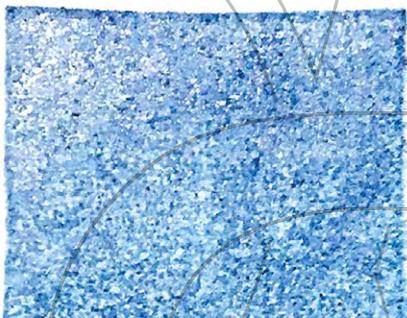
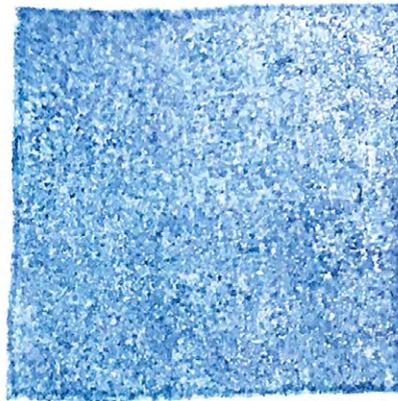
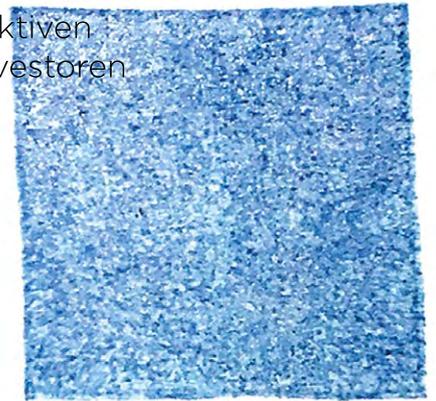


