vor allem in den USA, Frankreich und China.

Die Erlöse der Labelled Bonds dienen zur (Re-)Finanzierung förderfähiger Projekte mit ökologischem Nutzen (Green Bonds), positiven sozialen Ergebnissen (Social Bonds) oder einer Kombination aus beidem (Sustainability Bonds).[2] Sowohl staatliche Emittenten als auch Unternehmen nutzen dieses Fremdfinanzierungsinstrument zunehmend, um den Ausbau erneuerbarer Energien, den eigenen klimarelevanten Wandel, den Bau von Gesundheits- oder Bildungseinrichtungen oder bezahlbaren Wohnraum zu finanzieren.

Gegenwärtig wird nur ein kleiner, wenn auch wachsender Teil der Labelled Bond-Erlöse zum Schutz oder zur Wiederherstellung der Biodiversität verwendet.

Rund 16 % der Anleihen enthielten den Schutz der terrestrischen und aquatischen Biodiversität als förderfähige „UoP „(Use of Proceed = Zweck) im Jahr 2023, verglichen mit 5 % im Jahr 2020. Im Januar 2024 enthielten rund 480 Mrd. USD der ausstehenden Anleihen den Schutz der biologischen Vielfalt als potenzielle UoP.

Abb. 11: Entwicklung des globalen Markts für Labelled Bonds mit Prognose für 2024



Ohne strukturierte Finanzemissionen. f--S&P Global Ratings Prognose. GSSSB--Grüne, soziale, nachhaltige und nachhaltigkeitsbezogene Anleihen.

Quelle: Cochelin et al. (2024, Sustainable Bond Issuance), eigene Übersetzung

2 ICMA Group (2023, Labelled Bonds).

Biodiversität – Die neue Dimension für Impact Investments

Labelled Bonds haben eine große Zukunft: Unterstützt durch ein deutlich gestiegenes öffentliches Bewusstsein und globale Initiativen zum Erhalt und zur Wiederherstellung der Natur, wie z. B. das Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework, ist zu erwarten, dass die Emissionen durch nationale Entwicklungsbanken und supranationale Institutionen deutlich zunehmen werden.

Es liegt in der Verantwortung der Länder und Regionen, kapitalintensive Naturschutzprojekte zu entwickeln und die biologische Vielfalt zu erhalten und wiederherzustellen. Die Bereitstellung von Finanzmitteln durch die öffentliche Hand wird ein Schlüsselfaktor für eine erfolgreiche Umsetzung sein.

Gleichzeitig zeigt die Erfolgsgeschichte der Labelled Bonds, dass die Finanzierung von Klima- und Naturschutzmaßnahmen auch durch Unternehmen bei Investoren hoch im Kurs stehen dürfte

Private Markets Investments mit langfristiger Wirkung

Auch im privaten Marktsegment gewinnt die Integration von Nachhaltigkeitsfaktoren in Anlageentscheidungen an Dynamik. Aspekte der biologischen Vielfalt werden zu einem integralen Bestandteil von Anlagestrategien. Dies ist ein Anreiz für Investoren, auch die Auswirkungen ihres Private Markets Portfolios auf die Natur zu bewerten.

Der mittel- bis langfristige Anlagehorizont privater Märkte ist besonders geeignet für die Nutzung potenzieller Chancen und Renditen im Zusammenhang mit Ökosystemleistungen und biologischer Vielfalt in Verbindung mit der Wiederherstellung und Aufwertung.

Gleichzeitig werden durch technologiegestützte Innovationen Investitionsmöglichkeiten mit hohen Renditen geboten, die auch für renditeorientierte Investoren attraktiv sind.

Der Artikel verdeutlicht die immense Bedeutung der Biodiversität für das menschliche Leben und die Wirtschaft, betont aber auch die gravierenden Herausforderungen durch deren Verlust. Die Einführung des Kunming-Montreal Global Biodiversity Frameworks und EU-Initiativen wie der Green Deal und die Biodiversitätsstrategie markieren einen Wendepunkt für den Biodiversitätsschutz. Impact Investments, insbesondere über Labelled Bonds und Private Markets, bieten attraktive Chancen, um ökologische und wirtschaftliche Ziele zu vereinen.

Fazit: Die Vielfalt der Natur zu erhalten und die erforderlichen Renditen zu erwirtschaften ist kein Widerspruch, sondern bereits heute ein Weg, den wachsenden Anforderungen an ein verantwortungsbewusstes Investieren gerecht zu werden. Gerade Labelled Bonds und Private Markets bieten hierzu ein vielfältiges Angebot, das weiterwachsen wird.

Die Studie „Vorteil Biodiversität – Lösungsansätze und Investitionschancen im Einklang mit der Natur" steht als Kurzversion zum Download unter Content Center | FERI (feri-institut.de) zur Verfügung.

Kontakt und Autorin:

FERI AG
Haus am Park
Rathausplatz 8-10
61348 Bad Homburg
www.feri.de

Antje Biber
Head of SDF Office

Telefon: +49 (6172) 916-3148
E-Mail: antje.biber@feri.de

Balancing ESG in Infrastructure: A Closer Look at Social Impact

Fiona Luscombe Kielsgaard Holm
ESG Investment Advisory Lead,
Copenhagen Infrastructure Partners

In recent years, environmental, social, and governance (ESG) considerations have gained increasing prominence among institutional investors, particularly within the area of infrastructure. While the environmental component has dominated investor focus, the social dimension is often underweighted. However, this area is especially important given that infrastructure projects play an important role in shaping local communities and economies. One reason why environmental issues may receive greater attention is due to the urgency surrounding climate change and regulatory frameworks like the Paris Agreement, which push for immediate action on greenhouse gas emissions. As a result, investors often prioritize environmental over social considerations.

According to Deutsche Bank, around 50% of investors believe environment is the most important ESG criteria when making investment decisions, often driven by the urgency of climate change mitigation efforts. In contrast, only 22% believe social is the most important. The focus on the environment area is also reflected in regulatory pressures and public sentiment, which increasingly demand accountability in sustainability initiatives. This has resulted in a situation where social metrics—often more complex and less tangible—are secondary. Addressing the social dimension of infrastructure investments is crucial: projects shape communities, economies, and societal well-being. Social KPIs related to job creation, community engagement, and diversity may be more complex to measure than environmental KPIs, but are important indicators of a project's broader impact. The UN PRI argues that the social dimension is challenging to assess due to a lack of established market data and regulation. Therefore, the social area often remains secondary to environmental concerns in practice.

Social integration into business cases can also strengthen supply chains and enhance operational performance, according to the UN PRI. Additionally, a focus on the social area can lead to positive outcomes, such as stronger relationships with local communities and improved business performance. In the infrastructure world, this can translate to the reduced risks of project delays, and ultimately, greater project success. Ignoring the social dimension can result in backlash from communities, leading to costly delays and reputational damage. Moreover, as the industry experiences shifts in public awareness and activism around social issues, neglecting social impact can pose a significant risk to long-term investment viability.

One example of social impact is CIP's Vineyard Wind I, an 800 MW offshore wind project in Massachusetts. This project showcases a proactive approach to community engagement, recognizing that local opinion can significantly influence permitting and construction. Vineyard Wind has committed to creating 3,600 full-time equivalent (FTE) jobs over the life of the project and providing millions in community investment, including infrastructure improvements and long-term property tax revenues for the region. Beyond these tangible benefits, the project prioritizes meaningful community engagement, aiming to address local concerns early in the process. Vineyard Wind conducted extensive outreach, from townhall meetings to dedicated feedback channels for residents, promoting open communication. This transparency and approachability helped build trust within the community.

The project's engagement process prioritized several community-related topics, including potential disruptions from construction such as noise and traffic rerouting, and environmental concerns related to the protection of the local water supply. To mitigate disruptions during construction, the team worked systematically to inform residents about the nature of the construction and to promote awareness of project progress. Vineyard Wind and the local government also entered into a host community agreement. This agreement addressed many of the concerns in the area, ensured coordination on construction efforts, and provided USD 16 million in funding for infrastructure and long-term property tax revenues for the area. These benefits have been supplemented by local recruitment, procurement, and investments to help the region become a hub for the renewable supply chain in the future.

