

IMPACT INVESTMENTS – LET’S WALK THE TALK

Einführung

Laut Global Sustainable Investment Alliance (2023) werden bei bis zu 24% des weltweit professionell verwalteten Vermögens Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekte (ESG) in den Anlageprozess einbezogen. Impact Investments erhalten dabei besondere Aufmerksamkeit. Ein kürzlich veröffentlichtes White Paper (Busch et al., 2023) schlägt 18 Prinzipien zur Messung und Bewertung der Wirkung von Impact Investments vor. Es beantwortet Fragen wie: Können Impacts zwischen Investoren¹ übertragen werden? Wann liegt ein signifikanter Unternehmens-Impact vor? Reicht beispielsweise eine Reduktion der CO₂-Emissionen um 10 Tonnen oder müssen es 1.000 Tonnen sein? Wie sollte mit Zielkonflikten zwischen verschiedenen Impacts umgegangen werden? Die Autoren möchten damit zur Diskussion über Impact Investments beitragen und eine Leitlinie für die Messung und Bewertung von Impact vorschlagen.²

Grundlagen der Wirkungsmessung

Das White Paper nutzt die verbreitete Definition der Impact Management Platform (IMP, 2023a) wonach Impact „die Auswirkungen des Handelns von Organisationen auf Menschen und die natürliche Umwelt“ ist. Es unterscheidet dabei zwischen Unternehmens-Impact und Investor-Impact. Der **Unternehmens-Impact** bezieht sich auf die Auswirkungen, die die Aktivitäten des Unternehmens auf Umwelt und Gesellschaft haben. Der **Investor-Impact** hingegen bezieht sich auf Auswirkungen, die die Aktivitäten des Investors verursachen (vgl. hierzu auch Brest & Born, 2013; Kölbel et al., 2020).

Der Artikel unterscheidet wie die G7 Impact Taskforce (2021) und die Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA, 2023) außerdem zwischen wirkungskompatiblen und wirkungseffektiven Investitionen. **Wirkungskompatible Investitionen** wählen Titel mit positivem Unternehmens-Impact aus. Hier muss der der Unternehmens-Impact nicht mit den

¹ Zur besseren Lesbarkeit wird in diesem Beitrag das generische Maskulinum verwendet. Die in diesem Beitrag verwendeten Personenbezeichnungen beziehen sich - sofern nicht anders kenntlich gemacht - auf alle Geschlechter.

² Die Autoren möchten Roland Kölsch und Matthias Stapelfeldt, sowie mehreren Kolleginnen und Kollegen der Sustainable Finance Research Group der Universität Hamburg für hilfreiche Diskussionen und wertvolles Feedback während der Entwicklung des White Papers danken.

Aktivitäten des Investors zusammenhängen. Bei **wirkungseffektiven Investitionen** unterstützt der Investor das Unternehmen dabei, einen positiven Unternehmens-Impact zu haben.

Die Additionalitäts-Diskussion

Das White Paper schlägt vor, statt „Additionalität“ den Begriff „Investorbeitrag“ zu verwenden. Additionalität wird meistens so verwendet, dass eine Aktivität die einzige oder hinreichende Ursache für eine Veränderung ist. Dies ist allerdings in der Praxis nur schwer zu beweisen ist. Zusätzlich wird Additionalität in verschiedenen Anwendungsgebieten wie der Entwicklungsfinanzierung mit einer anderen Bedeutung verwendet. Dies führt zu Verwirrung beim Austausch über verschiedene Anwendungsgebiete hinweg.

Stattdessen empfiehlt das White Paper die Nutzung des Begriffs „Investorenbeitrag“ im Sinne des Global Impact Investment Networks (GIIN, 2023). Demnach umfasst der Investorenbeitrag Maßnahmen des Investors, um das Unternehmen bei der Erzielung eines Impacts zu unterstützen. Diese Definition entspricht dem Verständnis verschiedener etablierter Standardsetzern wie beispielweise DVFA, FCA, IMP, OECD und UN.

Sind Impacts zwischen Investoren übertragbar?

Eine wichtige Frage bei der Messung der Wirkung von Impact Investments ist, ob Impacts von einem Investor auf einen anderen übertragen werden können. Das White Paper orientiert sich dabei an der DVFA (vgl. „Fungibilität“) und unterscheidet zwischen den beiden Arten von Impacts. Unternehmens-Impacts können im Allgemeinen von einem Investor auf den anderen übertragbar werden (Prinzip 5). Dies ist insbesondere für wirkungskompatible Investitionen relevant, wo der neue Investor entsprechend zu dem übertragenen Anteil der Investition (zusätzlich) in dem Unternehmen investiert ist. Im Gegensatz dazu ist Investor-Impact nicht übertragbar (Prinzip 6). Dies ist für wirkungseffektive Investitionen relevant, da der Investor selbst zum Unternehmens-Impact beigetragen haben muss.

