



FNG-Spezial



IMPACT

**Strategisches Zukunftsthema für den
Markt Nachhaltiger Geldanlagen**

Florian Sommer und Helge Wulsdorf

Autoren: Florian Sommer, Helge Wulsdorf
Design und Layout: Christina Ohmann, www.christinaohmann.de

Herausgeber: Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V. (FNG) 2021:
Impact - Strategisches Zukunftsthema für den Markt Nachhaltiger
Geldanlagen

Impressum:

FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V.
Motzstr. 3 SF
D-10777 Berlin
E-Mail: office@forum-ng.org
Web: www.forum-ng.org

Vereinsregister beim Amtsgericht Frankfurt am Main, Nr. VR 12134
Verantwortlich im Sinne des Presserechts ist Angela McClellan,
Geschäftsführerin des FNG

Berlin, September 2021



Inhalt

Editorial	5
1. Der Markt für Impact Investments im Überblick.....	6
2. Annäherung durch Literatursichtung und Definition	7
2.1 Transformation als Ausgangs- und Zielpunkt der Impact-Debatte	8
2.2 Beiträge aus Wissenschaft und Literatur.....	9
2.3 Weitere Erkenntnisse und Impulse für die Impact-Debatte.....	11
3. Dynamik durch Regulatorik.....	13
3.1 Transparenz über die wichtigsten nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen	13
3.2 Gesamtnachhaltigkeitswirkung von Investments.....	14
3.3 Das EU-Taxonomie-Regelwerk.....	15
3.4 Fehlende Marktreife der Taxonomie als Handicap für die Praxis.....	16
3.5 Greenwashing und Irreführung verhindern.....	17
4. Impact als Thema des Verbraucher*innenschutzes	18
4.1 Impact als Qualitätsmerkmal.....	18
4.2 Nicht-nachweisbarer Impact als Reputationsrisiko.....	18
5. ESG-Impact-Maßnahmen seitens der Politik.....	19
5.1 Verunsicherung durch Regulatorik.....	19
5.2 Konsistenz und Klarheit Gebote der Stunde.....	20
6. Zusammenfassung und Ausblick.....	21
7. Weiterführende Informationen.....	23
7.1 Literatur und vertiefende Studien.....	23
7.2 Ausgewählte Internetseiten und Initiativen.....	24
Die Autoren	25

IMPACT



Editorial

An der finanziellen Wirksamkeit von Nachhaltigkeitsindikatoren auf Investments zweifelt inzwischen kaum mehr jemand ernsthaft. Die Integration von Nachhaltigkeits- beziehungsweise ESG-Kriterien in die Geschäftspolitiken und Investmentprozesse bei nahezu allen namhaften Asset Ownern und Asset Managern ist ein Beleg hierfür.¹ Eine Vielzahl von Studien in den letzten zwei Jahrzehnten zeigt ferner, dass die Berücksichtigung solcher Investmentkriterien auf lange Sicht für ein verbessertes Rendite-Risiko-Profil sorgt.² Die finanzielle Wirksamkeit von ESG spiegelt aber nur die eine Seite der Wirkungs- beziehungsweise Materialitätsmedaille von Geldanlagen wider. Die andere fragt danach, welche positiven und negativen Wirkungen ein Investment tatsächlich auf Umwelt und Gesellschaft hat. Diese Nachhaltigkeitsmaterialität manifestiert sich im Impact-Begriff. Er ist für den Markt Nachhaltiger Geldanlagen insofern relevant, als Impact Investments bereits eine Kategorie Nachhaltiger Geldanlagen darstellen und damit Teil dieses Marktes sind. Da es keine wirkungsfreie oder impactneutrale Geldanlage gibt, ist Impact kein Nischenbegriff, sondern Merkmal jedes Investments. Entsprechend ist der Impact einer jeden Geldanlage von der Anlagekategorie Impact Investments zu unterscheiden.

Damit der Impact-Begriff auf den Kapitalmärkten nicht Gefahr läuft, der Beliebigkeit anheimzufallen, und ihn ein ähnliches Schicksal ereilt wie der Nachhaltigkeitsbegriff, sind seine wesentlichen inhaltlichen Eckpunkte zu schärfen. Bislang gibt es keine allgemein anerkannte Definition von Impact. Erst einmal als Modelabel entdeckt, führt dies zumeist dazu, dass sich vor allem die Marketingstrateg*innen des Begriffs bemächtigen. Seine derzeit zum Teil inflationäre Nutzung lässt Investor*innen und andere Finanzmarktakteur*innen allerdings immer wieder im Unklaren darüber, was sich hinter Impact wirklich verbirgt. Die Gefahr von Green- beziehungsweise Impact-Washing ist daher, ob bewusst oder unbewusst in Kauf genommen, nicht von der Hand zu weisen. In der Diskussion über das, was Impact auf den Kapitalmärkten kennzeichnet, versteht sich das Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) als ein Finanzmarktakteur, dessen Aufgabe es ist, für Aufklärung zu sorgen und richtungweisende Impulse für mehr Transparenz und Glaubwürdigkeit bei Nachhaltigen Geldanlagen zu geben, zu denen auch Impact Investments als strategisches Zukunftsthema zählen.

¹ Vgl. FNG (Hrsg.): FNG-Spezial: Verantwortliche Investments: Qualitative Anforderungen an die professionelle Umsetzung von ESG-Integration im Asset Management, Berlin 2020, ferner auch FNG (Hrsg.): Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2021: Deutschland Österreich & die Schweiz, Berlin 2021, S. 13f; 22-24.

² Vgl. etwa die Studie Atz, Ulrich and Van Holt, Tracy and Liu, Zongyuan Zoe and Bruno, Christopher, Do Corporate Sustainability and Sustainable Finance Generate Better Financial Performance? A Review and Meta-analysis (September 9, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3708495> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3708495>.

1. Der Markt für Impact Investments im Überblick

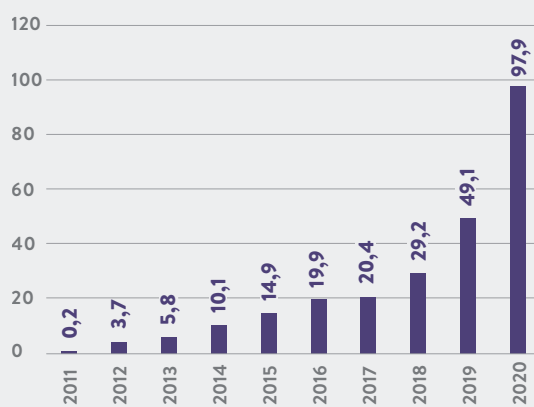
Die zunehmende Bedeutung von Impact Investments für Investor*innen lässt sich an der dynamischen Marktentwicklung beobachten. Gerade in den letzten Jahren ist das Volumen von Impact Investments stark gewachsen. Nach Schätzungen des Global Impact Investing Network (GIIN) betragen 2019 die weltweiten Assets under Management (AuM), die in Impact Investments angelegt sind, 715 Milliarden USD (636 Milliarden Euro).³ Im Vergleich zum Gesamtmarkt mag dieses Volumen noch ziemlich gering erscheinen, allein das Wachstum von 209 Milliarden USD (193 Milliarden Euro) im Jahr 2019 spricht jedoch für sich.⁴ Es lässt auf einen weiter wachsenden Markt schließen.

Auch in Deutschland werden bereits Milliardenbeträge in Impact Investments angelegt. Das FNG hat in seiner Markterhebung für das Jahr 2020 allein in Deutschland ein Marktvolumen von 16,6 Milliarden Euro ermittelt.⁵ Das entspricht einem Wachstum von über 100 % im Vergleich zum Vorjahr. Weitere gut 2 Milliarden Euro wurden zudem in Österreich und 85,6 Milliarden CHF (79,2 Milliarden Euro)

in der Schweiz in Impact Investments angelegt (siehe Grafik 1). Die Bundesinitiative Impact Investing (BIII) kommt auf einen ähnlichen Wert. Sie schätzt die verwalteten Vermögen in Deutschland mit Impact-Bezug auf über 17 Milliarden Euro.⁶ In diesem Zusammenhang ist allerdings zu bedenken, dass das Fehlen einer allgemeingültigen Definition von Impact Investments eine Vergleichbarkeit der verschiedenen Marktgrößen weiterhin erschwert.

Bestätigt wird die Wichtigkeit von Impact Investments überdies durch die im Rahmen des FNG-Marktberichts 2021 durchgeführte Umfrage zum Thema Impact, bei der drei Viertel der Befragten bei der Gestaltung von Finanzprodukten ihrem sozial-ökologischen Impact einen sehr wichtigen oder wichtigen strategischen Stellenwert einräumen (siehe Grafik 2).

Grafik 1: Impact Investments in Deutschland, Österreich und der Schweiz (in Milliarden Euro)



Daten: FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen

Grafik 2: Strategischer Stellenwert von Impactmessung und -steuerung bei der Gestaltung von Finanzprodukten in Deutschland und Österreich bis 2023 (in %; n=83)



Daten: FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen

³ Vgl. GIIN (Hrsg.): Annual Impact Investor Survey, New York 2020, S. 40.

⁴ Vgl. GIIN (Hrsg.): Sizing the impact investing market, New York 2019, S. 6.

⁵ Vgl. FNG (Hrsg.): Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2021: Deutschland Österreich & die Schweiz, Berlin 2021, S. 10, 20 und 29, berücksichtigt werden nachhaltige Fonds und Mandate.

⁶ Vgl. Bundesinitiative Impact Investing (Hrsg.): Impact Investing in Deutschland 2020: Ein dynamischer Wachstumsmarkt, Heidelberg 2020, S. 15f.

2. Annäherung durch Literatursichtung und Definition

Der Blick in die Literatur zum Thema Impact zeigt, dass sich Impact Investments über die finanzielle Rendite hinaus durch positive Wirkungseffekte für die Erreichung sozialer und/oder ökologischer Ziele auszeichnen. Impact ist somit kein Selbstzweck, sondern auf Transformationen⁷ im ökologischen und/oder sozialen Nachhaltigkeitskontext bezogen. Im Kern zielen Impact Investments also auf eine transformative Nachhaltigkeitsveränderung von Wirtschaft, Umwelt und Gesellschaft. Somit steht Impact für positive wirtschaftliche, ökologische und gesellschaftliche Veränderungen gegenüber dem jetzigen Zustand, die durch gezielte Investments ermöglicht werden.⁸ Entscheidend für den Impact eines Investments ist der Grad an positiven Wirkungseffekten für Wirtschaft, Umwelt und Gesellschaft.

Basierend auf den Erkenntnissen wissenschaftlicher Studien und den praktischen Erfahrungen des Marktes hat das FNG folgende Definition entwickelt:

Bei Impact Investments handelt es sich um Investitionen, die neben einer finanziellen Rendite auch einen positiven Beitrag zur Lösung von ökologischen und/oder sozialen Problemen leisten.

Diese bewusst breit aufgestellte Definition ist in der FNG-Arbeitsgruppe „Impact“ im Rahmen eines Multi-Stakeholderdialogs entstanden. Unter ihrem Dach lassen sich die einzelnen Differenzierungsmerkmale von Impact verorten und der Impact-Grad beziehungsweise Transformationsbeitrag diskutieren. Entscheidende Bestandteile der FNG-Definition sind folgende fünf Impact-Merkmale:

1. Intentionalität: Mit dem Investment wird beabsichtigt, zu einer nachhaltigen Transformation der Wirtschaft und Gesellschaft beizutragen.

2. Zusätzlichkeit: Der positive Beitrag des Investments – zum Beispiel zu den Sustainable Development Goals (SDGs) beziehungsweise zur EU-Taxonomie – soll signifikant sein und glaubhaft dargelegt werden. Mögliche negative Beiträge sind hierbei auch zu berücksichtigen.

3. Wirkungskanäle: Die (direkten oder indirekten) Wirkungskanäle des Investments sollen erläutert werden.

4. Messbarkeit: Der positive Beitrag muss anhand messbarer Kriterien – zum Beispiel SDGs, EU-Taxonomie beziehungsweise Governance-Kriterien – dargelegt werden.

