

Impact Investing – ein Neologismus ohne Mehrwert?

Ein investmentethischer Diskussionsbeitrag des CRIC^{TANK}

(März 2022)

Abstract

Der vorliegende investmentethische Beitrag schließt an die aktuelle Debatte über das Verständnis von Impact Investing an und versucht eine Bestimmung von Impact Investing in Abgrenzung zu nachhaltigem Investieren. Auf Basis einer begriffshistorischen Analyse wird dafür argumentiert, dass nachhaltiges Investieren bereits in seiner originären Konzeption alle wirkungsbezogenen Elemente beinhaltet, die heute für das Impact Investing als charakteristisch angesehen werden. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass jedes Impact orientierte Investieren immer auch ein nachhaltiges Investieren ist, aber nicht umgekehrt. Nachhaltiges Investieren ist als Oberbegriff breiter angelegt, da es auch Konstellationen umfasst, bei denen die Motivation der ideell orientierten Investierenden primär auf die Bewahrung der eigenen moralischen Integrität zielt (Wirkung nach innen), während Impact Investieren stets auch eine Wirkung nach außen, gegenüber Dritten, anstrebt. Mit unserem Diskussionsbeitrag möchten wir der aktuellen Debatte zu Impact Investing frische Impulse vermitteln und durch unsere historische und systematische Analyse ein neues Licht auf bestehende Streitfragen werfen.

1. Zur aktuellen Debatte über Impact Investing: Ausgangslage, offene Fragen und Methodik

Impact Investing hat im Laufe der letzten Jahre stark an Bedeutung zugenommen. Das lässt sich u.a. daran erkennen, dass Produktanbieter ihre Kapitalanlagen immer häufiger als „Impact Investments“ klassifizieren und vermarkten.¹ Traditionelle Impact Investierende sehen jedoch gerade darin die Gefahr einer Verwässerung des „echten“ Impact Investierens und brandmarken diese Auswüchse als „Green“ bzw. „Impact Washing“. Der Markt des wirkungsbezogenen Investierens, wie Impact Investing zumeist übersetzt wird, ist somit in den letzten Jahren konfrontativer geworden. Das hat aber auch damit zu tun, dass sich noch keine allgemein anerkannte Definition von Impact Investing herausgebildet hat. Man ist noch auf der Suche nach einem allgemein zustimmungsfähigen Standard. Vor diesem Hintergrund ist es zu begrüßen, dass in diese Suche neuer Schwung gekommen ist und von Verbänden, Wissenschaft und Finanzindustrie Vorschläge zur begrifflichen Präzisierung unterbreitet wurden und werden.²

Doch was lässt sich im Status Quo als eine Art *Minimalkonsens* in der Debatte festhalten? – Es scheint zumindest darüber Einigkeit zu bestehen, dass Impact Investing ein *Investieren* ist, mit dem eine

¹ Verwiesen sei hier u.a. auf die EU-Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (SFDR). Basierend auf ihrer eigenen Einschätzung klassifizieren Finanzmarktteilnehmer ihre Produkte in drei Kategorien ein. Artikel 9 gilt für Produkte, mit denen nachhaltige Investments als Anlageziel verfolgt werden, gemeinhin wird diese Kategorie als „dunkelgrün“ bzw. „Impact Investments“ bezeichnet. Allerdings finden sich darin von offenen Publikumsfonds bis hin zu passiven ETF und Indexfonds eine breite Palette an Finanzprodukten.

² Verwiesen sei hier exemplarisch auf das Global Impact Investing Network (GIIN), das Impact Investing Institute sowie die Bundesinitiative Impact Investing. Siehe auch die Hinweise im Literaturverzeichnis.

positive soziale und/ oder ökologische Wirkung – Englisch: ein Impact – korrespondieren soll. Dass es ein Investieren ist, bedeutet, dass die Investierenden zumindest einen (nominalen oder realen) *Kapitalerhalt* erzielen wollen. Impact Investing hat neben der *normativ-ethischen* eine *finanzielle* Dimension, wie alle anderen Investmenttätigkeiten auch. Impact Investing ist keine Spende und keine stifterische Tätigkeit. Bei diesen findet ein *irreversibler* Eigentumsübertrag an Dritte statt, beim Investieren nicht. Impact Investierende erhoffen sich eine Kapitalrückzahlung und in der Regel eine zusätzliche Rendite, mag diese noch so gering sein.

Damit aber endet die Einigkeit, und die Vielfalt der Verständnisse, was Impact Investing sei, beginnt.

- a) Das betrifft zunächst die Frage, *wo* man die Kausalkette der Wirkungsbeziehungen ansetzen sollte. Einige vertreten die Ansicht, dass eine ökologische oder soziale Wirkung *durch das Investieren*, d.h. durch den *Akt der Kapitalüberlassung* an das investierte Unternehmen, angestoßen werden müsse. Zusätzliches *Investorenkapital* solle eine additive Nachhaltigkeitswirkung auf Ebene der Unternehmen generieren. Andere, insbesondere Produkthanbieter, befinden, dass es genüge, wenn die investierten *Unternehmen* bestimmte Nachhaltigkeitsziele, wie etwa die UN Sustainable Development Goals (SDGs), in hohem Maße durch ihr Wirtschaften befördern. Die kausale Verbindung der Kapitalflüsse oder Engagement-Aktivitäten der Investierenden auf die Unternehmen ist für diesen Impact Investing-Begriff keine notwendige Voraussetzung. Er wird unabhängig vom Investorenkapital gedacht, was der Grundüberzeugung von traditionellen Impact Investierenden zuwiderläuft.
- b) Unklarheit besteht auch in Bezug auf den *Impact-Begriff selbst*. Sind ausschließlich *direkte* und *faktische* (d.h. *empirisch messbare*) Wirkungen ein Kriterium für Impact Investing, oder reicht es, wenn Wirkungen auf *indirektem* Wege erzielt werden und *nicht* oder *nur schwer messbar*, aber mit guten Gründen *denkmöglich*, d.h. *potentiell* vorhanden sind und im Einzelfall auch *wirkmächtig* sein können? Ein Kandidat für direkte und messbare Wirkungen sind beispielsweise Eigenkapitalüberlassungen an junge nachhaltige Unternehmen (Venture Capital); ein Kandidat für schwer messbare, aber potentiell vorhandene Wirkungen wären öffentliche Ankündigungen von großen Institutionen, wie etwa Staatsfonds oder Kirchen, ihre liquiden Portfolios sukzessive zu dekarbonisieren. Ließe man auch diesen letztgenannten Wirkungsbegriff gelten, dann inkludierte Impact Investing auch den *Sekundärmarkt* (börsennotierte Aktien, Anleihen etc.) und nicht nur den *Primärmarkt* (Private Equity, Private Debt etc.). Über *spezifische Assetklassen* ließe sich Impact Investing also nicht (mehr) definieren.
- c) Weiterhin gibt es eine wissenschaftstheoretische Debatte zur Frage, wie die *Wirkungsbeziehungen* näher zu denken seien. Gibt es im Kontext von Investmenthandlungen *monokausale Ursache-Wirkungsbeziehungen*, die sich am Modell eines mechanistischen Kausalitätsverständnisses orientieren, oder sollte man nicht besser von einer Art von *sozialen Wirkungen* sprechen, die nichtlinear, kontingent und multideterminiert sind.
- d) Schließlich besteht Uneinigkeit darüber, ob und inwiefern die wirkungsorientierten *Intentionen* (Motive, Absichten) *der Investierenden* ein notwendiges Kriterium zur Bestimmung von Impact Investments sein sollten. Kann man auch dann sinnvollerweise von Impact Investments sprechen, wenn die Investierenden *ausschließlich aus ökonomischen* Gründen investieren oder müssen bei ihnen zwingend *primär ideelle Wirkungsabsichten* vorliegen?

