

25 JAHRE

BAI

Diversifikation zählt.

Schwerpunktthema „Private Debt“

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

YIELCO
Investments

PIMCO

PEMBERTON

nuveen
A TIAA Company

NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS

M.M. WARBURG & CO

MEAG
A Munich Re company

1852

Invesco

Helaba Invest

GOLDING

crosslend

CapitalDynamics
TRULY INVESTED

BlackRock

BF capital
Real Estate Debt

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

Wollen Private-Debt-Fondsmanager einen Dachfonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen bewerben, müssen sie eine Reihe von Vorgaben beachten. Zu diesen gehören im Allgemeinen Art. 8 der Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR) und im Besonderen die darauf aufbauenden technischen Regulierungsstandards (Regulatory Technical Standards - RTS), welche die Europäische Kommission im April 2022 vorgeschlagen hat.

Der Artikel zeigt auf, wie Fondsmanager die Vorgaben von SFDR und SFDR-RTS umsetzen können, auch wenn sie sich nicht zu nachhaltigen Investitionen verpflichten wollen. Bei der Wahl des Nachhaltigkeitsmerkmals sollten sie darauf achten, dass sich dafür Indikatoren finden lassen, die leicht zu definieren und nachzuweisen sind. Zumindest für in der Europäischen Union anlegende Dachfonds ist eine Mindestquote von Art.-8-Zielfonds eine unkomplizierte Lösung. Um alle Marktchancen zu nutzen, sollten Dachfonds jedoch zusätzlich die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen (principal adverse impacts - PAI) der Investitionen berücksichtigen.

Zudem behandelt der Artikel die wichtigsten Angaben, welche den SFDR-RTS zufolge in den vorvertraglichen Unterlagen, im Internet und in der regelmäßigen Berichterstattung zu machen sind. Um die Vielzahl der dafür nötigen Daten erheben und verarbeiten zu können, sollten Dachfondsmanager Zielfonds frühzeitig zur Datenlieferung in einem einheitlichen Format verpflichten.

Der Artikel geht auch auf die Besonderheiten von in Deutschland und Luxemburg belegenen Fonds ein.

1 Einleitung

Zu den großen Investmenttrends der jüngsten Vergangenheit zählt die Nachhaltigkeit, und dieser Trend hat auch die Anlageklasse „Private Debt“ erfasst: Investoren fragen vermehrt nachhaltige Produkte nach und die europäischen Aufsichtsbehörden stellen inzwischen weitreichende Anforderungen an die Nachhaltigkeitsberichterstattung durch die beaufsichtigten Institutionen. Besonders weit entwickelt sind in der Europäischen Union die Anforderungen an die Produkttransparenz. So gehen von Art. 8 der Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR)¹ Vorgaben aus für Finanzprodukte, mit denen zumindest ein ökologisches oder soziales (Nachhaltigkeits-)Merkmal beworben wird. Diese Produkte sind von Finanzprodukten zu unterscheiden, die gemäß Art. 9 eine nachhaltige Investition anstreben („Impact“), und von denjenigen ohne Nachhaltigkeitsmerkmal oder -ziel gemäß Art. 6:

¹ Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor. Im Folgenden beziehen sich Artikelverweise ohne Nennung der Vorschrift auf diese Verordnung.



Dr. Daniel Maier,
Legal Counsel und
Compliance-Beauftragter,
YIELCO Investments AG

SFDR	Nachhaltigkeitsstrategie	PAI	Taxonomie
6 Braun	Keine	Nein	Nein
8 Hellgrün	Mit ökologischem oder sozialem Element	Nein	Ausweis des durchgerechneten Taxonomieanteils vorgeschrieben
8 plus Dunkelgrün	Mit ökologischem oder sozialem Element	Ja	
9 Impact	Ökologische oder soziale Ausrichtung	Ja	

Abb. 1: Einteilung der Finanzprodukte gemäß SFDR²

Dieser Artikel zeigt, welchen Spielraum die aufsichtsrechtlichen Regeln und praktischen Erfordernisse bei der Konzeption eines Art.-8-Produkts lassen. Es soll sich dabei um einen geschlossenen Private-Debt-Dachfonds für bestimmte, im Wesentlichen professionelle Anleger (Spezial-AIF) handeln, der keine nachhaltigen Investitionen tätigen will. Dabei wird zwischen den Vorgaben für die vorvertragliche Offenlegung und denjenigen für die regelmäßige Offenlegung unterschieden sowie ein Ausblick unter Berücksichtigung künftiger rechtlicher Entwicklungen gegeben.