Balancing ESG in Infrastructure: A Closer Look at Social Impact

Investors can learn from projects like Vineyard Wind by placing greater emphasis on the social component of ESG. This includes encouraging transparent reporting on social metrics and ensuring that contractors and partners uphold ethical standards, such as fair labor practices and social initiatives. Organizations can also utilize frameworks such as the Global Reporting Initiative (GRI) and the Sustainability Accounting Standards Board (SASB) to guide social impact measurements.

Social impact, though sometimes difficult to measure, should be viewed as a key pillar of any infrastructure investment strategy. There is a strong case to focus on societal benefits that such projects can bring, and it is the responsibility of institutional investors to drive this shift. As the infrastructure investment landscape continues to evolve, a balanced ESG approach is critical for long-term success. The environmental focus has dominated the conversation, but social factors deserve increased focus, as the integration of social impact into infrastructure investments can deliver substantial community benefits alongside environmental gains. As institutional investors look to the future, they must ensure that both environmental and social considerations are prioritized, enabling sustainable and inclusive growth for all stakeholders involved.

Sources:

- https://www.deutsche-bank.de/pk/sparen-und-anlegen/finanzmarktexpertise/perspektiven-im-fokus/mum-volkswirtschaft/esg-trends-und-herausforderungen.html
- https://www.cip.com/media/sywkkr0u/cip-esg-report-2022.pdf
- https://www.unpri.org/download?ac=6529
- https://vineyardwind.com
- Photo 2 & 3: credits to Axel Schmidt

Contact and Author:

Copenhagen Infrastructure Partners
Maximilianstrasse 13
80539 München
https://www.cip.com/

Fiona Luscombe Kielsgaard Holm
ESG Investment Advisory Lead
Copenhagen, DK

Phone: +4527244445
Mail: flut@cisc.dk

Private Debt im Tech-Sektor: Neue Chancen durch Künstliche Intelligenz und M&A-Erholung

Nur für professionelle Kunden. Marketinginformation. Kapitalanlagerisiko.

Rizwan Khan
Head of Private Credit Sales for Germany, Austria & Switzerland, BlackRock

Harald Klug
Head of the Institutional Business in Germany and Austria, BlackRock

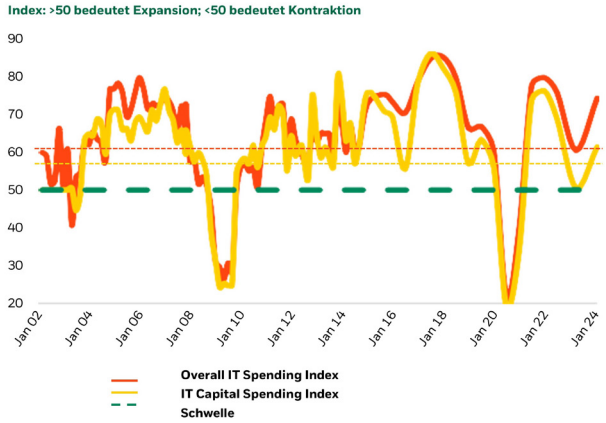
Erfahrenen Anlegern könnte der Technologiesektor im Private-Debt-Bereich neue Chancen bieten – trotz jüngster Turbulenzen und Unsicherheiten. Neben der potenziellen Erholung des Mergers & Acquisitions-Markts (M&A) und der wachsenden Relevanz von jährlich wiederkehrenden Einnahmen für Software-as-a-Service-Unternehmen (SaaS) rückt die Künstliche Intelligenz in den Fokus.*

Der Technologiesektor ist einem ständigen Wandel unterworfen. Für Anleger geht es darum, sich bietende Chancen zu identifizieren, ohne die Risiken aus dem Blick zu verlieren. Der Aufstieg der Künstlichen Intelligenz (KI) schürt Optimismus hinsichtlich der potenziellen Folgen für die Gesellschaft. Das bringt öffentliche und private Investoren dazu, nach neuen Anlagechancen zu suchen. Der kurze Ausverkauf an den globalen Märkten im 3. Quartal 2024 löste zwar Ängste aus,[1] doch Investoren sollten zwischen strukturellen und taktischen Aussichten unterscheiden.

Die Corona-Pandemie führte auch im Technologiesektor zu erheblichen wirtschaftlichen Umwälzungen, und staatliche Konjunkturpakete halfen, die Rezession zu verkürzen. In Erwartung einer verstärkten Digitalisierung und vermehrter Telearbeit investierten Unternehmen massiv in Technik. Dabei berücksichtigten viele Anleger zu wenig, dass die hohe Inflation die Konsumenten zu Ausgabeeinschränkungen veranlassen könnte, was oft negative Auswirkungen auf Umsätze und Gewinne hatte.[2]

In Reaktion darauf passten viele Unternehmen ihre Ausgaben für technische Anwendungen und Geräte an. Das führte zu einer temporären Durststrecke. Doch laut Goldman Sachs sind die IT-Ausgaben nun wieder auf ein Niveau gestiegen, das dem langfristigen Durchschnitt entspricht oder diesen sogar übersteigt.[3] Unternehmen haben erkannt, dass sie investieren müssen, um wettbewerbsfähig zu bleiben.

Tech-Ausgaben im Aufschwung



Quellen: Goldman Sachs, BlackRock. Das Diagramm zeigt die Indizes Overall IT Spending und IT Capital Spending von Goldman Sachs. Die gestrichelte grüne Linie („Schwelle") zeigt Expansion, wenn der Index über 50 steigt, und Kontraktion, wenn der Index unter 50 sinkt. Die gestrichelten orangefarbenen und gelben Linien geben den langfristigen Durchschnitt für die jeweiligen Reihen an. Stand der Daten: 30. Juni 2024. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen eintreten.

1 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 2.

2 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 2.

3 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 2.

*M&A = Mergers and Acquisitions, auf Deutsch: Fusionen und Übernahmen

Private Debt im Tech-Sektor: Neue Chancen durch Künstliche Intelligenz und M&A-Erholung

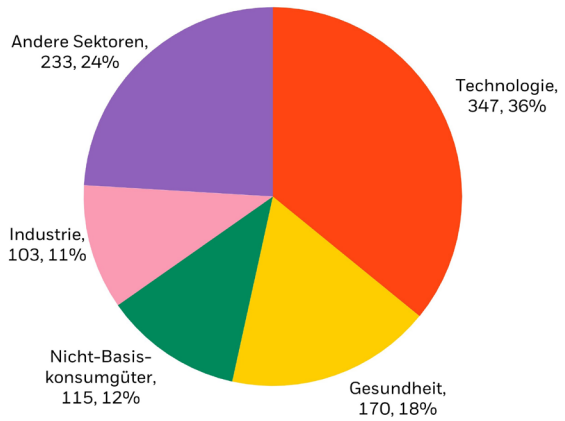
Tech-Anlagen bleiben ein spannendes Thema

Die Turbulenzen an den Aktienmärkten und die Volatilität der Technologieausgaben haben die strukturellen Aussichten des Sektors belastet. Dennoch ist zu erwarten, dass der Tech-Sektor im Fokus der Anleger bleibt.[4] Im Folgenden erläutern wir, warum wir den Sektor positiv bewerten, was unseren Underwriting-Prozess[5] beeinflusst und stellen zudem einen neuen Ansatz für Private-Credit-Investitionen im Tech-Sektor vor.

Unsere positive Einschätzung stützt sich auf fundamentale und marktspezifische Faktoren. Fundamental beeindruckt uns die Resilienz des Sektors. Obwohl die Umsätze im Vergleich zum Vorjahr sanken, führte effizientes Kostenmanagement zu einem im Vergleich mit anderen Sektoren guten Gewinnwachstum.[6]

Marktspezifisch bewerten wir die Investitionstätigkeit am Deal-Volumen. Laut dem Marktdatenunternehmen Preqin erzielte der Tech-Sektor seit 2019 das größte Transaktionsvolumen aller Branchen, mehr als doppelt so viel wie der nächstfolgende Sektor. Diese Spitzenposition hatte der Sektor auch in vier der zurückliegenden sechs Jahren inne, was ein Beleg für strukturelle Investitionstätigkeit ist.[7]

Gesamtwert der Transaktionen (USD Mrd., 2019-2024)



Quelle: Preqin, BlackRock. Die Grafik zeigt den Gesamtwert der Deals global von 2019 bis 2024 (USD, Mrd.). Zu den anderen Sektoren gehören Finanzwesen, Materialien und Rohstoffe, Business Services, Energie und Versorger sowie Immobilien. Stand der Daten: 30. Juni 2024. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Nur für illustrative Zwecke. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen eintreten.