Das sind in der Tat schwierige Fragenkomplexe. Diejenigen, die sie zu beantworten versucht haben, schlugen eine Reihe von begriffspräzisierenden Kriterien, wie etwa *Additionalität*, *Messbarkeit* oder *Intentionalität*, vor, um nur einige wenige zu nennen.³

Wir sind der Überzeugung, dass es für die Debatte zielführend ist, einen Schritt zurückzutreten und sich vor allen *inhaltlichen* Definitionsversuchen einiger (1) *formaler methodologischer Grundlagen* zu besinnen sowie einen (2) *historischen Blick* auf die originären Kernelemente des *nachhaltigen Investierens* und von *nachhaltigen Investments* zu werfen. Denn es ist auffällig, wie schwer sich die involvierten Akteure damit tun, den neuen Begriff Impact Investing bzw. Impact Investments von den bestehenden alten, wie etwa nachhaltige Investments, ethische Investments oder sozial und ökologisch orientiertes Investieren, präzise abzugrenzen.

2. Methodologische Grundüberlegungen

In Bezug auf das Verständnis von Impact Investing sollte nicht in Vergessenheit geraten, dass man sich nicht in einem *naturwissenschaftlichen Entdeckungszusammenhang*, sondern in einem *sozialwissenschaftlichen Verständigungsprozess* befindet. Es existiert in der Außenwelt kein eigenständiges Objekt namens Impact Investment, das sich mit empirischen Methoden beobachten und vermessen ließe. Man kann zwar analysieren, wie die unterschiedlichen Akteure den Begriff Impact Investing *gebrauchen*, aber man kann nicht *empirisch* beantworten, ob sie ein *sinnvolles* Begriffsverständnis haben bzw. was Impact Investing sinnvollerweise bedeuten *sollte*. Was es bedeuten sollte, kann nur auf einer *diskursiv rechtfertigbaren Übereinkunft* unter den Mitgliedern der wissenschaftlichen Gemeinschaft und der Financial Community beruhen. Impact Investing ist eine menschliche *Erfindung*, ein *soziales Konstrukt* und *Artefakt*. In diesem Kontext gibt es immer ein *Element definatorischer Freiheit*.

Nehmen wir beispielsweise das von einigen vorgeschlagene Kriterium der *Messbarkeit*. Es ist zweifelsohne *wünschenswert*, dass beim wirkungsorientierten Investieren die Wirkungen der Investmenthandlungen auch empirisch nachweisbar sind. Aber ist es auch *notwendig*, um von Impact Investing sprechen zu können? Genügt es nicht, wie manche meinen, Wirkungsbeziehungen nur plausibilisieren zu können, eben weil sie nicht immer messbar, aber mit guten Gründen als denkmöglich und dennoch wirkmächtig angenommen werden können? Die teils heiß geführte Debatte um faktisch messbare *versus* bloß potentielle Wirkungen als Definitionskriterium von Impact Investing könnte sich vor dem Hintergrund der Einsicht in die *Konstruiertheit* von Impact Investing wieder etwas abkühlen. Klar ist, dass sich nicht auf *empirischen* Weg feststellen lässt, welcher Wirkungsbegriff der sinnvollere ist. *Beide* Wege sind prinzipiell gangbar. Vielleicht wird sich am Ende herausstellen, dass auch beide gleich gut sind (wenn auch mit unterschiedlichen Implikationen).

Eine gewisse Bescheidenheit in Bezug auf das definatorisch Erreichbare und mit Gewissheit Definierbare ist also angebracht, verbunden mit der Einsicht, dass Begriffsverständnisse sich im Rahmen von Diskursen *verändern* und sinnhaft *weiterentwickeln* können. Doch wenn unterschiedliche Definitionsvorschläge von Impact Investing auf dem Tisch liegen, stellt sich auch im sozialwissenschaftlich-diskursiven Kontext die Frage, *woran* man festmachen kann – wenn es sich

³ Die Rockefeller Foundation, die 2007 als eine der ersten den Begriff eingeführt hat, nennt Intentionalität und Messbarkeit als wesentliches Unterscheidungsmerkmal von Impact Investing. Das Kriterium der Additionalität kam später hinzu.

überhaupt festmachen lässt –, welche Definitionsvorschläge *besser*, *gleich gut* und welche *schlechter* sind als andere.

2.1 Formale Voraussetzungen für eine Definition von Impact Investing

Zur Klärung der oben genannten Frage ist es, wie erwähnt, vor aller *inhaltlichen* Diskussion hilfreich, darüber nachzudenken, welche *formalen* Eigenschaften die Kennzeichen von Impact Investing bzw. Impact Investments haben sollten, damit sie als sinnvolle Definitionen allgemein akzeptierbar sein können. Einige Kandidaten hierfür wären aus unserer Sicht folgende:

- a) *Semantische Klarheit*: Die Bedeutung der verwendeten Begriffe sollte unmissverständlich und so präzise wie möglich sein.
- b) *Abgrenzbarkeit gegenüber bestehenden verwandten Begriffen*: Inwiefern werden mit den verwendeten Begriffen tatsächlich Unterschiede gegenüber ähnlichen oder verwandten Begriffen sichtbar? Worin unterscheidet sich z.B. Impact Investing von nachhaltigem Investieren?
- c) *Praktikabilität im Gebrauch*: Sind die verwendeten Kriterien praxistauglich? Wie exakt muss beispielsweise eine Messung zur Feststellung einer Nachhaltigkeitswirkung sein, damit sie Anerkennung findet? Und sind Kriterien wie Additionalität und Intentionalität in der Praxis überhaupt anwendbar? Wie lässt sich eine zusätzliche Kapitalwirkung im Einzelfall nachweisen? Und woran kann man die Intentionen von Investierenden konkret erkennen?
- d) *Mehrwertigkeit neu eingeführter Begriffe*: Neue Begriffe machen nur Sinn, wenn sie gegenüber bestehenden Begriffen einen Mehrwert bieten. Neologismen, d.h. Wortneuschöpfungen, können hilfreich sein, aber nur dann, wenn sie etwas leisten, das bereits existierende Begriffe nicht leisten können.

Auch hierzu ein Beispiel: Wenn man bei der Definition von Impact Investing die Kausalkette der Wirkungsbeziehungen bei den Unternehmen ansetzt und von den Kapitalzuflüssen der Investierenden konzeptionell abkoppelt, dann ist semantisch klar, wie solch ein Impact Investing-Begriff bestimmt ist. Er ist auch in der Praxis einfach anwendbar, weil man nur die Nachhaltigkeitsgüte der investierten Unternehmen analysieren muss und die Effekte der Kapitalzuflüsse oder Engagement-Aktivitäten der Investierenden auf die Unternehmen ausblenden kann. Aber es ist zu vermuten, dass solch ein Impact Investing-Konzept die Trennlinie zum herkömmlichen Verständnis von nachhaltigem Investieren stark verwässert. Impact Investing und nachhaltiges Investieren wären nicht mehr voneinander abgrenzbar. Und damit leistete ein so definierter Impact Investing-Begriff auch keinen Mehrwert gegenüber dem bestehenden Begriff von nachhaltigem Investieren. An dieser Stelle können wir diese Überlegung nur als These formulieren, denn noch haben wir nicht gezeigt, wie wir den Begriff des nachhaltigen Investierens genau verstehen. Es sollte nur anhand eines konkreten Beispiels veranschaulicht werden, dass zwar *definitorische Freiheiten und Spielräume* bei der inhaltlichen Bestimmung von Begriffen wie Impact Investing und nachhaltigem Investieren bestehen, aber dass dies gerade *nicht* bedeutet, dass deren Definition *beliebig* wäre. Vielmehr sollten zumindest die genannten formalen Kriterien eingehalten werden.

2.2 Differenzierung zwischen Investierenden, Investmenthandlungen und Investments

Neben den oben genannten *allgemeinen* formalen Kriterien einer guten Definition im sozialwissenschaftlichen Verständigungsprozess erachten wir es als sinnvoll, *spezifische* formale Unterscheidungen zu treffen, wenn es sich um *Investmentvorgänge* handelt. Dazu gehört zumindest die begrifflich-formale Unterscheidung zwischen *Investierenden*, *Investmenthandlungen*, *Investments* und *Investmentobjekten*. Diese trivialen kategorialen Unterscheidungen sind sehr hilfreich, wenn es darum geht, die Praxis des (Impact) Investierens zu beschreiben, zu analysieren, zu bewerten und zu definieren.

