

Impact Investing: Eine Strategie für alle Anlageklassen?

„IMPACT INVESTING“ ZWISCHEN MARKETING UND WIRKUNGSBEITRAG

Impact“ ist Trumpf. Kaum ein anderer Begriff erfreut sich in der Finanzbranche derzeit einer ähnlich großen Beliebtheit. Das Volumen von „Impact Investments“ scheint dementsprechend auch rasant zu wachsen. Der maßgeblichen Netzwerkorganisation der Branche, dem Global Impact Investing Network (GIIN), zufolge waren 2020 rund 715 Mrd. US-Dollar wirkungsorientiert angelegt¹. Dies stellt zwar weiterhin einen Anteil von weniger als Prozent am Gesamtmarkt der professionell verwalteten Gelder dar (103 Bn. US-Dollar nach Schätzungen der Boston Consulting Group)², bedeutet aber gegenüber dem Vorjahr (502 Mrd. US-Dollar) eine Wachstumsrate von 42 Prozent. In Bezug auf die DACH-Region stellt das Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) für den Zeitraum 2019–2020 sogar beinahe eine Verdopplung des verwalteten Vermögens von 49,1 auf 97,9 Mrd. Euro fest³.

Ist Impact Investing also auf dem besten Weg, zu einer Mainstreamanlageform zu werden? Sind die nachhaltigen Entwicklungsziele der Vereinten Nationen bald erreicht?

Auf der einen Seite geben die zitierten Angaben zur Marktgröße durchaus Anlass zur Hoffnung, auf der anderen ist aber Vorsicht geboten, da sie vor allem auf den Selbstaussagen von Investoren beruhen. Eine unabhängige Datengrundlage gibt es nicht. Und zusammen mit der Beliebtheit eines Begriffs wächst bekanntlich die Gefahr seines Missbrauchs für

werbliche Zwecke. Eine 2019 veröffentlichte Studie, die auf einer Auswertung von Daten aus dem Jahr 2017 beruht, hat denn auch bereits Anzeichen für „Purpose-washing“ bei selbsternannten Impact-Fonds zu Tage gefördert⁴.

„Impact Washing“ stellt für die Zukunft von Impact Investing eine große Bedrohung dar. Wie bei allen Marktsegmenten, die sich noch in einer Entstehungsphase befinden, kann ein Vertrauensverlust unter den Anlegern eine weitere Entfaltung hemmen. Erleichtert wird Impact Washing dadurch, dass es noch keine allgemein anerkannte Definition von Impact Investing gibt. Hinzu kommt, dass sich viele der gängigen Definitionen von Impact Investing auf einer formalen Ebene bewegen, Absichtsbekundungen sowie Prozesse fokussieren und inhaltliche Festlegungen vermeiden, um für möglichst viele Akteure anschlussfähig zu sein. So stellt beispielsweise das GIIN in seiner Definition die Wirkungsabsicht in den Vordergrund: „Impact Investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return“⁵.

Ein zu starker Fokus auf die Wirkungsabsicht oder das Vorhandensein von Impact Management-Prozessen führt nicht zuletzt dazu, dass die Frage der Anlageklasse in den Hintergrund gerückt wird. Das GIIN hebt sogar als eine der zentralen Eigenschaften von Impact Investing hervor, dass

dieses „über alle Anlageklassen hinweg“ betrieben werden könne⁶. Damit tut das GIIN der Sache aber vermutlich keinen Gefallen. Schließlich haben nicht alle Anlageklassen dasselbe Wirkungspotenzial. Es macht tatsächlich einen Unterschied, ob über eine alternative Anlageklasse direkt Gelder in Unternehmen und Projekte fließen oder an der Börse eine Aktie den Besitzer wechselt. Diese Feststellung ist eigentlich trivial. Doch wird der „Impact“-Begriff gerade besonders intensiv von OGAW-Publikumsfonds für sich beansprucht, deren hauptsächliche Aktivität im Erwerb und Verkauf von Aktien auf dem Sekundärmarkt besteht. Einige dieser Fonds suggerieren sogar, dass sie für eine Art der „Demokratisierung“ von Impact Investing sorgen, da Impact Investments über alternative Investmentfonds meist nur professionellen Anlegern und bei einer sechsstelligen Mindestanlage offenstehen.

Aber was wird über OGAW-Publikumsfonds eigentlich einem breiteren Publikum zugänglich gemacht? Sind es tatsächlich Impact Investments oder gehören diese zum Spektrum der alternativen Anlageklassen? Um diese Frage zu beantworten, muss Impact Investing stärker von einer inhaltlichen Seite her betrachtet und das Element des Wirkungsbeitrags ins Zentrum der Diskussion gerückt werden.