Chancen im Mergers-&-Acquisitions-Markt

Ein zweiter positiver marktspezifischer Faktor ist das M&A-Umfeld. Die Private-Equity-Aktivitäten lagen lange unter dem erwarteten Zyklusniveau. Nach dem Höhepunkt 2021 gerieten die M&A-Aktivitäten ins Stocken. Geschlossene Kapitalmärkte und erschwerte Exits bei Portfoliounternehmen führten zur höchsten Haltedauer seit zehn Jahren – nach Zahlen von Preqin durchschnittlich 6,4 Jahre im Vergleich zu 5,1 Jahren im Jahr 2007.[8]

2023 hielten Private-Equity-Firmen 45 % der Buyout-gestützten Tech-Unternehmen länger als vier Jahre – 2018 waren es nur 29 % (Bain & Company).[9] Dies wirkt sich auf die Mittelbeschaffung aus, da Limited Partner* Ausschüttungsverzögerungen erleben. Die schwierige Kapitalbeschaffung könnte Private-Equity-Sponsoren wieder aktiver werden lassen, wenn sich das M&A-Umfeld verbessert.

Einige Faktoren, die den weltweiten Rückgang von Fusionen und Übernahmen verursachten, scheinen sich zu entspannen – darunter hohe Zinssätze, Bewertungsdiskrepanzen und regulatorische Risiken. Erste Erholungstendenzen im M&A-Markt sind erkennbar und könnten zu mehr Transaktionen führen, die Private-Debt-Finanzierungen benötigen. Laut dem Datenanbieter Pitchbook liegen globale M&A-Aktivitäten beim Transaktionsvolumen um 10 % bis 15 % über dem Niveau von 2023.[10] Historisch erholten sich die Aktivitäten nach zweijährigen Rückgängen, wie 2001-2002 oder 2007-2008. Der aktuelle Rückgang vom Höchststand 2021 liegt bei 34,5 %, was auf eine potenzielle Erholung hinweist.[11]

4 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 3.

5 Underwriting ist der Prozess, bei dem Finanzinstitute wie Banken, Versicherungsunternehmen und Wertpapierfirmen die Risiken bewerten, die mit der Kreditvergabe, der Ausgabe von Versicherungspolicen oder der Übernahme von Wertpapieren verbunden sind.

6 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 3.

7 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 3.

8 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 3.

9 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 3.

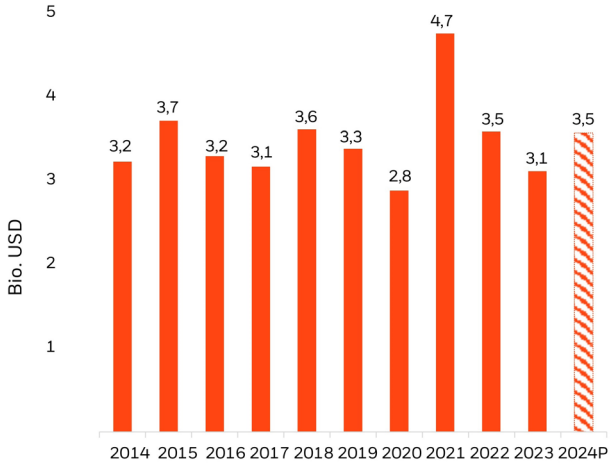
10 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 4.

11 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 4.

* Limited Partner sind Investoren, die in eine Gesellschaft investieren, aber (anders als die General Partner) nicht aktiv am Management beteiligt und nur beschränkt haftbar sind.

Private Debt im Tech-Sektor: Neue Chancen durch Künstliche Intelligenz und M&A-Erholung

Globale M&A-Aktivitäten



Quellen: Pitchbook, BlackRock. Die Grafik zeigt den jährlichen Transaktionswert global in Billionen USD. Stand der Daten: 30. Juni 2024. Die Daten für 2024 sind eine Prognose. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen eintreten.

Die M&A-Bewertungen nähern sich einem Bereich, in dem Käufer und Verkäufer besser zueinander finden. Die aufgrund hoher Zinssätze rückläufigen Bewertungsmultiplikatoren sanken seit 2021 um das 1,5- bis 2-Fache.[12] Diese Entwicklung sollte allgemein positive Auswirkungen haben, mit besonderem Potenzial für den Tech-Sektor. Zuletzt konzentrierten sich Transaktionen auf Geschäftsdienstleistungen, während der Tech-Sektor Nachholbedarf zeigt, so dass bei besserem M&A-Umfeld neue Chancen entstehen könnten.

KI als dynamisches Investitionsthema

Die Chancen im Tech-Umfeld lassen sich in drei Kategorien unterteilen: Business-to-Business, Business-to-Consumer und Business-to-Business-to-Consumer.[13] Im Technologie-Ökosystem, das aus Infrastruktur, Hardware und Software besteht, fokussieren wir uns besonders auf Software, da diese weniger kapitalintensiv und weniger abhängig von Lieferketten ist. Innerhalb der Software konzentrieren wir uns besonders auf Business-to-Business-Unternehmenssoftware, da wir hier die meisten Chancen und Aktivitäten im Bereich Private Credit sehen. Wichtige Subsektoren in diesem Bereich sind Governance, Risikomanagement und Compliance, Enterprise Resource Planning sowie Business-Produktivität und branchenspezifische Lieferkettenlösungen, die auf bestimmte Branchen oder Nischen ausgerichtet sind.

Bei Technologieinvestitionen gibt es zwei dynamische Themen, die für uns von besonderem Interesse sind: Das erste ist KI und deren Auswirkungen auf etablierte Software- und IT-Service-Unternehmen. KI birgt großes Potenzial, Arbeitskräfte in der Kundenbetreuung und in Callcentern zu ersetzen, was zu einem Rückgang der Nachfrage nach traditionellen, an Mitarbeiter gebundenen Lizenzen führen dürfte. Auch die zunehmende Automatisierung in der Softwareentwicklung könnte Umsatz und Rentabilität der Anbieter von IT-Services und Software negativ beeinflussen.[14]

Dennoch dürften etablierte Anbieter von Unternehmenssoftware weiterhin eine Schlüsselrolle bei der Einführung und Implementierung von KI spielen. Dies erfordert jedoch Investitionen in die Entwicklung von KI-Funktionen und -Funktionalitäten. Wir prüfen daher bei jedem Investment, wie Portfoliounternehmen auf die neuen Herausforderungen reagieren und ihre Wettbewerbsfähigkeit im sich schnell verändernden Marktumfeld erhalten können.

Neuer Ansatz bei Deal-Finanzierung

Ein zweites wichtiges Thema in der Private-Credit-Branche ist die Berücksichtigung jährlich wiederkehrender Einnahmen (Annual Recurring Revenue - ARR) für die Deal-Finanzierung, besonders im SaaS-Bereich. Wir verwenden zwei Underwriting-Ansätze: 1) EBITDA-basiert und 2) ARR-basiert.[15]

Der traditionelle Ansatz zur Ermittlung des Kreditpotenzials von Unternehmen basiert auf dem erwirtschafteten EBITDA, dem Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen. Das funktioniert gut für etablierte Firmen. Junge Unternehmen in der Wachstumsphase erzielen aber oft noch keine hohen Gewinne, weil sie noch viel investieren. Für sie eignet sich der ARR-Ansatz besser. Er berücksichtigt nicht nur den aktuellen Gewinn, sondern auch das Zukunftspotenzial des Unternehmens.

12 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 4.

13 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 5.

14 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 5.

15 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 5.