# Absolut|impact

Nachhaltige Perspektiven  
für institutionelle Investoren

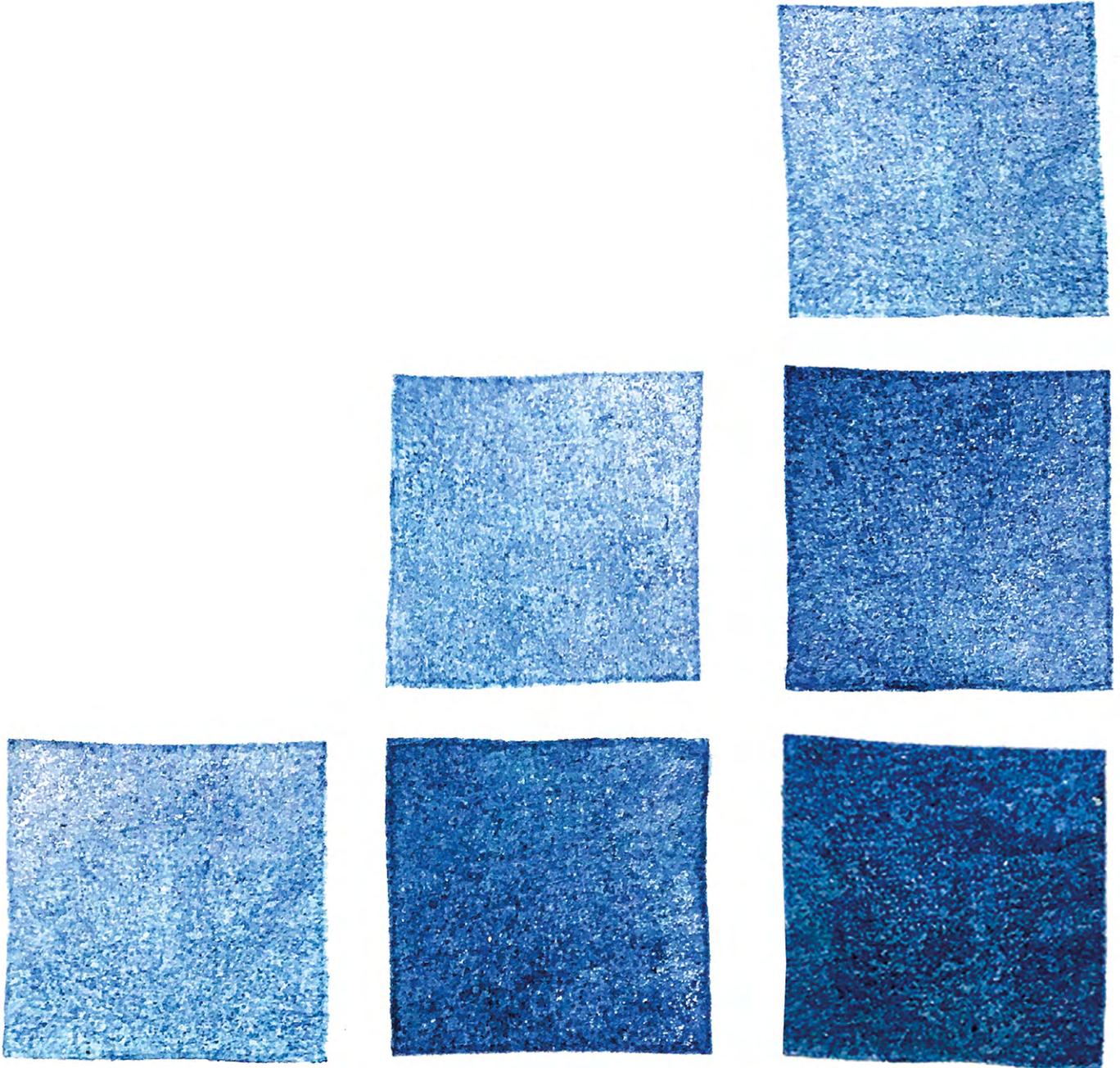


Beitrag in Ausgabe #02 | 2021

Serie: PRI Investor Tools

## Nachhaltigkeit bei Private Debt

**DUSTIN NEUNEYER** UND **FELIX SOELLNER** | PRI – Principles for Responsible Investment



Serie: PRI Investor Tools

# Nachhaltigkeit bei Private Debt

Das vielfältige Segment der privaten Kreditvergabe ist zunehmend in den Fokus institutioneller Anleger gerückt, und auch hier spielen Nachhaltigkeitskriterien eine wichtige Rolle. Die Möglichkeiten sind aufgrund der Nähe zum Kreditnehmer vielfältig und dienen vor allem dem Risikomanagement. Die PRI stellt hier ihre entsprechenden Leitfäden und Studien vor.



**DUSTIN NEUNEYER**  
 Head of Germany & Austria  
 PRI – Principles for Responsible Investment  
 London



**FELIX SOELLNER**  
 Senior Analyst  
 PRI – Principles for Responsible Investment  
 London

## Einleitung

Neben Sachwerten und Private-Equity-Beteiligungen rückt die private Kreditvergabe (Private Debt) zunehmend in den Fokus institutioneller Anleger. Nicht nur die Renditechancen, auch die direkte Einwirkung auf die Refinanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen ist für Anleger attraktiv. Private-Debt-Transaktionen sind in den USA weiter verbreitet als in anderen Regionen. Derzeit sind weltweit über zwei Drittel der 30 größten Privatkreditgeberfonds Mitglied bei PRI<sup>1</sup> und mehr als 168 Mrd. US-Dollar haben die größten PRI-Mitglieder in diese Anlageklasse investiert.<sup>2</sup>

Nachhaltigkeitskriterien werden immer häufiger zur Grundvoraussetzung in der privaten Kreditvergabe. Im europäischen und nordamerikanischen Raum steigen die Erwartungen, Sozial- und Umweltthemen systematisch in alle Anlageklassen zu integrieren. Um dieser Nachfrage gerecht zu werden und um eine gewisse Harmonisierung zu erreichen, hat PRI eine Serie von Fondsmanagerbeurteilungsbögen erstellt, die ESG-Aspekte integrieren und die Investoren nutzen können.

Die Nachfrage wird sowohl vom Markt als auch von regulatorischer Seite getrieben. Allen voran durch die Offenlegungsverordnung sind Europäische Investmentfonds seit März 2021 verpflichtet, Environmental-Social-Governance-(ESG-)Angaben zu veröffentlichen. Weltweit gibt es etliche weitere Rahmenwerke und Anforderungen; hierzu hat PRI eine globale Datenbank für Nachhaltigkeitsverordnungen und Reporting-Standards erstellt, die knapp 700 Regelwerke enthält, was einer Verzwanzigfachung seit dem Jahr 2000 entspricht.