Dr. habil. Moritz Isenmann
Research and Strategy Manager
Invest in Visions GmbH

DIE DEFINITION DER IFC: ABSICHT, BEITRAG, WIRKUNGSMESSUNG

Eine der wenigen Organisationen, die Impact Investing zu definieren versucht und dabei auch das Wirkungspotenzial unterschiedlicher Anlageklassen reflektiert, ist die International Finance Corporation, eine privatwirtschaftlich ausgerichtete Schwestergesellschaft der Weltbank. Die IFC ist selbst einer der weltweit größten Impact Investoren und hat 2019 mit den Operating Principles for Impact Management einen ambitionierten Industriestandard für Impact Management etabliert, zu dem sich bereits über 150 Impact Investoren aus 38 Ländern bekennen (Stand: April 2022)⁷. Die Definition der IFC beinhaltet wie andere gängige Definitionen ebenfalls die Aspekte der Intentionalität und der Messbarkeit, die vorhanden sein müssen, betont aber stärker das Element des „Beitrags“ (contribution). Bei diesem handelt es sich um den Anteil, den der Investor durch seine Investition zum Impact eines Unternehmens oder Marktes beiträgt („Investment Impact“). Wenn das Investment selbst keinen Einfluss auf den Impact des Unternehmens oder Sektors („Enterprise Impact“) besitzt, liegt auch kein Beitrag vor⁸. Der Beitrag kann die Form von Kapital und/oder einer „zusätzlichen Unterstützung“ (z. B. Wissenstransfer) annehmen.

Einen genauen Beweis für den „Investment Impact“ zu liefern ist meist schwierig, da im Bereich Impact Investing Wirkungen

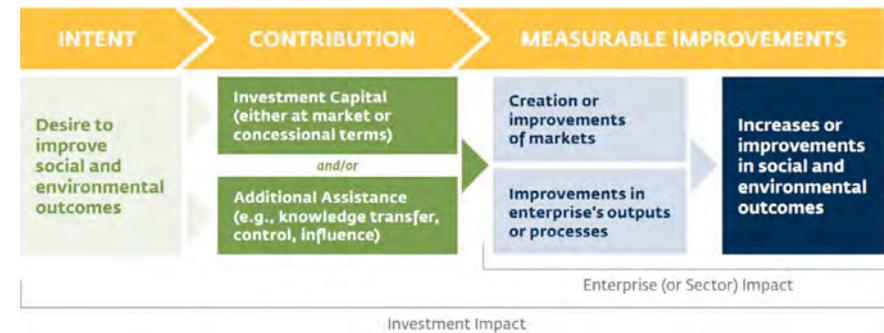
selten auf eine einzelne Maßnahme zurückgeführt werden können. Doch sollte ein Nachweis des eigenen Beitrags zumindest durch eine schlüssige Herleitung erbracht werden können.

WIRKUNGSBEITRAG UND ASSETKLASSE

Als Beispiel für einen „Investment Impact“ führt die IFC die Investition in ein Mikrofinanzinstitut (MFI) an, durch welche dieses in die Lage versetzt wird, mehr Mikrokreditnehmer:innen (oder zu besseren Konditionen) mit Darlehen zu versorgen, als es ohne die Investition möglich gewesen wäre⁹. Auch die IFC betont zwar, dass Impact Investing weder eine eigene Asset-Klasse noch an bestimmte Anlageklassen gebunden sei¹⁰. Doch schließt sie einen Wirkungsbeitrag durch eine Investition in öffentlich gehandelte Vermögenswerte weitgehend aus, da über den Erwerb von Aktien auf dem Sekundärmarkt kein nachweisbarer Wirkungsbeitrag zu erzielen und das Beisteuern von neuem Kapital nur in den seltenen Fällen von IPOs und Kapitalerhöhungen möglich sei¹¹.

Tatsächlich befindet sich der Privatmarkt gegenüber öffentlichen Märkten bei der Allokation von Kapital in einer privilegierten Position. Über verschiedene alternative Anlageklassen – Private Debt, Private Equity, Real Assets, Real Estate oder

KONSTITUTIVE BESTANDTEILE VON IMPACT INVESTING



Quelle: IFC, Creating Impact. The Promise of Impact Investing, 2019, S. 3.