- a) *Investierende* sind Personen (und im weiteren Sinne auch Institutionen), die Investmenthandlungen vollziehen, indem sie beispielsweise Finanzkontrakte kaufen oder verkaufen. Auf der Ebene der Investierenden sind finanzielle und ethische *Motive* (*Absichten*, *Intentionen*) zu verorten, um derentwillen investiert wird.
- b) Das *Investieren* selbst ist eine *Handlung*, die von Investierenden mit bestimmten Absichten getätigt wird, sei es, um eine risikoadjustierte Rendite zu erzielen, sei es, um Nachhaltigkeitsziele zu erreichen.
- c) Investierende investieren in *Investments*. Diese sind im Kern als *juristische Entität* zu begreifen, d.h. als *Finanzkontrakte*. Sie verbriefen vertraglich bestimmte Rechte, z.B. das Recht auf laufende Erträge (Zinserträge, Dividendenausschüttungen, Mieteinnahmen etc.), Partizipation an Kursgewinnen oder der Ausübung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften.
- d) Finanzkontrakte halten gemäß ihrer Anlagestrategie Anteile an *Investmentobjekten*, beispielsweise an *Unternehmen* oder *Staaten* über Einzelaktien, Anleihen, Publikumsfonds oder Private Equity- und Private Debt-Fonds. Wenn eine Nachhaltigkeitsratingagentur einen Publikumsfonds mit seinen zahlreichen Aktieninvestments aus Nachhaltigkeitsicht bewertet, dann bewertet sie im Kern die investierten Unternehmen bzw. Staaten im Fonds. Sie schaut also durch den Finanzkontrakt hindurch auf die Ebene der Investmentobjekte.

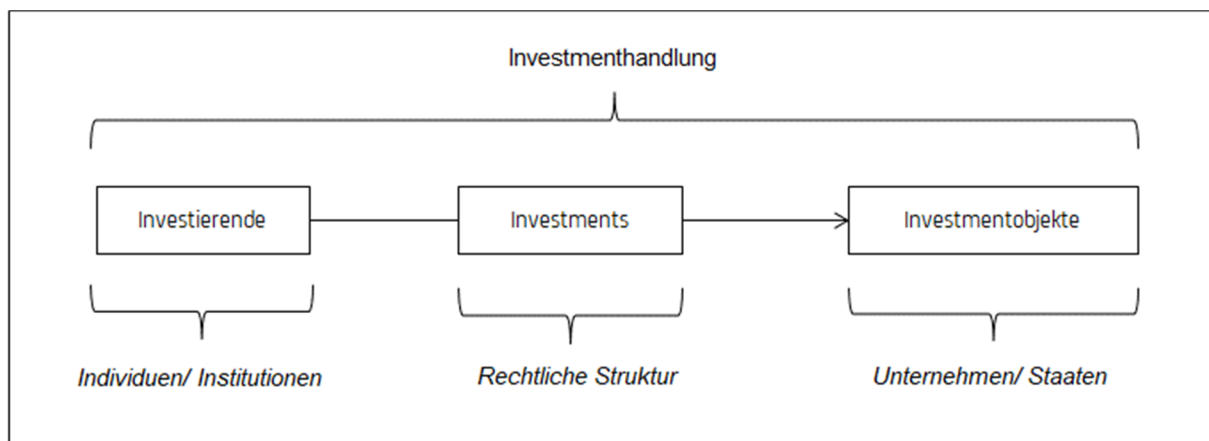


Abbildung 1: Investierende, Investmenthandlung, Investments, Investmentobjekte (eigene Darstellung)

Vor allem die formale Unterscheidung zwischen Investierenden und ihren Motiven einerseits sowie Investments andererseits ist von Bedeutung. Das zeigt sich, wenn wir auf *nachhaltige Investments* schauen. Auch die Definition von nachhaltigen Investments ist umstritten und kompliziert. Als ein

gängiges Verständnis lässt sich aber festhalten, dass nachhaltige Investments Finanzkontrakte sind, die in Investmentobjekte investieren, die bestimmte nachhaltige (ethische) Mindeststandards erfüllen oder übererfüllen. Welche das sein sollten, ist Gegenstand einer kontroversen normativen Debatte. Investierende können nun aus *unterschiedlichen Motiven* in *dieselben* nachhaltigen Investments investieren. Aus dem breiten motivationalen Spektrum der Investierenden greifen wir exemplarisch nur die zwei äußersten Pole heraus und vernachlässigen hier die Zwischenstufen.

- a) An einem Ende des Spektrums sind *primär ideell orientierte Investierende*, die auch unter Inkaufnahme eines Renditeverzichts oder einer Risikohöherung in nachhaltige Investments investieren, um Nachhaltigkeitsziele *um ihrer selbst willen* auf Ebene der Investmentobjekte zu fördern. Solch ein *supererogatorisches* Investmenthandeln verdient moralische Anerkennung und Lob, es kann aber nicht von allen Investierenden moralisch gefordert werden. Es geht über das allgemein moralisch Zumutbare und Verpflichtende hinaus. Solch ein Investieren in nachhaltige Investments ist ein *nachhaltiges Investieren* im strengsten Sinne.
- b) Am anderen Ende des Spektrums lassen sich *rein finanziell orientierte Investierende* verorten, die *ausschließlich* aus *ökonomischen* Gründen in ausgewählte nachhaltige Investments investieren, etwa aus Gründen der erwarteten besseren Risikoreduzierung oder Renditeerhöhung im Vergleich zu konventionellen Investments. Solche rein ökonomistisch motivierte Investierende investieren auch in nachhaltige Investments, aber ihr Investieren ist *kein nachhaltiges Investieren*, sondern ein *ökonomistisches Investieren*, und sie sind keine *nachhaltigen Investoren*, sondern *ökonomistische Investoren*. Sie investieren durchaus *moralkonform*, d.h. sie verstoßen gegen keine moralischen Standards, wenn sie in *nachhaltige* Investments investieren, aber sie investieren dann nicht supererogatorisch, d.h. aus primär ideellen Motiven, und verdienen daher kein moralisches Schulterklopfen. Sie investieren nicht um der Nachhaltigkeit willen in nachhaltige Investments.

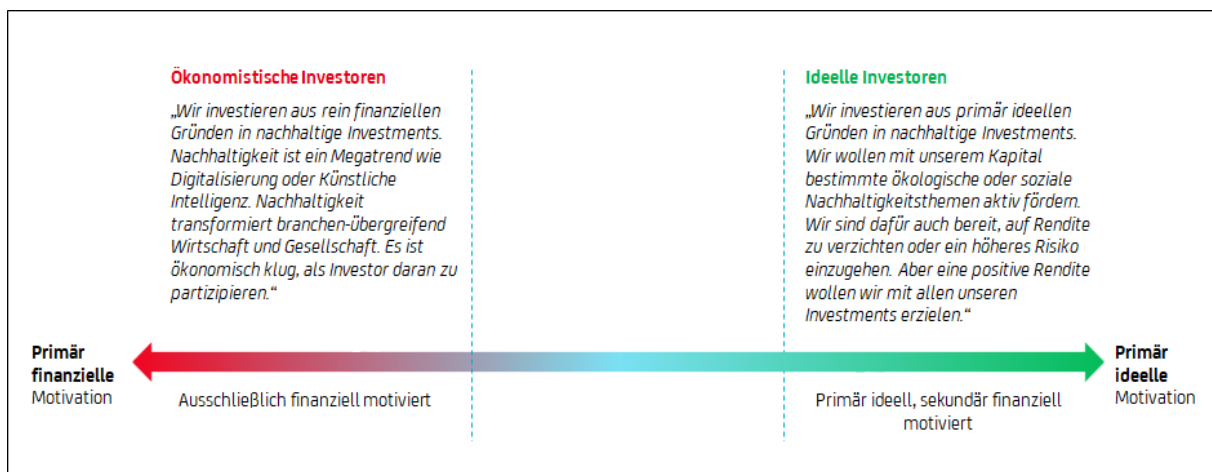


Abbildung 2: Ökonomistische und ideell orientierte Investoren motive (eigene Darstellung)