Seit über drei Jahren arbeitet PRI nun mit Direktkreditgebern an der Integration von ESG-Kriterien und sieht wachsenden Bedarf, Unterstützung bei der Umsetzung anzubieten. Einen praktischen Einstieg bildet der technische PRI-Leitfaden „Spotlight on Responsible Investment in Private Debt“, der darauf abzielt, ein besseres Verständnis für die Rationale des Responsible Investments im Kontext von Private Debt zu schaffen. Darin wird neben Leitlinien und Beispielen ein Framework für die Berücksichtigung von ESG-Kriterien im Investitionsprozess vorgestellt.

## Umsetzung von Nachhaltigkeitskriterien

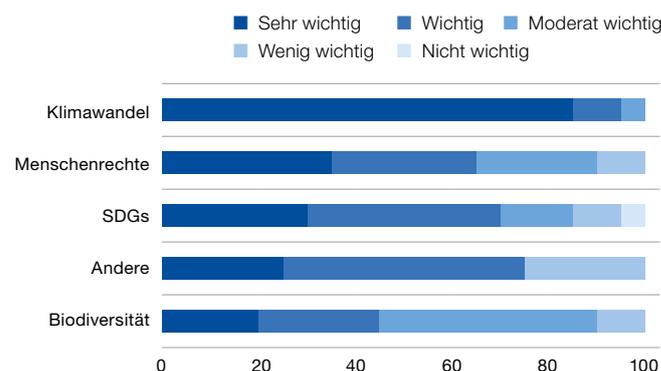
Fortschrittliche Asset Manager nutzen ESG-Kriterien vermehrt und systematisch bei Investment Research, Asset-Allokation und Portfoliomanagement. In vielen Fällen beschränken sie sich aber auf Ausschlusskriterien für einzelne

Branchen oder Risikothemen wie hohe Treibhausgasemissionen oder Menschenrechtsverletzungen. Dabei werden verschiedene Methoden angewandt; materielle ESG-Leistungskennzahlen wie beispielsweise die der SASB-Initiative kommen hier zum Tragen. Manche Anlageausschüsse lehnen Investments aufgrund solcher Indikatoren frühzeitig ab. **ABBILDUNG 1** zeigt die Ergebnisse einer PRI-Kurzumfrage zu den ESG-Themenschwerpunkten von Privatkreditgebern.

Einen Schritt weiter gehen Investmentanalysten, wenn sie Nachhaltigkeitskriterien bei der Due Diligence eines Investments systematisch integrieren und prüfen. Schwierig wird es, wenn vorausschauende Risikomodelle anerkannte Szenarien und Methoden benötigen, um Nachhaltigkeitsrisiken zu bepreisen. Allerdings bieten einige Nachhaltigkeitsziele, wie z. B. klimatechnische Ansätze des IIGCC, wissenschaftsbasierte Modelle. Sogenannte „Carbon Shadow Pricing“-Szenarien kommen in der Kreditbewertung von Unternehmen zum Tragen. Die Mitglieder des American Petroleum Institutes kalkulieren seit Jahren mit CO<sub>2</sub>-Preisen von 40 US-Dollar je emittierter Tonne. Dieser Preis gilt in der Europäischen Union heute schon marktweit. Aber auch Themengebiete wie Ressourcen, Effizienz und Arbeitsschutzmaßnahmen bieten quantifizierbare Lösungen, die für die Unternehmensbewertung von Interesse sein können.

Im Gegensatz zum Eigenkapitalgeber, der Engagement-Möglichkeiten während des Investments hat, geht es dem Kreditgeber maßgeblich darum, Risiken zu identifizieren, bevor er investiert. Auch hat die Kreditgeberseite oft wenig Zeit, um kritische Dokumente zu prüfen und technische Analysen zu erstellen. Deshalb sind die Anforderungen an

### 1 | ESG-Fokus von Private-Debt-Managern



Quelle: PRI (basierend auf 20 Umfrageteilnehmern)

die Berichterstattung sowie deren Umsetzung entscheidend. Durch standardisierte Fragebögen erfassen Investmentfonds im jährlichen Turnus sowohl den Status quo also auch Trends. **ABBILDUNG 2** skizziert mögliche Fragestellungen und Aktivitäten während des Anlageprozesses.