Was ist ein signifikanter Unternehmens-Impact?

Das White Paper schlägt vor, dass wirkungskompatible und wirkungseffektive Investitionen nur dann als solche gelten, wenn sie auf signifikanten Unternehmens-Impacts basieren (Prinzip

7). Zur Bestimmung der Signifikanz sollten wissenschaftlich ermittelte oder auf festgelegten Normen basierende Schwellenwerte herangezogen werden (Prinzip 8). Diese Schwellenwerte definieren, welche sozialen und ökologischen Beiträge ein Unternehmen leisten muss, um Ziele für eine nachhaltige Entwicklung zu erreichen (IMP, 2023b). Auf globaler Ebene sind Beispiele hierfür das Sustainable Development Goal 2 „Kein Hunger bis 2030“ oder die Begrenzung der atmosphärischen CO₂-Konzentration zur Einhaltung des Pariser 2-Grad Ziels. Zur Bestimmung, ab wann ein Unternehmens-Impact signifikant ist, müssen diese globalen Schwellenwerte auf die Unternehmensebene heruntergebrochen und verteilt werden. Beispielsweise kann von einem signifikanten Unternehmens-Impact gesprochen werden, wenn ein Unternehmen seine CO₂-Emissionen zur Erreichung des 2 Grad Ziels jährlich um 5.000 Tonnen reduzieren muss und das Unternehmen diese Menge erreicht oder sogar übertrifft.

Diese Art der Bestimmung von signifikanten Unternehmens-Impacts wird bereits in der Praxis angewandt. Beispielsweise unterscheidet der IMP auf Basis von Schwellenwerten drei Arten von Unternehmens-Impacts (IMP, 2023c):

- „A“-Impacts: Der ökologische oder soziale Fußabdruck verbessert sich, bleibt aber unter dem Schwellenwert.
- „B“-Impacts: Der ökologische oder soziale Fußabdruck liegt über dem Schwellenwert und bleibt kontinuierlich dort bzw. wird noch weiter verbessert.
- „C“-Impacts: Der ökologische oder soziale Fußabdruck lag unter dem Schwellenwert und verbessert sich auf ein Niveau, welches über dem Schwellenwert liegt.

B- oder C-Impacts sind signifikante Unternehmens-Impacts, da der Impact zu einem sozialen oder ökologischen Fußabdruck führt, der in beiden Fällen den Schwellenwert übersteigt.

Wie geht man bei fehlenden Informationen vor?

Es gibt allerdings viele soziale oder ökologische Themen, für die keine wissenschaftlich oder normativ begründeten Schwellenwerte und Allokationsmethoden existieren. Außerdem können laut White Paper auch bestimmte Unternehmens-Impacts signifikant sein, die gemäß der

IMP-Klassifizierung als „A“-Impacts klassifiziert werden. Daher schlägt das White Paper übergangsweise eine zweite Perspektive zur Bestimmung der Signifikanz von Unternehmens-Impacts vor, bei der relative Performanceverbesserungen herangezogen werden (Prinzip 9).

Damit die relative Performanceverbesserung einer absoluten Veränderung in der realen Welt entspricht, wird der soziale oder ökologische Fußabdruck eines Unternehmens mit seiner eigenen historischen Performance verglichen. Somit ist ein Unternehmens-Impact signifikant, wenn sich der Fußabdruck verglichen zu seiner eigenen historischen Performance im Durchschnitt um einen zuvor definierten Mindestprozentsatz jährlich verändert (z.B. 5%). Alternativ nutzt man als Vergleichswerte die Verbesserungsraten seiner Branche. Somit ist ein Unternehmens-Impact signifikant, wenn die Verbesserung zu den besten in seiner Branche gehört (z.B. 10%). Veränderungen, die unter diesen Mindestsätzen liegen, werden als inkrementell betrachtet. Die genauen Prozentsätze werden aktuell noch diskutiert.

Wie sollte mit Zielkonflikten umgegangen werden?