5. Transparenz: Über den positiven Beitrag muss transparent berichtet werden.

Wichtig ist dem FNG, dass neben der finanziellen Materialität die Nachhaltigkeitsmaterialität in Form von ökologischen und sozialen Kriterien und nicht etwa einseitig nur in Bezug auf Klimaneutralität oder andere ausgewählte Umweltthemen zum Tragen kommt.

⁷ Vgl. zum Thema Transformation als Ausgangs- und Zielpunkt der Impact-Debatte Kapitel 2.1.

⁸ Vgl. Busch, Timo; Carroux, Sarah; Heeb, Florian et al.: ESG ist nicht gleich Impact, in: Absolut Impact, Heft 03/2020, S. 24-29, 25.

2.1 Transformation als Ausgangs- und Zielpunkt der Impact-Debatte

In der Sustainable-Finance-Debatte thematisiert Impact fürs Erste die ökologischen und sozialen Wirkungsbeiträge etwa zur Erreichung der von den Vereinten Nationen 2015 verabschiedeten Sustainable Development Goals (SDGs), der Ziele des Pariser Klimaabkommens, des Green Deals der EU, der noch nicht vollständig vorliegenden EU-Taxonomie oder anderer Nachhaltigkeitsvorhaben wie das Konzept der planetaren Grenzen. Referenz- und Legitimationspunkte für Impact sind damit zumeist internationale und europäische Transformationsvorhaben für eine nachhaltige Entwicklung der Weltgesellschaft, für die das erforderliche Kapital erst noch zu mobilisieren ist.⁹ Seitens der EU ist eine ökologische und eine soziale Taxonomie vorgesehen, keine Governance-Taxonomie. Das heißt, es werden von der Regulatorik Standards für soziale und ökologische Nachhaltigkeitsziele vorgegeben. Um bei Investitionen Governance-Verbesserungen anzustoßen, erweist sich Engagement als ein zielführendes Instrument. Mit ihnen können dann positive Wirkungsbeiträge zu den sozialen und/oder ökologischen Nachhaltigkeitszielen erbracht werden. Der Nachhaltigkeitskontext muss aber nicht zwangsläufig international oder europäisch sein, er kann ebenso national oder regional verankert sein.

Impact steht folglich allgemein gesprochen für alle direkten und indirekten Wirkungen von Investments auf Umwelt und Gesellschaft. Es geht anders gesagt um die Offenlegung positiver wie negativer Externalitäten innerhalb der Wertschöpfungskette anhand konkreter sozialer und ökologischer Zielbezüge, welche immer wieder an die jeweiligen Transformationsvorhaben rückzubinden sind.

Momentan befinden sich die Kapitalmärkte in einer Phase, in der der ökologische und gesellschaftliche Impact von Geldanlagen aufgrund seiner Komplexität nur schwer zu über- geschweige denn zu durchschauen ist. Neben der fehlenden gemeinsamen Definition ist die Messbarkeit von Wirkung in der notwendigen Quantität und Qualität bei weitem noch nicht gegeben. Weder liegen hierfür etablierte Methoden und Standards noch belastbare Messgrößen vor, von deren Objektivität und systematischer Vergleichbarkeit ganz zu schweigen. Unklar dürfte ebenfalls sein, mit welchem Set quantitativer und qualitativer Metriken sich die Komplexität der Nachhaltigkeitsmateri-

alität für Real- und Finanzwirtschaft handhabbar vereinheitlichen lässt. Gleichmaßen ist zurzeit nicht absehbar, dass sich auf dem Markt bereits bewährte Verfahren für die Monetarisierung des Nachhaltigkeits-Wirkungsabdrucks von Investments als allgemeine Standards durchsetzen würden. Ob und wie sich Wirkung überhaupt berechnen und mit welchen Kennzahlen genau erfassen lässt, ist eine der grundsätzlichen Fragen der wissenschaftlichen Impact-Debatte. Von einer Marktreife bei der Messbarkeit von Impact kann bislang noch keine Rede sein, denn die Granularität und Robustheit der erforderlichen Daten ist (noch) nicht gegeben.

Zunächst müssen ausreichend ESG-Daten seitens der Realwirtschaft über deren direkte und indirekte Wirkungen auf die Transformationsziele einer nachhaltigen Entwicklung in einem möglichst einheitlichen Reporting-Standard vorliegen und technische Qualitätsstandards für deren Messung, Quantifizierbarkeit und Verwertbarkeit in den Investmentprozessen der Finanzwirtschaft etabliert sein. Erst dann wird es gelingen, notwendige Kapitalströme dauerhaft so zu lenken, dass sie nachweisbar konkrete positive Beiträge für transformative Zielerreichungen leisten und Kapital dafür eingesetzt wird, dass positive Veränderungen etwa durch Engagement-Aktivitäten oder gezielte Direktinvestments beziehungsweise Projektfinanzierungen vorangebracht werden. Bislang haben Impact-Informationen für Investmentprozesse vielfach noch illustrativen Charakter. Hierauf spezialisierte Finanzdienstleister liefern jedoch bereits erste Impact-Daten, die für Investitionen handlungsleitend sind und die Grundlage für hochwertige Impact-Produkte darstellen. Wie viele Messmethoden beruhen sie etwa bei Klimainformationen auf wissenschaftsbasierten Modellen und Annahmen. Ohne eine verbesserte Messbarkeit und Transparenz bleibt es allerdings oftmals bei transformativen Wirkungsversprechen oder -absichten, die weder der Nachhaltigkeit im Allgemeinen noch Nachhaltigen Geldanlagen im Speziellen dienlich sind. Gerade auf Seiten privater und institutioneller Anleger*innen sorgt eine marketinggetriebene Verwendung des Impact-Begriffs immer wieder für Verunsicherung und bringt nicht selten sogar die Anbieter*innen von Finanzprodukten in Erklärungsnot.

⁹ Letztendlicher normativer Referenzpunkt von Transformationsvorhaben ist die sogenannte „Große Transformation“, wie es der Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung in seinem Abschlussbericht festhält. Demnach geht es um den umfassenden Umbau von Technik, Wirtschaft und Gesellschaft, um den sozialen und ökologischen Herausforderungen des 21. Jahrhunderts Rechnung zu tragen. Vgl. Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung: *Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation*, Berlin 2021, S. 9.

¹⁰ Vgl. Busch, Timo, Bruce-Clark, Peter, Derwall, Jeroen et al.: *Impact Investments: A Call for (Re)Orientation*, in: *SN Business & Economics* 1, Artikelnummer 33, 2021, <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>, deutsche Übersetzung Busch, Timo; Wiener, Berenike; Klein, Christian et al.: *Impact Investments: Definition, Implementierung und praktische Umsetzung*, in: *Absolut Impact*, Heft 01/2021, S. 52-57, 55. Siehe auch nachfolgende Grafik 3.

¹¹ Vgl. Bundesinitiative Impact Investing (Hrsg.): *Impact Investing in Deutschland 2020: Ein dynamischer Wachstumsmarkt*, Heidelberg 2020, S. 8. Siehe auch nachfolgende Grafik 4.

2.2 Beiträge aus Wissenschaft und Literatur

Es liegen bereits erste Studien und Diskussionsbeiträge vor, die dem Impact-Begriff inhaltlich Kontur verleihen und die für die FNG-Definition von Impact Investments als Grundlage dienen. Schnell zeigt sich, dass nur ein differenzierter Blick auf die Impact-Problematik zielführend ist.

Busch et al. verorten Impact Investments in ihrer Typologie als eine Kategorie Nachhaltiger Investments. Diese werden als Oberbegriff in „ESG-“ und „Impact Investments“ unterteilt, die sich wiederum in jeweils zwei weitere Kategorien untergliedern. Neben „ESG-gescreenten Investments“ und „ESG-gemanagten Investments“ einerseits unterscheiden die Wissenschaftler andererseits bei Impact Investments zwischen den beiden Kategorien „wirkungskompatible Investments“ (englisch: „impact-aligned Investments“) und „wirkungseffektive Investments“ (englisch: „impact-generating Investments“).¹⁰ Impact Investments zeichnen sich demnach dadurch aus, dass sie entweder bereits erfolgte transformative Wirkungen stärken, weil sie schon wirkungskompatibel sind oder eben gezielt mit der Geldanlage Veränderungseffekte bewirken, sprich neue sozial-ökologische Wirkungen in der

Wertschöpfung generieren wollen. Entscheidend ist bei beiden Impact-Kategorien, dass die sozial-ökologische Nachhaltigkeitsmaterialität beschrieben und nachgewiesen wird (siehe Grafik 3).

Die Impact-Studie der BIII differenziert zwischen Impact Investing im engen und weiten Sinn.¹¹ Das weite Verständnis umfasst die zwei Kategorien „Socially Responsible Investments“ und „ESG Investing“, denen es beiden vorrangig darum geht, finanzielle Materialitätsrisiken zu minimieren. Das enge nennt zum einen „Impact-First“-Investments, die prioritär auf sozialen oder ökologischen Ertrag und erst zweitrangig auf finanzielle Rendite fokussiert sind. Zum anderen zählen hierzu „Finance-First“-Investments, die zwar auf finanzielle Rendite zielen, aber strategisch mit sozialen oder ökologischen Ertragserwartungen kombiniert sind. Gleichwie bei Busch et al. zeigt sich auch hier, dass ESG per se nicht gleichzusetzen ist mit Impact. Entscheidend für den Impact ist die jeweilige Bedeutungszuweisung sozialer und ökologischer Wirkungseffekte eines Investments gegenüber dessen finanzieller Rendite.

Grafik 3: Differenzierung nachhaltiger Investments

NACHHALTIGE INVESTMENTS				
	ESG-gescreente Investments	ESG-gemanagte Investments	Wirkungskompatible Investments	Wirkungseffektive Investments
Ziel	Minderung von ESG-bezogenen Risiken und/oder Berücksichtigung von ethischen Überlegungen	Systematische Reflexion über ESG-bezogene Risiken und Chancen	Ausrichtung an sozialen und ökologischen Herausforderungen und Zielen	Aktiver Beitrag zu sozialen und ökologischen Lösungen und Transformationen
Wesentlichkeit	Wesentlichkeit wird nicht angesprochen, d. h. keine weitere detaillierte Beschreibung des Ansatzes oder der Ergebnisse	Wesentlichkeit wird nicht gemessen, d.h. nur grundlegende Beschreibung der Vorgehensweise oder der Ergebnisse	Nachweis der Wesentlichkeit durch die Bewertung der Outputs über Benchmark-Analyse oder SDG-Ausrichtung	Nachweis der Wesentlichkeit durch die Messung der erwarteten und erzeugten Auswirkungen
Allgemeiner Ansatz	Jegliche Berücksichtigung von E-, S-, G-Faktoren bei Investitionsbeurteilungen: typischerweise mit Fokus auf Ausschlusskriterien	Umfassender Satz von Ausschlusskriterien; mindestens ein weiterer Ansatz für eine Vor-Investment-Entscheidung* wird angewendet	Umfassender Satz von Ausschlusskriterien; differenzierte Kombination von Vor- und Post-Investment-Entscheidungsansätze**	Fokus auf die Erzeugung von Wirkung durch die Bereitstellung von zusätzlichem Kapital, Einbeziehung von zukunftsorientierten Zielen und/oder Post-Investment-Entscheidungsansätzen**
Dokumentation	Keine detaillierte Dokumentation	Grundlegende Beschreibung und idealerweise externe Verifizierung	Detaillierte Beschreibung und externe Prüfung	Detaillierte Beschreibung und externe Messung der Wirkungserfolge und Ziele

Quelle: Busch, Timo; Wiener, Berenike; Klein, Christian et al.

