

DVFA-Fachausschuss Impact

# **DVFA-Leitfaden Impact Investing**

Oktober 2023

## Inhalt

Executive Summary .....	2
1. Definition von Impact (-Investing).....	4
1.1 Grundlegende Begriffsbestimmungen .....	4
1.2 Unterscheidung zwischen „Investor-Impact“ und „Company-Impact“ .....	5
1.3 Aufbau eines praxisorientierten Impact-Investing Frameworks .....	5
2. Wirkungskanäle .....	6
2.1 Kapitalallokation .....	6
2.1.1 (Des-) Investment .....	7
2.1.2 Bereitstellen von Liquidität .....	7
2.2 Stewardship .....	8
2.2.1 Aktiver Dialog mit Emittenten („Engagement“) .....	8
2.2.2 Aktive Stimmrechtsausübung .....	9
2.2.3 Austausch mit anderen Investoren .....	9
2.3 Sonstige Wirkungskanäle .....	9
2.4 Wechselwirkung der Wirkungskanäle .....	10
2.5 Anlageklassen für Wirkungserzielung .....	12
3. Wirkungsmessung.....	14
3.1 Wirkungsmessung von Unternehmen .....	15
3.2 Wirkungsmessung von Investoren .....	18
4. Fungibilität von Impact.....	24
5. Vertiefung: Investor-Impact: Impact durch Engagement .....	26
5.1 Engagement-Priorisierung.....	27
5.2 Kollaborative Engagements.....	29
5.3 Engagementdurchführung & mögliche Messgrößen für die Wirkungsmessung .....	30
5.4 Weitere Aspekte .....	31
6. Vertiefung: Company-, Investor- und Portfolio Impact.....	32
7. Ausblick.....	36
Der DVFA-Fachausschuss Impact .....	37

## Executive Summary

Die Weltwirtschaft befindet sich derzeit in einem dynamischen und vielfältigen Veränderungsprozess, nicht zuletzt in Reaktion auf Ressourcenknappheit, Klimawandel und Bevölkerungswachstum. Ausgehend vom Pariser Klimaschutzabkommen und den nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen (Sustainable Development Goals – SDGs) wurden seit 2015 in allen großen Wirtschaftsblöcken Initiativen gestartet, um diese sozial-ökologische Transformation zu gestalten. Dabei soll auch der Finanzsektor eine Schlüsselrolle spielen, dank seiner Allokations- und Multiplikatorfunktion. Insbesondere die EU hat mit ihrer ambitionierten Sustainable-Finance-Agenda gerade auch Investoren eine bedeutsame Funktion zugewiesen. Die bisherige Regulierungsaktivität hat zwar eine intensive Beschäftigung von Investoren und Unternehmen mit der Transformation nach sich gezogen, entfaltet aber wegen mangelnder Kohärenz, fehlender Daten und unklarem Fokus noch nicht die gewünschte Wirkung zur Erreichung der Nachhaltigkeitsziele. Um die Wirkung – den „Impact“ – auf diese Nachhaltigkeitsziele muss es aber letztlich gehen, wenn es echte Veränderung durch Investoren geben soll. Allerdings ist die Bandbreite des Verständnisses der Marktakteure in der Verwendung des Begriffs „Impact“ sehr groß. Das Aufsichtsrecht bietet keine abschließende Klarheit, und auch die Wissenschaft ist sich nicht einig. Umso wichtiger ist es daher, Investoren eine Orientierung zu geben. Der Fokus des DVFA-Fachausschusses Impact (DVFA-FA Impact) liegt in diesem Kontext auf der Frage, wie Investoren realen „Impact“ mit Investments erzeugen und darüber transparent berichten können. Der DVFA-FA Impact will mit dem vorliegenden Leitfaden eine Bewertung bestehender Definitionen von Impact Investing und dessen Wirkungskanälen liefern und eine praxisnahe Anleitung zur Wirkungsmessung entwickeln, um Orientierung für Investments im liquiden wie illiquiden Bereich zu geben.