Die Ausführungen zeigen, dass *nicht jedes Investieren in nachhaltige Investments ein nachhaltiges Investieren* ist, sondern nur ein solches, das von ideell motivierten Investierenden ausgeführt wird. Dass Investierende einen ideellen, also von moralischen Motiven ausgehenden, oder einen

ökonomistischen, also finanziell-materiellen Zugang, zu nachhaltigen Geldanlagen haben können, wird heute auch unter dem Begriff der *doppelten Wesentlichkeit* diskutiert.⁴

Dieses Beispiel führt auch vor Augen, dass die Definition von nachhaltigen Investments bzw. Investmentobjekten *unabhängig* zu sehen ist von den *Motiven und damit der Intentionalität der Investierenden*. Wäre sie davon abhängig, geriete man beispielsweise bei gepoolten Investments wie Publikumsfonds in einen *logischen Widerspruch*. Denn einige Investierende können eine primär ideelle Motivation haben, andere eine rein finanzielle. Dann wären solche Investments gleichzeitig nachhaltig *und* nicht nachhaltig. Das wäre ein Widerspruch in sich. Aus diesen Gründen stellt in der Praxis die Nachhaltigkeitsanalyse von *Investments* bzw. *Investmentobjekten* auch im Kern auf die *Qualität der investierten Unternehmen bzw. Staaten* ab und nicht auf die *Motive der Investierenden*. Wenn man bei der Definition von nachhaltigen Investments auf die Motive der Investierenden rekurriert, begeht man einen *Kategorienfehler*. Den gilt es auch bei der Definition von *Impact Investments* zu vermeiden – wenn sie sich überhaupt in Abgrenzung zu nachhaltigen Investments sinnvoll definieren lassen. *Intentionalität*, hier verstanden als die Bezugnahme auf die Intentionen, Motive und Absichten von Investierenden, kann also *a priori* kein Kriterium für die Definition von *Impact Investments* sein. Wie wir aber noch sehen werden, ist sie ein Kriterium für die Bestimmung von *Impact Investierenden* und *Impact Investieren (Impact Investing)*.

3. Begriffshistorische Analyse

3.1 Wirkungs- und Beeinflussungsmotive von nachhaltigen Investierenden

Neben den beschriebenen allgemeinen und spezifischen formalen Unterscheidungen ist es für das aktuelle Verständnis von *Impact Investing* lohnenswert, die historischen Ursprünge und Entwicklungen des *nachhaltigen Investierens* offenzulegen, von dem es sich definitorisch sollte abgrenzen können.

Es ist darauf hinzuweisen, dass das Bewirken einer positiven sozialen oder ökologischen Veränderung sowie die Absicht, wirtschaftliche Prozesse und die daraus resultierenden sozialen und ökologischen Konsequenzen zu beeinflussen, *immer schon* Bestandteil des ursprünglichen Verständnisses von nachhaltigen Investierenden waren. Dies scheint in der aktuellen Diskussion in Vergessenheit geraten zu sein. Historisch betrachtet haben insbesondere religiös motivierte Gruppen (beispielsweise Quäker oder Methodisten im 19. Jahrhundert) aus *ethischen Gründen* bestimmte Unternehmen (z.B. der Waffen-, Glückspiel- oder Tabakindustrie) aus ihren Investmentuniversen ausgeschlossen – unabhängig davon, welche finanziellen Folgen diese Ausschlüsse haben könnten. Dahinter steckte eine *mehrfache Wirkungs- oder Beeinflussungsabsicht*:

- a) Zum einen sollte der Ausschluss auf die *Investmentobjekte* selbst, also auf die betroffenen Unternehmen bzw. Staaten, wirken. Im Vordergrund stand eine *sanktionierende Wirkungsabsicht*: die Kapitalkosten der Unternehmen sollten sich durch derartige Ausschlüsse verteuern, die Herstellung ethisch abzulehnender Produkte damit unwirtschaftlich(er) werden.

⁴ Outside-in meint die finanzielle Materialität von Nachhaltigkeit, Inside-out die moralisch motivierte, ideelle Ausrichtung, bei der vor allem auf die Veränderung wirtschaftlicher Praktiken und Prozesse gesetzt wird. Diese Unterscheidung ist nicht neu und wurde von CRIC in den letzten Jahren mehrfach thematisiert. <https://www.cric-online.org/info-medien/news/813-doppelte-materialitaet-in-der-nachhaltigkeits-berichterstattung-vorteile-und-herausforderungen>

- b) Zum anderen wurde mit solchen ideell motivierten Ausschlüssen eine *sozio-kulturelle Signalwirkung* bzw. eine *systemische Wirkung* beabsichtigt. Es sollte zum einen ein *motivierendes* Signal an *andere Investierende* gesandt werden, sich dem Ausschluss in Form einer Kapitalenthaltung oder eines Kapitalentzuges anzuschließen. Zum anderen sollte auch ein *warnendes* Signal an *andere Unternehmen* gesandt werden, sich zu ändern, andernfalls drohe ihnen ebenfalls ein Ausschluss aus dem Investmentuniversum. Im weiteren Verständnis sollte auch eine *gesamtgesellschaftliche Debatte* über schädliche Wirtschaftsaktivitäten mit dem Ziel angeregt werden – über den konkreten Ausschluss hinausgehend –, *systemische Änderungen* herbeizuführen (z.B. durch verändertes Konsumverhalten oder politisch-regulative Maßnahmen, wie etwa die Internalisierung von Kosten für Treibhausgasemissionen in den marktwirtschaftlichen Kreislauf).
- c) Darüber hinaus sollte der Ausschluss von Investmentobjekten auch auf die *Investierenden selbst* zurückreflektieren, die nicht mit unmoralischen Unternehmen und deren Aktivitäten assoziiert werden wollten und es daher aus moralischen Gründen ablehnten, Gewinne daraus zu generieren. Die Investierenden wollten damit in einem Akt der Selbsthygiene ihre *moralische Integrität* schützen. Diesen Umstand kann man als *Wirkung nach innen*, auf die Investierenden selbst, verstehen, während die anderen genannten Wirkungsintentionen als *Wirkung nach außen*, auf Dritte, zu klassifizieren sind.

Dass diese Wirkungs- und Beeinflussungsabsichten auch zusammenwirken können, zeigen Beispiele von Divestment-Kampagnen: Bei Investoren-Boykotten gegen das südafrikanischen Apartheid-Regime der 1980er- und 1990er-Jahre oder im Kontext der aktuellen Fossil Free-Initiative, bei der es um einen Kapitalabzug aus der Kohle-, Erdöl- und Erdgas-Industrie geht, können eine *sanktionierende Wirkung*, eine *systemische Signalwirkung* und der *Schutz der moralischen Integrität* der Investierenden ineinandergreifen.

- d) Jenseits von Ausschlüssen und Divestments wollen heute ideell orientierte Investierende nachhaltige Unternehmen auch durch ihre Investments aktiv *fördern (protegiere)*, sei es beispielsweise durch einen Best-in-Class-Ansatz (z.B. im Sekundärmarkt mit Publikumsfonds) oder durch themenorientierte nachhaltige Investments (u.a. im Primärmarkt mit Private Equity-Investments).
- e) Oder sie *intervenieren* aktivistisch durch *Engagement- und Votingverfahren*, um Unternehmen nachhaltiger zu machen – auch um den Preis eines höheren finanziellen Risikos oder einer geringeren Rendite.

Wir erkennen bei *nachhaltigen Investierenden* (nota bene: nicht bei ökonomistischen Investierenden) also eine Vielzahl von *primär ideell motivierten Wirkungsmotiven*, die *immer schon* wesentlicher Bestandteil ihres Investmentverständnisses waren. *Nachhaltiges Investieren* war von jeher mit einer *sanktionierenden, protegierten*, (in motivierender oder warnender Absicht) *signalisierenden* oder *intervenierenden* Wirkungs- und Beeinflussungsabsicht auf Investmentobjekte, andere Investierende und Unternehmen sowie auf die Gesellschaft und dessen Wirtschaftssystem verknüpft (Wirkung nach außen). Hinzukommt stets in *autohygienischer* Absicht, die eigene moralische Integrität (und bei Institutionen: die Reputation) durch ein moralkonformes Investmentuniversum zu wahren (Wirkung nach innen).