* Ansätze zur Entscheidungsfindung vor der Investition: Ausschlüsse, normbasiertes Screening, Best-in-Class, ESG-Integration, thematische Fonds

** Post-Investment-Entscheidungsansätze: Stimmrechtsausübung, Engagement

Grafik 4: Impact Investing

Impact Investing im weiten Verständnis	Impact Investing im engen Verständnis
<p>Socially Responsible Investments beabsichtigen finanzielle Rendite, generieren aber positive soziale oder ökologische Externalitäten.</p> <p>ESG Investing (Environmental, Social, Governance) generiert finanzielle Rendite, vermeidet dabei jedoch soziale, ökologische oder Unternehmensführungs-Risiken bzw. entsprechende negative Externalitäten.</p>	<p>Impact-First fokussiert vorrangig auf sozialen oder ökologischen Ertrag und erst an zweiter Stelle auf finanzielle Rendite.</p> <p>Finance-First zielt auf finanzielle Rendite, die jedoch strategisch ausdrücklich mit sozialen oder ökologischen Ertragserwartungen kombiniert ist.</p>

Quelle: Bundesinitiative Impact Investing

Die Ausrichtung auf soziale und ökologische Transformationseffekte findet sich ebenfalls in weiteren Definitionen. Für das GIIN sind Impact Investments Investitionen, die mit der Absicht getätigt werden, neben der finanziellen Rendite messbar auch soziale und ökologische Wirkungen zu erzielen.¹² Der Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung konkretisiert in seiner Definition, dass mit Impact Investments signifikante positive Veränderungen in Bezug auf internationale Transformationsvorhaben erreicht und nachweisbar gemessen werden sollen.¹³ In eine ähnliche Richtung argumentiert die Definition einer Studie von Autoren der Universität St. Gallen mit ihren drei Kernelementen finanzielle Rendite, sozial-ökologische Wirkung und Messbarkeit.¹⁴ Eine Expertengruppe aus Theoretiker*innen und Praktiker*innen weist darüber hinaus darauf hin, dass mit Impact Investments allgemein Kapital für die Lösung oder Abmilderung der Folgen von ökologischen und sozialen Problemen bereitgestellt wird.¹⁵

Entscheidend für den Impact eines Investments ist somit die Bedeutung der positiven Wirkungseffekte für Wirtschaft, Umwelt und Gesellschaft. Die Impact-Debatte ist daher vor allem im Kontext transformativer Veränderungen sinnvoll und zielführend. Sollen Realinvestitionen zukünftig verstärkt über nachhaltige Impact-Vehikel wie Green-, Social-, Blue- oder Sustainable Awareness Bonds finanziert werden, werden insbesondere die Akteur*innen der Realwirtschaft ihre sozial-ökologischen Wirkungsbeiträge innerhalb ihrer Wertschöpfungsketten offenlegen und diejenigen der Finanzwirtschaft sie in ihre Investitionsprozesse systematisch integrieren müssen.

Grafik 5: Weitere Definitionen von Impact Investments

GIIN	Sustainable-Finance-Beirat Bundesregierung	Studie Universität St. Gallen
Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return.	Impact Investments sind Investitionen, die neben dem Erwirtschaften einer finanziellen Rendite positive soziale und/oder ökologische Wirkungen erzielen und sie nachweisbar messen. Ziel von Impact Investments ist es, eine zusätzliche positive Veränderung hinsichtlich der internationalen Klima- und Nachhaltigkeitsziele zu erreichen.	Es lassen sich drei Kernelemente für Impact-Investments identifizieren: a) Erzielung einer finanziellen Rendite, b) Generierung einer positiven nicht-finanziellen (sozialen und/oder ökologischen) Wirkung und c) die Messung und Berichterstattung über die soziale und/oder ökologische Wirkung.

Quelle: GIIN; Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung; Wettstein, Florian; Dey, Pascal; Schaefers, Kevin et al.

¹² <https://thegiin.org/impact-investing/> (Abruf: 19.05.2021).

¹³ Vgl. Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung: Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation, Berlin 2021, S. 39.

¹⁴ Vgl. Wettstein, Florian; Dey, Pascal; Schaefers, Kevin et al.: Impact Investing: Konzept, Spannungsfelder und Zukunftsperspektiven, St. Gallen, Bad Homburg 2019, S. 2.

¹⁵ Vgl. Busch, Timo; Wiener, Berenike; Klein, Christian et al.: Impact Investments: Definition, Implementierung und praktische Umsetzung, in: Absolut Impact, Heft 01/2021, S. 52-57, 53.

2.3 Weitere Erkenntnisse und Impulse für die Impact-Debatte

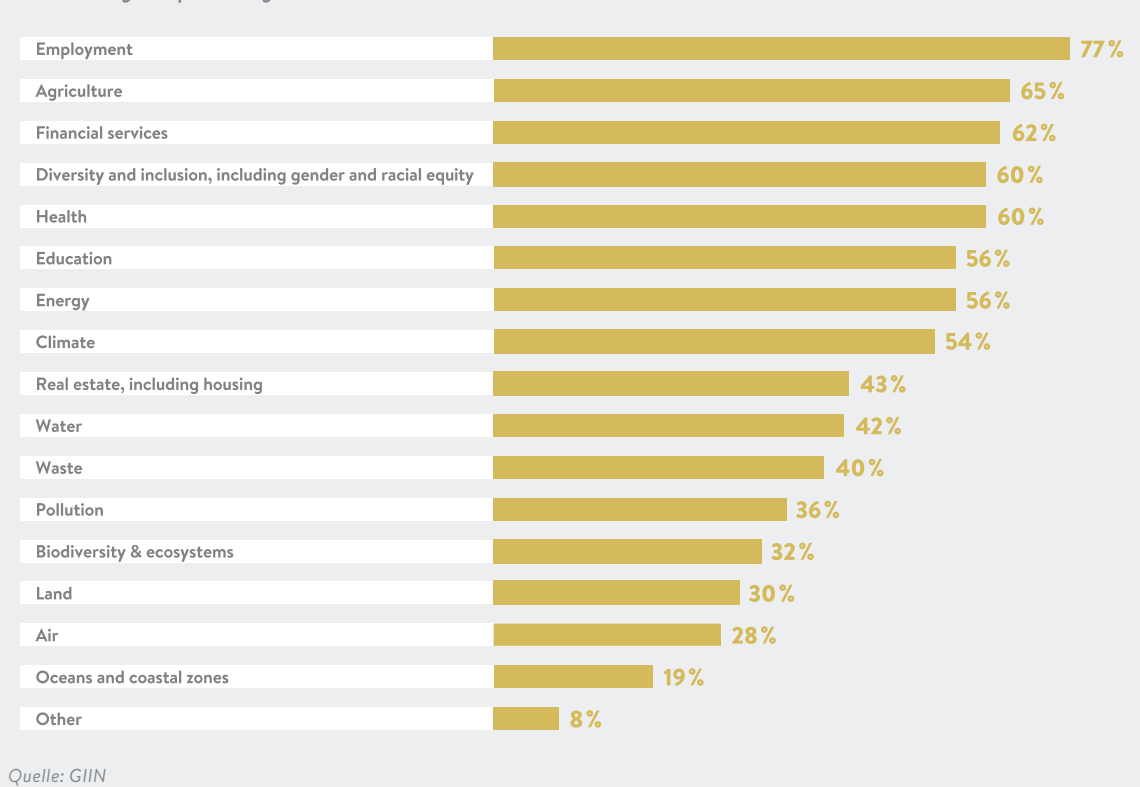
Neben den Definitionsmerkmalen steuern die wissenschaftlichen Studien weitere wichtige inhaltliche Impulse für die Impact-Debatte bei. Sie helfen besonders dabei, den Markt für Impact Investments, die Marktteilnehmer*innen sowie die Bedeutung und Interpretation von Impact für die Investor*innen besser zu verstehen. Die Umfrage „Annual Impact Investor Survey“ vom GIIN verdeutlicht die Diversität des Marktes für Impact Investments: Anlagen werden sowohl in Schwellenländern (40 %) als auch in entwickelten Staaten (55 %) getätigt. Auch die Assetklasse variiert stark nach Investor*in und beinhaltet insbesondere Private Debt (37 %) und Private Equity (16 %).¹⁶

Mit ihren Anlagen verfolgen Impact-Investor*innen unterschiedliche Impact-Ziele. Mit rund 58 % geht der überwiegende Teil der Impact-Investor*innen sowohl sozialen als auch Umweltzielen nach, wie eine Umfrage des GIIN zeigt. Eine tiefergehende Analyse der detaillierten Impact-Themen legt offen, dass die Schaffung von Arbeitsplätzen (71 %), Landwirtschaft (63 %) und Finanzdienstleistungen (62 %) am häufigsten von Investor*innen genannt werden (siehe Grafik 6). Auch die Bereitstellung weiterer grund-

legender Dienstleistungen wie Gesundheitsversorgung und Ausbildung sind von hoher Bedeutung. Viele Impact-Investor*innen zielen auf mehrere Impact-Kategorien gleichzeitig ab. Beispielsweise berücksichtigt ein Großteil der Impact-Investor*innen, die Landwirtschaft thematisieren, zusätzlich auch die Schaffung von Arbeitsplätzen.¹⁷

Impact Investments unterliegen oft der Gefahr von „Impact-“ oder „Purpose-Washing“. Beide Begriffe beziehen sich auf Investments, die irreführenderweise behaupten Impact zu erzeugen, ohne tatsächlich positive soziale und/oder positive Umwelteffekte aufzuweisen. Eine Gruppe von Wissenschaftler*innen hat verschiedene Fonds und Produkte daraufhin analysiert und Hinweise auf Purpose-Washing gefunden. Die Fokussierung auf die Impact-Merkmale Intentionalität, Messbarkeit und Transparenz kann dabei helfen, Purpose-Washing einzudämmen. Die Autor*innen fügen darüber hinaus an, dass sie keine Evidenz dafür finden, dass Fonds irreführenderweise erst im Nachhinein als Impact-Fonds bezeichnet worden sind (englisch: „Retrofitting“).¹⁸

Grafik 6: Target impact categories



¹⁶ Vgl. GIIN (Hrsg): Annual Impact Investor Survey, New York 2020, S. XIV.

¹⁷ Vgl. GIIN (Hrsg): The state of the Impact Measurement and Management Practice, New York 2020, S. 12ff.

¹⁸ Vgl. Findlay, Suzanne; Moran, Michael (2019): Purpose-washing of impact investing funds: motivations, occurrence and prevention. In: Social Responsibility Journal 15 (7), S. 853–873.

Neben Impact-Themen verfolgen Impact-Investor*innen in der Regel noch zusätzliche Ziele. Hierzu zählen im Besonderen die finanzielle Rendite, das finanzielle Risiko, das Impact-Risiko, die verfügbaren Ressourcen und die vorhandene Liquidität als wichtige weitere Entscheidungskriterien. Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang die finanzielle Rendite, die mit Impact Investments erreicht werden kann. Gemäß einer GIIN-Umfrage liegt die durchschnittliche realisierte finanzielle Rendite, die Investor*innen mit Impact Investments erwirtschaftet haben, je nach Investmentart zwischen 8 und 18 %. Die höchste durchschnittliche Rendite wird im Bereich Private Equity realisiert (18 % in Schwellenländern und 16 % in entwickelten Staaten) gefolgt von Immobilieninvestitionen (15 % in entwickelten Staaten) und Private-Debt-Investments (11 % in Schwellenländern und 8 % in entwickelten Staaten).¹⁹ Die Renditen von gehandelten Aktien und Renten sind in dieser Analyse nicht untersucht worden.