Dieser DVFA-Leitfaden baut auf umfangreichen praxisnahen Vorarbeiten (siehe bspw. GIIN, G7 Impact, Bundesinitiative Impact Investing) und einer breiten akademischen Forschung der letzten Jahre auf. Zudem wird der für Investoren in der EU wichtige regulatorische Rahmen vor dem Hintergrund der Empfehlungen dieses Leitfadens reflektiert. Die Arbeiten der DVFA-Kommission Governance & Sustainability konkretisieren zudem in den Fachausschüssen „Governance & Stewardship“ und „Sustainability Disclosures“ die dargestellten Punkte. Auch auf die weiteren DVFA-Kommissionen Immobilien, Unternehmensanalyse oder Finanzmärkte wird verwiesen.

In dem vorliegenden Leitfaden wird auf die Messung von Impact ein besonderes Augenmerk gelegt. Unter der Vielzahl diesbezüglicher Standards und Systematisierungen ragen aus unserer Sicht die SDGs und die daraus entwickelten SDG Impact Standards heraus, die aus den globalen, gesellschaftlichen Prioritäten Wirkungskategorien von Unternehmen ableitbar machen. Die DVFA hat über die [SDG-basierte Impact Messung](#) bereits 2019 publiziert und plant zeitnah eine Aktualisierung. Mit dem neuen DVFA-Leitfaden Impact Investing wollen wir den Unternehmens-Impact über die SDG hinaus erweitern und mit dem Investor-Impact zu einem ganzheitlichen Ansatz zusammenführen. Bei der Wirkungsmessung unterscheiden wir daher zwischen Investoren- und Unternehmenswirkung, um einen umfassenden Wirkungsausweis zu ermöglichen.

Zusammengefasst sind aus Sicht des DVFA FA Impact die wichtigsten Rahmenbedingungen für eine praxisrelevante Wirkungserzielung und -messung:

- Die oftmals genannte Notwendigkeit von „Additionalität“ ist ein zu abstraktes Konzept, das Messbarkeitsprobleme in der Praxis vergrößert. Der Nachweis von tatsächlicher Additionalität ist sowohl im liquiden als auch illiquiden Bereich kaum darstellbar. So sollte Additionalität nicht als notwendige Bedingung für Impact Investments gesehen werden. Stattdessen sollte besser der Beitrag einer Investition zur Lösung von ökologischen und sozialen Problemen transparent dargestellt werden. Hierfür spielen die Intentionalität sowie die Nachweisbarkeit bei der Erzielung der (netto-) positiven Wirkung eine wichtige Rolle.
- Impact lässt sich im Praxiskontext am besten entlang der akademisch belegten Wirkungskanäle identifizieren. Diese sind vor allem die Kapitalallokation, Engagement und weitere Wirkungskanäle, wie etwa das Signalling. Die Transformation von Unternehmen über diese Wirkungskanäle sollte im Zentrum des Impact Investing stehen. Die Legaldefinition nachhaltiger Investments (gem. Artikel 2 (17) SFDR) bzw. deren aufsichtsrechtliche Auslegung sollte entsprechend nicht nur auf bereits sehr nachhaltige Unternehmen beschränkt werden, sondern ausreichend Raum für transformative Aspekte bieten.
- Impact ist unter bestimmten Voraussetzungen übertragbar (fungibel). Der DVFA FA Impact hat hierzu eine Systematik entwickelt, um zwischen dem Impact von Investoren und Unternehmen zu unterscheiden. Unternehmens-Impact ist unter Investoren übertragbar, Investoren-Impact (v.a. durch Engagement) hingegen nicht. Dieser entsteht nur beim originären Investor.
- Es ist erforderlich, die positive und negative Wirkung durch Investments zu unterscheiden und zu quantifizieren. Der DVFA FA Impact postuliert, dass bei Impact Investments keine erheblich negative Wirkung vom Investment ausgehen darf und gleichzeitig eine gesamtheitlich positive Wirkung entstehen soll. Auch hierbei ist zwischen dem Unternehmens- und Investoren-Impact zu unterscheiden.
- Erstmals werden unterschiedliche Impact- bzw. Engagementstrategien definiert (risiko- bzw. prozessorientiertes, reportingorientiertes, stakeholder- und outputorientiertes Engagement), deren Ergebnisse unterschiedlich gemessen werden können.
- Kollaboratives Engagement nimmt in Deutschland einen vergleichsweise geringen Stellenwert ein. Von Investoren wird zumeist die rechtliche Unsicherheit eines kollaborativen Engagements als zu hoch angesehen. Diese Unsicherheiten gilt es regulatorisch zu adressieren und das gemeinschaftliche Engagement zu fördern, um die Einflussmöglichkeiten von Investoren auf Unternehmen zu stärken.