Abbildung 3: Wirkungs- und Beeinflussungsmotive von nachhaltigen Investierenden (eigene Darstellung)

3.2 Abgrenzungsversuche von Impact Investierenden

Vor diesem Hintergrund stellt sich die historisch orientierte Frage, wie diese bereits von vornherein im Begriff des nachhaltigen Investierens grundlegende Wirkungs- und Beeinflussungsdimension verdrängt werden konnte. Warum erschien es einer Gruppe von (nachhaltig) Investierenden notwendig, das Konzept eines spezifisch wirkungsorientierten Investierens mit dem Namen Impact Investing einzuführen, wenn die Wirkungsbezogenheit, wie gezeigt, immer schon wesentlicher Bestandteil des nachhaltigen Investierens war? Ist das nicht ein Paradebeispiel für einen Neologismus ohne Mehrwert?

Wir denken, dass sich die Impact Investierenden der ersten Stunde gegenüber zwei Investorengruppen klar abgrenzen wollten. Zum einen wollten sie sich von *ökonomistischen Investoren* und deren *ökonomistisch verkürztem (und dadurch ethikfreiem) Nachhaltigkeitsverständnis*, das für eine ideell orientierte *Wirkungsdimension blind* ist, distanzieren; zum anderen wollten sie sich aber auch gegenüber denjenigen *nachhaltig Investierenden* abgrenzen, denen es hauptsächlich, um den Schutz ihrer moralischen Integrität zu tun war und die ein *ethisch, auf die bloße Wirkung nach innen, verkürztes Nachhaltigkeitsverständnis* pflegten. Die *traditionellen Impact Investierenden* wollten vielmehr auf Basis eines *ethischen Nachhaltigkeitsverständnisses* mit ihren Investmenthandlungen immer auch *aktiv eine Wirkung nach außen* generieren. Betrachten wir beide Abgrenzungsbestrebungen etwas genauer.

(1) Noch bis vor wenigen Jahren war die Idee des nachhaltigen Investierens auf eine vergleichsweise kleine und exotische Gruppe ideell motivierter Investierender konzentriert. Doch rein ökonomistisch ausgerichtete Finanzmarktakteure – die breite Mehrheit also – konnten mit dieser ethischen Motivation nicht viel anfangen, weil sie keine erkennbaren ökonomischen Vorteile mit sich brachte. Die einzige Art und Weise, wie die traditionelle Finanzwelt das Thema Nachhaltigkeit in ihre Denk- und Wertelogik integrieren konnte, war, sie auf ihre *finanziellen* Eigenschaften zu *reduzieren* bzw. diese zu *priorisieren*. Nach dieser Logik sind *nur solche* Nachhaltigkeitskriterien für die klassische Finanzanalyse von Relevanz, die die Erwartung für das Portfoliorisiko reduzieren bzw. die Renditeerwartung erhöhen, d.h., wenn sie *materiell positiv wirksam* wird. Solch ein Ansatz blendet bewusst den ethischen Kern von Nachhaltigkeit, nämlich die ökologische und soziale *Verantwortung*

gegenüber jetzigen und zukünftigen Generationen, aus. Um die mehrheitlich ökonomistisch ausgerichtete Finanzwirtschaft trotzdem für das nachhaltige Investieren zu gewinnen, erschien es wohl zweckmäßig, die *finanzielle Materialität von Nachhaltigkeit* stärker zu betonen. Spätestens seit eine solche in wissenschaftlichen Studien (zumindest partiell in Bezug auf ausgewählte Assetklassen und Zeiträume sowie in der Regel bloß statistisch) nachgewiesen werden konnte und unter dem werbewirksamen Schlagwort einer „doppelten Rendite“ firmierte, begannen sich auch nicht primär ideell orientierte Finanzmarktakteure für das Thema zu interessieren. Es wurde sukzessive zum „Zukunfts- und Megatrend“, an dem man *ausschließlich in finanzieller Absicht* partizipieren wollte. Für eine ethisch motivierte *Wirkungsabsicht* ist dieser Zugang blind. Die *Dominanz des ökonomistischen Denkens* erfordert es, nachhaltige Investments in Bezug auf ihre finanziellen Eigenschaften, nicht jedoch in Hinblick auf ihre ethisch orientierte Wirkung unter Inkaufnahme eines finanziellen Malus zu optimieren.

Heute dominiert genau diese Materialitätssicht den Kapitalmarkt. *ESG* ist zum Synonym für das an finanzieller Materialität orientierte (ökonomistische) Investieren in nachhaltige Investments geworden. Auch die Finanzaufsicht fokussiert ausschließlich auf die finanziellen, genauer: Risikoaspekte von Nachhaltigkeit.⁵ Der *ökonomistische Nachhaltigkeitsansatz* hat also den *ethisch fundierten Nachhaltigkeitsansatz* in den Hintergrund gedrängt – auch wenn letzterer nie gänzlich verschwunden ist und von ideell orientierten Investierenden, wie zum Beispiel kirchlich Investierenden, konsequent weiterentwickelt worden ist. U.a. durch das Pariser Klimaabkommen aus 2015 und die Fridays for Future-Bewegung hat das ethisch fundierte Nachhaltigkeitsverständnis in der Öffentlichkeit, insbesondere bei der jüngeren Generation, zwar wieder verstärkt Beachtung erlangt, doch die illusionäre Idee eines *prinzipiell und durchgängig konfliktfreien* Verhältnisses zwischen ökonomischen und Nachhaltigkeitsinteressen, die im Leitmotiv der „doppelten Rendite“ zum Ausdruck kommt, ist noch immer wirkmächtig.

Vor dieser „Renaissance“ war es aber aus nachvollziehbaren Gründen als erforderlich erachtet worden, gegenüber jenem ökonomistisch verkürzten und damit wirkungsblinden Nachhaltigkeitsverständnis den neuen Begriff *Impact Investing* einzuführen. Um ihn konnten sich ideell orientierte Investierende versammeln und organisieren. Und mit ihm war eine Abgrenzung gegenüber rein ökonomistisch orientierten Investierenden möglich.⁶ Interessanterweise wiederholt sich im Bereich des Impact Investings die Geschichte: Der Mainstream der Finanzwirtschaft hat nun aus ökonomischen Gründen begonnen, auch Impact Investing für sich zu vereinnahmen, weshalb nun die Impact Investierenden der ersten Stunde eine *Verwässerung* und ein *Impact Washing* beklagen und den Gesetzgeber aufrufen, juristische Klarheit in ihrem Sinne zu schaffen.

Wir können also drei Haupttypen von Investierenden mit Nachhaltigkeitsbezug unterscheiden: Die *ideell orientierten Investierenden* der ersten Generation, die *ökonomistisch orientierten Investierenden* der zweiten Generation und die *Impact Investierenden* der dritten Generation.⁷

(2) Die ursprünglichen Impact Investierenden wollten sich jedoch auch gegenüber *solchen nachhaltigen Investierenden* abgrenzen, die zwar ideell motiviert waren, denen es jedoch durch den alleinigen Fokus auf ethisch orientierte Ausschluss- und Negativkriterien *primär* um moralische Selbsthygiene, d.h. um die Wahrung der eigenen reputativen Integrität ging. Solch eine *Verkürzung* des ethisch orientierten Wirkungsbegriffs auf den Schutz der eigenen moralischen Integrität ließ sich vor allem bei einigen *institutionellen Investoren* wahrnehmen. Der Konflikt fand also *innerhalb* der

⁵ Vgl. BaFin-Merkblatt 12/2019 (geändert 2021) oder FMA-Leitfaden 07/2021.

⁶ Vgl. die Rockefeller-Foundation, die als eine der ersten den Begriff *Impact Investing* verwendet hat.

⁷ Eine klare Abgrenzung dieser Typen ist in der Praxis schwierig und meist haben Investierende mehrere Motive gleichzeitig. Die hier vorgeschlagene Typologisierung hat deshalb einen idealtypischen Charakter.