2 Vorvertragliche Offenlegung (Emissionsdokument)

2.1 Rechtlicher Rahmen und praktische Orientierung

Die für einen Art.-8-Fonds geltenden Offenlegungspflichten teilen sich auf in die vorvertraglichen Informationen (Art. 6, 8), die Informationen auf der Internetseite (Art. 10) und diejenigen in regelmäßigen Berichten (Art. 11). Bei Spezial-AIFs stehen die vorvertraglichen Informationen im Emissionsdokument und die regelmäßigen Informationen im Jahresabschluss.

² Zu den Begriffen PAI und Taxonomie siehe unten Ziffern 2.2.3 bzw. 4.

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

In allgemeiner Form beschreiben Art. 6, 8 Abs. 1 f., welche Informationen in das Emissionsdokument aufzunehmen sind. Dafür darf die Europäische Kommission gemäß Art. 8 Abs. 3 f. detaillierte Vorgaben machen. Dementsprechend hat sie nach Vorarbeiten des Gemeinsamen Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities – ESAs) Anfang April 2022 technische Regulierungsstandards (Regulatory Technical Standards – RTS) einschließlich verbindlicher Muster (SFDR-RTS) vorgestellt.³ Die SFDR-RTS sollen von 2023 an gelten und treten in Kraft, wenn das Europäische Parlament und der Rat keine Einwände erheben. Unter dieser Annahme liegt es nahe, die Vorgaben der Art. 6 und 8 anhand der SFDR-RTS schon heute umzusetzen, soweit es geht.

2.2 Nachhaltigkeitsmerkmale

Im sich anschließenden Abschnitt „Nachhaltigkeitsmerkmale“ sind sowohl das beworbene Nachhaltigkeitsmerkmal als auch die Indikatoren, insbesondere Kennzahlen anzugeben, mit denen gemessen wird, inwieweit das Nachhaltigkeitsmerkmal verwirklicht worden ist.

2.2.1 Begriff und Arten von Nachhaltigkeitsmerkmalen

Die SFDR definiert das Nachhaltigkeitsmerkmal nicht. Es kann der Europäischen Kommission zufolge durch viele Vorgehensweisen erfüllt werden, z. B. Auswahl- und Ausschlussverfahren, Best-in-Class und thematisches Investieren. Dagegen besitzt ein Finanzprodukt nicht allein schon dann ein ökologisches Merkmal, wenn sein Risikomanagement gemäß der inzwischen wohl allgemeinen Erwartung die von Umweltveränderungen hervorgerufenen Risiken umfasst (z. B. wenn wegen des Klimawandels die Durchschnittstemperatur im Sommer und damit die Waldbrandgefahr steigt und das am Waldrand liegende Portfoliounternehmen bedroht).

Laut diesem Ausschnitt aus Anhang II SFDR-RTS müssen die Nachhaltigkeitsmerkmale festgeschrieben werden:

- **Worin bestehen die verbindlichen Elemente der Anlagestrategie, die für die Auswahl der Investitionen zur Erfüllung der beworbenen ökologischen oder sozialen Ziele verwendet werden?**

Abb. 2: Muster gemäß Anhang II SFDR-RTS, Abschnitt „Anlagestrategie“, Unterabschnitt „Verbindliche Elemente“

Über den Grad der Verbindlichkeit bestehen unterschiedliche Vorstellungen: Während der Luxemburger Finanzaufsicht (Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF) wohl eine Selbstverpflichtung des Fondsmanagers und eine entsprechende Darstellung im Emissionsdokument ausreicht, scheint die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) inzwischen zu verlangen, dass die Nachhaltigkeitsmerkmale in die Anlagerichtlinien aufgenommen werden. Somit würde die Umstellung auf Art. 8 bei von der BaFin beaufsichtigten Fonds deren Genehmigung voraussetzen, während die in Luxemburg häufig als RAIF organisierten und damit nicht direkt beaufsichtigten Fonds dafür nur das Emissionsdokument ohne Abstimmung mit der CSSF ändern müssten. Wer Bestandsfonds auf Art. 8 umstellen will, dürfte daher in Deutschland mehr Zeit einzuplanen haben als in Luxemburg.

Zumindest in Luxemburg kann ein Fonds auf verschiedene Arten Nachhaltigkeitsmerkmale aufweisen: So dürfen seine Anlagerichtlinien vorschreiben, dass alle oder einige Beteiligungen einen Nachhaltigkeitsindikator erreichen. Genauso kann der Fondsmanager ein ESG-Scoring entwickeln und nur die Investitionsmöglichkeiten mit einer hohen Bewertung bei der Kapitalanlage berücksichtigen. Am wenigsten formell ist es, wenn der Manager beabsichtigt, die ESG-Anstrengungen der Beteiligungen regelmäßig abzufragen und Verbesserungen durch die Einflussnahme auf die Geschäftsführung zu bewirken.