## 1. Definition von Impact (-Investing)

### Key-Takeaways: Definition

- Bei Impact-Investing muss eine positive und nachweisbare Wirkung vorliegen.
- Additionalität ist keine notwendige Bedingung für Impact-Investments.
- Unterscheidung zwischen Investor- und Company-Impact schafft die Grundlage für eine transparente Wirkungsmessung.

### 1.1 Grundlegende Begriffsbestimmungen

**Impact:** Wirkung, im Kontext des Kapitalmarkts, ist die (positive) Veränderung eines Nachhaltigkeits- bzw. ESG-Parameters in Unternehmen, Organisationen oder Projekten durch konkrete Aktivitäten.

**Impact-Investing:** Wirkungsorientierte Anlagen sind Investitionen, die die *Intention* haben eine *positive, nachweisbare* Nachhaltigkeitswirkung neben einem finanziellen Ertrag zu erzielen.<sup>1</sup>

- **Intentionale Wirkung:** Die Aktivitäten des Investors müssen bewusst darauf ausgerichtet sein eine positive Wirkung zu erzielen.
- **Nachweisbare Wirkung:** Es sollte wissenschaftlich belegt sein, dass die Aktivitäten des Investors eine positive Wirkung entfalten können (theoretische Kausalitätsfundierung).
- **(Netto-) positive Wirkung:** Die Aktivitäten des Investors sollten möglichst keine erheblich negative Wirkung und eine gesamtheitlich deutlich positive Wirkung bewirken.

Dabei ist Additionalität<sup>2</sup> ein theoretisch wünschenswertes Konstrukt, das aber keine notwendige Voraussetzung für Impact-Investing sein kann, da der Nachweis, der hierfür erforderlichen, strikten Kausalität in der Praxis nahezu unmöglich ist. Dies gilt sowohl für liquide als auch illiquide Assetklassen. So ist die Einschätzung, ob ein Investment nur von einem Anleger getätigt worden wäre, unabhängig von der Assetklasse, hochspekulativ und somit subjektiv. Vielmehr ist es wichtig, dass bei Impact-Investments die Intentionalität und Nachweisbarkeit der (netto-) positiven Wirkung betrachtet und transparent ausgewiesen wird. So kann der Beitrag einer Investition zu globalen, ökologischen und sozialen Herausforderungen valide erfasst werden. Dieses Verständnis wird auch von GIIN (Global Impact Investing Network) vertreten.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> In Anlehnung an GIIN: <https://thegiin.org/impact-investing/>.

<sup>2</sup> Definition: Es liegt Additionalität vor, wenn die Wirkung ohne die Aktivität des einen Investors nicht aufgetreten wäre.

<sup>3</sup> So verweist das GIIN in einem 2023 veröffentlichten Report explizit auf den Beitrags-Begriff durch die Verwendung von Investee und Investor Contribution. Additionalität demgegenüber wird bei den „Core Characteristics of Impact Investing“ nicht explizit genannt. Quellen: <https://thegiin.org/listed-equities-working-group/>; <https://thegiin.org/characteristics/>

Impact-Investments sollten zudem eine finanzielle Rendite anstreben, die allerdings variieren kann von einer unter- bis überdurchschnittlichen risikoadjustierten Rendite. Dies unterscheidet Impact-Investments trennscharf von Philanthropie.