Eine Analyse von Barber et al. zeigt zudem die Bereitschaft von Impact-Investor*innen, für Impact Investments auf Teile der finanziellen Rendite zu verzichten.²⁰ Mithilfe einer Untersuchung von Venture-Capital-Investments legen die Autor*innen dar, dass Investor*innen auf rund 2,5 bis 3,7 ppts in erwarteter Überschussrendite verzichten, wenn es sich um ein Impact Investment handelt. Diese Bereitschaft auf finanzielle Rendite zu verzichten, unterscheidet sich überdies hinsichtlich der Investor*innentypen. Beispielsweise haben Investor*innen, die die Principles for Responsible Investment (PRI) der Vereinten Nationen unterschrieben haben, eine besonders hohe Bereitschaft auf finanzielle Rendite zu verzichten.²¹ Eine weitere wissenschaftliche Untersuchung zeigt, dass die Bereitschaft, für Impact auf finanzielle Rendite zu verzichten, größtenteils unabhängig von der Höhe des erreichten Impacts ist. Die Wissenschaftler*innen schließen daraus, dass Impact-Investor*innen Anlagen bevorzugen, die ihnen ein gutes Gefühl geben (englisch: „warm Glow“).²²

Impact Investments können auf verschiedene Weise Impact generieren. Kölbel et al. beschreiben drei Mechanismen, durch die Anlagen gewünschte Ziele erreichen können: 1. Engagement von Aktionär*innen, 2. Kapitalallokation und 3. indirekte Effekte.²³ Unter dem Begriff „Engagement“ von Aktionär*innen fassen die Autor*innen Aktivitäten von Aktionär*innen zusammen, die eine nachhaltige Unternehmenspraxis zum Ziel haben. Insbesondere dem Abstimmungsverhalten auf Hauptversammlungen kommt hier eine zentrale Bedeutung zu. Der zweite Mechanismus, die Kapitalallokation, zielt auf die Finanzierungsfunktion von Investor*innen ab. Unter dem Terminus „indirekte Effekte“ fassen die Autor*innen Wirkungen zusammen, die sich durch Stigmatisierung, Endorsement, Benchmarking und Demonstration ergeben. Auf Basis eines Literaturüberblicks kommen die Autor*innen zu dem Schluss, dass das Engagement von Aktionär*innen eine sehr effektive Möglichkeit ist, Impact zu erzeugen. Im Gegensatz dazu gibt es bislang wenig quantitative Evidenz für die Impact-Effekte von Kapitalallokation und den Einfluss von Impact Investments auf die Finanzierungsbedingungen.²⁴

Der Markt hat des Weiteren die Wichtigkeit einer verlässlichen Messung von Impact erkannt.²⁵ Gemäß einer Umfrage des GIIN erachten es 86 % der Teilnehmenden als besonders wichtig, zu messen, ob das Investment die gewünschten Impact-Ziele fördert. Rund 87 % der Befragten nutzen eigene Impact-Daten, um die Wirkung zu messen. Allerdings gab die große Mehrheit der Befragten (89 %) mangelnde Transparenz von Impact-Daten als große Herausforderung an. Eine Gruppe von Wissenschaftler*innen betont, dass auch aus der wissenschaftlichen Perspektive noch weitere Forschungen im Bereich der Impact-Messung notwendig sind. Die Autor*innen heben hervor, dass hierbei die Betrachtung von Governance-Theorien und -Modellen nicht vernachlässigt werden sollte.²⁶ Auch deutsche Asset Owner und Asset Manager haben bereits verschiedene Ansätze zur Wirkungsmessung implementiert.²⁷ Die Ergebnisse der FNG-Marktstudie belegen, dass schon rund 19 % der Umfrageteilnehmenden Impact-beziehungsweise Outcome-Ansätze anwenden.

¹⁹ Vgl. GIIN (Hrsg.): Impact Investing Decision-making: Insights on Financial Performance, New York 2021, S. 10 ff.

²⁰ Vgl. Barber, Brad M.; Morse, Adair; Yasuda, Ayako (2021): Impact Investing. National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers: 26582.

²¹ Vgl. Barber, Brad M.; Morse, Adair; Yasuda, Ayako (2021): Impact Investing. National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers: 26582.

²² Vgl. Heeb, Florian; Kölbel, Julian F.; Paetzold, Falko; Zeisberger, Stefan (2021): Do Investors Care About Impact? In: SSRN Electronic Journal.

²³ Vgl. Kölbel, Julian F.; Heeb, Florian; Paetzold, Falko et al.: Can Sustainable Investing Save the World?: Reviewing the Mechanisms of Investor Impact, in: Organisation & Environment, July 20, 2019.

²⁴ Vgl. Busch, Timo; Carroux, Sarah; Heeb, Florian et al.: ESG ist nicht gleich Impact, in: Absolut Impact, Heft 03/2020, S. 24-29, 25.

²⁵ Vgl. GIIN (Hrsg.): The state of the Impact Measurement and Management Practice, New York 2020, S. 12ff.

²⁶ Vgl. Bengo, Irene; Borrello, Alice; Chiodo, Veronica (2021): Preserving the Integrity of Social Impact Investing: Towards a Distinctive Implementation Strategy. In: Sustainability 13 (5). S. 2852f.

²⁷ Vgl. FNG (Hrsg.): Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2021: Deutschland Österreich & die Schweiz, Berlin 2021, S. 17.

3. Dynamik durch Regulatorik

Die EU-Regulatorik ist wesentliche Treiberin der Impact-Thematik. Sie verknüpft die Marktpraxis mit regulatorischen Anforderungen. Wenngleich sich der Regulator nicht dahingehend versteht, Impact im Sinne einer Legaldefinition für die Kapitalmärkte festschreiben zu wollen, gibt er mit seinen Sustainable-Finance-Legislativpaketen den Rahmen für Impact vor, was wiederum für eine bis dahin nicht gekannte Dynamik auf dem Markt Nachhaltiger Geldanlagen sorgt. Die Ende 2019 verabschiedete Offenlegungsverordnung (OffVO) verlangt beispielsweise, dass die „wichtigsten nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen“ (englisch: „Principal Adverse Impacts“ = PAIs) auf Unternehmensebene (Art. 4 OffVO) und die „zu erwartenden Auswirkungen von Nachhaltigkeitsrisiken auf die Rendite der Finanzprodukte“ (Art. 6 OffVO) offengelegt werden.²⁸

3.1 Transparenz über die wichtigsten nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen

Die PAIs stehen dafür, dass der Regulator nicht nur positive Wirkungen von Investments auf Nachhaltigkeitsfaktoren im Blick hat, sondern auch deren negative Effekte, also deren negative externe Kosten verursacht durch die jeweiligen Produkte und Geschäftspraktiken. Sie werden zunächst bei der Nachhaltigkeitsbewertung von Finanzmarktteilnehmer*innen, später dann auch bei den Finanzprodukten eine zentrale Rolle spielen. Obwohl die Verordnung in letzter Konsequenz das Offenlegen von finanziellen Risiken durch extra-finanzielle Nachhaltigkeitsinformationen²⁹ verfolgt, macht sie deutlich, welche ESG-Themenfelder sie dabei konkret im Blick hat. Was eine „nachhaltige Investition“ ist, hält die OffVO fest. Es handelt sich um

„eine Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines Umweltziels beiträgt, gemessen beispielsweise an Schlüsselindikatoren für Ressourceneffizienz bei der Nutzung von Energie, erneuerbarer Energie, Rohstoffen, Wasser und Boden, für die Abfallerzeugung, und Treibhausgasemissionen oder für die Auswirkungen auf die biologische Vielfalt und die Kreislaufwirtschaft, oder eine Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines sozialen Ziels beiträgt, insbesondere eine Investition, die zur Bekämpfung von Ungleichheiten beiträgt oder den sozialen Zusammenhalt, die soziale Integration und die Arbeitsbeziehungen fördert oder eine Investition in Humankapital oder zugunsten wirtschaftlich oder sozial benachteiligter Bevölkerungsgruppen, vorausgesetzt, dass diese Investitionen keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigen und die Unternehmen, in die investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden, insbesondere bei soliden Managementstrukturen, den Beziehungen zu den Arbeitnehmern, der Vergütung von Mitarbeitern sowie der Einhaltung der Steuervorschriften“ (Art. 2 Abs. 17 OffVO).

Finanzprodukte, basierend auf Artikel 9 OffVO sind seitens der Finanzwirtschaft zunächst zum Teil als „Impact-Produkte“ bezeichnet worden und dies, obwohl der Begriff Impact als solcher in der englischen Version des Artikels nicht zu finden ist, geschweige denn definiert wird. Eine pauschale und vorschnelle Gleichsetzung von Artikel-9-Produkten mit Impact-Produkten ist regulatorisch nicht korrekt und für die Sustainable-Finance-Diskussion somit auch nicht zielführend. Es geht in Artikel 9 um solche Finanzprodukte, die konkret eine nachhaltige Investition im Sinne der Offenlegungsverordnung anstreben.³⁰ Wird dabei auf einen Index als Referenzwert verwiesen, ist anzugeben, wie dieser Index auf das angestrebte Ziel ausgerichtet ist. Auch ohne Referenzwert ist offenzulegen, wie das auf Basis der Offenlegungsverordnung angestrebte Nachhaltigkeitsziel erreicht werden soll.

²⁸ Weiterführend ist mit Blick auf Spezifizierungen der Inhalte, Methoden und Darstellung von ESG-Angaben für die verpflichtende Offenlegung hinzuweisen auf den „Final Report on draft Regulatory Technical Standards“ vom 02.02.2021 für OffVO Art. 2a (3), Art. 4 (6) und (7), Art. 8 (3), Art. 9 (5), Art. 10 (2) und Art. 11 (4).

²⁹ Es wird an dieser Stelle bewusst von „extra-finanziellen Nachhaltigkeitsinformationen“ gesprochen. Der vom Gesetzgeber im HGB verwendete Begriff „nicht-finanzielle Leistungsindikatoren“ ist unzulänglich beziehungsweise irreführend, da nachhaltigkeitsbezogene Informationen erhebliche finanzielle Auswirkungen haben können.

³⁰ Vgl. hierzu auch das Statement von Sven Gentner, Referatsleiter für Asset Management in der Europäischen Kommission, <https://www.ipe.com/news/ec-official-reminds-of-sfdr-intent-amid-label-tendency/10052548.article> (Abruf: 19.07.2021).

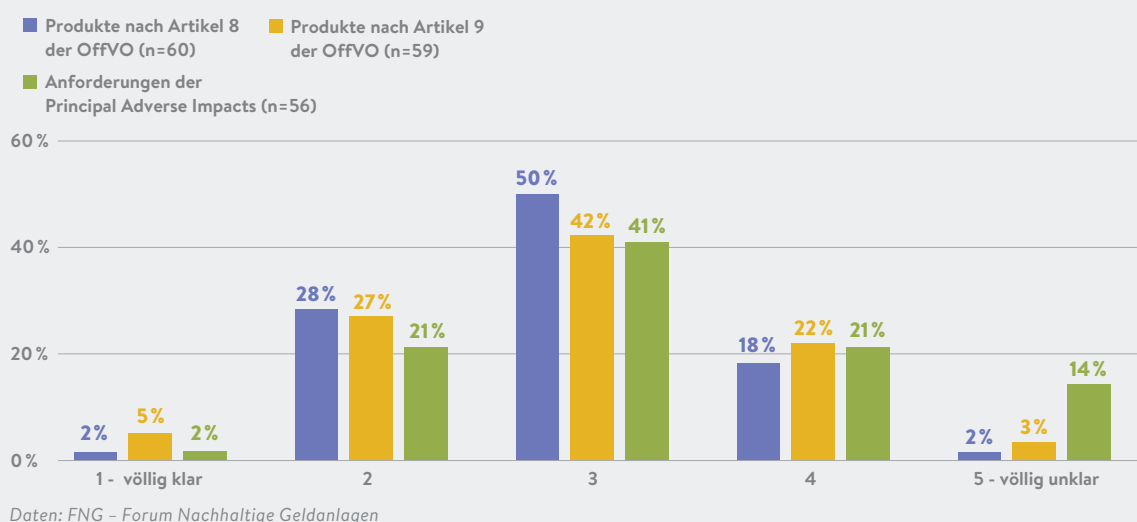
3.2 Gesamtnachhaltigkeitswirkung von Investments

Fragen der Wirkung werden explizit erst in den nachfolgenden Artikeln 10 Absatz 1 (b) und 11 Absatz 1 (b) OffVO thematisiert. In letztgenanntem wird gefordert, dass Angaben zur angewandten Methodik, Bewertung, Messung und Überwachung der „Gesamtnachhaltigkeitswirkung des Finanzprodukts“ (englisch: „Overall Sustainability-related Impact of the financial Product“) zu veröffentlichen sind. Erst wenn diese Anforderungen erfüllt sind, darf es als Artikel-9-Produkt angeboten werden. Im Vordergrund stehen damit die tatsächlichen sozialen und ökologischen Wirkungsbeiträge eines Investitionsobjekts zur Transformation in Wirtschaft, Umwelt und Gesellschaft. Der etwas sperrig anmutende Verordnungsbegriff „Gesamtnachhaltigkeitswirkung“ verdeutlicht, dass sowohl positive wie negative Wirkungen als auch soziale wie ökologische Nachhaltigkeitsaspekte den Impact eines Investments ausmachen. Dabei dürfte es weniger um eine einfache Aggregation in einem ESG-Score gehen als vielmehr um eine granulare Offenlegung der einzelnen sozialen und ökologischen Nachhaltigkeitsauswirkungen. An solch einem umfassenden Gesamtverständnis wird sich der Impact-Begriff auf den Kapitalmärkten früher oder später messen lassen müssen.