Infrastructure – können Investoren unterversorgten Unternehmen in unterschiedlichen Sektoren dringend benötigte Finanzierungsmittel verfügbar machen. Die Gelder fließen dann direkt vom Investor zu den Unternehmen oder Projekten und nicht, wie beim Sekundärmarkthandel an der Börse, lediglich von einem Investor in die Tasche eines anderen. Das bisweilen angeführte Argument, auch durch eine Investition auf dem Sekundärmarkt würden die Kapitalkosten von Unternehmen mit positiver Wirkung gesenkt und die für Unternehmen mit negativen Externalitäten erhöht und diese könne somit eingesetzt werden, um „gute“ Unternehmen zu

belohnen und „schlechte“ zu einem Umdenken zu bewegen, ist in der Wissenschaft höchst umstritten. So kamen Ende 2021 zwei im Abstand weniger Wochen erschienene Studien zu völlig unterschiedlichen Ergebnissen. Martin Rohleder, Marco Wilkens und Jonas Zink beobachteten in ihrer Studie, dass das Divestment aus Unternehmen deren Aktienpreis drückt und diese Unternehmen in der Folgezeit ihre Emissionen stärker senken als Unternehmen, die kein Divestment erleiden¹². Einem Berechnungsmodell von Jonathan B. Berk und Jules H. van Binsbergen zufolge ist der von einem Divestment erzeugte Anstieg der Kapitalkosten hingegen zu gering, um eine Verhaltensänderung bei Unternehmen zu bewirken¹³.

Selbst wenn man die Möglichkeit einer derartigen Wirkung hypothetisch annehmen würde, wäre diese weder im Voraus plan- noch im Nachhinein messbar. Eine oft angeführte Ausweichstrategie besteht daher im „Engagement“. Einen Wirkungsbeitrag durch Engagement schließt die IFC zwar nicht aus, äußert sich in dieser Hinsicht aber ebenfalls zurückhaltend, da ein großes Gewicht des Investors und spezifische Umstände vorauszusetzen seien, damit ein Wirkungsbeitrag über Engagement erzielt werden könne¹⁴.

Hinzu kommt: Engagement ist logischerweise dort am effektivsten, wo am meisten im Argen liegt. Ein Impact-Fonds investiert aber in Unternehmen, die bereits ein nachhaltiges

Geschäftsmodell mit einer positiven Wirkung für Umwelt und/oder Gesellschaft besitzen. Wie sollen solche Unternehmen durch aktives Aktionärstum oder Wissenstransfer also noch besser gemacht werden? Es müsste ein erstaunliches Expertenwissen in einem Portfolio Management-Team vorhanden sein, um hochspezialisierte Unternehmen in den unterschiedlichsten Sektoren (Erneuerbare Energien, Gesundheitswesen etc.) zu einem noch größeren Impact zu verhelfen. Letztlich ist beim Engagement selbst die Voraussetzung der Intentionalität schwer zu erfüllen. Denn Engagement kann nur nach einer Investitionsentscheidung angewandt werden, da zuvor keine Einflussnahme auf die Unternehmensführung möglich ist.

WIE KANN DER MARKTANTEIL VON IMPACT INVESTMENTS ERHÖHT WERDEN?

Der Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung hat Impact Investments in seinem Abschlussbericht vom Februar 2021 klar dem Bereich der alternativen Investments zugeordnet: „Mit Impact-Investing-Produkten (IPP) werden Geldanlagen beschrieben, die auf der einen Seite Art. 9 der Offenlegungsverordnung erfüllen und auf der anderen Seite in illiquide Assets (z. B. Sozialimmobilien oder Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien) investieren, so sozialen oder ökologischen Mehrwert bieten und Rendite abwerfen.“¹⁵

Dies ist angesichts der dort am besten nachvollziehbaren Wirkungslogik auch sinnvoll. Dennoch gibt es aktuell bis in die Wissenschaft hinein Tendenzen, den Impact-Begriff auch für Investitionen ohne nachweisbaren Wirkungsbeitrag nutzbar zu machen. Dazu wird ein komplexes Impact-Universum mit allerlei Subkategorien geschaffen, deren genaue Bedeutung sich wahrscheinlich nur einem kleinen Kreis von Experten erschließt. Hierzu gehört beispielsweise die Unterscheidung von Investments in die Kategorien „impact-aligned“ und „impact-generating“, die 2021 in die Diskussion eingeführt wurde¹⁶. Letzteres entspricht dabei einer Investition mit Wirkungsbeitrag, während bei „impact-aligned“ lediglich ein nicht weiter beeinflusster „company impact“ vorliegt.

Hinter der begrifflichen Öffnung von Impact Investing für Investitionen ohne Wirkungsbeitrag steht in diesem Fall vermutlich der Wunsch, Impact Investing aus einer Nische herauszuführen und seinen Anteil am Gesamtmarkt zu erhöhen. Dieser Wunsch ist nachvollziehbar. Impact Investing sollte so vielen Anlegern wie möglich offenstehen und nicht nur professionellen Großinvestoren, Family Offices oder Stiftungen. Dies kann aber nicht darüber erreicht werden, dass man Investments mit dem Prädikat Impact Investing versieht, die keinen eigenen Wirkungsbeitrag vorweisen können. Auf diese Weise wird nur Impact Washing gefördert.