Der Umgang mit Zielkonflikten bei Aktivitäten mit zeitgleich positiven und negativen sozialen oder ökologischen Auswirkungen ist noch ungeklärt. Beispielsweise sind Elektroautos bei Verwendung erneuerbarer Energien in der Nutzungsphase umweltfreundlicher als Autos mit fossilen Treibstoffen. Die Herstellung der Elektro-Batterien ist jedoch energieintensiv und benötigt Seltene Erden, die teilweise unter unmenschlichen Bedingungen abgebaut werden. Das White Paper schlägt daher vor, dass Investoren sowohl die positiven als auch die negativen Impacts messen und berichten sollen (Prinzip 16). Zusätzlich sollen Investoren erläutern, wie die negativen Impacts im Laufe der Zeit verringert werden.

Ungeklärt ist, ob verschiedene Impacts aggregiert werden können. So gibt es beispielsweise das Risiko, dass Zielkonflikte versteckt werden, wenn Impacts in verschiedenen Kategorien (z.B. CO₂-Emissionen und Menschenrechtsverletzungen) in einem Indikator zusammengefasst werden. Das White Paper empfiehlt daher, dass Auswirkungen nur innerhalb derselben Impact-Kategorie aggregiert werden sollten wie beispielsweise CO₂- und Methanemissionen bei der Messung von Treibhausgasemissionen (Prinzip 17). Diese aggregierbaren Impact-Kategorien sollten sich an bestehenden Standards orientieren, wie beispielsweise der Lebenszyklusanalyse (LCA).

Fazit: Weitere Standardisierung notwendig

Impact Investments sind ein wesentlicher Bestandteil der Investment-Landschaft geworden. Einige essentielle Fragen der Wirkungsmessung sind allerdings noch unbeantwortet. Die 18 Prinzipien des White Papers stellen einen wichtigen Zwischenschritt zur Beantwortung dieser Fragen dar. Damit trägt das White Paper auch dazu bei, eine praktisch nutzbare Wirkungsmessung und -bewertung von Impact Investments zu etablieren. Zeitgleich ist allerdings auch klar, dass die Entwicklung eines etablierten – und vor allem von vielen Akteuren getragenen – Standards zur Wirkungsmessung von Impact Investments weitere Arbeit benötigt. Die Autoren des White Papers freuen sich daher über Rückmeldungen zu den vorgeschlagenen Prinzipien, um diese in Zukunft weiter zu entwickeln und schärfen.

Literatur

Brest, P., & Born, K. (2013). When Can Impact Investing Create Real Impact? *Stanford Social Innovation Review*, II(4), 22–31. <https://doi.org/10.48558/jfwq-gz70>

Busch, T., Pruessner, E., & Brosche, H. (2023). Principles for Impact Investments: Practical guidance for measuring and assessing the life cycle, magnitude, and tradeoffs of impact investments. *SSRN Electronic Journal*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4584213

Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management. (2023). *DVFA-Leifaden Impact Investing*. https://dvfa.de/wp-content/uploads/2023/10/DVFA-Leifaden_Impact_2023-10.pdf

European Securities and Markets Authority. (2023). *Progress Report on Greenwashing*. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf

Financial Conduct Authority (FCA). 2022. *Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels*. <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp22-20.pdf>

G7 Impact Taskforce. (2021). *Financing a better world requires impact transparency, integrity and harmonisation*. <https://www.impactprinciples.org/sites/default/files/2022-01/Workstream-A-report.pdf>

Global Impact Investing Network. (2023). *Guidance for Pursuing Impact in Listed Equities*. https://thegiin.org/assets/Guidance%20for%20Pursuing%20Impact%20in%20Listed%20Equities_Final%202023.pdf

Global Sustainable Investment Alliance. (2023). *Global Sustainable Investment Review 2022*. <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>

Impact Management Platform. (2023a). *Impact and the impact pathway: Impact*. <https://impactmanagementplatform.org/impact/>

Impact Management Platform. (2023b). *Measure, assess and value*. <https://impactmanagementplatform.org/actions/measure-assess-and-value/>

Impact Management Platform. (2023c). *Sustainability performance classifications*. <https://impactmanagementplatform.org/sustainability-performance-classifications/>

Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020). Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment*, 33(4), 554–574. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>

Organisation for Economic Co-operation and Development. (2023). *OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct*. <https://doi.org/10.1787/81f92357-en>

United Nations. (2011). *Guiding Principles on Business and Human Rights*. https://www.ohchr.org/sites/default/files/documents/publications/guidingprinciplesbusinesshr_en.pdf