Private Debt im Tech-Sektor: Neue Chancen durch Künstliche Intelligenz und M&A-Erholung

Viele Technologieunternehmen, besonders im Softwarebereich, generieren wiederkehrende Einnahmen aus Abonnements. Zur Bewertung der Verlässlichkeit dieser Einnahmen betrachten wir die Kundentreue im Jahresvergleich. Diese Einnahmen sagen jedoch nichts über die langfristige Rentabilität aus.

Ein wichtiger Bestandteil von ARR-basierten Krediten ist der „Covenant-Flip", der sicherstellt, dass das Unternehmen langfristig auf Rentabilität hinarbeitet. Dabei wird der Schuldenstand nach Erreichen bestimmter Bedingungen oder nach zwei bis drei Jahren nicht mehr an den wiederkehrenden Einnahmen, sondern am EBITDA gemessen.[16]

Die beiden Underwriting-Ansätze im Vergleich

	EBITDA-basiert	ARR-basiert
Business-Performance-Maß	Umsatz	Wiederkehrende Einnahmen
Leverage	Verschuldung/EBITDA: 4,5x-7,5x	Verschuldung/ARR: 1x-3x
Eigenkapitalpolster	In der Regel niedriger als ARR-basierte Darlehen	In der Regel höher als EBITDA-basierte Darlehen
Covenant-Flip	Nein	Ja

Quelle: BlackRock: - Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024, Seite 5. Die Leverage-Bandbreiten sind repräsentativ für Geschäfte, die über die BlackRock Private Debt Platform beschafft, initiiert und finanziert wurden.

Fazit

Der Technologiesektor ist trotz makroökonomischer und marktbezogener Herausforderungen widerstandsfähig. Dies verdeutlichen das starke absolute und relative Gewinnwachstum sowie das anhaltende Interesse der Investoren. Der Einsatz von ARR-Krediten zur Finanzierung wachsender Unternehmen nimmt insbesondere im SaaS-Bereich zu und wird voraussichtlich weiterhin Anwendung finden.[17]

Unsere Plattform ist darauf ausgerichtet, technologische Chancen in Direct Lending, Growth Lending und Opportunistic Credit zu nutzen. Zudem fokussieren sich unsere Teams auf technologieorientierte Immobilien- und Infrastrukturinvestitionen, da der Bedarf an Rechenzentren durch KI steigt.[18]

Die Erfahrung lehrt, dass der Technologiesektor oft gestärkt aus Abschwüngen hervorgehen kann. Es ist jedoch klar, dass nicht alle Investitionen erfolgreich verlaufen. Unser Anlageansatz bleibt daher selektiv: Von jährlich mehr als 2.000 vermittelten Transaktionen finanzierten wir in den Vorjahren nur 3 % bis 4 %.[19] Auch in Zukunft liegt unser Fokus auf Anlagechancen mit herausragenden Merkmalen, soliden Geschäftsplänen und der Fähigkeit, sich über den gesamten Investitionszyklus hinweg zu behaupten.

Kontakt und Autoren:

BlackRock
www.blackrock.com/institutions/de-de/einblicke

Harald Klug
Head of the Institutional Business in Germany and Austria
BlackRock

E-Mail: harald.klug@blackrock.com

Rizwan Khan
Head of Private Credit Sales for Germany, Austria & Switzerland,
BlackRock

Telefon: +49 (69) 505003148
E-Mail: rizwan.khan@blackrock.com

16 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 5.

17 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 7.

18 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 7.

19 Quelle: BlackRock: *- Privatmärkte -. Private Debt im Fokus. Der aktuelle Stand, Sept. 2024*, Seite 7.

Risikohinweise

Kapitalanlagerisiko. Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen und sind nicht garantiert. Anleger erhalten den ursprünglich angelegten Betrag möglicherweise nicht zurück.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte nicht der einzige Faktor sein, der bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie berücksichtigt wird.

Änderungen der Wechselkurse zwischen Währungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen sinkt oder steigt. Bei Fonds mit höherer Volatilität können die Schwankungen besonders ausgeprägt sein, und der Wert einer Anlage kann plötzlich und erheblich fallen. Die Höhe und Grundlage der Besteuerung kann sich von Zeit zu Zeit ändern und hängt von den persönlichen Umständen ab.

Rechtliche Informationen

Dieses Material ist lediglich zur Weitergabe an professionelle Kunden (laut Definition in den Vorschriften der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde oder den MiFID-Regeln) bestimmt und sollte nicht von anderen Personen als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Dieses Dokument ist Marketingmaterial.

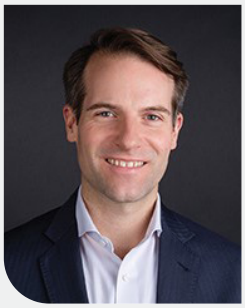
Im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR): herausgegeben von BlackRock (Netherlands) B.V., einem Unternehmen, das von der niederländischen Finanzmarktaufsicht zugelassenen ist und unter ihrer Aufsicht steht. Eingetragener Firmensitz: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel.: +31(0)-20-549-5200. Handelsregister Nr. 17068311. Zu Ihrem Schutz werden Telefonate üblicherweise aufgezeichnet.

Die Resultate dieser Analysen werden nur bei bestimmten Gelegenheiten veröffentlicht. Die geäußerten Ansichten stellen keine Anlageberatung oder Beratung anderer Art dar und können sich ändern. Sie geben nicht unbedingt die Ansichten eines Unternehmens oder eines Teils eines Unternehmens innerhalb der BlackRock-Gruppe wieder, und es wird keinerlei Zusicherung gegeben, dass sie zutreffen.

Alle hier angeführten Analysen wurden von BlackRock erstellt und können nach eigenem Ermessen verwendet werden.

© 2024 BlackRock, Inc. Sämtliche Rechte vorbehalten. BLACKROCK, iSHARES und BLACKROCK SOLUTIONS sind Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen.

Dekarbonisierung von Private Markets-Portfolios: Wie Investoren den Herausforderungen der Energiewende begegnen können



Gerold Koch
Head of Sustainable Investment Advice, Allianz Global Investors

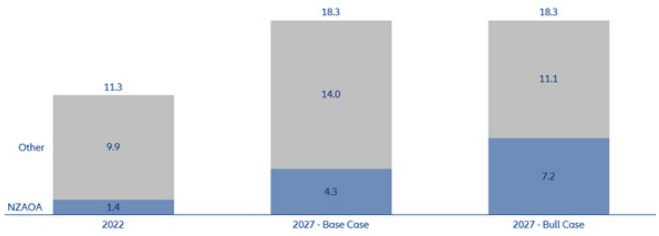
Markus Götz
Head of Business Development Tax Exempt Organizations, Allianz Global Investors

Die Rolle von Private Markets für die Dekarbonisierung

Die Transition der Wirtschaft zur Treibhausgasneutralität stellt eine enorme Herausforderung für unsere Gesellschaft, für Unternehmen und Investoren dar. Massive Investitionen in Produktionstechnologien und Infrastruktur sind erforderlich.

Der Kapitalbedarf der globalen Energiewende ist enorm, Expertenschätzungen für den Investitionsbedarf bis 2050 liegen zwischen 150 (International Energy Agency, IEA) und 275 Billionen (McKinsey) US-Dollar[1]. Privates Kapital kann dabei eine wichtige Rolle spielen und attraktive Projekte für Investoren bedeuten.

Grafik 1: Schätzung der Private Markets AuM (in EUR Bio.) der Net Zero Asset Owner Alliance im Vergleich zum Gesamtvolumen



(Quelle: Oliver Wyman Analysis)

Durch den Zusammenschluss von Investoren in Industrieinitiativen wird Kapital mobilisiert, um die Dekarbonisierung und Energiewende zu fördern. Dabei schätzt ein Beratungshaus[2] beispielsweise das verwaltete Vermögen der Mitglieder der Net Zero Asset Owner Alliance in Private Markets auf 4,3 Billionen Dollar in einem neutralen- und auf 7,2 Billionen Dollar in einem optimistischen Szenario für 2027 ein.