## 1.2 Unterscheidung zwischen „Investor-Impact“ und „Company-Impact“

Investoren können durch ihre Aktivitäten eine Veränderung der Nachhaltigkeitswirkung eines Unternehmens bewirken, wodurch sie eine indirekte Wirkung auf die Gesellschaft oder Umwelt, wie bspw. die Reduktion von CO<sub>2</sub>-Emissionen, ausüben. Allerdings ist keine direkte Nachhaltigkeitswirkung auf Gesellschaft oder Umwelt durch Investorenaktivitäten möglich. Deshalb ist eine Differenzierung zwischen der Wirkung von Investoren und Unternehmen für eine trennscharfe Definition von zwei Arten von Impact-Investing sinnvoll<sup>4</sup>:

**Wirkung der Investoren:** Die (positive, nachhaltige) Veränderung eines Unternehmens, die durch die Aktivität des Investors hervorgerufen wurde, insbesondere nachhaltige Transformation von Geschäftsmodellen und Förderung von Wachstum bereits nachhaltiger Geschäftsmodelle.

**Wirkung der Unternehmen:** Die Veränderung in der Welt durch die Aktivitäten des Unternehmens, an dem ein Investor beteiligt ist. Formen der Wirkung eines Unternehmens können sein:

- Unternehmen ermöglichen es Dritten, ihren ökologischen oder sozialen Fußabdruck zu verbessern bzw. Produkte oder Dienstleistungen zur Lösung sozialer oder ökologischer Herausforderungen anzubieten („Enablers“).
- Unternehmen tragen durch die Veränderung ihres Geschäftsmodells oder ihrer Geschäftsprozesse zur Verbesserung ihres ökologischen oder sozialen Fußabdrucks bei („Transformers“).
- Unternehmen tragen mit ihren Produkten oder Dienstleistungen zur Lösung sozialer oder ökologischer Herausforderungen bei („Pure Plays“).

## 1.3 Aufbau eines praxisorientierten Impact-Investing Frameworks

Basierend auf der Definition von Impact-Investments sollte bei der Konzeption eines Impact-Investing Frameworks im ersten Schritt das Wirkungsziel festgelegt werden, um darauf die Aktivitäten auszurichten (Intentionalität). Dabei sollte das Wirkungsziel so gewählt werden, dass in der relevanten Assetklasse auch Wirkungskanäle existieren, die eine positive Wirkung entfalten können. Folgerichtig sind im zweiten Schritt Wirkungskanäle zu selektieren, die nachweislich einen positiven Beitrag zum Wirkungsziel leisten können (Nachweisbarkeit). Wenn ein konkretes Wirkungsziel definiert und die relevanten Wirkungskanäle festgelegt wurden, sind geeignete Messgrößen zu identifizieren, um die Zielerreichung zu dokumentieren (Messbarkeit).

---

<sup>4</sup> Vgl hierzu auch G7 Impact Taskforce (2021): Financing a better world requires impact transparency, integrity and harmonization. Workstream A. <https://www.impact-taskforce.com/workstreams/workstream-a/>

### 1) Intentionalität → Definition eines Wirkungsziels

- Welche Veränderung soll durch das Investment erzielt werden?

### 2) Nachweisbarkeit → Festlegung der Wirkungskanäle

- Welche Wirkungskanäle können einen positiven Beitrag zum Wirkungsziel leisten?

### 3) Messbarkeit (Netto-positive Wirkung) → Identifikation der Messgrößen

- Welche Indikatoren sind am besten dazu geeignet die Veränderung des Ziels zu messen?

Um Praktikern eine Orientierung zur Realisierung von Impact-Investments zu geben, wird im Folgenden insbesondere in den Kapiteln [2. Wirkungskanäle](#) auf die Nachweisbarkeit und [3. Wirkungsmessung](#) auf die Messbarkeit von Impact eingegangen.