Eine Fallstudie von LGT Capital zeigt, dass 43 % der Darlehensnehmer eines Portfolios ein eigenständiges Rahmenwerk für Nachhaltigkeitszwecke haben. Um diese Berichterstattungsauflagen in Kreditvereinbarungsklauseln unterzubringen, arbeiten Investmentteams vermehrt mit einem hausinternen Rechtsbeistand. Das französische Anlagehaus Tikehau Capital hat dazu seine Standardklauseln im PRI-Leitfaden veröffentlicht. In einem weiteren Schritt nutzen diese Teams die vertraglichen Unterlagen auch, um Nachhaltigkeitsziele im Unternehmen zu verankern. Der deutsche Hersteller von Getrieben für Windkraftanlagen Flender GmbH erklärte kürzlich, dass er bei einem laufenden Kredit von Carlyle 10 Basispunkte sparen kann, wenn er im erneuerbaren Energiebereich definierte Installationszahlen erreicht. Das spanische Unternehmen Masmovil hingegen macht seinen Zins von MSCIs ESG-Rating abhängig. Von zunehmender Bedeutung ist auch der regelmäßige Austausch zwischen den Kreditnehmern. In Konsortialdarlehen<sup>3</sup> wird die ESG-Verantwortung oftmals dem Lead Deal Arranger überlassen.

Auch nachdem die Kreditmittel ausgezahlt sind, sollte der Kreditgeber potenzielle Finanzrisiken im Blick haben. Falls materielle ESG-Risiken während der Due Diligence identifiziert wurden, ist eine regelmäßige Überprüfung angebracht. Das Management dieser Risiken ist wichtig für die Portfoliostrategie und Kapitalallokation. Gesammelte ESG-Daten kommen oftmals den Deal Teams wie auch dem Risikomanagement zugute und dienen dem Austausch mit dem Kreditnehmer.

Zwar haben nur wenige Fonds einen direkten Sitz im Vorstand, dennoch befürwortet PRI das Engagement der Eigen- und Fremdkapitalgeber zu gleichen Teilen – durch formelle und informelle Wege. Dies ist klar in den sechs PRI-Prinzipien verankert.

Scheitern solche Gespräche, kann dies durchaus Auswirkungen auf die Refinanzierungswilligkeit des Kreditgebers haben. Wie bei Private-Equity-Beteiligungen ist ein datiertes Ende des Investments vorgesehen. Auch hier ergeben sich Möglichkeiten, den Kreditnehmer positiv zu beeinflussen. Strebt das Unternehmen einen Börsengang oder eine Unternehmensanleihe an, ist es möglicherweise an den ESG-Daten des Kreditgebers interessiert. Firmenoffenlegungspflichten sind oftmals Treiber solcher Gespräche, hier kann der Kreditgeber auch als Partner fungieren.