Dekarbonisierungsstrategien in Private Markets

Private Markets-Anleger haben verschiedene Möglichkeiten, die Dekarbonisierung der Wirtschaft gezielt voranzutreiben, das Kapital für die Energiewende bereit zu stellen und wirtschaftlich davon zu profitieren. Insbesondere Investoren, die Eigenkapital investieren, können direkt Einfluss auf die Ausrichtung der Geschäftsstrategien nehmen und somit CO2-Reduzierungsziele forcieren. Während der Haltedauer der Investition können Anleger Fortschritte verfolgen und ggf. korrigierend eingreifen. Anleger in Fonds können wiederum zur Einbringung eigener Dekarbonisierungsambitionen in den Dialog mit ihren Fondsmanagern treten. Fremdkapitalgeber haben zwar einen weniger direkten Einfluss im Vergleich zu Eigenkapitalgebern, nichtsdestotrotz haben auch sie einige Optionen, um ihren Einfluss geltend machen zu können, die es zu nutzen gilt. Besonders große und finanzstarke Fremdkapitalgeber sind oft in der starken Position, das Angebot und die Konditionen einer Finanzierung z.B. von gewissen Nachhaltigkeitsbedingungen (wie der Reduzierung der CO2-Intensität des Gläubigers) abhängig machen.

Neben der Dekarbonisierung von Prozessen können Private Markets-Anleger auch Investitionen in dezidierte Klimalösungen, wie z.B. in Technologien, die zur Energiewende oder Klimaanpassung beitragen, vorantreiben.

Beides, Reduktion der CO2-Emissionen durch Einflussnahme und der Investmentfokus auf Klimalösungen sind bei börsennotierten Anlageformen in diesem Ausmaß oft nur bedingt möglich, womit Private Markets-Anleger sowohl auf der Eigenkapital- als auch auf der Fremdkapitalseite oft ein stärkerer Hebel zur Erreichung ihrer Dekarbonisierungsziele zu Verfügung steht.

1 Quelle: International Energy Agency (IEA) and McKinsey. Data as of 2022-2023.

2 Quelle: Oliver Wyman Analysis: Defining a Climate Strategy for Private Markets, 2023. https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2023/apr/defining-a-climate-strategy-for-private-market-investors.html

Dekarbonisierung von Private Markets-Portfolios: Wie Investoren den Herausforderungen der Energiewende begegnen können

Tabelle 1: Assetklassen spezifische Beispiele, welche die Dekarbonisierung fördern

	Infrastruktur	Unternehmen
Eigenkapital	**Klimaschutz[1]** ✓Erneuerbare Energieprojekte, wie Solar, Wind und innovative Technologien (z.B. Wasserstoff) ✓Nachrüstung von bestehenden Infrastrukturprojekten (z.B. Transport- oder Verkehrsinfrastruktur), um die Energieeffizienz zu verbessern **Klimaanpassung[2]** ✓Finanzieren von Infrastrukturprojekten, welche den Folgen des Klimawandels begegnen (z.B. Flutsicherung oder effiziente Bewässerungssysteme)	✓Unternehmen, welche die Grüne- und Klimatransition fördern, wie beispielsweise Umwelttechnik[3], nachhaltige Dienstleistungen, Produkte für eine Kreislaufwirtschaft ✓Anwendung im Wertschöpfungsprozess des Investors, durch Integration von regulatorischen (z.B. CO2 Preis), internen und indirekten (z.B. erhöhte Versicherungsprämien) CO2 Kosten, um die Dekarbonisierung in die Unternehmensbewertung einfließen zu lassen
Fremdkapital	✓Gleiche Projekte/ Unternehmen wie auf der Equity Seite ✓Finanzierungsstrukturen und Kreditbedingungen, die einen Anreiz für nachhaltiges Verhalten fördern bzw. das Erreichen von Klima- und Dekarbonisierungszielen inzentiveren (z.B. Sustainability Linked Loans)	

1) Klimaschutz (Climate Change Mitigation): die Auswirkungen des Klimawandels zu mildern, indem der Ausstoß von Treibhausgasen (THG) in die Atmosphäre verhindert oder verringert wird.

2) Klimaanpassung (Climate Change Adaptation): die negativen Auswirkungen des Klimawandels zu antizipieren und geeignete Maßnahmen zu ergreifen, um die durch sie verursachten Schäden zu verhindern oder zu minimieren, oder sich bietende Chancen zu nutzen.

3) Umwelttechnik: Der Begriff Umwelttechnik oder „GreenTech" bezieht sich auf Technologien, Lösungen und Dienstleistungen, welche Umwelt-, Ressourcen- und Klimaschutz umsetzen und fördern (beispielsweise Luftreinhaltung oder Reinigung von Abwässern).

(Quelle: AllianzGI, 2024)

Dekarbonisierung zwischen Datenlage und Due Diligence

Wie können Anleger nun ihre Dekarbonisierungsziele in ihrem Private Markets-Portfolio umsetzen? Hier ergeben sich für Fondsanleger (Limited Partners, LPs) einige Ansatzpunkte:

Trotz zunehmender Offenlegungspflichten wie z.B. der Corporate Sustainability Reporting Directive der Europäischen Union (CSRD) stellt der Mangel an aussagekräftigen Nachhaltigkeitsdaten, die quantitativ, vergleichbar, sowie langfristig angelegt sind, eine signifikante Hürde für Investoren dar. Hinzu kommen uneinheitliche Standards für die Berechnung von Treibhausgas-Emissionen, operationale Komplexität, fehlende Ressourcen und eine Vielzahl von sich weiterentwickelnden Rahmenwerken.

Bevor Investoren mit der Umsetzung beginnen können, stehen sie meist vor der Frage der Erfassung des Status Quo, beispielsweise des CO2-Fußabdruckes. Und diese ist durchaus komplex, denn viele Fondsmanager, Unternehmen oder Projekte, insbesondere außerhalb Europas, berichten häufig noch keine oder nur ungenügende Nachhaltigkeitskennzahlen. Dies sollte Investoren allerdings nicht davon abhalten, auf die Erreichung ihrer Klimaziele in hinzuwirken und aktiv den Dialog zu suchen und ihre Partner zu mehr Berichterstattung anzuhalten.

Annahmen helfen ad interim

Bis Unternehmen in der Breite tatsächlich valide Zahlen liefern, wird es wahrscheinlich noch einige Zeit dauern. Abhilfe schaffen können Schätzungen, die statt exakten Werten mit sinnvollen Annäherungen arbeiten. Dies ist auch relevant, um Investments vergleichbar machen zu können. Dabei ist es wichtig, Methoden zu verwenden, durch die Geschäftsmodelle der Unternehmen und Projekte und damit die Treiber deren Emissionen sinnvoll erfasst werden können. Neben regionaler und sektoraler Zugehörigkeit können weitere Aspekte wie Marktreife oder wirtschaftliche Stabilität relevant für die Emissionsschätzung eines Investments sein. Mit Hilfe einer Kombination aus berichteten und approximierten Kennzahlen können Investoren den heutigen CO2-Fußabdruck ihres Private Marktes Portfolios bestimmen, den Abstand zu ihren Ambitionen messen und im nächsten Schritt bei Bedarf entsprechende Maßnahmen zu treffen.

Es gibt bereits eine Fülle an Rahmenwerken sowie Standards von Branchen- und Industrieverbänden, die Investoren als Leitplanken für ihre Nachhaltigkeitsstrategie dienen. Zusammenschlüsse von großen Investoren, wie die Net Zero Asset Owner Alliance (NZAOA) oder die Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC), stellen Leitlinien zur Erreichung der Treibhausgasneutralität bis 2050 zu Verfügung. Hervorzuheben ist hierbei das Net Zero Investment Framework der IIGCC, das spezielle Anweisungen für Private Equity, Private Debt, Infrastruktur- und Immobilieninvestments liefert. Das Rahmenwerk unterstützt Investoren dabei, strukturiert mit Fondsmanagern oder Portfoliounternehmen zu arbeiten, Portfolios auf einen treibhausgasneutralen Pfad zu führen und gleichzeitig Investitionen in Klimalösungen zu erhöhen. Eine weitere Perspektive ermöglicht die Sustainable Finance Taxonomy der Europäischen Union, die Investoren eine Vorgabe für die Definition nachhaltiger Wirtschaftsaktivitäten bereitstellt.