Abbildungen

Abbildung 1: Überblick der 18 Prinzipien

Thema	Nr.	Prinzip
Impact-Lebenszyklus	1	Investoren sollen jährlich ihren Anteil an realisiertem Unternehmens-Impact auf Investee-Ebene messen, überwachen und berichten.
	2	Investoren sollen jährlich ihren Anteil am realisierten Unternehmens-Impact auf Portfolio-Ebene aggregieren.
	3	Vor-Investment: Wirkungseffektive Investments müssen ihre Investoren-Impact Ziele auf Investee- und Portfolio-Ebene bestimmen und berichten.
	4	Nach-Investment: Wirkungseffektive Investments müssen jährlich den realisierten Investoren-Impact auf Investee- und Portfolio-Ebene messen, überwachen und berichten.
	5	Unternehmens-Impact ist im Allgemeinen zwischen Investoren übertragbar.
	6	Investoren-Impact ist im Allgemeinen nicht zwischen Investoren übertragbar.
Impact-Signifikanz	7	Wirkungskompatible und wirkungseffektive Investments sollten sich nur auf signifikanten Unternehmens-Impact beziehen und diese auf Portfolio-Level aggregieren.
	8	Idealerweise nutzen Investoren Schwellenwerte um die Signifikanz eines Unternehmens-Impacts auf Investee-Ebene zu bestimmen. Ein Unternehmens-Impact ist signifikant, wenn er zu einem sozialen oder ökologischen Fußabdruck führt, der seinen Schwellenwert erreicht (oder übertrifft). Dies entspricht B- und C-Impacts laut IMP-Klassifizierung.
	9	Falls keine Schwellenwerte verfügbar sind oder es sich um A-Impacts nach IMP-Klassifizierung handelt, sollten Investoren relative Performanceverbesserungen nutzen, um die Signifikanz eines Unternehmens-Impacts auf Investee-Ebene zu bestimmen. Ein Unternehmens-Impact ist signifikant, wenn vordefinierte Verbesserungsraten erreicht werden.
	10	Investoren können einen signifikanten Unternehmens-Impact so lange für sich beanspruchen, wie der sozial bzw. ökologische Fußabdruck seinen Schwellenwert jährlich erreicht. Dies entspricht B- und C-Impacts laut IMP-Klassifizierung.
	11	Falls keine Schwellenwerte verfügbar sind oder es sich um A-Impacts nach IMP-Klassifizierung handelt, können Investoren einen signifikanten Unternehmens-Impacts so lange für sich beanspruchen, wie die vorgegebenen Verbesserungsraten jährlich erreicht werden.
	12	Wirkungseffektive Investment, die Kapitalallokation als Wirkungsmechanismus verwenden, können ihren Investorenbeitrag maximal für den Zeitraum beanspruchen, wie der signifikante Unternehmens-

		Impact andauert. Dafür sollten Investoren außerdem einen begründeten Zeitraum angeben, für den sie zu dem signifikanten Unternehmens-Impact beigetragen haben.
	13	Wirkungseffektive Investment, die Engagement als Wirkungsmechanismus verwenden, können ihren Investorenbeitrag maximal für den Zeitraum beanspruchen, wie der signifikante Unternehmens-Impact andauert. Dafür sollten Investoren außerdem den Nachweis erbringen, dass die kontinuierliche Verbesserung des Unternehmens-Impacts auf die Aktivitäten des Investors zurückzuführen ist.
Impact-Zielkonflikte	14	Idealerweise sollten Investoren ein kontext-basiertes Materialitäts-Assessment durchführen, um die wichtigsten positiven und negativen, sozialen und ökologischen Unternehmens-Impacts zu bestimmen und zu berichten.
	15	Falls keine Schwellenwerte verfügbar sind, sollten Investoren die Impacts auf Basis von etablierten Standards zur Impact-Materialitäts-Analyse auswählen (z.B. GRI, CSRD, IMP).
	16	Investoren sollten eine gründliche Analyse der potentiell negativen Impacts durchführen, die von Zielkonflikten zwischen verschiedenen Impact-Kategorien stammen. Diese negativen Impacts sollten gemessen, überwacht und berichtet werden. Zusätzlich sollte erklärt werden, wie diese negativen Impacts in Zukunft minimiert werden.
	17	Wirkungskompatible und wirkungseffektive Investments sollten den Unternehmens-Impact nur innerhalb etablierter Impact-Kategorien aggregieren (z.B. definierte durch Lebenszyklusanalysen). Unternehmens-Impact aus verschiedenen Impact-Kategorien sollten nicht aggregiert werden.
	18	Die Monetarisierung von Impacts auf Portfolio-Ebene ist kein sinnvoller Ansatz für wirkungskompatible und wirkungseffektive Investments.

Autoren



Prof. Dr. Timo Busch

Sustainable Finance Research Group Universität Hamburg



Eric Prüßner

Advanced Impact Research



Hendrik Brosche

Universität Hamburg