## 2 | Integration von ESG in den Private-Debt-Investitionsprozess

	Typische Überlegungen	ESG-Faktoren	Engagement-Aktivität
<b>Pre-Deal Cycle</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Entwicklung Anlagegrundsätze</li> <li>▶ Definition Anlageuniversum</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Entwicklung ESG-Richtlinie</li> <li>▶ Definition ESG-Screening-Kriterien</li> <li>▶ Weiterbildung externer Akteure</li> <li>▶ Definition ESG-Impact/ thematische Anforderungen (Spezialfonds)</li> </ul>	
<b>Pre-Transaktion</b>			
<b>Phase I</b>	<b>Sourcing &amp; Origination</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Anwendung von Negativscreenings</li> <li>▶ Identifikation von „ESG-Red Flags“</li> <li>▶ Konsultation eines ESG-Teams/ Beratungsausschusses</li> <li>▶ Berücksichtigung juristischer ESG-Themen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Einbindung des Senior Managements potenzieller Kreditnehmer zur Offenlegung von ESG-Risiken</li> </ul>
<b>Origination &amp; Pre-Assessment</b>	<b>Pre-Assessment</b>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Durchführung High-Level Due Diligence</li> <li>▶ Identifikation von „Red Flags“</li> <li>▶ Entscheidung zur Fortsetzung der Due Diligence</li> </ul>		
<b>Phase II</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Durchführung einer Kreditanalyse</li> <li>▶ Durchführung gründlicher Due Diligence</li> <li>▶ Beauftragung eines technischen Beraters</li> <li>▶ Festlegen des Zinssatzes</li> <li>▶ Verfassung des Investitionsmemorandums</li> <li>▶ Verhandlung der Konditionen</li> <li>▶ Entscheidung des Investitionsausschusses</li> <li>▶ Transaktion</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Durchführung der ESG-Due-Diligence</li> <li>▶ Durchführung der technischen ESG-Bewertung</li> <li>▶ Integration des ESG-Summarys in das Memorandum</li> <li>▶ Schulung des Investitionskomitees zu ESG-Themen</li> <li>▶ Einbezug von ESG-Berichtspflichten in Konditionen</li> <li>▶ Bestimmung von ESG-Monitoring-Erfordernissen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Forderung von Änderungen in Bezug auf ESG vom Management</li> <li>▶ Regelmäßiger Dialog mit Management</li> <li>▶ Aufklärung der Kreditnehmer über ESG- Bedürfnisse der Investoren</li> <li>▶ Festlegen von Anforderungen an laufende Überwachung relevanter ESG-Kriterien</li> </ul>
<b>Due Diligence &amp; Approval</b>			
<b>Post-Transaktion</b>			
<b>Phase III</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Gewährleistung der laufenden Berichterstattung und Überwachung des Kreditnehmers</li> <li>▶ Potenzielle ESG-Risiken ansprechen</li> <li>▶ Bereitstellung von technischer Unterstützung</li> <li>▶ Unterstützung bei Restrukturierungsprozessen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Durchführung eines laufenden ESG-Monitorings</li> <li>▶ Unterstützung von Verbesserungen, die ESG-Risiken adressieren</li> <li>▶ Messung von ESG-Ergebnissen (Impact-Fonds)</li> <li>▶ Identifizierung potenzieller positiver Auswirkungen (Impact-Fonds)</li> <li>▶ Gewährleistung einer ESG-Berichterstattung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Aufnahme von ESG-Themen in die Kredit- nehmergespräche</li> <li>▶ Management von ESG-Risiken im Hinblick auf potenzielle Ausfälle</li> </ul>
<b>Halteperiode</b>			
<b>Phase IV</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Prüfung von Refinanzierungsoptionen</li> <li>▶ Abschluss des Prozesses</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Durchführung Wirkungsanalyse (Impact-Fonds)</li> <li>▶ Unterstützung bei ESG-Berichterstattung</li> <li>▶ Evaluierung interner Close-out-Prozesse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Evaluierung des Close-out-Prozesses mit Kreditnehmer, einschließlich Lessons Learned</li> </ul>
<b>Exit</b>			

Quelle: PRI, [www.unpri.org/private-debt/a-framework-for-responsible-investment-in-private-debt/4060.article](http://www.unpri.org/private-debt/a-framework-for-responsible-investment-in-private-debt/4060.article)

## Aktuelle Datenlage und Herausforderungen

Die Herausforderung liegt für die Investoren auch hier im Mangel an stichhaltigen und konsistenten Daten. Insbesondere mittelständischen Unternehmen fehlt es oft an den Mitteln oder der Expertise, um Investorenfragen hinreichend zu beantworten. Mancher Unternehmer ist sich seiner positiven oder negativen Nachhaltigkeitswirkung nicht bewusst. In vielen Fällen sind es die Investor-Relations-Abteilungen, die Investorenanfragen beantworten. Allerdings ist in deren Jobprofilen die Nachhaltigkeitsarbeit oft nicht verankert. Auch hier kann der Kreditgeber Einfluss nehmen.