Kriterien, die sich am Verhalten des Fondsmanagers oder an Kennzahlen der Portfoliounternehmen⁴ ausrichten, lassen sich auch auf Dachfonds übertragen. Dabei spielt es keine Rolle, ob das Kriterium für alle Zielfonds bzw. Portfoliounternehmen gilt (z. B. jährliche Erhöhung der Recyclingquote um 2 %) oder ob mit jedem Zielfonds ein individuelles Merkmal vereinbart wird. Letzteres bietet sich an, wenn die Zielfonds oder Portfoliounternehmen in verschiedenen Branchen tätig sind. Fonds können aber auch darauf verzichten, Nachhaltigkeitskriterien für die Haltedauer zu definieren und diese nur auf den Investitionszeitraum beziehen.

³ Delegierte Verordnung der Kommission 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 Bewertung ökologischer oder sozialer Merkmale und nachhaltiger Investitionsziele in vorvertraglichen Dokumenten, auf Internetseiten und in regelmäßigen Berichten, [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=C\(2022\)1931&lang=de](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=C(2022)1931&lang=de).

⁴ Portfoliounternehmen werden hier immer als Beteiligungsunternehmen des Zielfonds verstanden.

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

Wenn das Nachhaltigkeitsmerkmal konkrete Vorgaben umfasst, sind diese in den Unterabschnitt „Nachhaltigkeitsindikatoren“ zu übernehmen. Besteht das Merkmal im Verhalten der Zielfondsmanager, liegen Kennzahlen mit qualitativem Einfluss nahe, z. B. die Zahl der Manager, die alle geforderten Maßnahmen umgesetzt haben. Die Kennzahlen sollten dabei so gewählt werden, dass sie aussagekräftig sind und von den Zielfonds geliefert werden können. Stellt sich heraus, dass sich Indikatoren schwer definieren oder erheben lassen, sollten die Nachhaltigkeitsmerkmale enger gefasst oder ihre Zahl verringert werden.

Die Fonds können auch Investitionen tätigen, die dem Nachhaltigkeitsmerkmal nicht dienen. In Anhang II SFDR-RTS wird zum Schaubild im Abschnitt „Vermögensallokation“⁵ erläutert, dass die Fonds sowohl den Mindestanteil der merkmalsdienlichen Investitionen angeben müssen als auch den Zweck des verbleibenden Teils des Portfolios. Dabei dürfen sie auch mit einem Anteil von merkmalsdienlichen Investitionen planen, der geringer als 100 %, aber größer als 0 % ist.

2.2.2 Zielfonds gemäß Artikel 8

Auch ein Dachfonds darf sich als Art.-8-gemäß bezeichnen, wenn er alle, einige oder auch nur einen seiner Zielfonds gemäß Art. 8 erwerben will. So ist nämlich sichergestellt, dass mindestens eine Portfolioinvestition merkmalsdienlich ist. Damit unterscheidet sich ein Dachfonds nicht von einem (Ziel-)Fonds, der dieselben Portfoliounternehmen direkt erwirbt. Marktteilnehmer berichten aber, dass die CSSF einen „erheblichen“ Anteil an Art.-8-Zielfonds erwartet, welcher nach einer Schilderung unter 50 % liegen kann, nach einer anderen zwei Drittel betragen muss. Solchen Aussagen zu vertrauen empfiehlt sich jedoch nicht: Wer sich auf eine kolportierte Quote verlässt, die dann vielleicht anders veröffentlicht oder nie angewandt wird, riskiert bei zu niedriger Quote einen Konflikt mit der Aufsichtsbehörde und bei hoher Quote einen Konflikt mit seinen Anlegern, wenn diese die Rendite vermindert.