Bei der Fülle an Rahmenwerken und Vorgaben, ist es für Investoren nicht zwingend notwendig, diese alle im Detail zu kennen. Stattdessen sollten sie sich auf die für sie und ihre Strategie passenden Standards und Richtlinien konzentrieren. Im Fokus steht dabei, stets alle verpflichtenden Vorgaben zu erfüllen und die Weiterentwicklung der regulatorischen Landschaft im Blick zu behalten und diese im besten Fall selbst aktiv mitzuentwickeln und voranzutreiben.

Due Diligence für mehr Dekarbonisierung

Einer der größten Hebel für Anleger ist der Due Diligence-Prozess, in welchem neben finanziellen, operationellen und steuerlichen Fragestellungen, auch Nachhaltigkeitsaspekte überprüft und weitere Punkte im Rahmen einer Dekarbonisierungsstrategie eingebracht und mit der jeweiligen Vertragspartei verhandelt werden können. Fondsanleger sollten sich dabei zunächst vergewissern, ob der Fondsmanager

beispielsweise über Selbstverpflichtungen (z.B. Mitgliedschaft bei UN PRI), angemessene Prozesse und ausreichend Ressourcen verfügt, die zur Umsetzung von Nachhaltigkeitsthemen notwendig sind. Ziele, Governance und Prozesse werden üblicherweise in einer Nachhaltigkeits-Policy festgelegt, welche auf ihre Qualität, insbesondere im Hinblick auf Klima, überprüft werden sollte. Im nächsten Schritt sollte definiert werden, inwieweit bei der Selektion von Investments besonders klimaschädliche Energieformen ausgeschlossen werden können.[3]

Des Weiteren können Anleger darauf achten, ob Fondsmanager systematische Dekarbonisierungspläne verfolgen und sich aktiv engagieren, um eine positive Veränderung zu erreichen. Hierbei können Investoren mit großen Volumina in ihren Investmentprogrammen auch meist stärker Einfluss auf die Dekarbonisierung nehmen als kleinere Anleger. Ein systematischer Auswahl- und Bewertungsprozess ist die Grundlage für die Beurteilung der Nachhaltigkeitsqualität von Fonds. Die Entwicklung eigener oder die Anwendung bestehender Bewertungsmethoden und Rahmenwerke können Investoren dabei helfen, eine Vergleichbarkeit der Nachhaltigkeitsqualität zwischen Investmentopportunitäten und verschiedenen Zielfonds herzustellen.

Um die oben besprochene Datenverfügbarkeit und -qualität eines Investments festzustellen, können Anleger dieser durch spezielle Nachhaltigkeits-Fragebögen während der Due Diligence (z.B. ILPA oder PRI Due Diligence Questionnaire) abfragen.

Grafik 2: Übersicht der Bewertungskategorien des ILPA ESG Assessment Frameworks[4]

Ein Beispiel für ein Bewertungsrahmenwerk ist das ILPA ESG Assessment Framework, welches aus sechs Kategorien besteht und eine Einordnung der Nachhaltigkeitsqualität in vier Stufen (Not present, Developing, Intermediate, Advanced) ermöglicht. Bewährt hat sich bereits in der Praxis die Integration von finanziell materiellen Nachhaltigkeitsrisiken in den Investmentprozess. Hierbei wird während des Due Diligence-Prozesses, aber auch in der laufenden Überwachung der Investments, geprüft, ob Nachhaltigkeitsrisiken bestehen, die einen negativen Einfluss auf das Investment haben können (z.B. Reputations- oder Umweltrisiken).

Fünf Leitfragen zur Umsetzung einer Dekarbonisierungsstrategie

Um sich dem Thema klimabewusstes und nachhaltiges Investieren in Private Markets zu nähern, können Investoren mit Leitfragen arbeiten. Unterschiedliche Phasen, von Zielsetzung über Implementierung bis hin zum Reporting sind dabei zu berücksichtigen. Folgende fünf Fragestellungen können Investoren dabei helfen, die richtigen Hebel für ihre Portfolios zu finden:

Nachhaltigkeits-Policy: Wie setze ich Schwerpunkte und erreichbare Ziele? Welche (Zwischen-)Ziele sollen wann und wie erreicht werden? Welche Rahmenwerke stehen zur Dekarbonisierung meines Private Markets-Portfolios zu Verfügung? Welche eignen sich für meine Anforderungen?

Integration: Wie kann ich meine CO2-Reduzierungsziele über das gesamte Private Markets- Portfolio hinweg integrieren? Welche Kriterien setze ich an?

Implementierung: An welchen Punkten des Investmentprozesses kann ich meine Ziele integrieren? Welche Auswirkungen haben die gesetzten Nachhaltigkeitsziele auf mein Sourcing und die Verwaltung der Assets? Welche Verhandlungspartner binde ich wie in den Entscheidungsprozess ein?

Datenlage: Wie gehe ich mit Datenlücken bzw. unterschiedlichen Standards in unterschiedlichen Regionen um? Auf welcher Basis treffe ich Annahmen und entwickele diese weiter mit dem Ziel einer einheitlichen Datenbasis? Welche Branchen- und Industriestandards können zur Erweiterung der Datenlage herangezogen werden?

Reporting: Wie konsolidiere ich nicht standardisierte Auswertungen für ein sinnvolles Reporting? Anhand welcher Ziele messe ich die Veränderung im Reporting? Gibt es Sanktionen, und wie sind diese gestaltet?

Diese und weitere Fragestellungen können Investoren dabei helfen, die richtigen Ansatzpunkte für ihre Portfolios zu finden.

3 Um eine Dekarbonisierung in der Wirtschaft voranzutreiben, ist es allerdings zu empfehlen, Treibhausgas-intensive Unternehmen (z.B. Energieversorgung aus fossilen Brennstoffen oder Unternehmen aus dem Grundstoffsektor, wie beispielsweise Zementherstellung) in der Dekarbonisierung zu unterstützen, indem Anreize geschaffen werden, das Geschäftsmodell klimafreundlicher zu gestalten.

4 Quelle: AllianzGI, ILPA, 2024. https://ilpa.org/resource/ilpa-esg-assessment-framework/

Mehr Nachhaltigkeit – mehr Performance?

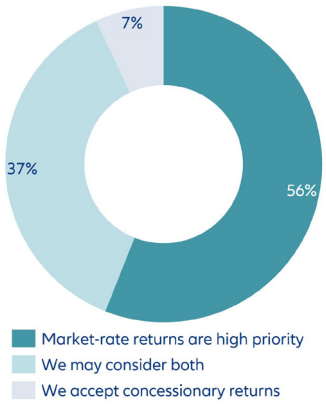
Beim Thema Nachhaltigkeit steht für Investoren auch die Frage im Vordergrund, welchen Einfluss diese Ziele auf die Investmenterträge haben. Aufgrund der nicht öffentlichen Preisfindung für Private Assets lässt sich diese Frage empirisch nur schwer beantworten.

Eine Untersuchung der Researchplattform Pitchbook hat ergeben, dass es zwischen Fondsmanagern, die Unterzeichner der UN PRI sind und denen, die keine sind, keinen statistisch signifikanten Unterschied in der Performance gibt und Nachhaltigkeitskriterien demnach weder einen negativen noch einen positiven Einfluss auf die Rendite haben. Bei der genannten Studie sind die Definition und Abgrenzung von nachhaltigen- zu nicht nachhaltigen Investoren jedoch sehr grob und die Ergebnisse daher differenziert zu bewerten.[5]

Des Weiteren ergab eine Umfrage unter Private Markets Impact Investoren und Marktteilnehmern, dass das Erzielen von marktüblichen Renditen bei Impact Investments die höchste Priorität hat und eine geringere Rendite gegenüber Investments ohne Impact nicht angestrebt wird .[6]

Hier werden die kommenden Jahre, die dann auf bedeutend mehr nachhaltige Investments verweisen können, dazu beitragen, die Datenlage weiter verfeinern und auf ein stabileres Fundament stellen. Eins ist allerdings heute schon klar, die Energiewende ist notwendig und die Möglichkeit, wirtschaftlich daran zu partizipieren, ist gegeben.