Um schon früh klarzustellen, dass bestimmte Nachhaltigkeitskriterien Teil der Kreditvereinbarung werden sollen, werde diese zunehmend schon im Erstgespräch zwischen Portfoliomanager und Kreditnehmer relevant. In einer Serie von Rundtischgesprächen hat PRI zusammen mit der Europäischen Leveraged Finance Association (ELFA) industriespezifische ESG-Factsheets erarbeitet. Nicht nur Kreditanalysten, sondern auch Analysten der großen Kreditratingagenturen sowie Kreditnehmer haben an diesen Arbeitsgruppen teilgenommen. Auch berichten PRI-Unterzeichner, dass Dialoge zwischen Kreditgebern und den Anteilseignern von Unternehmen zunehmen. Insbesondere Private-Equity-Investoren sind vermehrt gewillt, gemeinsam mit der Kreditseite aufzutreten. Allerdings erweist es sich noch als schwierig, Nachhaltigkeitsanforderungen komplett anzugleichen, da der Kreditgeber oftmals in seiner passiven Rolle weniger direkt an der Unternehmensstrategie beteiligt ist. Der Fondsmanager M&G schreibt dazu in einer Fallstudie über seinen Ansatz mit dem Private-Equity-Haus KKR. Basierend auf dem Rundtischmodell wird PRI den Diskurs zwischen Kredit- und Eigenkapitalgebern in Zukunft fortführen und vertiefen.

Einige der bereits genannten Beispiele bedienen sich anerkannter Akkreditierungen wie den durch die Loan Syndications and Trading Association (LSTA) und Loan Market Association (LMA) herausgebrachten Green Loan Principles und Sustainability-Linked Loan Principles. Diese können sich als nützlicher Vergleichsmechanismus für unterschiedliche Transaktionen erweisen – wenn bestimmte Voraussetzungen erfüllt werden. Wichtig ist hier die interne Erheblichkeitsprüfung bestimmter ESG-Kennzahlen, aber auch eine Zweitbewertung, eine sog. Second-Party Opinion. In der im Februar 2021 veröffentlichten Version der Green Loan Principles schränken die beiden Verbände ihre Prinzipien auf eine überschaubare Gruppe an Wirtschaftstätigkeiten ein.

In der Bepreisung von Nachhaltigkeitsrisiken unterscheiden sich Investmentfonds maßgeblich. Dies ist allerdings oft eine Frage der Methodik, der Konzentration auf wenige Portfoliotitel im Portfolio sowie der Ausrichtung auf Alpha-Generierung. Strukturierte und unstrukturierte ESG-Daten kommen in Kreditrisikomodelle zum Tragen. Die private Natur des Kredits kommt den Investmentanalysten entgegen, da Datenlücken oft durch direkte Nachfrage an das Unternehmen geschlossen werden können. In der Managerbeurteilung wird oft erwähnt, dass sich im Investmentprozess die Spreu vom Weizen trennt. Das oft genannte Greenwashing wird deutlich schwieriger, sobald Analysten dazu Stellung

## PRI-Leitfäden für Private-Debt-Investitionen



### ► Spotlight on Responsible Investment in Private Debt

[www.unpri.org/investment-tools/fixed-income/private-debt](http://www.unpri.org/investment-tools/fixed-income/private-debt)



### ► Private Debt Investor ESG Due Diligence Questionnaire

[www.unpri.org/private-debt/responsible-investment-ddq-for-private-debt-investors/4071.article](http://www.unpri.org/private-debt/responsible-investment-ddq-for-private-debt-investors/4071.article)

Quelle: PRI

nehmen müssen: „Wie haben Sie einen bestimmten Kredit ESG-risikotechnisch angepasst?“ oder „Wie haben ESG-Themen Ihre Investmententscheidung beeinflusst?“ sind Fragen, mit denen Analysten konfrontiert werden.

## Soziale und umwelttechnische Lösungen

Das Global Impact Investing Network zeigt in seinem „2020 Annual Impact Investor Survey“, dass die private Kreditvergabe zu den wichtigsten Finanzströmen im Impact-Investment-Bereich zählt, insbesondere für Schwellenländer mit beschränktem Kapitalmarktzugang. Allerdings erwähnen 71 % der Studienteilnehmer, dass die Anlageklasse unter „Impact-Washing“ zu leiden habe. Wirkungstransparenz und Standardisierung sind wichtige Bestandteile, um dieses Problem anzugehen. Gerade in der aktuellen Pandemie-Situation sprechen sich führende Politiker der großen Industrienationen für einen „grünen Wiederaufbau“ (Green Recovery) aus. Dieser ist maßgeblich durch öffentliche Gelder getrieben, wird aber auch durch private Geldgeber getragen werden müssen. Für Mittelständler identifizierte der Internationale Währungsfonds hierfür eine jährliche Finanzierungslücke von über 5,2 Bill. US-Dollar allein in den Schwellenländern. Auf der anderen Seite suchen Investoren nach Gelegenheiten in den Bereichen Infrastruktur, Forschung, Entwicklung und Bildung. Im Sinne der UN Sustainable Development Goals könnte mit Private Debt hier eine Lücke geschlossen werden.

