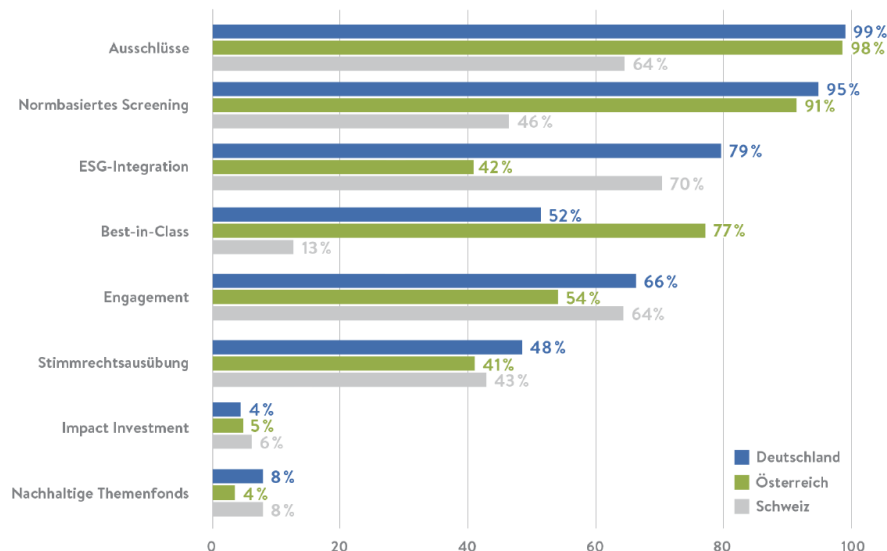


Die Offenlegungsverordnung – Guter Ansatz, der (noch) zu kurz greift

Das Beispiel Mikrofinanzfonds

Es wird dieser Tage viel über den Impact von nachhaltigen Investmentfonds gesprochen. Die Verbraucherzentraleprozessiert wegen [Impact-Rechnern von Nachhaltigkeitsfonds](#), ein wissenschaftliches Papier fordert die Branche auf, [sich bei diesem Thema neu zu orientieren](#). Den größten Einfluss hat aber sicherlich die Europäische Union mit der [Offenlegungsverordnung 2019 / 2088 \(auch Sustainable Finance Disclosure Regulation genannt\)](#). Mit dieser Verordnung will sie ESG-Reportings vereinheitlichen, verschiedene Grade der Nachhaltigkeit unterscheiden und somit Greenwashing vermeiden. Dies sollte sicherlich Impact Investments befördern, die unverändert ein Nischendasein fristen, wie das Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) in schöner Regelmäßigkeit in seinem Marktbericht aufzeigt:

Nachhaltige Anlagestrategien in Deutschland, Österreich und der Schweiz (in Prozent, nach Gesamtvolumen)



Quelle: [FNG Marktbericht 2020](#)

Die Offenlegungsverordnung verfolgt ein sinnvolles Ziel. Es ist notwendig, die Nachhaltigkeitsqualität einzelner Finanzprodukte klar aufzuzeigen und die Transparenz dazu zu erhöhen. Doch ein näherer Blick lässt Zweifel aufkommen, ob die Umsetzung dieser Verordnung, wie sie derzeit angedacht ist, im Investmentfondsbereich tatsächlich diesem Ziel nahekommt. Dies soll in diesem Artikel am Beispiel von Mikrofinanzfonds näher erläutert werden:

Mikrofinanzfonds eine traditionelle Form des Impact Investing

Mikrofinanzfonds gelten als eine traditionelle Form des Impact Investing. Sie erfüllen die [klassische Definition des Global Impact Investing Network \(GIIN\)](#). Demnach soll Impact Investing eine messbare, positive soziale und ökologische Wirkung neben der finanziellen Rendite erzielen. Damit sollen Lösungen für eine nachhaltigere Zukunft finanziert werden (nachhaltige Landwirtschaft, erneuerbarer Energien, finanzielle Inklusion, etc.). Mikrofinanzfonds stellen Mikrofinanzinstituten in Schwellen- und Entwicklungsländern Kredite direkt zur Verfügung, welche diese in Form von Mikrokrediten an Endkreditnehmer*innen weiterreichen. Dazu zählen Landwirte, Kleingewerbetreibende oder Händler*innen, die häufig keinen Zugang zu formalen Finanzdienstleistungen haben. Mikrofinanzfonds

fördern also die finanzielle Teilhabe dieser Menschen. Damit sie das Geld direkt zur Verfügung stellen können, sind diese Fonds als alternative Investmentfonds (AIF) strukturiert – so wie es bei Impact Investments die Regel ist, da andernfalls keine direkte Zuordnung von Wirkung durch Investments möglich ist. Diese Definition ist am Markt allgemein akzeptiert. Demgegenüber ist bei Wertpapierfonds über die Investitionen selbst selten direkte Wirkung zuordenbar. Wirkung erfolgt eher über Engagements oder selektiv die Teilnahme an Kapitalmaßnahmen. Das eingangs erwähnte [Paper](#) unterscheidet treffenderweise von Impact Generating (AIF-Fonds) und Impact Alignment (OGAW bzw. Wertpapierfonds), wie dies auch die GLS Bank in einem [früheren Artikel](#) bereits skizziert hat:

Impact-Ansätze im Auswahlprozess von Investmentfonds		
Name	Investor Impact („Impact Generating“)	Enterprise Impact („Impact Alignment“)
Art	Direkte Bereitstellung von Kapital an wirkungsstarke Unternehmen	Identifizierung von Unternehmen mit Impact-Geschäftsfeldern
Wirkungsform	Direkt	Indirekt
Messgröße	Vorab festgelegte Wirkindikatoren (u.a. Schaffung lokaler Arbeitsplätze, Rückgang Virenerkrankungen)	Finanzindikatoren (i.d.R. Umsatz)
Unternehmenstypen	Kleine, lokale Unternehmen	Börsennotierte Unternehmen, darunter globale Konzerne
Rechtliche Fondsstruktur	Alternativer Investmentfonds	Offener Wertpapierfonds (OGAW)
Zugang für Privatanleger	Begrenzt (Ausnahme: Mikrofinanz)	Gegeben
Handelbarkeit	Begrenzt	Gegeben

Die Offenlegungsverordnung: drei neue Grade der Nachhaltigkeit

Die EU hat bei der Einführung der Offenlegungsverordnung im Fondsbereich einen allgemeineren Rahmen etabliert, ohne diese Unterscheidung zu berücksichtigen. Dieser allgemeinere Rahmen gilt für alle Finanzprodukte und sieht drei eigene Grade der Nachhaltigkeit von Finanzprodukten vor: Konventionell (Artikel 6), Bewerbung sozialer und ökologischer Merkmale (Artikel 8) und dunkelgrünes oder Impact-Produkt (Artikel 9).

Strategie	Art. 6-Produkt	Art. 8-Produkt	Art. 9-Produkt
Nachhaltigkeit	Keine expliziten Nachhaltigkeitsziele oder ökologische bzw. soziale Merkmale	Bewirbt soziale und/oder ökologische Merkmale	Investition in wirtschaftliche Tätigkeiten, die zu einem ökologischen oder sozialen Ziel beitragen.
Do-No-Harm	Keine Voraussetzung	Voraussetzung nur, falls ein Anteil als nachhaltig deklariert wird und dann nur für diesen.	Voraussetzung

Quelle: CRIC

Herausforderung 1: Keine gesetzliche Definition eines Nachhaltigkeitsziels für Mikrofinanzfonds

Um sich für Artikel 9 zu qualifizieren, muss das Finanzprodukt ein Nachhaltigkeitsziel verfolgen sowie bestimmte nachteilige Nachhaltigkeitsauswirkungen (Do not significant harm) vermeiden. Wie genau ein Nachhaltigkeitsziel für Mikrofinanzfonds aussehen soll, ist in den [technischen Regulierungsstandards](#) nicht näher definiert. Der Text der Offenlegungsverordnung lässt vermuten, dass die EU vor allem Klima- und Umweltziele im Blick hat. Wohl sollen die in der Verordnung beschriebenen Nachhaltigkeitsziele künftig die 6 Umweltziele der EU-Taxonomie adressieren. Für Finanzprodukte mit einem Klimaschwerpunkt mag dies sinnvoll sein, für Fonds mit einem sozialen Schwerpunkt – wie eben Mikrofinanzfonds – ist dies aber kaum umsetzbar. Bisher ermitteln Mikrofinanzfonds meist die Anzahl an erreichten Mikrokreditnehmer*innen, den Prozentsatz an Frauen sowie Menschen auf dem Land, die mit Krediten versorgt wurden, sowie eigene Kennzahlen (Positivkriterien, Scorings, etc.). Inwiefern dies Nachhaltigkeitsziele sind, welche gemäß Verordnung akzeptabel sind, ist derzeit unklar.

Herausforderung 2: Anwendung der „Do not significant harm“-Indikatoren auf Mikrofinanzfonds

Deutlich klarer dagegen definiert die Verordnung, welche nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen der finanzierten bzw. investierten Unternehmen zu erfassen sind. Um als Impact-Produkt gemäß Artikel 9 eingestuft zu werden, müssen Fondsanbieter ab 2022 nachweisen, dass die Unternehmen im Portfolio akzeptable Werte bei klar definierten Kennzahlen aufweisen. Diese sind:

CLIMATE AND OTHER ENVIRONMENT-RELATED INDICATORS

1. GHG emissions
2. Carbon footprint
3. GHG intensity of investee companies
4. Exposure to companies active in the fossil fuel sector
5. Share of nonrenewable energy consumption and production
6. Energy consumption intensity per high impact climate sector
7. Activities negatively affecting biodiversity sensitive areas
8. Emissions to water
9. Hazardous waste ratio

SOCIAL AND EMPLOYEE, RESPECT FOR HUMAN RIGHTS, ANTI-CORRUPTION AND ANTI-BRIBERY MATTERS

10. Violations of UN Global Compact principles and [Organisation for Economic Cooperation and Development \(OECD\) Guidelines for Multinational Enterprises](#)
11. Lack of processes and compliance mechanisms to monitor compliance with UN Global Compact principles and OECD Guidelines for Multinational Enterprises
12. Unadjusted gender pay gap
13. Board gender diversity
14. Exposure to controversial weapons (antipersonnel mines, cluster munitions, chemical weapons and biological weapons)