## 2. Wirkungskanäle

### Key-Takeaways: Wirkungskanäle

- Impact-Investments müssen mindestens einen Wirkungskanal nutzen, um eine positive Wirkung zu erzielen.
- Die Relevanz und Wirkungsstärke einzelner Kanäle variiert zwischen Assetklassen.
- Zwischen den Wirkungskanälen bestehen Wechselwirkungen.

Es gibt verschiedene Möglichkeiten für Investoren, durch ihre Aktivitäten eine positive Veränderung von Nachhaltigkeitsparametern bei Unternehmen zu bewirken. Dabei sollte die Wirkung unabhängig vom adressierten Wirkungskanal transparent nachvollziehbar sein, um eine differenzierte Betrachtung zu ermöglichen. Die nachstehende Beschreibung der Wirkungskanäle von Investoren und deren Einfluss auf Unternehmen basiert auf einer Synthese aus Kölbel et al. (2020)<sup>5</sup>, Caldecott et al. (2022)<sup>6</sup> und Wilkens et al. (2023)<sup>7</sup>.

### 2.1 Kapitalallokation

Die Kapitalallokation kann ein bedeutender Hebel sein, um die Nachhaltigkeit von Unternehmen zum Positiven zu beeinflussen. Dabei können mit den gezielten (Des-) Investments und der Bereitstellung von Liquidität zwei Mechanismen unterschieden werden, deren Relevanz je nach Anlageklasse variiert.

<sup>5</sup> Siehe Kölbel, J.F., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020): Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment* 33 (4), 554-574. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>

<sup>6</sup> Siehe Caldecott, B., Clark, A., Harnett, E., Koskelo, K., Wilson, C., & Liu, F. (2022): Sustainable Finance and Transmission Mechanisms to the Real Economy, University of Oxford - Working Paper No. 22-04.

<sup>7</sup> Siehe Wilkens, M., Jacob, S., Rohleder, M., & Zink, J. (2022): The Impact of Sustainable Investment Funds – Impact Channels, Status Quo of Literature, and Practical Applications.

### 2.1.1 (Des-) Investment

**Definition:** Signal (oftmals als Preis- / Kurssignal) über den Kapitalmarkt an das Unternehmen durch gezieltes (Des-) Investment aufgrund dessen Nachhaltigkeit.<sup>8</sup>

**Beschreibung:** Kapitalmarktorientierte Unternehmen sind in der Regel für ein Investment nicht auf die Finanzierung eines spezifischen Investors angewiesen. Deshalb wirkt die gezielte Bereitstellung von Kapital bzw. die bewusste Verweigerung einer Finanzierung nicht direkt auf die entsprechenden Unternehmen. Vielmehr können durch gezielte (Des-)Investments die Kapitalkosten von Unternehmen beeinflusst werden, was deren Ausrichtung bzw. Investitionsverhalten beeinflussen kann. Falls sich dieser Effekt einstellt, entsteht eine realwirtschaftliche Veränderung durch die Aktivität des Investors (Investor Impact). Durch ein Desinvestment, das aus mangelnder Nachhaltigkeit eines Unternehmens resultiert, wird ein klares Marktsignal gesendet. Jedoch können steigende Kapitalkosten für nicht-nachhaltige Unternehmen auch dazu führen, dass diese sogar noch weniger nachhaltig wirtschaften.<sup>9</sup> Desinvestments sollten daher als Ultima Ratio gelten, wenn andere Wirkungskanäle, wie etwa Stewardship nicht (mehr) greifen. Ferner variiert die Wirkung dieses Mechanismus zwischen Assetklassen und der Größe der Unternehmen. So kann beispielsweise eine größere Wirkung bei Anleihen (insb. bei Sustainability-linked Bonds) und kleineren Unternehmen entfaltet werden.

**Beispiele:** Gezielter Kauf von Unternehmen mit einem hohen Anteil taxonomie-konformer Geschäftsaktivitäten bzw. gezielter Verkauf von Unternehmen, die gravierende Verstöße gegen den UN Global Compact aufweisen.