Stattdessen sollte man sich an dem auch für die Aufsichtsbehörden geltenden Grundsatz der Produktwahrheit orientieren. Wenn sich ein Produkt ökologischer gibt, als es ist, und sich damit in Widerspruch zur Produktwahrheit gemäß Art. 12 Abs. 1 AIFMD setzt, spricht man von „Greenwashing“ (Grünfärberei). Ob sich dieser Begriff auch für irreführende soziale Merkmale und Ziele durchsetzt, bleibt abzuwarten. Greenwashing kann nicht nur aufsichts-, sondern auch wettbewerbs- und zivilrechtliche Folgen haben und ist daher nicht nur wegen des möglichen Rufschadens zu vermeiden. Es wird auch Finanzprodukten vorgeworfen, deren Werbeaussagen zu Finanzprodukten zwar in der Sache zutreffen, aber irreführen, weil sie der allgemeinen Erwartung der Verbraucher oder sonstiger Marktteilnehmer

widersprechen. Eine solche Erwartung hat sich bisher allerdings noch nicht gebildet; selbst die Berichte über Auffassungen von Aufsichtsbehörden weichen voneinander ab. Anstatt sich daran zu orientieren, sollten Dachfondsmanager ihre Art.-8-Fondsstrategie und damit auch den Mindestanteil an Art.-8-Zielfonds im Einklang mit den Erwartungen ihrer Anleger bestimmen.

Der Vorteil einer Anlagepolitik, die eine bestimmte Quote an Art.-8-Zielfonds vorgibt, liegt darin, dass der Dachfondsmanager nicht darauf angewiesen ist, dass ihm die Zielfonds Daten der Portfoliounternehmen geben. Vielmehr kann er anhand der Angaben und entsprechender Nachweise der Zielfonds selbst prüfen und darlegen, welche davon Art. 8 entsprechen und ob die Quote erfüllt ist. Wenn der Zielfonds (oder sein AIFM) unmittelbar der Aufsicht untersteht und sich als Art.-8-konform bezeichnet, sollte sich der Dachfonds auf diese Angabe verlassen dürfen.

2.2.3 Berücksichtigung von principal adverse impacts

Eine große Rolle unter den Art.-8-Maßstäben spielen die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (principal adverse impacts – PAI), weil diese in den SFDR-RTS genau definiert und damit recht praktikabel sind. Dies gilt insbesondere für Finanzmarktteilnehmer mit mehr als 500 Mitarbeitern, denn diese müssen gemäß Art. 4 Abs. 1, 3 f. die PAI ihrer Unternehmenstätigkeit berücksichtigen. Solche großen Private-Debt-Manager sind zwar selten, und sie können gemäß Art. 7 bei einem Fonds unter Angabe von Gründen darauf verzichten, PAI zu berücksichtigen. Umgekehrt kann aber ein Fondsanbieter Fonds-PAI berücksichtigen, obwohl er die PAI seiner Unternehmenstätigkeit nicht beachtet. Mit der Berücksichtigung der PAI eines Fonds wird dieser zu einem Art.-8-Produkt.⁶

Anhang I SFDR-RTS stellt auf die PAI ab, die von den Beteiligungsunternehmen ausgehen. Dachfonds beteiligen sich unmittelbar an Zielfonds und finanzieren über diese mittelbar die Portfoliounternehmen. Da die SFDR aber Auswirkungen nicht nur der unmittelbaren, sondern auch der mittelbaren Finanzierung zum Gegenstand haben soll, liegt es nahe, als Beteiligungsunternehmen die Beteiligungen der Zielfonds zu verstehen.

⁶ Vgl. Gemeinsamer Ausschuss der ESAs, Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088, S. 30 (Art. 17), https://www.eiopa.europa.eu/document-library/report/final-report-draft-regulatory-technical-standards_en. So wohl auch Europäische Kommission, Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088), S. 8, <https://www.esma.europa.eu/document/ec-qa-sustainability-related-disclosures>. Dagegen wohl Deloitte, What to consider for Article 8 Funds based on the draft regulatory technical standard issued by the European Supervisory Authorities (“ESAs”) on 4 February 2021, S. 2, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ie/Documents/Audit/IE_SustainableFinanceDisclosureReg_Article8Funds.pdf.

⁵ Siehe unten Ziffer 2.4.

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

Damit muss der Dachfonds nicht die PAI des Zielfonds (-managers) berücksichtigen, sondern diejenigen der Portfoliounternehmen.

Es ist zu erwarten, dass PAI schnell weiter an Bedeutung gewinnen, weil Anlageberater seit dem 02.08.2022 ihre Kunden nach deren Nachhaltigkeitspräferenzen fragen müssen. Die Kunden können dann den Nachhaltigkeitsanteil ihres Portfolios festlegen. Diese nachhaltigen Kapitalanlagen müssen taxonomiekonform oder nachhaltig gemäß Art. 2 Abs. 17 sein oder wenigstens PAI berücksichtigen. Damit dürften viele Anleger bald auch bei Art.-8-Produkten ohne nachhaltige Investitionen die PAI-Berücksichtigung erwarten, zumal diese für Art.-9-Produkte vorgeschrieben ist.