Nach Auskunft der FNG-Umfrageteilnehmer*innen zum Thema Impact sorgten gerade die Offenlegungsverordnung und die PAIs im Frühjahr 2021 bei 70 % der Befragten für zahlreiche Fragezeichen. Speziell hinsichtlich Artikel-9-Produkte herrschte die Überzeugung vor, dass weitere Konkretisierungen der Regulierung abzuwarten sind.

Festhalten lässt sich schon jetzt, dass es für Finanzprodukte, die mit dem Label „Impact“ angeboten werden sollen, zukünftig nicht mehr ausreicht, dass sie ESG-Kriterien lediglich im Investmentprozess berücksichtigen oder eine bessere ESG-Performance relativ zu anderen Investitionsobjekten einfach als Impact ausweisen. Die schon heute oft zur Anwendung kommenden ESG-Scores ordnen die ESG-Performance zumindest relativ zu anderen Investitionen ein, ohne jedoch über ihren wirklichen Impact Auskunft zu geben. „Impact“-Produkte werden nachweisen müssen, welche Wirkungsbeiträge sie zu welchen konkreten Nachhaltigkeitszielen leisten. Durch ein sogenanntes „Nachhaltigkeits-Mapping“ kann aufgezeigt werden, welche Investments mit welchem Volumenanteil, welchen Transformationsvorhaben zugeordnet werden können. Hierbei handelt es sich meistens um eine erste Annäherung an einen möglichen Impact für Gesellschaft und Umwelt. „SDG-Mapping“ ist zum Beispiel eine gängige Praxis, mit der dargelegt wird, wie wirkungskompatibel die Investments eines Finanzmarktteilnehmers oder Finanzprodukts mit bestimmten UN-Nachhaltigkeitszielen oder auch ihren jeweiligen Unterzielen sind. Es darf allerdings nicht bei einem „SDG-Picking“ bleiben, da sich ohnehin schon SDG-Bezüge zu einzelnen Wirtschaftstätigkeiten herstellen lassen. Weitreichender im Sinne des Bewirkens von positiven Veränderungseffekten ist das „Nachhaltigkeits-“ beziehungsweise „SDG-Netting“. Bei diesem Vorgehen wird es zukünftig darum gehen, grundlegende positive wie negative Wirkungsbeiträge (Externalitäten) für die einzelnen Nachhaltigkeitsaspekte (im Sinne des „True Cost Accounting“), also die Gesamtnachhaltigkeitswirkung eines Finanzmarktteilnehmers oder Finanzprodukts transparent zu machen.

Grafik 7: Einschätzung zur Klarheit der EU Offenlegungsverordnung in Deutschland (Studienteilnehmende in %)



3.3 Das EU-Taxonomie-Regelwerk

Neben der Offenlegungsverordnung ist die Mitte 2020 beschlossene und Anfang 2022 zur Anwendung kommende EU-Taxonomie ein weiterer zentraler legislativer Referenzpunkt für Impact. Sie enthält Bestimmungskriterien, „ob eine Wirtschaftstätigkeit als ökologisch nachhaltig einzustufen ist, um damit den Grad der ökologischen Nachhaltigkeit einer Investition ermitteln zu können“ (Art. 1 Abs. 1 TaxonomieVO). Die EU schafft mit der Taxonomie ein Klassifizierungssystem für zunächst ökologisch, später dann auch für sozial nachhaltiges Wirtschaften. Die Taxonomieverordnung führt in Artikel 9 vorerst folgende sechs Umweltziele an:

1. Klimaschutz,
2. Klimawandelanpassung,
3. nachhaltige Nutzung von Wasserressourcen,
4. Wandel zu einer Kreislaufwirtschaft,
5. Vermeidung von Luftverschmutzung und
6. Schutz von Ökosystemen und Biodiversität.

Sie fokussiert sich damit auf einzelne konkrete Umweltziele und macht diese zu Impact-Zielen, ohne sie allerdings an die Breite weiterer ökologischer Nachhaltigkeitsziele rückzubinden.

Eine Wirtschaftstätigkeit ist ökologisch dann als nachhaltig, also taxonomiekonform einzustufen, wenn sie

- einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung eines oder mehrerer der sechs Umweltziele leistet,
- nicht zu einer erheblichen Beeinträchtigung eines oder mehrerer dieser Umweltziele führt (englisch: „Do No Significant Harm“-Regel = DNSH-Regel),
- unter Einhaltung des festgelegten sozialen Mindestschutzes (Menschenrechte, ILO-Standards) ausgeübt wird und
- den von der Kommission festgelegten technischen Bewertungskriterien entspricht.

Aufgrund der DNSH-Regel ist ein einfaches „Taxonomie-Mapping“, also die bloße Zuordnung von Investmentanteilen zu einzelnen Umweltzielen nicht ausreichend, da durch die Anwendung der DNSH-Regel auch die Auswirkungen auf die jeweils anderen Umwelt- und auch sozialen Mindestziele in die Investmentprozesse einzubeziehen sind.³¹

Zu den ersten beiden Umweltzielen liegt bereits ein delegierter Rechtsakt vor, in dem technische Bewertungskriterien ausgeführt werden, mit denen ermittelt werden soll, welche Wirtschaftstätigkeiten einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz oder zur Anpassung an den Klimawandel leisten. Er bezieht sich auf den Bericht der von der EU-Kommission beauftragten technischen Expertengruppe, die es sich zur Aufgabe gemacht hat, Emissionsdaten anhand von Wirtschaftstätigkeiten und Sektoren zu erfassen.³²

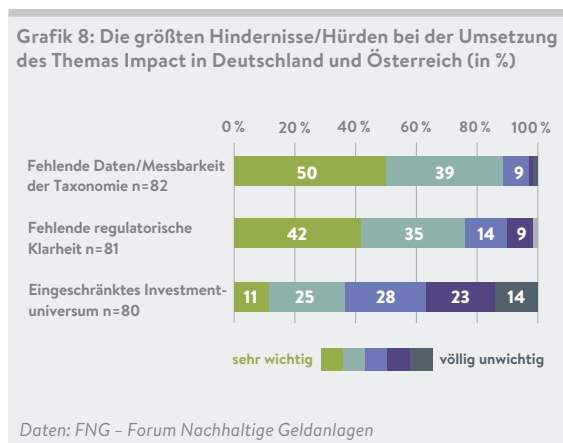
Ziel des Taxonomie-Regelwerks ist es, ein standardisiertes Verständnis für die Nachhaltigkeit wirtschaftlicher Tätigkeiten zu schaffen und Nachhaltigkeit zunehmend messbar zu machen. Die Unternehmen der Realwirtschaft werden hierüber in einem neuen Detailgrad berichten müssen. Um dieser neuen Berichtspflicht nachkommen zu können, sind jedoch vertiefte Analysen durchzuführen, zusätzliche Daten quantitativ wie qualitativ zu erheben und zu verarbeiten. Die Ergebnisse müssen dann in das bestehende Reporting einbezogen werden. Dabei ist entscheidend, dass die neuen Inhalte so aufbereitet und erklärt werden, dass etwa die Akteur*innen der Finanzwirtschaft sie in ihre Analysesysteme, Strukturen und Prozesse integrieren können, damit sie den Impact von Investitionen und Finanzierungen systematisch bewerten und ausweisen können. Um über den Anteil taxonomiekonformer Investments Auskunft geben zu können, sind solche standardisierten Nachhaltigkeitsinformationen der Realwirtschaft unverzichtbar. Nur wenn es gelingt, die extra-finanziellen Nachhaltigkeitsinformationen in die Bewertungssystematiken der Finanzwirtschaft zu integrieren, kann der konkrete Beitrag von Investitionen zur Nachhaltigkeit gemessen und mehr Finanzströme können für nachhaltige Unternehmen und Technologien mobilisiert werden.

³¹ Um der Forderung der Offenlegungsverordnung nach einer „Gesamtnachhaltigkeitswirkung“ nachzukommen, dürften sich bei einem „Nachhaltigkeits-Mapping“ – umfassend über die sozialen und ökologischen Taxonomie-Ziele hinaus – die international anerkannten SDGs mit ihren Teilzielen als Referenzrahmen für nachhaltige Investitionen anbieten unter Anwendung der DNSH-Regel.

³² Vgl. EU Technical Expert Group on Sustainable Finance: Technical Report: Taxonomy, o. O. 2020.

3.4 Fehlende Marktreife der Taxonomie als Handicap für die Praxis

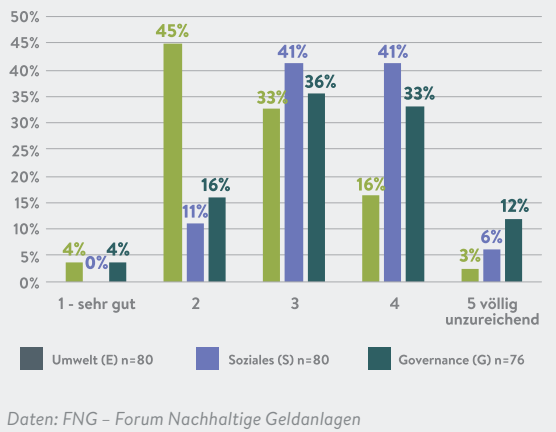
Bislang gibt es kaum Markterfahrungen mit den Anforderungen der Taxonomie. Deren fehlende Marktreife ist für die Finanzwirtschaft ein großes Problem. Die unzureichende Messbarkeit der Taxonomie wird als eine sehr hohe Hürde auf den Kapitalmärkten gesehen. 89 % der im Rahmen der FNG-Markterhebung 2021 zum Thema Impact Befragten geben dies als sehr wichtiges (50 %) oder wichtiges (39 %) Hindernis bei der Umsetzung von Impact Investments an.



Die Messlatte der EU für taxonomiekonforme Investments kann derzeit nicht mit ausreichenden Daten der Realwirtschaft abgebildet werden. Die ESG-Ratingagenturen müssen daher die Daten für ihre Taxonomie-Produkte, die gerade erst auf den Markt kommen, zum Großteil schätzen. Fakt ist, dass reale Daten zu den detaillierten Taxonomie-Kriterien von den meisten Unternehmen schlicht (noch) nicht in der erforderlichen Breite und Tiefe veröffentlicht sind. Weiterhin zeigt sich, dass viele DNSH-Kriterien der EU-Taxonomie den Praxistest noch nicht bestehen. Nach einer Praxisphase sollte außerdem das DNSH-Instrumentarium überarbeitet werden.

Die FNG-Umfrageergebnisse bestätigen, dass die Befragten vor allem Umweltdaten in ihre Impact- beziehungsweise Wirkungsmessung einbeziehen, da diese am besten verfügbar sind. Die Granularität und Robustheit sozialer und Governance-Informationen hat dagegen bei weitem noch nicht die Quantität und Qualität wie im Umweltbereich.

Grafik 9: Aktuelle Datenlage zur Wirkungs-/Impactmessung in den Bereichen Umwelt (E), Soziales (S) und Governance (G) in Deutschland und Österreich (in %)



Das für das Thema Impact auf den Kapitalmärkten notwendige Zusammenspiel von Real- und Finanzwirtschaft wird erst dann geräuschloser funktionieren, wenn sich die Datenlage weiter verbessert. Bis dahin werden sich Schätzungen und Hochrechnungen bei Impact-Messungen vorerst nicht vermeiden lassen.