Indicators applicable to investments in sovereigns and supranationals

15. GHG intensity (environmental)
16. Investee countries subject to social violations (social)

Indicators applicable to investments in real estate assets

17. Exposure to fossil fuels through real estate
18. Exposure to energy-inefficient real estate assets

Quelle: eigene Zusammenstellung auf Basis der [technischen Regulierungsstandards \(Level 2\)](#)

Diese Kennzahlen adressieren vor allem große multinationale Industrie- und Energieunternehmen, nicht aber für Mikrofinanzinstitute, deren Kerngeschäft die Ausreichung von Mikrokrediten an Endkreditnehmer*innen ist und zum Teil noch die Strukturen von Nichtregierungsorganisationen aufweisen. Ein Mikrofinanzinstitut danach zu fragen, wie hoch sein Anteil an gefährlichen Abfällen ist, mag auf den ersten Blick komisch anmuten, ist aber ab kommendem Jahr für Artikel 9-Produkte verpflichtend. Dieser Umstand führt dazu, dass Anbieter von Mikrofinanzfonds sich sehr genau überlegen müssen, wie sie ihre Fonds einklassifizieren.

Rechtsrisiken bei zu ambitionierter Einklassifizierung

Was sind nun die konkreten Konsequenzen für Anbieter von Mikrofinanzfonds? Wenn sie ihre Fonds als Impact-Produkte gemäß Art. 9 einklassifizieren (was sie nach bisherigen, gängigen Marktstandards sind), dann müssen sie die Do not significant harm-Kennzahlen erheben und auch darstellen können.

Können sie dies nicht, dann drohen rechtliche Konsequenzen: Vorwurf der Falschberatung, Prospekthaftung, etc. Vom Reputations- und Vertrauensverlust bei Investoren durch etwaige Herabstufung auf Artikel 8 oder gar 6 ganz zu schweigen. Dies ist ein durchaus hohes Risiko.

Ob die Regulierungsbehörden kurzfristig nachjustieren, ist derzeit ungewiss. Mit der Sustainable Finance-Initiative wird eindeutig ein Umweltfokus verfolgt. Mikrofinanzfonds sind Nischenprodukte. Eine Lösung wäre die Schaffung einer sozialen Taxonomie. Doch ob sie überhaupt kommt, darüber wird derzeit noch gerungen. Und falls ja, vergehen Jahre.

Ein weiterer gangbarer Schritt wäre, sich mit weiteren Anbietern von Mikrofinanzfonds zu verständigen und gemeinsam darauf hinzuwirken, dass Mikrofinanzfonds eine klassische Form des Impact Investing sind, welche auch gegenüber Investoren gesetzlich als Impact-Produkt gelten darf. Bereits in der Corona-Krise hat sich gezeigt, dass gemeinschaftliches Handeln unter Mikrofinanzfonds zum Wohle der finanziellen Teilhabe der Endkreditnehmer*innen möglich ist.

Fazit: Guter Ansatz, aber Nachbesserungen wünschenswert

Die Offenlegungsverordnung ist ein Schritt in die richtige Richtung. Allerdings zeigt ihre bisherige Ausgestaltung, dass bewährte Marktstandards im Investmentfondsbereich nicht im ausreichenden Maße berücksichtigt wurden, besonders der grundsätzliche Unterschied zwischen Impact Generating und Impact Alignment. So wurde eine große Chance vertan, das Impact-Potenzial einzelner Fondstypen sinnvoll zu fördern.

Wie dies gehen könnte? Wertpapierfonds sollten nur dann nach Art. 9 einstuftbar sein, wenn sie eine glaubwürdige Engagement-Strategie verfolgen oder im signifikanten Maße in Positionen kleinerer, unterinvestierter Unternehmen am Primärmarkt (Kapitalerhöhungen, Anleiheemissionen) investieren, mit denen gezielt nachhaltige Innovationen gefördert werden ([auf die Investitionslücke dieser Unternehmen verweist Florian Heeb in einem Paper](#)). Demgegenüber sollte die Artikel 9-Einklassifizierung bei AIF-Fonds an die Marktrealitäten der einzelnen Produkttypen angepasst werden.

Die derzeitige Ausgestaltung lässt dagegen befürchten, dass aufgrund fehlerhafter gesetzlicher Intervention die einstig klare Trennung zwischen Nachhaltigen Investment und Impact Investment weiter aufweicht. So können sich Wertpapierfonds ohne glaubwürdige Engagementstrategie oder gar Klima-ETFs als Impact/dunkelgrüne-Fonds gemäß Art. 9 positionieren, wogegen wirkliche Impact Investments sich mit Art. 8 begnügen müssen. Der Bekämpfung von Greenwashing bzw. der Förderung von Impact Investing hätte der Gesetzgeber damit leider einen Bärendienst erwiesen.