Gruppe der *nachhaltigen Investierenden* statt und richtete sich gegen eine Untergruppe von zumeist Institutionellen, die die Wirkungsdimension des nachhaltigen Investierens auf die Wirkung nach innen reduzierten. Das war denjenigen nachhaltigen Investierenden, die sich später als Impact Investierende bezeichneten oder so bezeichnet wurden, zu *passiv* und *anspruchslos*. Sie wollten immer auch aktiv eine ethisch orientierte Wirkung nach außen mit ihren Investmenthandlungen erzielen. Man könnte auch sagen, dass bei einigen nachhaltigen Investierenden die vielschichtige und breit orchestrierte Wirkungsdimension des nachhaltigen Investierens in Vergessenheit geriet oder aus Bequemlichkeitsgründen verdrängt wurde.

Vor diesem Hintergrund ist es also historisch nachvollziehbar, dass sich der Begriff des Impact Investing in zweifacher Differenzierungsabsicht herausbildete.

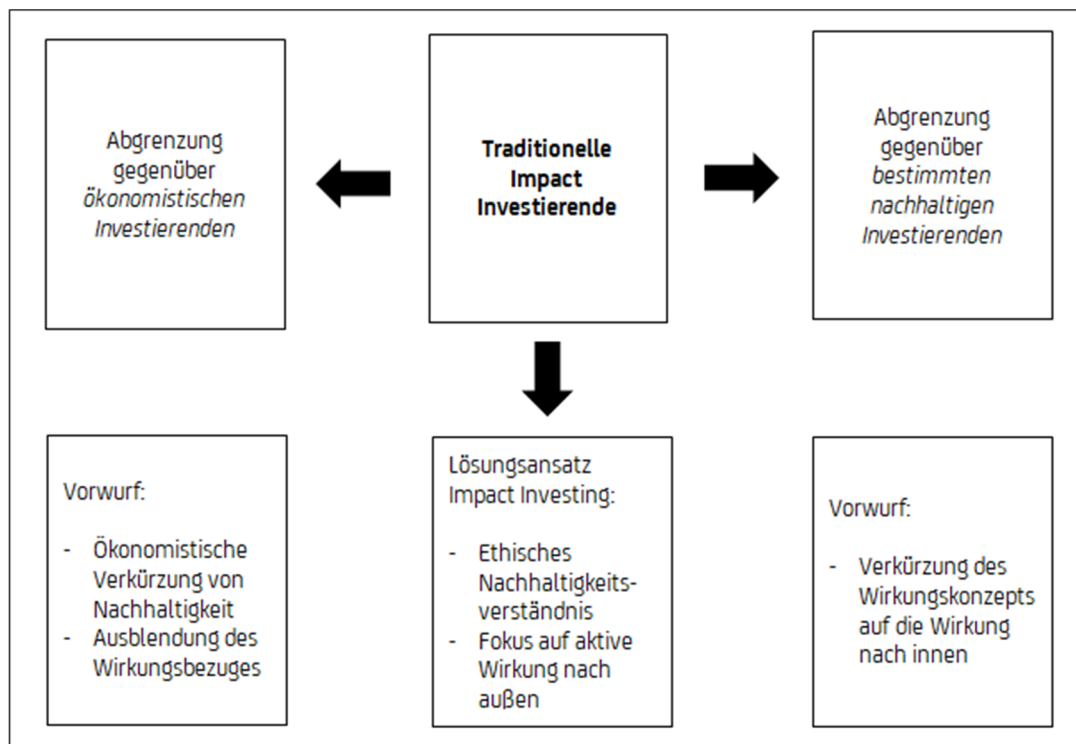


Abbildung 4: Abgrenzungsbestrebungen von traditionellen Impact Investierenden (eigene Darstellung)

4. Schlussfolgerungen für das Verständnis von Impact Investierenden, Impact Investieren und Impact Investments

Unsere historische Analyse ist auch erhellend für die *systematische* Begriffsbestimmung von Impact Investierenden, Impact Investieren sowie Impact Investments in Abgrenzung zu nachhaltig Investierenden, nachhaltigem Investieren und nachhaltigen Investments. Wenn beide Begriffsgruppen nach vorne hin weiter im Gebrauch bleiben sollen, dann ist nach unserer Überzeugung folgendes Verhältnis zwischen ihnen sinnvoll.

4.1 Impact Investierende und nachhaltige Investierende

In der Gruppe der primär ideell orientierten Investoren – und nur um diese geht es hier – gibt es enge *Verwandtschaftsbeziehungen* zwischen *nachhaltigen Investierenden* und *Impact Investierenden*. Wir haben ausgeführt, dass nachhaltige Investierende von jeher ethisch motiviert waren, wirkungsbezogen in Hinblick auf ein Mehr an Nachhaltigkeit zu investieren. Das, was nachhaltige Investierende von Impact Investierenden in systematischer Hinsicht unterscheidet, ist, dass jene eine Wirkung nach außen oder⁸ eine Wirkung nach innen erzielen wollen, während diese immer auch eine Wirkung nach außen erzielen wollen. Wie oben gezeigt, gibt es also auch nachhaltige Investierende, denen es in autohygienischer Absicht *ausschließlich* um die Wahrung ihrer moralischen Integrität (Wirkung nach innen) geht und die darüber hinaus *keine Wirkung auf Dritte* bewusst anstreben. Sie wollen nicht gegen moralische Normen verstoßen und investieren daher durch Ausschluss- und Negativkriterien in ein moralkonformes Investmentuniversum. Impact Investierenden ist das nicht genug. Sie wollen darüber hinaus ein Mehr an Nachhaltigkeit durch ihre Investments auf Ebene der Investmentobjekte, gegenüber anderen Investierenden und Unternehmen oder gesamtgesellschaftlich bewirken (Wirkung nach außen). *Impact Investierende sind also immer auch zugleich nachhaltige Investierende, während nachhaltige Investierende nicht immer zugleich Impact Investierende sind.* Impact Investierende rücken ein historisch von Anfang an vorhandenes Motiv von nachhaltigen Investierenden in den Fokus: das nachhaltige Investieren mit Fokus auf der Wirkung nach außen, gegenüber Dritten. Impact Investierende sind also eine *Untergruppe* von nachhaltigen Investierenden. Man kann nicht Impact Investierender sein und kein nachhaltiger Investierender.

4.2 Impact Investing (wirkungsbezogenes Investieren) und nachhaltiges Investieren

Vor diesem Hintergrund wird auch die Beziehung zwischen nachhaltigen und Impact, d.h. wirkungsbezogenen, Investmenthandlungen klarer. *Nachhaltiges Investieren* beschreibt ein ideell motiviertes Investieren, das auf eine Nachhaltigkeitswirkung nach innen *oder* außen abzielt. Über nachhaltige Negativ- und Positivkriterien soll eine autohygienische, sanktionierende, protegierende, Dritte motivierende *oder* intervenierende Wirkung für ein Mehr an Nachhaltigkeit um ihrer selbst willen erzielt werden. *Impact Investieren* beschreibt hingegen ein ideell motiviertes Investieren, das *immer* auch eine *Nachhaltigkeitswirkung nach außen* um ihrer selbst willen anstrebt. *Jedes Impact Investieren ist damit immer zugleich auch ein nachhaltiges Investieren, aber nicht umgekehrt.* Impact Investieren ist eine *Untergruppe* von nachhaltigem Investieren. Man kann nicht wirkungsbezogen im beschriebenen Sinne investieren und nicht nachhaltig Investieren. Impact Investieren ist eine spezifische Ausprägung des nachhaltigen Investierens. Die historische Begriffsanalyse hat diesen Zusammenhang wieder ans Licht gebracht.