Dem Ziel des Gesetzgebers, Green- beziehungsweise Impact-Washing entgegenzutreten, wird man nur nachkommen, wenn die ökologischen und sozialen Ziele der Taxonomie zur verlässlichen Referenz für die Qualität, Detailliertheit und Standardisierung von Daten werden. Transparenz hierüber muss für Konsistenz und Vergleichbarkeit sorgen. Diese sind auch in Bezug auf die anderen regulatorischen Texte herzustellen. Auch wenn die Taxonomie keine Verpflichtung ist, wird sie wahrscheinlich zum Referenzrahmen für nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten werden. Das heißt: Impact und hohe Taxonomiekonformität werden miteinander einhergehen und das Thema Wirkung zumindest auf den europäischen Kapitalmärkten maßgeblich bestimmen. Für die Akteur*innen der Finanzwirtschaft heißt dies, dass sich der Impact ihrer Investments an dem Regelwerk der Taxonomie messen lassen muss. Hierfür sind entsprechende Impact-Mess- und -Bewertungsverfahren wissenschaftsbasiert zu entwickeln. Erst dann wird sich Impact als strategisches Zukunftsthema auf den Kapitalmärkten verfestigen.

3.5 Greenwashing und Irreführung verhindern

Irreführung und Greenwashing sind zwei Gefahren, denen die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) begegnen will. Die aktuell im öffentlichen Konsultationsprozess stehende „Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen“³³ hat die Finanzwirtschaft merklich verunsichert. Publikumsprodukte, die sich auf Nachhaltigkeit beziehen, sei es ausdrücklich oder durch die Bezeichnungen „grün“, „ESG“ und in Verlängerung hierzu sicher auch „Impact“, sollen, so die Richtlinie, sofern sie das bestimmende Merkmal der Anlagepolitik eines Finanzprodukts sind, über verbindliche Vorgaben hierzu in ihren Anlagebedingungen und Verkaufsunterlagen verfügen. Die Investments sollen überdies wesentliche Beiträge zur Verwirklichung eines oder mehrerer Umwelt- und Sozialziele der Offenlegungsverordnung beziehungsweise der Umweltziele der EU-Taxonomie leisten. Neben den Anforderungen der Offenlegungsverordnung und weiteren Regelungen auf EU-Ebene wie MiFID II müssen die inländischen Anbieter*innen nachhaltiger Publikums-Investmentvermögen dann zusätzlich diejenigen der BaFin-Richtlinie umsetzen, die zudem definierte Mindestausschlüsse und Mindestanteile nachhaltiger Vermögensobjekte beinhalten.



³³ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: BaFin-Konsultation 13/2021: Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen, o. O. 2021 (unveröffentlicht).

4. Impact als Thema des Verbraucher*innenschutzes

Ein wesentliches Ziel der EU-Sustainable-Finance-Regulatorik ist, die Transparenz Nachhaltiger Geldanlagen und damit auch die von Impact-Investments voranzubringen. Hierfür hat sie mit ihren Legislativpaketen Rahmenbedingungen geschaffen. Diese sollen insbesondere der Verunsicherung privater und institutioneller Anleger*innen entgegenwirken, denen eine wachsende Zahl nachhaltig- und Impact-deklarer Produkte angeboten wird. Da „nachhaltig“ und „Impact“ keine geschützten Begriffe sind, mit denen jeweils eine vergleichbare Investment-Logik einhergeht, will insbesondere der Regulator durch mehr Transparenz und Vergleichbarkeit Green- oder Impact-Washing einen Riegel vorschieben. Schließlich sollen Investor*innen Impact bekommen, wenn Impact draufsteht. Impact ist damit zugleich ein Thema des Verbraucher*innenschutzes und für die Anbieter*innen von Impact-Produkten und -Dienstleistungen birgt es Rechts- beziehungsweise Klagerisiken, beispielsweise mit Blick auf die Prospekthaftung. Ihr zufolge dürfen Verkaufsprospekte keine unwahren, unvollständigen oder irreführenden Angaben über Finanzprodukte enthalten. Gerade bei Artikel-8- und -9-Produkten (OffVO) ist offenzulegen, wie die ausgewiesenen ESG-Kriterien umgesetzt oder die beschriebenen Nachhaltigkeitsziele erreicht werden sollen.

4.1 Impact als Qualitätsmerkmal

Vor dem Hintergrund möglicher Täuschungen hat die Verbraucherzentrale Bundesverband ein Gutachten in Auftrag gegeben, um zu klären, ob und wie Nachhaltige Geldanlagen wirklich transformative Wirkungen haben. Letztlich darf es nicht nur bei Impact-Versprechen bleiben. Die Geldanlagen müssen dazu führen, „dass transformative Realinvestitionen durchgeführt werden, die einen Beitrag zur Erreichung eines Nachhaltigkeitsziels leisten, indem sie beispielsweise den CO₂-Ausstoß reduzieren.“³⁴ Aus Sicht der Verbraucher*innen ist es wichtig, dass sie bei ihren Anlageentscheidungen auf verlässliche Verkaufsinformationen zurückgreifen können, die verifizierbar sind. Ergebnis des Gutachtens ist – ohne vertieft in das Gutachten einsteigen zu müssen –, dass den Verbraucher*innen bislang nicht genügend Geldanlagen zur Verfügung stehen, die eine nennenswerte, direkte transformative Wir-

kung haben. Eine weitere Maßnahme der EU sieht vor, dass ab 02.08.2022 die Geeignetheitsprüfung und die Product-Governance-Anforderungen im Rahmen der Anlageberatung um eine Nachhaltigkeitsdimension erweitert werden. Bekunden Investor*innen zukünftig gemäß MiFID II eine positive Nachhaltigkeitspräferenz, dürfen ihnen nur solche Finanzprodukte angeboten werden, die konkrete soziale und/oder ökologische Nachhaltigkeitstätigkeiten und -ziele verfolgen und die entsprechenden Artikel der Offenlegungsverordnung erfüllen. Die geänderte Delegierten Verordnung zu MiFID II Art. 2 Nr. 7b bezieht sich dabei ausdrücklich auf Art. 2 Abs. 17 OffVO.³⁵ Impact-gelabelte Investments müssen also zukünftig mindestens die Anforderungen gemäß Art. 8 oder Art. 9 OffVO erfüllen sowie zusätzliche Anforderungen gemäß MiFID II.

4.2 Nicht-nachweisbarer Impact als Reputationsrisiko

Inwieweit bei Impact-Produkten Angebot und Nachfrage zusammenkommen, wird sich zeigen. Die stetig steigende Nachfrage nach Nachhaltigkeits- und Impact-Produkten wird für mehr Nachhaltigkeitstransparenz und Angebotsvielfalt sorgen. Entscheidend ist, dass die Anleger*innen nicht mit leeren Versprechungen oder falschen Erwartungen getäuscht werden und gegen irreführende Angebote vorgegangen wird. Dass ein allzu leichtfertiger Umgang mit Impact-Versprechungen erste Konsequenzen hat, zeigt das Vorgehen der Verbraucherzentrale Baden-Württemberg gegen den „Impact-Rechner“ einer großen Fondsgesellschaft im Frühjahr 2021. Die Verbraucherzentrale wirft der Fondsgesellschaft vor, dass dortige ökologische Wirkungseffekte lediglich auf Schätzungen beruhen und es für die errechneten Werte keine Evidenz gibt. Der „Impact-Rechner“ ist daraufhin vom Anbieter deaktiviert worden, ohne dass es zu einer Anerkennung der Klage kam. Der Fall zeigt, dass ein leichtfertiger Umgang mit dem Impact-Begriff schnell zu Klage- und infolgedessen auch zu Reputationsrisiken führen kann. Überdies verdeutlicht er erneut, dass es an etablierten Methoden für die Impact-Berechnung mit entsprechend belastbaren Messgrößen und Ergebnissen fehlt, die seitens der verschiedenen Finanzmarktakteur*innen anerkannt werden.

³⁴ Verbraucherzentrale Bundesverband (Hrsg.): Welche transformativen Wirkungen können nachhaltige Geldanlagen durch Verbraucher*innen und Verbraucher haben?, Berlin 2021, S. 4.

³⁵ Überdies dürfen entsprechend Art. 2 Nr. 7a geänderte Delegierten VO zu MiFID II nur Investments angeboten werden, die im Sinne der TaxonomieVO gestaltet sind, oder gemäß Art. 2 Nr. 7c PAIs berücksichtigt.

5. ESG-Impact-Maßnahmen seitens der Politik

Die Forderung nach mehr Transparenz von Impact wird von den unterschiedlichen Akteur*innen in Politik, Wirtschaft, Zivilgesellschaft und Wissenschaft erhoben, wohlwissend, dass Transparenz allein nicht für Impact sorgen wird. Der von der deutschen Bundesregierung 2019 eingesetzte Sustainable-Finance-Beirat hat sich intensiv mit dieser Problematik auseinandergesetzt und in seinem Abschlussbericht „Shifting the Trillions“ 31 Handlungsempfehlungen an die Bundesregierung adressiert, um hier Abhilfe zu schaffen. „Berichterstattung“ ist eines der fünf Handlungsfelder mit neun Empfehlungen. Eine ausgereifte und umfangreiche zukunftsgerichtete Berichterstattung seitens der Realwirtschaft ist wichtig für die Mobilisierung des notwendigen Kapitals zur Erreichung von Nachhaltigkeitszielen. Mit der Förderung von Impact- und Nachhaltigkeitsprodukten sind zwei weitere Empfehlungen verbunden, die die Bedeutung von Nachhaltigkeitswirkungen von Investitionen zum Inhalt haben.

Seitens der Bundesregierung ist die Impact-Thematik erkannt worden. In ihrer auf den Handlungsempfehlungen des Beirats aufbauenden nationalen Sustainable-Finance-Strategie findet sich die Maßnahme „ESG-Wirkungs- und Bewertungsmethoden weiterentwickeln“³⁶. Neben der Messung ökologischer Nachhaltigkeit, in Bezug auf Biodiversität, Naturkapital, Klima und Wasser geht es gleichermaßen um die Messung sozialer Nachhaltigkeit. Es heißt dort: Die Beurteilung der Wirkung von Investments auf Umwelt und/oder Gesellschaft „ist ein hochkomplexes Thema, umso mehr, wenn zugrundeliegende Begrifflichkeiten, Indikatoren und Messmethoden nicht klar definiert sind. Es gibt zahlreiche unterschiedliche Prinzipien und Standards – jedoch kein einheitliches Rahmenwerk zur Messung und Einstufung von Impact Investments.“ Die Bundesregierung gibt damit die Roadmap für Impact Investments vor. Untermauert wird diese Sichtweise mit Blick auf die Weiterentwicklung der Berichtspflichten zu einer zukunftsgerichteten Klima- und Nachhaltigkeitsberichterstattung durch eine Studie des Umweltbundesamts. Dessen dritte von zehn Handlungsempfehlungen lautet: „Inside-out-orientiertes Wesentlichkeitsverständnis stärken und methodische Mindeststandards für die Wesentlichkeitsanalyse vorgeben“³⁷. Ziel ist es, ein Wesentlichkeitsverständnis vorzugeben, „das in der Inside-out-Perspektive auf die Schwere der Auswirkungen auf Mensch (, Gesellschaft) und Umwelt fokussiert“ ist.

³⁶ BMF; BMU; BMWi (Hrsg.): Deutsche Sustainable Finance-Strategie, Berlin 2021, S. 28.