### Fußnoten

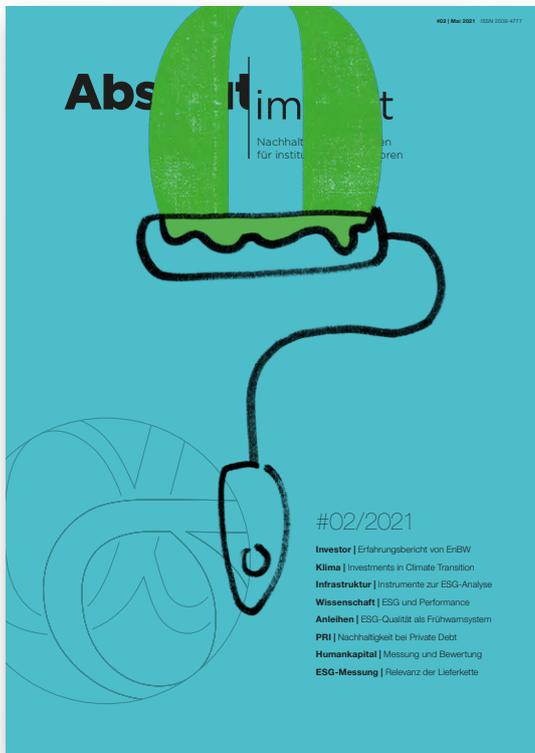
- 1) Basierend auf PEI PD GP 30 2020.
- 2) Basierend auf PEI PD LP 50 2020.
- 3) <https://www.unpri.org/fixed-income/esg-incorporation-in-securitized-products-the-challenges-ahead/7462.article>

Digitale Version unter

[www.absolut-impact.de/AI02-2021-6](http://www.absolut-impact.de/AI02-2021-6)



## inhalt #02/2021



### kommentare

**KRISTINA JEROMIN** | Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung  
**ROLF D. HÄBLER** | NKI - Institut für nachhaltige Kapitalanlagen

### artikel

#### Transformationsprozess im Asset Management

EBERHARD HAUG | EnBW Energie Baden-Württemberg

#### Der Weg zur Netto-Null-Wirtschaft: Investments in Climate Transition

ROBERT SCHLICHTING, CHRISTOPHER KAMINKER | Lombard Odier

#### Ansätze zur ESG-Analyse von Infrastrukturinvestments

NISHTHA MANOCHA, PHD, FRÉDÉRIC BLANC-BRUDE, PHD  
EDHEC Infrastructure Institute

#### ESG und finanzielle Performance

ULRICH ATZ, TRACY VAN HOLT, ZONGYUAN (ZOE) LIU, CHRISTOPHER CARL BRUNO

#### ESG-Ratings als Einflussfaktor am Bond-Primärmarkt

STEFAN SCHUCKMANN, JOHANNES GUTZMANN | HanseMerkur Trust AG

#### Nachhaltigkeit bei Private Debt

DUSTIN NEUNEYER, FELIX SOELLNER | Principles for Responsible Investment

#### Bewertung, Messung und Bilanzierung von Humankapital

MARTINA MACPHERSON, LÉA MIOMANDRE | ODDO BHF Asset Management

#### Scope ESG Analysis: Relevanz der Lieferkette für Impact-Bewertungen

DR. BERNHARD BARTELS | Scope Group

### perspektiven

**PROF. DR. HORST KÖHLER** | Bundespräsident a.D.

Ja, ich möchte den Absolut|impact #02/2021  
als **kostenloses** Leseexemplar anfordern.

Ja, ich möchte mich für Absolut|news,  
den wöchentlichen Newsletter, anmelden.

Bitte senden oder faxen an:  
info@absolut-research.de  
+49 40 303779-15

Absolut Research GmbH  
Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg

Datenschutzrichtlinien: [www.absolut-research.de/datenschutz](http://www.absolut-research.de/datenschutz)

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail

Worher haben Sie das Formular erhalten?