Aus ethischer Sicht sei nochmals hervorgehoben, dass es zwar *moralisch gefordert* ist, in ein *moralkonformes Investmentuniversum* zu investieren – was in der Praxis durch Ausschluss- und Negativkriterien erreicht wird –, selbst unter möglicher Inkaufnahme von finanziellen Nachteilen. Es ist aber nicht allen moralisch zumutbar, unter Inkaufnahme eines möglichen ökonomischen Nachteils, wie einer Renditeminderung oder Risikohöherung, darüber hinaus wirkungsbezogen über Positivkriterien zu investieren. *Impact Investieren* ist immer auch ein *supererogatorisches Investieren*,

⁸ Gemeint ist hier ein *einschließendes Oder*, nicht ein ausschließendes Entweder-oder. Nachhaltige Investierende wollen primär (1) nur mit einer Wirkung nach innen investieren oder (2) nur mit einer Wirkung nach außen investieren oder (3) mit einer Wirkung nach innen und außen investieren. Analoges gilt auch für die Definitionen in den Unterkapiteln 4.2 und 4.3.

während nachhaltiges Investieren auch *nur moralkonform* sein kann, ohne zugleich supererogatorisch sein zu müssen. Nachhaltiges Investieren ist dann supererogatorisch, geht also über das moralisch Verpflichtende und allen Zumutbare hinaus, wenn es die Elemente des Impact Investierens (Wirkung nach außen) beinhaltet, sonst nicht.⁹

4.3 Impact Investments und nachhaltige Investments

Ist die Beziehung zwischen *nachhaltigen Investments* und *Impact Investments* nun analog wie die zwischen nachhaltigen Investierenden und Impact Investierenden zu denken? Diese Frage ist nicht so einfach zu beantworten.

Nachhaltige Investments sind dadurch gekennzeichnet, dass sie in Investmentobjekte investieren, die vor allem *bestimmte Nachhaltigkeitsqualitäten* erfüllen. Im ersten und einfachsten Fall bedeutet das, dass die investierten Unternehmen (a) *ethische Mindeststandards* erfüllen oder übererfüllen. Nach unserer Überzeugung gehören jedoch auch Investments in Unternehmen zu den nachhaltigen Investments, die (b) *jetzt noch nicht* alle erforderlichen ethischen Normen erfüllen, aber ein belastbares Bekenntnis dazu abgegeben haben, sich innerhalb eines bestimmten Zeitrahmens *zu einem nachhaltigen Unternehmen transformieren zu wollen* (indem sie einen Strategieplan aufgestellt haben, Budgets und Investitionen hierfür vorhalten und darüber regelmäßig berichten). Und wenn in den Anlagerichtlinien eines Investmentprospekts als Anlagestrategie vermerkt ist, dass (c) in Unternehmen investiert werden soll, die jetzt noch nicht nachhaltig sind, aber die durch Stimmrechtsausübung und Engagement zu einem nachhaltigen Unternehmen transformiert werden sollen – auch *wider deren Willen* –, so würden wir auch solche Investments als nachhaltige Investments bezeichnen. Wir legen also ein umfassendes Verständnis von nachhaltigen Investments zugrunde, dass durch die Punkte (b) und (c) durchaus vom Mainstream-Verständnis, das sich zumeist auf das Kriterium (a) konzentriert, abweichen kann.

⁹ Übrigens wird damit auch klar, das sogenannte „*Finance First*“-Investoren keine Impact Investoren sein können. Ihr Investieren in Impact Investments (und nachhaltige Investments) ist, wie der Name bereits sagt, ein rein finanziell orientiertes Investieren. Sie investieren in Impact Investments aus ökonomischen Motiven, ohne primäre Wirkungsabsicht. Das ist moralisch durchaus legitim und nicht kritisierbar, aber es ist kein supererogatorisches Investieren. Impact Investierende zeichnet es hingegen aus, immer primär ideell motiviert zu sein („*Impact First*“-Investoren).

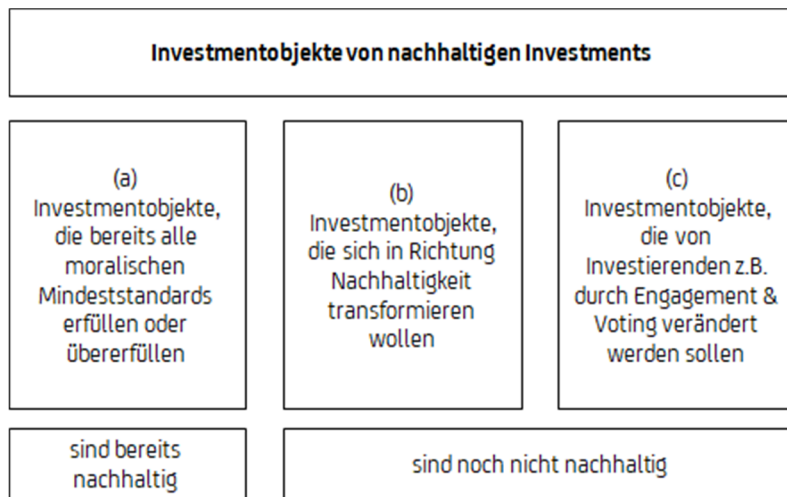


Abbildung 5: Investmentobjekte nachhaltiger Investments
(eigene Darstellung)

Wie erwähnt, können wir Investments, verstanden als Finanzkontrakte, nicht über die Motivationen (Intentionen, Absichten) der Investierenden definieren; andernfalls läuft man Gefahr, in einen logischen Widerspruch zu laufen. Deshalb lassen sich auch *nachhaltige Investments* nicht mit Rekurs auf die Motivation von nachhaltigen Investierenden definieren. Und auch *Impact Investments* können wir nicht als spezifisch nachhaltige Investments mit Rekurs auf die wirkungsbezogenen Motive von Impact Investierenden definieren. Denn auch ausschließlich ökonomistisch orientierte Investierende können in dieselben Impact Investments investieren wie Impact Investierende. Wodurch lassen sich beide aber dann voneinander abgrenzen?

Der Unterschied zwischen nachhaltigen Investierenden und Impact Investierenden resultierte aus der Wirkung nach innen, zur Wahrung der moralischen Integrität, die nachhaltig Investierenden als *alleinige* Motivation bei ihren Investmenthandlungen dienen kann (wiewohl nicht muss). Ein Portfolio, das nach diesem ideell orientierten Kriterium selektiert würde, wäre schlichtweg ein moralkonformes Portfolio. Es würde im einfachsten Fall aus Investmentobjekten bestehen, die alle moralischen Mindeststandards erfüllen. Aber es ist *nicht erkennbar*, warum solch ein Portfolio nicht auch ein Portfolio sein sollte, das Impact Investierende selektiert hätten. Es gibt keine Eigenschaft auf Ebene der *Investmentobjekte*, die den Unterschied deutlich machen könnte. Ein *Blindfold-Test* zwischen *solch* einem nachhaltigen, nur auf die Wirkung nach innen, konstruierten und einem auch nach außen wirkungsbezogenen Portfolio würde keine Unterschiede zwischen einem Impact Investment und einem nachhaltigen Investment deutlich machen können. Vor dem Hintergrund, dass auch die *Wirkung nach außen* immer schon ein Teil des Begriffs von *nachhaltigen Investments* war, stellt sich die Frage, ob Impact Investments nicht sogar *bedeutungsgleich* sind mit nachhaltigen Investments. Ist der Begriff Impact Investment also obsolet?

Ein motivationsunabhängiger Unterschied zwischen beiden lässt sich nicht auf der Ebene der *Investmentobjekte* identifizieren. Die differenzierende Eigenschaft kann nur noch auf der Ebene der ausformulierten *Investmentstrategie*, die Teil des *Investments*, verstanden als juristischer Entität, ist, liegen. Es müsste eine wirkungsbezogene Strategie sein, die diejenigen nachhaltigen Investierenden, die ausschließlich an ihrer moralischen Integrität interessiert sind, *nicht* einsetzen würden. Solch ein nach außen gerichtetes wirkungsbezogenes Investmentstrategieelement ist beispielsweise das *Voting- und Engagement-Verfahren*, sofern es etwa in einem Anlageprospekt für einen

Publikumsfonds ausformuliert ist. Die beschriebene Untergruppe der nachhaltigen Investierenden würde darauf keinen Wert legen, denn Voting und Engagement sind *nicht zwingend* erforderlich, um in ein moralkonformes Investmentuniversum zu investieren. Dafür genügt es, moralische Ausschluss- und Negativkriterien als Filter zu verwenden. Diese Teilgruppe würde also in ein Investment investieren, das ein *nachhaltiges, aber kein Impact Investment* wäre. Es würde in diesem Fall keine Engagement- und Voting-Verfahren beinhalten. Der Unterschied wäre aber nur auf Ebene der ausformulierten Investmentstrategie und nicht mit Blick auf die Qualitäten der Investmentobjekte erkennbar.