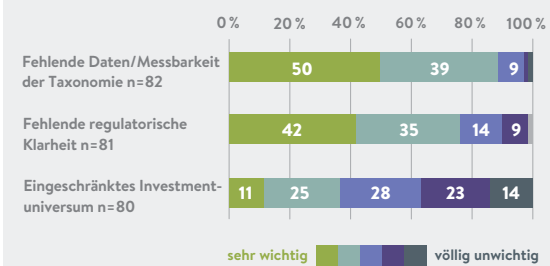
³⁷ UBA (Hrsg.): Klima- und Umweltberichterstattung deutscher Unternehmen: Evaluierung des CSR-Berichtspflichten für die Jahre 2018 und 2019, Berlin 2021, S. 53. Die Inside-out-Perspektive steht für die Nachhaltigkeitsmaterialität, das heißt für die sozial-ökologischen Wirkungen von Unternehmen auf Umwelt und Gesellschaft. Die Outside-in-Perspektive beschreibt dagegen die gesellschaftlichen und ökologischen Wirkungen auf den ökonomischen Unternehmenserfolg, also die finanzielle Wesentlichkeit.

³⁸ Vor Erscheinen der geänderten MiFID II Delegierten Verordnung im April 2021 gab es in dem Zielmarkt-konzept explizit eine Kategorie „ESG-Impact“ nach Art. 9 OffVO.

5.1 Verunsicherung durch Regulatorik

So sehr die Regulatorik für Dynamik auf dem Markt Nachhaltiger Geldanlagen gesorgt hat, so sehr steht sie immer wieder gleichsam für Irritation und Verunsicherung. Problematisch ist für die Marktteilnehmer*innen, dass sie regulatorische Anforderungen umsetzen müssen, mit denen sie schlichtweg keine Erfahrung haben und für die zum Großteil noch keine belastbaren Nachhaltigkeitsinformationen vorliegen. Die im Rahmen der FNG-Markterhebung 2021 durchgeführte Umfrage zu Impact bestätigt dies (siehe Grafik 8). 77 % der Marktteilnehmer*innen sehen die fehlende regulatorische Klarheit als größtes Hindernis bei der Umsetzung von Impact Investments (42 % sehr wichtig, 35 % wichtig). Mit Blick auf das Impact-Thema beziehen sich die Befragten auf die Anforderungen von Artikel-9-Produkten.

Grafik 8: Die größten Hindernisse/Hürden bei der Umsetzung des Themas Impact in Deutschland und Österreich (in %)



Daten: FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen

Abhilfe soll das Klassifizierungskonzept deutscher Finanzverbände (das sogenannte „Zielmarkt-konzept“) schaffen, welches positive Beiträge zu ökologischen und sozialen Nachhaltigkeitskriterien sowie zur Taxonomie kategorisiert (Stand Juni 2021).³⁸ Antritt des Zielmarkt-konzepts ist es, konform mit der Offenlegungsverordnung und der MiFID II Delegierten Verordnung (21.04.2021) eine Zielmarktbestimmung für nachhaltige Finanzprodukte vorzunehmen.

Der Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung hat ebenfalls angelehnt an die Logik der Offenlegungsverordnung seine Handlungsempfehlung 19 „Klassifizierungssystem“ von Stufe 1 bis 5 formuliert, in der Kategorie 5 gekennzeichnet ist durch den „Nachweis der Wirkung auf Nachhaltigkeit“³⁹ entsprechend Art. 9 OffVO.⁴⁰ Diese Empfehlung hat Einzug gehalten in die nationale Sustainable-Finance-Strategie in der Forderung nach einer – griffig gesprochen – ‚Nachhaltigkeitsampel‘ für Anlageprodukte⁴¹, die zwar Impact nicht explizit thematisiert, jedoch konsistent zur EU-Offenlegungsverordnung sein soll. Die Bemühungen um eine Klassifizierung zeigen, dass es mit einer einfachen binären Codierung nachhaltig/nicht nachhaltig beziehungsweise Impact/kein Impact – oder in den Farbspielen schwarz/weiß oder grün/braun gesprochen – nicht möglich ist, die Facetten Nachhaltiger Geldanlagen abzubilden. Schwierig für solch ein Klassifizierungssystem erweist sich, dass die MiFID II Delegierten Verordnung und die Offenlegungsverordnung jeweils andere Kategorisierungen für nachhaltige Finanzprodukte vornehmen.

5.2 Konsistenz und Klarheit Gebote der Stunde

Eine einheitliche, regulatorikkonforme Klassifizierung von Finanzprodukten, welche die Widersprüche und Unterschiede zwischen den einzelnen regulatorischen Anforderungen auf der einen Seite und den Ansätzen unterschiedlicher Finanzmarktakteur*innen wie dem Klassifizierungssystem des Sustainable-Finance-Beirats und dem Zielmarktkonzept auf der anderen Seite überwindet, ist das Gebot der Stunde. Es ist zu hoffen, dass die deutsche Bundesregierung unter der Maßgabe der von ihr geforderten „Nachhaltigkeitsampel für Anlageprodukte“ eine konzertierte Aktion ins Leben ruft, der es gelingt, unter Einbindung der jeweiligen Finanzmarktakteur*innen ein konsistentes und einfach zugängliches Nachhaltigkeits-Klassifizierungssystem für die Anlageprodukte der Finanzwirtschaft auf den Weg zu bringen. Hierin muss dann deutlich werden, unter welcher Kategorie und mit welchem Impact-Ambitionsniveau Impact-klassifizierte Fonds zu verorten sind. Wichtig wird es sein, solch ein Ampelsystem zu einem einheitlichen Standard für Europa weiterzuentwickeln. Anderenfalls besteht die Gefahr, dass eine Vielzahl an Gütesiegeln und Standards bei den Verbraucher*innen mehr Verwirrung als Nutzen stiftet.

³⁹ Vgl. Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung: Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation, Berlin 2021, S. 101.

⁴⁰ Intern ist das Klassifizierungssystem in Bezug auf die Anforderungen der geänderten MiFID II Delegierten Verordnung angepasst worden und wird mit den Bundesministerien der Finanzen und der Umwelt hinsichtlich der „Nachhaltigkeitsampel für Anlageprodukte“ diskutiert.

⁴¹ BMF; BMU; BMWi (Hrsg.): Deutsche Sustainable Finance-Strategie, Berlin 2021, S. 25.

6. Zusammenfassung und Ausblick

Bei Geldanlagen spielt das Thema Impact, also die direkten und indirekten Einflüsse von Investments auf Umwelt und Gesellschaft, eine zunehmend wichtigere Rolle. Dies spiegelt sich zusammenfassend in folgenden Eckpunkten wider:

› Grundsätzlich hat jedes Investment einen Impact, unabhängig davon, ob es sich hierbei um eine nachhaltige Anlage handelt oder nicht. Dementsprechend ist Impact kein Nischenbegriff, sondern ein Merkmal jedes Investments.

› Die zunehmende Bedeutung von Impact für Investor*innen lässt sich an der dynamischen Marktentwicklung beobachten. Sowohl weltweit als auch in der DACH-Region sind die Volumina von Impact-Investments in den letzten Jahren stark angewachsen. Eine Umfrage des FNG bestätigt, dass ein Großteil der Investor*innen Impact bei der Gestaltung von Finanzprodukten einen sehr wichtigen oder wichtigen strategischen Stellenwert einräumt.

› Trotz der wachsenden Bedeutung besteht noch eine große Unschärfe bei Impact. Es gibt keine Einigkeit auf dem Markt darüber, was sich genau hinter Impact verbirgt. Die Gefahr von Green- beziehungsweise Impact-Washing ist daher, ob bewusst oder unbewusst in Kauf genommen, nicht von der Hand zu weisen.

› Um dem Markt für Nachhaltige Geldanlagen einen richtungsweisenden Impuls zu geben, hat das FNG eine Definition von Impact Investments entwickelt. Ziel ist es, Transparenz darüber zu schaffen, was unter Impact auf den Kapitalmärkten zu verstehen ist und was nicht. Das FNG definiert Impact Investments auf folgende Weise:

Bei Impact Investments handelt es sich um Investitionen, die neben einer finanziellen Rendite auch einen positiven Beitrag zur Lösung von ökologischen und/oder sozialen Problemen leisten.

› Die Regulatorik gibt der Impact-Debatte zusätzlichen Rückenwind. Mit der EU-Offenlegungsverordnung, der EU-Taxonomie und MiFID II wurden wichtige Regelwerke für Nachhaltige Geldanlagen und Impact Investments veröffentlicht. Eines der zentralen Ziele ist es, Impact-Investments für private und institutionelle Anleger*innen transparenter zu gestalten. Dies ist vor allem im Sinne des Verbraucher*innenschutzes ein wichtiges Anliegen, um Anleger*innen vor irreführenden Investmentprodukten zu schützen. Die FNG-Marktumfrage zeigt jedoch auch die große Verunsicherung, welche die Regulatorik auf dem Markt auslöst: Rund drei Viertel der Impact Investor*innen nennen eine fehlende regulatorische Klarheit als größtes Hindernis von Impact Investments.

› Die deutsche Bundesregierung hat die Wichtigkeit des Themas Impact erkannt und beispielsweise die Weiterentwicklung der Messung von ökologischer und sozialer Nachhaltigkeit als Ziel in die „Deutsche Sustainable Finance-Strategie“ aufgenommen.

› Nach wie vor fehlt auf dem Markt allerdings eine einheitliche, regulatorikkonforme Klassifizierung von Finanzprodukten, welche die Widersprüche und Unterschiede zwischen den einzelnen regulatorischen Anforderungen auf der einen Seite und den Ansätzen unterschiedlicher Finanzmarktakteur*innen wie dem Klassifizierungssystem des Sustainable-Finance-Beirats und dem Zielmarktkonzept auf der anderen Seite überwindet.

Festzuhalten ist, dass zum Thema Impact das letzte Wort noch lange nicht gesprochen ist. Weitere wissenschaftliche Untersuchungen sind notwendig, um die Thematik umfassender und tiefgreifender zu verstehen. Insbesondere das Verständnis von Impactmessung muss weiter geschärft werden.

Die FNG-Impact-Definition bildet die Basis, um weiterführende Fragen anhand von Praxiserfahrungen der Marktakteur*innen zu vertiefen. Dabei ist es wichtig, einen grundlegenden Zugang von Impact Investments für verschiedene Anlageklassen zu entwickeln. Genauer nachzufragen ist: Über welche Wirkungskanäle kann ein positiver Beitrag zu sozialen und Umweltproblemen generiert und dann gemessen werden? Diese und andere Fragestellungen werden von der FNG-Arbeitsgruppe „Impact“ durch praxisnahe Case-Studies von verschiedenen Impact-Fonds vertieft.

Was den 2015 vom FNG auf dem Markt eingeführten Qualitätsstandard Nachhaltiger Geldanlagen – das „FNG-Siegel“ – angeht, so hat eine erste Testphase im letzten Jahr bereits die meisten der in diesem FNG-Spezial Impact aufgeführten Phänomene zum Vorschein gebracht. Eigene Erkenntnisse, inklusive die der Wissenschaft und die Rückmeldungen von Stakeholdern haben schnell klar gemacht, dass es zu früh ist, im Rahmen eines wissenschaftlich-basierten Gütezeichens, das möglichst objektive Aussagen über die Qualität Nachhaltiger Geldanlagen treffen soll, die aktuell unterschiedlichen, nicht systematisch vergleichbaren Methoden, die noch dazu auf vielen Schätzwerten beruhen, mit einer übergreifenden allseits akzeptierten Impact-Methode in die bereits seit Jahren angewandte FNG-Siegel-Methodik zu integrieren. Das FNG-Siegel trifft keine explizite Aussage zur konkreten Wirkung der jeweiligen Geldanlage. Es ist daher kein Impact-Label im eigentlichen Sinn.⁴² Allerdings belohnt der SRI-Qualitätsstandard in seinem differenzierenden Stufenmodell unter anderem die Verwendung, Entwicklung und Erläuterung von KPIs (englisch: Key Performance Indicators), das Aufzeigen von Wirkungsnachweisen und die Bemühungen im Rahmen von Engagements beziehungsweise Stimmrechtsausübungen, die von Busch et al. als zentraler Baustein für wirkungskompatible Investments definiert werden.⁴³

Die Forschungen in Kooperation mit wissenschaftlichen und marktorientierten Partner*innen gehen verstärkt weiter und werden entweder in das bestehende FNG-Siegel-Konzept integriert werden, eine Erweiterung nötig machen oder eine gänzlich neue Entwicklung hervorbringen. Dabei sind die nationalen und vor allem die EU-Bemühungen stets im Blick zu behalten.