2.3 Gute Unternehmensführung

Ein Art.-8-Fonds muss nicht nur ein Nachhaltigkeitsmerkmal aufweisen, sondern darf auch nur in gut geführte Unternehmen investieren. Deswegen hat er das Vorgehen bei der Bewertung der guten Unternehmensführung in den Beteiligungsunternehmen zu veröffentlichen:

- **Wie werden die Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung der Unternehmen, in die investiert wird, bewertet?** [Fügen Sie eine kurze Beschreibung der Politik zur Bewertung der Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung der Unternehmen, in die investiert wird, hinzu.]

Abb. 3: Muster gemäß Anhang II SFDR-RTS, Abschnitt „Anlagestrategie“, Unterabschnitt „Gute Unternehmensführung“

Aus der großen Bedeutung, die den Finanzierern für die Verwirklichung guter Unternehmensführung zugemessen wird, sollte sich ergeben, dass auch bei Dachfonds nicht der Zielfonds als Beteiligungsunternehmen angesehen wird, sondern in diesem Zusammenhang das Portfoliounternehmen. Der Dachfonds muss also über den Zielfonds sicherstellen, dass die Portfoliounternehmen gut geführt werden.

Der Begriff der guten Unternehmensführung lässt sich in der SFDR allenfalls aus den Beispielen des Art. 2 Nr. 17 herleiten: solide Managementstrukturen, Beziehungen zu den Arbeitnehmern, Vergütung von Mitarbeitern, Einhaltung der Steuervorschriften. Die Maßstäbe dafür muss der Fondsmanager aber selbst festlegen. Praktisch wäre es für den Dachfonds, wenn alle Zielfonds dieselben Kriterien an die gute Unternehmensführung anlegen würden. Da dies aber unrealistisch ist, sollte es ausreichen, wenn die Zielfonds dem Dachfonds

melden, wie die Portfoliounternehmen gute Unternehmensführung praktizieren. Da sich die Europäische Union als Wertegemeinschaft versteht, liegt es nahe, dass Unternehmen dort gute Unternehmensführung praktizieren müssen. Noch überzeugender erscheint es aber, sich aus dem Katalog der PAI für Sozial- und Arbeitnehmerfragen, die Achtung der Menschenrechte und die Bekämpfung von Korruption und Bestechung zu bedienen.

2.4 Vermögensallokation

Von den anderen Abschnitten von Anhang II soll hier nur kurz der Abschnitt „Vermögensallokation“ aufgegriffen werden:

Welche Vermögensallokation ist für dieses Finanzprodukt geplant? [Fügen Sie eine erläuternde Beschreibung der Investitionen des Finanzprodukts, einschließlich des Mindestanteils der Investitionen des Finanzprodukts hinzu, die zur Erfüllung der mit dem Finanzprodukt beworbenen ökologischen oder sozialen Merkmale gemäß den verbindlichen Elementen der Anlagestrategie verwendet werden, und des Mindestanteils der nachhaltigen Investitionen, soweit für dieses Finanzprodukt eine Verpflichtung zu nachhaltigen Investitionen besteht, sowie des Zwecks des verbleibenden Anteils der Investitionen, einschließlich einer Beschreibung etwaiger ökologischer oder sozialer Mindestschutzmaßnahmen.]

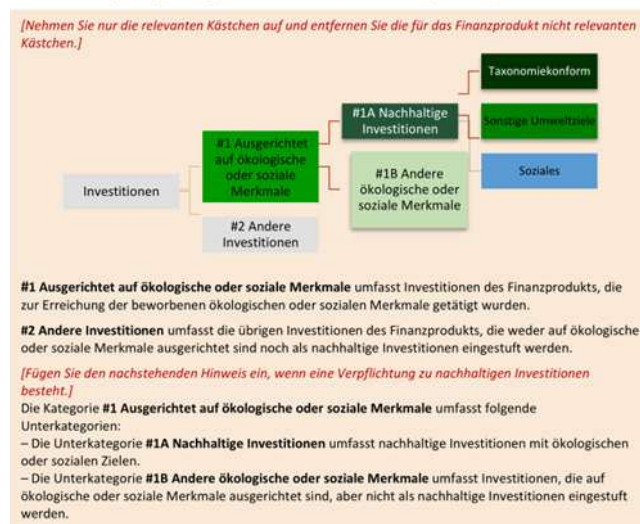


Abb. 4: Muster gemäß Anhang II SFDR-RTS, Abschnitt „Vermögensallokation“

Bei einem Fonds ohne nachhaltige Investitionen kommen nur zwei Kategorien in Frage: Investitionen, die dem Nachhaltigkeitsmerkmal dienen sollen, ohne nachhaltig zu sein (Unterkategorie „#1B Andere ökologische oder soziale Merkmale“ aus der Kategorie „#1 Ausgerichtet auf ökologische oder soziale Merkmale“), und die anderen (nicht merkmalsdienlichen) Investitionen (Kategorie „#2 Andere Investitionen“).