Grafik 3: Priorisierung von Impact Investoren zwischen Impact und Marktrenditen bei der Beurteilung von Investmentgelegenheiten



Quelle: Pitchbook, 2024

5 Quelle: Pitchbook, Are "ESG Investors" Underperforming?, 2023.

6 Quelle: Pitchbook, Sustainable Investment Survey, 2024.

Von Anfang an – Dekarbonisierung in der Portfoliokonstruktion berücksichtigen

Illiquidität und Heterogenität zwischen einzelnen Assetklassen in Private Markets erschweren die unmittelbare Dekarbonisierung eines Portfolios. Private Equity-Beteiligungen weisen üblicherweise andere Laufzeiten auf als Infrastruktur-Projekte oder Private Credit-Investitionen. Hinzu kommen unterschiedliche Ansätze zur Dekarbonisierung von Unternehmen und Projekten.

Um Nachhaltigkeitsziele über das gesamte liquide und illiquide Portfolio hinweg zu erreichen, ist eine ganzheitliche Integration von Nachhaltigkeitszielen entscheidend, die sich über liquide Assetklassen und Private Markets hinweg erstreckt. Eine stückweise Ausrichtung von Private Markets-Portfolios in Richtung Treibhausgasneutralität, umgesetzt durch die Auswahl zukünftiger Investments, eine über Anlageklassen konsolidierte Strategie und ein ganzheitliches Reporting, können Investoren aber auf ihrem Weg zur Portfolio-Dekarbonisierung helfen. Darüber hinaus kann eine portfolioübergreifende Nachhaltigkeitsstrategie mit Zwischenzielen und einem integrierten Umsetzungsprozess über das liquide und illiquide Portfolio aufgespannt werden, um als Investor die Bemühung um eine Transformation der Wirtschaft zu unterstützen und die Energiewende weiter voranzutreiben.

Gesät wird am Anfang. Investoren sollten das Thema Nachhaltigkeit daher am besten schon zu Beginn der Konstruktion ihres Private Markets-Portfolio ganzheitlich berücksichtigen, um eine erfolgreiche Dekarbonisierungsstrategie ernten zu können.

Kontakt und Autoren:

Allianz Global Investors
Bockenheimer Landstraße 42-44
60323 Frankfurt
Germany
www.allianzgi.com

Gerold Koch
Head of Sustainable Investment Advice

E-Mail: presse@allianzgi.com

Markus Götz
Head of Business Development Tax Exempt Organizations
Allianz Global Investors

E-Mail: presse@allianzgi.com

BAI
Sonder-
konditionen

EBS
UNIVERSITÄT

EBS EXECUTIVE SCHOOL

Top-Weiterbildung in Private Equity und Sustainable Finance

Start:
01.09.2025
berufsbegleitend
6 Studientage

Kompaktstudium
Private Equity (PE)
Info unter **www.ebs.edu/pe**

Start:
17.02.2025
berufsbegleitend
8 Studientage

Kompaktstudium
Sustainability Reporting (SRE)
Info unter **www.ebs.edu/sre**

Start:
30.06.2025
berufsbegleitend
12 Studientage

Kompaktstudium
Corporate Sustainable Finance (CSF)
Info unter **www.ebs.edu/csf**

Start:
23.06.2025
berufsbegleitend
5 Studientage

Kompaktstudium
Impact Investing (IIV)
Info unter **www.ebs.edu/iiv**

Start:
05.05.2025
berufsbegleitend
7 Studientage

Kompaktstudium
Sustainable & Responsible Investments (SRI)
Info unter **www.ebs.edu/sri**

Start:
12.02.2025
berufsbegleitend
7 Studientage

Kompaktstudium
ESG Performance Management (EPM)
Info unter **www.ebs.edu/epm**

- Jeweils bis zu 25 Dozentinnen und Dozenenten aus der Private Equity- und der Sustainable Finance-Praxis und -Wissenschaft
- Expertenwissen praxisnah vermittelt mit direktem Anwendungsbezug
- Umfassend, Cutting Edge Know-how, universitäres Niveau, transformationsfördernd und sinnstiftend
- Anerkanntes EBS Universitätszertifikat – seit Jahren im Markt anerkannt
- ECTS-Credits für Part-time Master-Studiengang in Wealth Management oder Sustainable Finance
- Mit Unterstützung des BAI Bundesverband Alternative Investments e.V. und weiterer Branchenverbände

WIR SIND FÜR SIE DA

EBS Executive School
Oestrich-Winkel/Rheingau
T +49 611 7102 2010
info.es@ebs.edu
www.ebs.edu

EBS-KOOPERATIONSPARTNER:

B.A.U.M. · BAI Representing Alternative Investments · Deutsches Aktieninstitut Kapital. Markt. Kompetenz. · DIRK · FNG · icv International Association of Controllers · VfU · Bundesinitiative Impact Investing

28. - 30. JAN

IPEM Wealth | The Gateway to Private Market's Future Capital
Palais des Festivals, Cannes, France

Hosted by IPEM Cannes, IPEM Wealth is an invitation for Family Offices, Private Banks, and Wealth Managers to join the first-of-its-kind event in Europe and connect with Fund Managers. This incubator will enable professionals in the private equity industry to explore the full potential of its democratization, including the latest developments in distribution channels, technology, and regulation. Attendees will have the opportunity to engage with peers, discover the ecosystem, enjoy exclusive workshops, and establish new relationships.

12. FEB

Kompaktstudium ESG Performance Management
EBS Executive School, Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

Der Umbau der Wirtschaft zu mehr Nachhaltigkeit ist essenziell. Der Finanzfunktion kommt hier eine entscheidende Rolle zu - das Erreichen auch ökologischer oder sozial-gesellschaftlicher Ziele ist eine Aufgabe von Führungskräften von morgen!

17. FEB

Kompaktstudium Sustainability Reporting
EBS Executive School, Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

CSRD und EU-Taxonomie weiten die Nachhaltigkeitsberichtspflicht aus. Lernen Sie, die komplexen Berichtsanforderungen im Reporting zu erfüllen, in Strategien und Steuerung zu integrieren und für den Geschäftserfolg zu nutzen: Einen Schritt voraus.

25. FEB

Kompaktstudium Sustainability for Boards & Senior Executives
EBS Executive School, Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

In 16 Modulen á 90 Minuten behandeln wir mit Ihnen sehr fokussiert und intensiv, was Aufsichtsorgane und Top-Entscheider in Unternehmen heute über das Thema Nachhaltigkeit wissen müssen. Sie bekommen wettbewerbsrelevantes Wissen zu den Themen Strategy & Transformation, Disclosure & Risk, Performance & Technology sowie Governance & Communication. Das sind Schlüsselkompetenzen für erfolgreiche Unternehmensführung im Zeitalter der Nachhaltigkeit.

26. - 27. MÄRZ

SZ-Nachhaltigkeitsforum Sustainable Finance und Impact Investing 2025
München

Rabatt für BAI-Mitglieder

Die Zeit drängt. Wie können Investoren, Wirtschaft und Politik die Transformation beschleunigen? Beim SZ-Nachhaltigkeitsforum Sustainable Finance und Impact Investing 2025 diskutieren Expert*innen wie nachhaltige Investitionen dazu beitragen können die Transformationsprozesse zu beschleunigen. Im Fokus stehen innova-

tive Ansätze für Impact-Investing, nachhaltiges Bauen, der Green Deal, die EU-Taxonomie sowie die Herausforderungen der CSRD für den Mittelstand. Freuen Sie sich auf praxisnahe Workshops, hochkarätige Panels und spannende Fallstudien, die zeigen, wie nachhaltige Finanzstrategien Innovationen fördern und den Klimawandel aktiv angehen. Diskutieren Sie mit und treffen Sie Institutionelle Investoren und hochkarätige Vertreter aus Wirtschaft, Politik und Wissenschaft persönlich. Wir freuen uns, Sie in München zu begrüßen!

05.
MAI

Kompaktstudium Sustainable & Responsible Investments
EBS Executive School, Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

Die Integration von Nachhaltigkeitskriterien in den Investitionsprozess gilt als hohe Kunst des Assetmanagements. Erweitern Sie Ihre Investmentkompetenz um diese zukunftsrelevante Expertise im Kompaktstudium „Sustainable & Responsible Investments".