⁴² Vgl. <https://fng-siegel.org/einfuehrung/> Dort heißt es: „[...] Je mehr und intensiver ein Fonds auf den verschiedenen Ebenen im Sinne der Nachhaltigkeit aktiv ist, umso qualitativ hochwertiger ist er. Der Schwerpunkt liegt auf der Auswahl von Titeln für das Portfolio und die Verantwortung, die ein aktiver Investor wahrnimmt mittels Engagements und Stimmrechtsausübung auf mehr Nachhaltigkeit bei den investierten Titeln hinzuwirken. Die Sterne sind dann letztendlich ein Ausdruck des Potentials, inwieweit der Fonds echte Wirkung (sog. „Impact“) im Sinne von (mehr) Nachhaltigkeit erzielen kann. Jeder Stern ist damit eine Würdigung einer bereits umgesetzten höheren Qualität als nur das Nötigste.“

⁴³ Vgl. Busch, Timo; Bruce-Clark, Peter; Derwall, Jeroen et al.: Impact Investments: A Call for (Re)Orientation, in: SN Business & Economics 1, Artikelnummer 33, 2021, <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>.



7. Weiterführende Informationen

7.1 Literatur und vertiefende Studien

Barber, Brad M.; Morse, Adair; Yasuda, Ayako (2021): **Impact Investing**. National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers: 26582.

Bengo, Irene; Borrello, Alice; Chiodo, Veronica (2021): **Preserving the Integrity of Social Impact Investing: Towards a Distinctive Implementation Strategy**. In: Sustainability 13(5). S. 2852f.

Berg, Florian; Kölbl, Julian, F.; Rigobon, Roberto (2020): **Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings**. In: MIT Sloan School of Management. MIT Sloan School Working Paper 5822-19.

Bollen, Nicolas P. B. (2007): **Mutual Fund Attributes and Investor Behavior**. In: Journal of financial and quantitative analysis 42 (3), S. 683–708.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: **BaFin-Konsultation 13/2021: Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen**, o. O. 2021 (unveröffentlicht).

Bundesfinanzministerium; Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit; Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (Hrsg.): **Deutsche Sustainable Finance-Strategie**, Berlin 2021.

Bundesinitiative Impact Investing (Hrsg.): **Impact Investing in Deutschland 2020: Ein dynamischer Wachstumsmarkt**, Heidelberg 2020.

Busch, Timo, Bruce-Clark, Peter, Derwall, Jeroen et al. **Impact Investments: A Call for (Re)Orientation**, in: SN Business & Economics 1, Artikelnummer 33, 2021, <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>.

Busch, Timo; Carroux, Sarah; Heeb, Florian et al.: **ESG ist nicht gleich Impact**, in: Absolut Impact, Heft 03/2020, S. 24-29.

Busch, Timo; Wiener, Berenike; Klein, Christian et al.: **Impact Investments: Definition, Implementierung und praktische Umsetzung**, in: Absolut Impact, Heft 01/2021, S. 52-57.

Calderini, M., Chiodo, V. & Michelucci, F.V. (2018). **The social impact investment race: toward an interpretative framework**. In: European Business Review 30 (1). S. 66-81.

Clarkin, John E.; Cangioni, Carole L. (2016): **Impact Investing: A Primer and Review of the Literature**, in: Entrepreneurship Research Journal 6 (2), S. 135 – 173. DOI 10.1515/erj-2014-0011.

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance: **Technical Report: Taxonomy**, o. O. 2020.

Findlay, Suzanne; Moran, Michael (2019): **Purpose-washing of impact investing funds: motivations, occurrence and prevention**. In: Social Responsibility Journal 15 (7), S. 853–873.

Forum pour L'Investissement Responsable (FIR); France Invest (Hrsg.): **Impact Investing: A demanding Definition for listed and non-listed Products**, o. O. 2021.

FNG (Hrsg.): **FNG-Spezial: Verantwortliche Investments: Qualitative Anforderungen an die professionelle Umsetzung von ESG-Integration im Asset Management**, Berlin 2020.

FNG (Hrsg.): **Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2021: Deutschland Österreich & die Schweiz**, Berlin 2021.

GIIN (Hrsg.): **Annual Impact Investor Survey**, New York 2020.

GIIN (Hrsg.): **Impact Investing Decision-making: Insights on Financial Performance**, New York 2021.

GIIN (Hrsg.): **Sizing the impact investing market**, New York 2019.

GIIN (Hrsg.): **The State of the Impact Measurement and Management Practice**, New York 2020.

Heeb, Florian; Kölbl, Julian F.; Paetzold, Falko; Zeisberger, Stefan (2021): **Do Investors Care About Impact?**, in: SSRN Electronic Journal.

Hehenberger, L. & Harling, A. (2018). **Moving towards "impact-adjusted" financial returns**, in: American Journal of Evaluation 39 (3), S. 408-412. DOI: <http://doi.org/https://doi.org/10.1177/1098214018778899>.

Klein, Christoph; Rajagopalan, Rupini: **SDG-Auswirkungsmessung: Ein Überblick über Anbieter, Methoden, Daten und Output**, Frankfurt/Main 2020.

Kölbl, Julian F.; Heeb, Florian; Paetzold, Falko et al.: Can Sustainable Investing Save the World?: Reviewing the Mechanisms of Investor Impact, in: Organisation & Environment, July 20, 2019, <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>.

Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung (Hrsg.): Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation, Berlin 2021.

Umweltbundesamt (Hrsg.): Klima- und Umweltberichterstattung deutscher Unternehmen: Evaluierung des CSR-Berichtspflicht für die Jahre 2018 und 2019, Berlin 2021.

Verbraucherzentrale Bundesverband (Hrsg.): Welche transformativen Wirkungen können nachhaltige Geldanlagen durch Verbraucherinnen und Verbraucher haben?, Berlin 2021.

Wettstein, Florian; Dey, Pascal; Schaefers, Kevin et al.: *Impact Investing: Konzept, Spannungsfelder und Zukunftsperspektiven*, St. Gallen, Bad Homburg 2019.

7.2 Ausgewählte Internetseiten und Initiativen

<https://bundesinitiative-impact-investing.de/>

Bundesinitiative Impact Investing e. V. (BIII)

<https://thegiin.org/>

Global Impact Investing Network (GIIN)

<https://www.phineo.org/>

PHINEO gAG

<https://www.send-ev.de/>

Social Entrepreneurship Netzwerk
Deutschland e. V. (SEND e. V.)

<https://www.unepfi.org/positive-impact/positive-impact/>

UN Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI)

Das FNG

FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V.

Das FNG ist seit 2001 der Fachverband für Nachhaltige Geldanlagen im deutschsprachigen Raum (D, AT, CH). Zu unseren mehr als 220 Mitgliedern zählen Banken, Kapitalanlagegesellschaften, Ratingagenturen, Finanzberatungen, wissenschaftliche Institutionen, Versicherungen, NGOs und Privatpersonen. Darüber hinaus sind wir Gründungsmitglied des europäischen Dachverbandes Eurosif.

Zu unseren Aufgaben zählen:

- **Studien zum nachhaltigen Anlagemarkt:** Mit dem Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen informieren wir seit 2005 mit fundierten Daten und Zahlen zu aktuellen Marktentwicklungen.
- **Stimme und Netzwerk der nachhaltigen Finanzbranche:** Wir nutzen unser breites Branchennetzwerk auf nationaler und europäischer Ebene, um aktiv die Gestaltung politischer und rechtlicher Rahmenbedingungen voranzutreiben.
- **Einsatz für Transparenz, Qualität und Verbreitung:** Wir sind Initiator und Herausgeber des FNG-Siegels für nachhaltige Investmentfonds – dem SRI-Qualitätsstandard für nachhaltige Investmentfonds (seit 2015), haben die FNG-Nachhaltigkeitsprofile entwickelt und verleihen zusammen mit dem europäischen Dachverband Eurosif das Transparenzlogo.
- **Bildungsarbeit zu Nachhaltigen Geldanlagen:** Wir haben zusammen mit einem internationalen Konsortium die „Weiterbildung Nachhaltige Geldanlagen“ konzipiert, die wir kontinuierlich weiterentwickeln. Darüber hinaus kooperieren wir mit einer Vielzahl an Bildungseinrichtungen.

Kontakt:

FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V.

E-Mail: office@forum-ng.org

Web: www.forum-ng.org

DIE AUTOREN

Florian Sommer

seit 2020 Vorstandsmitglied im Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V. (FNG).

Dr. Helge Wulsdorf

seit 2004 Vorstandsmitglied im Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V. (FNG), Leiter des Bereichs Nachhaltige Geldanlagen bei der Bank für Kirche und Caritas eG, zudem Mitglied im Sustainable Finance-Beirat der deutschen Bundesregierung und Dozent an der EBS Business School.

DIE AG IMPACT

Co-Chairs

Florian Sommer (FNG-Vorstandsmitglied)
Dr. Oliver Pfeil (EB-SIM GmbH)

Mitglieder

avesco Financial Services AG
Bank für Kirche und Caritas eG
Bank im Bistum Essen eG
Bethmann Bank AG
EB-SIM GmbH
EIC EuroInvestor Capital GmbH
ESG Portfolio Management GmbH
Ethius Invest Schweiz GmbH
Fair Finance Vorsorgekassen AG
Finance in Motion GmbH
FiNet Asset Management AG
GLS Gemeinschaftsbank eG
Impact Asset Management GmbH
imug rating GmbH
ODDO BHF Asset Management GmbH
Oikocredit
QNG – Qualitätssicherungsgesellschaft Nachhaltiger Geldanlagen
Responsible Impact
Schroder Investment Management (Europe) S.A.
Triodos Bank N.V. Deutschland
Union Investment Institutional GmbH
Universität Hamburg
Universität Kassel

IMPRESSUM

FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V.
Motzstr. 3 SF
10777 Berlin
E-Mail: office@forum-ng.org
Web: www.forum-ng.org
Stand: September 2021



Der FNG-Marktbericht wird jährlich erstellt und ist das Referenzwerk für Nachhaltige Geldanlagen und verantwortliche Investments im deutschsprachigen Raum.

www.fng-marktbericht.org



Das Transparenzlogo für nachhaltige Investmentfonds von Eurosif sorgt seit 2008 für mehr Transparenz im nachhaltigen Anlagemarkt. Es zeigt ob und wo Sie ausführliche Informationen zu Nachhaltigkeitsfonds erhalten.

www.forum-ng.org/transparenz/transparenzlogo



Das FNG-Siegel gewährleistet sowohl einen Mindeststandard für nachhaltige Fonds u.a. auf die Umsetzung weltweit anerkannter Normen, als auch weiterführende Qualitätsmerkmale, die eine umfassende Nachhaltigkeitsstrategie der Fonds auszeichnen.

www.fng-siegel.org

Das FNG-Nachhaltigkeitsprofil



Das FNG-Nachhaltigkeitsprofil – Übersicht und Klarheit auf zwei Seiten. Es dient als Orientierungshilfe bei der Auswahl nachhaltiger Investmentfonds und stellt übersichtlich Nachhaltigkeitskriterien und weitere Eckdaten zum Fonds zur Verfügung.

www.forum-ng.org/fng-nachhaltigkeitsprofil



Die Weiterbildung Nachhaltige Geldanlagen bietet einen kompakten und fundierten Einstieg in das Thema Nachhaltige Geldanlagen. Sie ist online-basiert, modular aufgebaut, zertifiziert und umfasst ca. 10 Stunden.

www.sustainable-investment.eu



Die QNG (Qualitätssicherungsgesellschaft Nachhaltiger Geldanlagen mbH) als FNG-Tochter trägt über die Zertifizierung von Finanzprodukten, Gutachten und die Entwicklung von Standards und Dienstleistungen zur Qualitätssicherung nachhaltiger Investments bei. Sie hat u.a. die Gesamtverantwortung für das FNG-Siegel:

www.qng-online.de