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

3 Regelmäßige Offenlegung

3.1 Internetseite

Die Europäische Kommission hat kein Muster für die Angaben auf der Internetseite vorgeschlagen, diese aber dennoch im Detail in Art. 24-36 SFDR-RTS beschrieben. Die für Art.-8-Produkte maßgeblichen Elemente sind:

- a. Zusammenfassung
- b. Kein nachhaltiges Investitionsziel
- c. Ökologische oder soziale Merkmale des Finanzprodukts
- d. Anlagestrategie
- e. Aufteilung der Investitionen
- f. Überwachung der ökologischen oder sozialen Merkmale
- g. Methoden
- h. Datenquellen und -verarbeitung
- i. Beschränkungen hinsichtlich der Methoden und Daten
- j. Sorgfaltspflicht
- k. Mitwirkungspolitik
- l. Bestimmter Referenzwert (soweit ein Index als Referenzwert für die mit dem Finanzprodukt beworbenen ökologischen oder sozialen Merkmale bestimmt wurde)

Dabei beziehen sich die Buchst. a-e auf Angaben, die sich schon im Emissionsdokument finden. Die Buchst. f-k geben aber dazu Anlass, sich mit den Besonderheiten von Dachfonds auf der einen und Private Debt auf der anderen Seite zu befassen: Dabei beziehen sich die Buchst. f-j auf die Nachhaltigkeitsmerkmale und die Erhebung der damit verbundenen Daten.

Bei der „Überwachung der ökologischen oder sozialen Merkmale“ ist gemäß Art. 30 SFDR-RTS darzustellen, wie diese Merkmale anhand von Indikatoren während der Produktlaufzeit überwacht werden. Solange ein Dachfonds seine Nachhaltigkeitsindikatoren nur auf die Zielfonds bezieht (z. B. Mindestanteil von Art.-8-Produkten), hat er nur sicherzustellen, dass deren Manager ihm diese Informationen über die eigenen Fonds liefern. Sobald sich das Nachhaltigkeitsmerkmal aber auf die Portfoliofinanzierungen bezieht, ist der Dachfonds zumindest mittelbar auch auf Informationen der Zielfonds angewiesen.

Informationspflichten kennen Fondsmanager und Portfoliounternehmen von der finanziellen Berichterstattung. Die neuen Anforderungen der nichtfinanziellen, nachhaltigkeitsbezogenen Berichterstattung zwingen die Dachfonds dazu, sich von den Zielfonds zusichern zu lassen (z. B. in Sidelettern), dass die Portfoliounternehmen den Zielfonds nachhaltigkeitsbezogene Informationen liefern und dass die Zielfonds diese Informationen an den Dachfonds weitergeben. Das Kaskadenproblem lässt sich aber nicht immer

lösen: Wenn der Dachfonds schon investiert ist oder der Zielfondsmanager sich nicht auf die Informationsverpflichtung einlässt, weil er eine andere Nachhaltigkeitsstrategie verfolgt oder nicht in der Europäischen Union sitzt, kann der Dachfonds die Verpflichtung nicht durchsetzen. In solchen Fällen schätzt er die Daten maßvoll und weist gemäß Art. 32 Buchst. d SFDR-RTS den Anteil der geschätzten Daten aus. Die Datenverdichtung ist bei Private-Debt-Dachfonds im Vergleich zu anderen Anlageklassen wie Private Equity oder Infrastruktur recht aufwendig, weil die Zahl der Finanzierungen durch die Zielfonds besonders hoch ist.

Artikel 34 SFDR-RTS fordert zudem, die Prüfung der Nachhaltigkeitsmerkmale zu beschreiben, einschließlich deren interner und externer Prüfung. Die von den Mitgliedsstaaten vorgeschriebenen Prüfungsintensitäten dürften variieren. Die für deutsche (Ziel-)Fonds vorgeschriebene umfassende Prüfung sollte es Dachfonds erlauben, sich ausschließlich auf den Bericht des Wirtschaftsprüfers zu verlassen.