23.
JUNI

Kompaktstudium Impact Investing
EBS Executive School, Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

Unternehmen lassen ihr Geld für sich arbeiten. Wie wäre es aber, das Geld für Gesellschaft und Umwelt, sprich einen guten Zweck zu nutzen? Im Kompaktstudium „Impact Investing" lernen Sie, ökologische wie sozialgesellschaftliche Ziele zu erreichen.

30.
JUNI

Kompaktstudium Corporate Sustainable Finance
EBS Executive School, Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

Im Nachhaltigkeitsmanagement übernimmt der Finanzbereich die Hauptrolle. Um auf die Besetzungsliste zu kommen, ist Master Class-Know-How erforderlich. Das lernen Sie im Kompaktstudium „Corporate Sustainable Finance". Und bei Erfolg gilt: Bühne frei!

1.
SEP

Kompaktstudium Private Equity (PE)
EBS Executive School, Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

Apple, Google oder BioNTech sind heute weltweit bekannt. Doch so weit zu kommen, war kein Selbstläufer. Der entscheidende Wegbereiter heißt Private Equity. Hier bekommen Sie das Know-how für die Investments in die Big Player von morgen.

Zum Werk

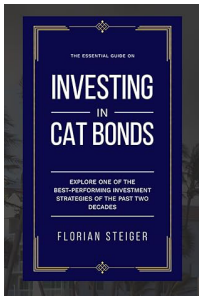
eWpG
Gesetz über elektronische Wertpapiere: eWpG

Prof. Dr. Ulrich Segna, Prof. Dr. Florian Möslein, LL.M., Prof. Dr. Sebastian Omlor, LL.M., LL.M.Eur. und Dr. Julia von Buttlar, LL.M. (Hrsg.)

Buch, C.H.BECK, 2024. Hardcover (Leinen), 947 Seiten, 199,00 €, ISBN 978-3-406-77002-9

Das neue Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) markiert eine Zäsur im Kapitalmarktrecht und ist ein zentrales Regelwerk für die Digitalisierung der Finanzwelt. Das Werk bietet eine Kombination aus

- einer Kommentierung des eWpG (1. Teil),
- einer konzisen handbuchartigen Darstellung von Anleihestrukturen, Anleihebedingungen, Emissionsverfahren und Aufsichtsrecht (2. Teil),
- einem instruktiven Abschnitt zu führenden ausländischen Rechtsordnungen (u.a. Schweiz, Polen, UK und Liechtenstein) (3. Teil) sowie
- Vertragsmuster aus dem Bereich der elektronischen Wertpapiere mit Erläuterungen (4. Teil).



Zum Werk

Cat Bonds: The Essential Guide on Investing in Cat Bonds

Florian Steiger

Buch, unabhängig publiziert, 2024. 156 Seiten, Softcover, 29,99 €, ISBN 979-8336244632

In the realm of sophisticated investing, few opportunities are as compelling yet under-appreciated as catastrophe bonds. This book unveils the secrets of one of the best-kept strategies in modern finance—a strategy that has quietly delivered impressive returns while offering unparalleled diversification for the world's most discerning investors.

Cat bonds are not just another financial instrument; they represent a unique approach to investing that aligns profit with purpose. As natural disasters become more frequent and severe, the demand for innovative risk management solutions has skyrocketed. Enter cat bonds—a way for investors to gain exposure to an asset class that is not only uncorrelated with traditional markets but also poised for significant growth in the coming years.

This book serves as your gateway to understanding and capitalizing on this powerful investment tool. Whether you're a seasoned investor looking to diversify your portfolio or a finance professional eager to explore cutting-edge opportunities, The Essential Guide on Investing in Cat Bonds offers the insights you need to tap into this lucrative market.

Zum Werk

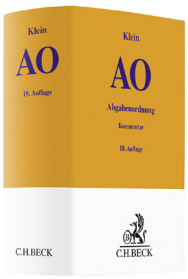
Kapitalanlagegesetzbuch: KAGB

Dr. Carsten Fischer, LL.M.Eur., Dr. Hilger von Livonius, Dr. Benedikt Weiser, LL.M.Eur. (Hrsg.)

Kommentar, C.H.BECK, 2025. Hardcover (Leinen), 2299 Seiten, 199,00 €, ISBN 978-3-406-65743-6

Neuer Kommentar zum KAGB

Praxisnah und aktuell erläutert der neue Gelbe Kommentar die Vorschriften des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB), das ein einheitliches und abschließendes Regelwerk für Investmentfonds bildet. Neben den klassischen OGAW-Fonds werden auch die sog. Alternativen Investmentfonds (AIF) erfasst. Der Kommentar betrachtet insb. die Änderungen des KAGB durch europarechtliche Vorgaben und stellt Regelungslücken sowie gesetzliche Unschärfen dar.



Zum Werk

Abgabenordnung: AO

Prof. Dr. Franz Klein (Begr.)

Buch, C.H. BECK, 2024. 18. Auflage. Hardcover (Leinen), 2756 Seiten, 129,00 €, ISBN 978-3-406-81874-5

Immer mit Blick auf das in der Praxis Wesentliche, dabei umfassend und verfahrenssicher, kommentiert das Werk die gesamte AO einschließlich des Steuerstrafrechts, daneben die einschlägigen Vorschriften aus der ZPO, insbesondere die Pfändungsvorschriften, aus der InsO, aus dem VwZG sowie das komplette EUAHiG. Im Vergleich zur Vorauflage wurden 6 Änderungsgesetze zur AO eingearbeitet, mit umfangreichen und wichtigen Änderungen, u.a. Anpassungen des steuerlichen Verfahrensrechts an die gesellschaftsrechtlichen Änderungen durch das MoPeG (ab 1.1.2024), Neuerungen bei der gesonderten und einheitlichen Feststellung (§§ 181, 183, 183a, 352 AO) und die Neueinführung internationaler Risikobewertungsverfahren (§ 89b).

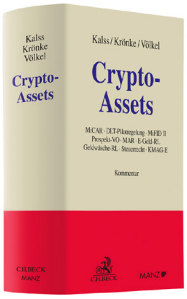
Zum Werk

ESRS-Kommentar

Dr. Jens Freiberg und Georg Lanfermann (Hrsg.)

Kommentar, Haufe/Schäffer Poeschel, 2. Auflage 2024. Hardcover, 1464 Seiten, 278,00 €, ISBN 978-3-648-17744-0

Der Praxiskommentar bietet fundiertes Fachwissen von anerkannten Expertinnen und Experten aus der Unternehmenspraxis, der Beratung, Prüfung und Wissenschaft. Diese sind mit den tatsächlichen Herausforderungen bei der Umsetzung der neuen Standards zur Nachhaltigkeitsberichterstattung bestens vertraut. Sie bringen Beispiele, praxiserprobte Einsichten und Umsetzungsempfehlungen auch aus ihren Implementierungserfahrungen ein. Ein Kreis renommierter Praxisvertreterinnen und -vertreter bringt als Sparringspartner regelmäßig ergänzende Praxiseinblicke ein.



Zum Werk

Crypto-Assets

Prof. Dr. Dr. h.c. Susanne Kalss, LL.M., Prof. Dr. Christoph Krönke und Dr. Oliver Völkel, LL.M. (Hrsg.)

Kommentar, C.H. BECK, 2025. Hardcover (Leinen), 1466 Seiten, 199,00 €, ISBN 978-3-406-77786-8

Mit der neuen Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR) und der Verordnung über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen (DLT-Pilotregelung) hat die Europäische Union ein unionsweit einheitliches Regime zur Regulierung der Ausgabe von und des Handels mit Kryptowerten vorgelegt, um die zunehmend florierenden und verbrauchernahen, bislang aber weitgehend unregulierten Märkte für Kryptowerte (z.B. für Stablecoins) aufsichtsrechtlich einzurahmen. Der aktuelle Kommentar erläutert nicht nur die neue MiCAR, sondern alle relevanten Rechtsakte, die für den Handel mit Kryptowerten wichtig sind, wie u.a. DLT-Pilotregelung, MiFID II, E-Geld-RL, Prospekt-VO, MAR, Geldwäsche-RL und KMAG. So können sämtliche mögliche Rechtsfragen, die sich in Praxis und Wissenschaft stellen können, fundiert beantwortet werden.