Fassen wir zusammen: Der Rekurs auf die *Motive* der Investierenden ist bei der Bestimmung von Impact Investments und nachhaltigen Investments prinzipiell ausgeschlossen; mit Blick auf die Eigenschaften der *Investmentobjekte* lässt sich im beschriebenen Blindfold-Test kein Unterschied zwischen Impact und nachhaltigen Portfolios ausmachen. Nur in dem gerade beschriebenen *Sonderfall* der Untergruppe von denjenigen nachhaltigen Investierenden, denen es primär um ihre moralische Integrität und nicht eine Wirkung nach außen zu tun ist, lässt sich überhaupt ein Unterschied mit Rekurs auf ein wirkungsbezogenes Instrument, wie beispielsweise Engagement und Voting, auf Ebene der *Investmentstrategie* ausmachen. Diese würden es nicht einsetzen, Impact Investierende schon. Man muss also gleichsam mit dem Mikroskop auf atomarer Ebene suchen, um rechtfertigbare Unterschiede zwischen nachhaltigen und Impact Investments identifizieren zu können. Das ist aber auch wenig verwunderlich, da auch der Wirkungsbezug nach außen immer schon ein Selektionskriterium bei der Auswahl von Investmentobjekten seitens *nachhaltiger Investierender* war. In Analogie zu unseren bisherigen Analysen gilt also auch hier: *Impact Investments sind immer auch nachhaltige Investments, aber nicht umgekehrt. Nachhaltige Investments sind die Obergruppe, Impact Investments eine Untergruppe* von nachhaltigen Investments. Sie sind aber nahezu deckungsgleich. Der Einsatz von wirkungsbezogenen Instrumenten, wie etwa Engagement- und Voting-Verfahren, ist daher auch ein übliches Mittel von denjenigen *nachhaltigen Investierenden*, die mit einem Wirkungsbezug nach außen, gegenüber Dritten, nachhaltig investieren wollen.

Unsere Analyse zeigt auch, dass Kriterien wie „Messbarkeit“ und „Additionalität“ *nicht* dazu beitragen können, Impact Investments von nachhaltigen Investments abzugrenzen. Sie können nur verfeinerte Beschreibungen von bzw. Anforderungen an ein nach außen gerichtetes wirkungsbezogenes Investieren sein, das immer schon konstitutives Element des originären Konzepts von *nachhaltigem Investieren* und von *nachhaltigen Investments* war.

Nur vor dem Hintergrund des Aufkommens eines ökonomistisch verkürzten Nachhaltigkeitsverständnisses *ohne jede Wirkungsabsicht* und der damit einhergehenden Vereinnahmung von nachhaltigen Investments durch den Mainstream der Finanzindustrie sowie durch den zunehmenden Rückzug von einigen ideell orientierten zumeist institutionellen Investoren auf die *Minimalposition* einer *passiven* Wirkungsabsicht nach innen, d.h. nur zur Wahrung der eigenen moralischen Integrität, lässt sich verstehen, warum der Begriff des Impact Investierens und des Impact Investments historisch eingeführt und eine Erfolgsgeschichte wurde. Er diente einerseits zur Abwehr gegenüber den Übernahmeversuchen im Feld der nachhaltigen Kapitalanlage durch ökonomistische Investoren und andererseits – innerhalb der Gemeinschaft der ideell orientierten Investierenden – zur Fokussierung auf einen *aktiven* Wirkungsbegriff, der über eine bloß selbstbezügliche integritätswahrende Wirkung hinausgeht. Die Rückbesinnung auf die historischen Ursprünge des nachhaltigen Investierens haben aber gezeigt, dass alles, was das Impact Investieren heute auszeichnet, bereits im originären Konzept des nachhaltigen Investierens vollumfänglich angelegt war. Insofern wäre es nicht zwingend erforderlich gewesen, den Begriff des Impact

Investing neu einzuführen; es hätte gereicht, den umfassenden und vielschichtig angelegten Wirkungsbegriff des nachhaltigen Investierens zu revitalisieren und seiner konzeptionellen Verkürzung durch einige nachhaltige Investierende bzw. seiner kompletten Ignorierung durch rein ökonomistisch Investierende entgegenzutreten.

Literaturverzeichnis

In der aktuellen Debatte gibt es eine Vielzahl von Publikationen, die Beiträge zur Begriffsdefinition sowie der Wirkung von nachhaltigen Geldanlagen liefern. Hier sei exemplarisch auf einige jüngere Artikel und Studien verwiesen:

Bachmann, J., Dey, P., Schaefers, K., Wettstein, F. (2019). Impact Investing: Konzept, Spannungsfelder und Zukunftsperspektiven. Eine Orientierung für private und institutionelle Investoren. Feri Institut/ Institut für Wirtschaftsethik an der Universität St. Gallen (Hrsg.).

Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J. et al. (2021). Impact investments: a call for (re)orientation. In: SN Business & Economics 1, 33. Verfügbar online: <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>

CRIC (Hrsg.) (2014). CRIC-Definition verantwortlich Investierender. Verfügbar online: https://www.cric-online.org/images/individual_upload/cric/CRIC%20Definiton%20verantwortlich%20Investierender%20inklusive%20Kommentierung_06%202014.pdf

Döpfner, C., Gabriel, K., Ostmann, R., Schaefers, K., Utz, S., Vögele, G. (2020). Nachhaltige Finanzen. Durch aktives Aktionärstum und Engagement Wandel bewirken. CRIC- Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage.

Hand, D., Dithrich, H., Sunderji, S., Nova, N. (2020). Annual Impact Investor Survey. Global Impact Investing Network (GIIN). Verfügbar online: <https://thegiin.org/research/publication/impinv-survey-2020>

Heeb, F., Kölbel, J., Paetzold, F., Zeisberger, S. (2022). Do Investors Care About Impact? Verfügbar online: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3765659>

Heeb, F., Kölbel, J., (2020). The Investor's Guide to Impact: evidence-based advice for investors who want to change the world. University of Zurich, CSP, Climate-KIC, FC4S.

Kölbel, J., Heeb, F., Paetzold, F., Busch, T. (2019). Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. In: Organization & Environment (33) 4. Verfügbar online: <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>.

Meyer, J., Krauss, A., Bachmann, K. (2019). Drivers of Investor Motivations for Impact Investments: The Case of Microfinance. Verfügbar online: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3395275>

Schaefers, K. (2013). Anlegertypen und Beratungsansätze. In: Socially Responsible Investments in Banken. Markt – Bedingungen – Praxiserfahrungen. Ziermann Stefan (Hrsg.).

Schaefers, K. (2014). Nachhaltiges Investieren – ein wirtschaftsethisches Beratungskonzept. St. Galler Beiträge zur Wirtschaftsethik, Band 46, Peter Ulrich (Hrsg.).

Rockefeller Philanthropy Advisors. Impact Investing. An introduction. Verfügbar online: <https://www.rockpa.org/guide/impact-investing-introduction/>

Wilkens, M., Klein, C. (2021). Welche transformativen Wirkungen können nachhaltige Geldanlagen durch Verbraucherinnen und Verbraucher haben? Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (vzbv), Team Finanzen.

Über den CRIC^{TANK} und dieses Paper:

Der CRIC^{TANK} ist die wissenschaftliche Arbeitsgruppe des Corporate Responsibility Interface Center (CRIC) e.V., Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage. Die siebenköpfige Steuerungsgruppe ist interdisziplinär besetzt und beschäftigt sich mit wirtschaftsethischen Fragen rund um das Thema des nachhaltigen Investierens.

Die **Autorinnen und Autoren** des vorliegenden Diskussionsbeitrages sind:

Claudia Döpfner
Klaus Gabriel
Catherine Marchewitz
Rolf Ostmann
Kevin Schaefers

Mehr Informationen finden Sie auf unserer Website unter <https://www.cric-online.org/der-verein/cric-tank>.

Feedback, Fragen und Anregungen bitte an:

Corporate Responsibility Interface Center (CRIC) e.V.
Niddastraße 74
D 60329 Frankfurt am Main
k.gabriel@cric-online.org.

Frankfurt/Main im März 2022 - © CRIC e.V.