Schließlich soll gemäß Art. 35 SFDR-RTS dargestellt werden, ob und nach welchen Grundsätzen der Dachfonds darauf einwirkt, die Nachhaltigkeitsmerkmale zu erreichen. Gerade Dachfonds müssen von solchen Einwirkungsmöglichkeiten Gebrauch machen, weil die Zielfonds häufig bei Zeichnung noch nicht ausinvestiert sind (Blind-pool), so dass die Gefahr besteht, dass der Zielfondsmanager seinen ESG-Auswahlprozess oder gar die Anlagerichtlinien außer Acht lässt. Dies unterscheidet Private-Debt-Dachfonds aber nicht von Dachfonds anderer Anlageklassen, weil alle unabhängig von der Finanzierungsart der Portfoliounternehmen oder -objekte den Zielfonds Eigenkapital zur Verfügung stellen. Bei der Einwirkung des Zielfonds auf die Portfoliounternehmen macht sich dagegen die Besonderheit der Fremdkapitalfinanzierung bemerkbar, da Fremdkapitalgeber nur wenig Einfluss auf die Geschäftsführung haben. Sie können jedoch Anreize setzen und z. B. Zinsnachlässe anbieten, wenn das Unternehmen vorab vereinbarte ESG-Ziele einhält. Der Einfluss hängt aber auch von der Größe und Struktur der Finanzierung ab: Finanziert sich das Unternehmen nur über einen oder zwei Darlehensgeber, finden diese durchaus Gehör bei der Geschäftsführung.

3.2 Jahresabschluss

Die Anleger sind im Jahresabschluss über die Erfüllung der Nachhaltigkeitsmerkmale zu informieren. Der entsprechende Anhang IV SFDR-RTS wird für im Jahr 2023 veröffentlichte Jahresabschlüsse unabhängig vom Berichtszeitraum maßgeblich sein. Da es sich bei allen abgefragten Werten um Bestandszahlen handelt, sollten außer bei PAI Werte zum Ende des Berichtszeitraums zugrunde gelegt werden.

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

Der Anhang zum Jahresabschluss soll vor allem darstellen, ob die Zielwerte der Kriterien der Nachhaltigkeitsmerkmale aus dem Anhang zum Emissionsdokument erreicht wurden, und sie mit den Vorjahreswerten vergleichen, sofern sinnvoll. Insoweit stimmen große Teile der beiden Anhänge überein. Erwähnenswert ist, dass beim Jahresabschluss nicht mehr die Anlagestrategie, sondern die größten Investitionen darzustellen sind. Zudem muss ein Art.-8-Dachfonds, der keine nachhaltigen Investitionen anstrebt, aber dennoch solche getätigt hat, diese zumindest dann angeben, wenn sie taxonomiekonform sind. Eine Pflicht zum Ausweis nachhaltiger oder gar taxonomiekonformer Investitionen besteht gemäß Art. 55 SFDR-RTS zwar nur bei Fonds, die sich zu nachhaltigen Investitionen verpflichtet haben. Diese Einschränkung macht Art. 5 Buchst. b i. V. m. Art. 6, 27 Abs. 2 Taxonomieverordnung (EU-Verordnung 2020/852) jedoch nicht.⁷ Danach müssen alle Art.-8-Produkte ab 2022 den Anteil taxonomiekonformer Anlagen angeben.⁸

4 Ausblick

Nicht nur der Markt, sondern auch die Rechtslage ist in Bewegung. Die damit verbundene Unsicherheit über das sinnvolle Vorgehen lässt sich verringern, indem künftige Entwicklungen in den Blick genommen werden. Unter diesem Gesichtspunkt soll zum Abschluss die Reform der CSR-Richtlinie (Non-Financial Reporting Directive – NFRD) betrachtet werden, die zur Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) führen soll.⁹ Schon gemäß NFRD müssen über 10.000 EU-Unternehmen seit 2022 den taxonomiefähigen Anteil ihrer Umsätze und Kapitalanlagen im Jahresabschluss ausweisen. Taxonomiefähig sind Wirtschaftstätigkeiten, die gemäß dem Katalog

der Technischen Bewertungskriterien einen wesentlichen Beitrag zu einem Umweltziel der Taxonomie leisten.¹⁰ Ab 2023 müssen Nicht-Finanzunternehmen, ab 2024 auch Finanzunternehmen den taxonomiekonformen Anteil offenlegen. Dazu muss die Wirtschaftstätigkeit nicht nur taxonomiefähig sein, sondern auch die erhebliche Beeinträchtigung eines anderen Umweltziels unterlassen und den sog. Mindestschutz gewährleisten. Somit werden in Kürze viele Anleger Taxonomiedaten von ihren Fondsmanagern und Anlageberatern verlangen. Mit der CSRD werden ungefähr 50.000 Unternehmen die Taxonomiekonformität ihrer Umsätze und Kapitalanlagen für Geschäftsjahre ab 2025 berichten müssen.