Wenn die Integrität der Strategie und damit auch das Vertrauen der Anleger bewahrt werden soll, muss dies über eine leichtere Publikumsfähigkeit von Impact-Fonds aus dem Bereich Alternativer Investments geschehen. Der Sustainable Finance-Beirat hat hierfür bereits eine rechtliche Behandlung nach dem Beispiel von Mikrofinanzfonds (§ 222 KAGB) vorgeschlagen. Zudem sollte – wie ebenfalls durch den SFB angemerkt – das Risiko solcher Investitionen für Privatanleger durch eine weitere Verbreitung von Blended finance-Strukturen, die verschiedene Tranchen mit unterschiedlichem Risiko aufweisen, besser kalkulierbar gemacht werden.

Wie auch immer die einzelnen Maßnahmen aussehen: Wenn Impact Investing seinen Status als „Königsklasse“ unter den nachhaltigen Investitionsstrategien und damit auch seine wichtige Vorbildfunktion am Markt behalten soll, dann müssen die Ansprüche an Impact Investments hoch bleiben.

KONTAKT

Dr. Moritz Isenmann
Invest in Visions GmbH
Freiherr-vom-Stein-Str. 24 – 26
60323 Frankfurt
moritz.isenmann@investinvisions.com

INVEST
IN 
VISIONS

- 1 GIIIN, Annual Impact Investor Survey 2020, S. 40.
- 2 <https://web-assets.bcg.com/79/bf/d1d361854084a9624a0cbce3bf07/bcg-global-asset-management-2021-jul-2021.pdf>.
- 3 Florian Sommer/Helge Wulsdorf, FNG Spezial: Impact – Strategisches Zukunftsthema für den Markt nachhaltiger Geldanlagen, 2021, S. 6.
- 4 Suzanne Findlay/Michael Moran, Purpose-washing of impact investing funds: motivations, occurrence and prevention, in: Social Responsibility Journal 15 (2019), S. 853-873.
- 5 <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>
- 6 GIIIN, Core Characteristics of Impact Investing, 2019. https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf.
- 7 <https://www.impactprinciples.org>
- 8 IFC, Creating Impact. The Promise of Impact Investing, 2019, S. 3, 5-7 und 10f. Zur Unterscheidung von „Investor Impact“ und „Company Impact“ siehe auch Kölbel et al., Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact, in: Organization & Environment 33 (2020), S. 554-574.
- 9 IFC, Creating Impact, S. 11.
- 10 IFC, Growing Impact. New Insights into the Practice of Impact Investing, 2020, S. 11f.
- 11 IFC, Creating Impact, S. 8f; IFC, Growing Impact, S. 13; IFC, Investing for Impact. The Global Impact Investing Market 2020, 2021, S. 4. In IFC (2019) wurden derartige Investitionen, sofern eine erklärte Wirkungsabsicht vorliegt, als „value aligned“ bezeichnet, während sie in IFC (2020) und IFC (2021) als „Intended Impact Investments“ im Gegensatz zu „Measured Impact Investments“ charakterisiert werden.
- 12 Martin Rohleder/Marco Wilkens/Jonas Zink, The effects of mutual fund decarbonization on prices and carbon emissions, Journal of Banking and Finance, 2022 (134).
- 13 Jonathan Berk/Jules H. van Binsbergen, The Impact of Impact Investing, George Mason University Law & Economics Research Paper Series, October 2021. Eine Zusammenfassung der wissenschaftlichen Debatte bis 2019 findet sich bei Kölbel et al., S. 561–563.
- 14 IFC, Growing Impact, S. 11f; IFC, Investing for Impact, S. 4.
- 15 Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung, Shifting the Trillions. Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation, 2021, S. 105.
- 16 Busch et al., Impact investments: a call for (re)orientation, in: SN Bus Econ, 2021, S. 1 – 33.



OHNE
„S“
KEIN ESG

Als Impact Investor leitet uns die feste Überzeugung, dass sich Gesellschaften und Unternehmen mit Hilfe von Investitionen positiv verändern lassen. Unser Ziel ist es daher, das Kapital unserer Anleger:innen nicht nur zu erhalten und zu vermehren, sondern es so einzusetzen, dass es eine positive Wirkung entfalten kann. Die Wirkungsorientierung ist seit Beginn vor 15 Jahren der Kern unserer Unternehmensphilosophie. Aus diesem Grund investieren wir das uns anvertraute Vermögen ausschließlich in Impact Investments.

www.investinvisions.com

INVEST
IN 
VISIONS