Um die Daten verschiedener Quellen mit sinnvollem Aufwand verarbeiten zu können, werden sich die Anleger Dienstleistern bedienen oder die Datenlieferung gemäß einem (eigenen) Muster verlangen. Ähnlich dem TPT¹¹ für große Versicherer wird gerade von FinDataEx¹² ein European ESG Template (EET) entwickelt. Das EET umfasst Angaben sowohl zur Taxonomiekonformität als auch zu PAI. Ein solches Muster bietet sich nicht nur für Endanleger an, sondern in noch höherem Maße für Dachfondsmanager. Diese müssen nämlich die Daten vom Zielfonds zum Anleger transportieren. Deswegen sollten Dachfonds bei Anlegern das EET bewerben und mit Zielfonds möglichst die Verwendung des EET per Sideletter vereinbaren.

Mit der erhöhten Verfügbarkeit von Taxonomiedaten dürfte das Interesse der Öffentlichkeit und damit der Anleger daran steigen. Auch ein Art.-8-Produkt ohne nachhaltige Investitionen wird diese Daten bereitstellen, doch fragt sich, ob eine Taxonomiekonformität

7 Taxonomieverordnung bezeichnet die Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088.

8 Gemeinsamer Ausschuss der ESAs, Updated Joint ESA Supervisory Statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-issue-updated-supervisory-statement-application-sustainable-finance>, Tz. 6, S. 7 f.; Broome, EU Taxonomy in Limbo - Reporting Alignment of Article 8 and 9 Funds in 2022, <https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/investors-esg-blog/eu-taxonomy-alignment-of-article-8-and-9-funds-reporting>; "Article 8 and 9 products (as defined in the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)) need to disclose the proportion of investments that contribute to the first two objectives of the EU Taxonomy". Loyens & Loeff, The additional Taxonomy Regulation disclosures for climate objectives: the kick-off, <https://www.loyensloeff.com/insights/news-events/news/the-additional-taxonomy-regulation-disclosures-for-climate-objectives-the-kick-off/>. Dagegen Naeem/Maconick/Havard-Williams/Bernard/Ballegeer/Zeibig, European Commission adopts Final RTS under SFDR, <https://sustainablefutures.linklaters.com/post/102hmbf/european-commission-adopts-final-rt-s-under-sfdr>.

9 Guter Überblick über NFRD und CSRD bei KPMG, Corporate Sustainability Reporting Directive – What the new CSRD means for you, <https://home.kpmg/ie/en/home/insights/2021/04/corporate-sustainability-reporting-directive-csrd.html>. NFRD bezieht sich auf die Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen. CSRD bezieht sich auf den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 2013/34/EU, 2004/109/EG und 2006/43/EG und der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, gemäß der „Allgemeinen Ausrichtung“ des Europäischen Rates, <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6292-2022-INIT/en/pdf>.

10 Die Begriffe Taxonomiefähigkeit und -konformität sind definiert in Art. 1 Nr. 5, 10 EU-VO 2021/2178. Die technischen Bewertungskriterien finden sich in der EU-VO 2021/2139.

11 Dreiseitiges Muster für Solvency II (Solvency II Tripartite template).

12 Financial Data Exchange Templates.

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

von 0 % künftig attraktiv für Anleger sein wird, denn insoweit ist ein Art.-6-Fonds nicht schlechter. Spätestens mit der CSRD dürften sich die Anleger nicht mehr mit einer Einstufung nach Art. 8 oder 9 zufriedengeben, sondern fragen, wieviel der Fonds zur Taxonomiekonformität ihres Portfolios beiträgt. Die Umstellung auf Art. 8 dürfte damit nur ein erster Schritt für viele (Dach-)Fondsmanager sein, ihr Produktportfolio auf die nachhaltige Welt auszurichten.

Kontakt und Autor:

YIELCO Investments AG
Promenadeplatz 12/3
80333 München
Deutschland
www.yielco.com

Dr. Daniel Maier
Legal Counsel und Compliance-Beauftragter
Tel.: +49 (0) 892323929740
E-Mail: daniel.maier@yielco.com

Impressum

Jahrgang 22 – Ausgabe IV

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 Beratungsgesprächs 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