### 2.1.2 Bereitstellen von Liquidität

**Definition:** Investition in nachhaltige Unternehmen deren Wachstum aufgrund eines limitierten Zugangs zu Kapital begrenzt ist.<sup>10</sup>

**Beschreibung:** Unternehmen, die keinen direkten Kapitalmarktzugang haben, sind oftmals auf die direkte Finanzierung von Investoren angewiesen, um ihr Wachstum bzw. konkrete Projekte zu finanzieren. Entsprechend können Investoren über die gezielte Bereitstellung von Kapital bzw. die bewusste Verweigerung einer Finanzierung einen stärkeren und direkteren Einfluss auf die Unternehmen auswirken. Dieser Wirkungskanal bezieht sich insbesondere auf junge, kleinere und / oder gering kapitalisierte Unternehmen, die bereits nachhaltig wirtschaften oder nachhaltiger wirtschaften wollen. Typische Assetklassen sind Private Equity und Private Debt.

**Beispiele:** Darlehen mit anfänglichem Verzicht auf Zinszahlungen, um einem nachhaltigen Start-up das Erschließen neuer Märkte zu ermöglichen.

---

<sup>8</sup> Siehe bspw. Zerbib, O. (2019): A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Environmental Integration and Sin Stock Exclusion. *Review of Finance*. DOI: 10.1093/rof/rfac045.

<sup>9</sup> Hartzmark, S.M.; Kelly, S. (2023): Counterproductive impact investing: The impact elasticity of brown and green firms. *SSRN Electronic Journal*.

<sup>10</sup> Siehe bspw. Kersten, R.; Harms, J.; Liket, K.; Maas, K. (2017): Small firms, large impact? A systematic review of the SME Finance Literature. *World Development*, 97, p. 330-348.



## 2.2 Stewardship

Im Sinne der [DVFA-Stewardship-Leitlinien](#) verstehen wir Stewardship als verantwortungsvolle Allokation und aktive Betreuung von Vermögenswerten mit dem Ziel einer nachhaltigen, langfristigen Wertschöpfung für die Kunden, inkl. der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren. Konkret bedeutet dies, dass (I) investierte Unternehmen überwacht und ein aktiver Dialog mit ihnen geführt, (II) Aktionärsrechte zielgerichtet ausgeübt und (III) im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten ein Austausch mit anderen Asset Managern initiiert werden soll.

Durch eine holistische Stewardship-Strategie können diese drei Aspekte aufeinander abgestimmt werden. Wichtig für die Anrechnung von Investor Impact mithilfe dieser Aspekte ist eine aussagekräftige Dokumentation der Erfolge durch den Investor, insbesondere durch den aktiven Austausch mit Ziel-Unternehmen („Engagement“), was in Kapitel [3.2 Wirkungsmessung von Investoren](#) dargestellt wird. Um den Investor Impact möglichst zu maximieren, gilt es, die Ressourcen des Investors effizient einzusetzen, wodurch der Priorisierung der Engagement-Ziele und -Themen sowie der Eruerung eines etwaigen kollaborativen Engagementansatzes ein großer Stellenwert zugeschrieben werden muss. Auf diese Stewardship-Aspekte fokussieren wir uns im weiteren Verlauf und stellen nachfolgend alle drei zunächst kurz vor:

### 2.2.1 Aktiver Dialog mit Emittenten („Engagement“)

Investoren können durch öffentliche oder nicht-öffentliche Dialoge unabhängig von Anlageklassen (Unternehmen, supranationale Agenturen oder Staaten) auf eine Verbesserung der Nachhaltigkeit bei Emittenten, einen Impact, (bspw. mit dem Ziel einer Dekarbonisierung der Produktionsprozesse) abzielen („Voicing“).<sup>11</sup> Dabei können Dialoggründe (kontroversenbasiert oder thematisch) oder -formen (eigenständiger vs. kollaborativer Dialog) unterschieden werden. Im Hinblick auf Nachhaltigkeitsthemen differenzieren wir vier Formen des Engagements: Risiko- bzw. prozessorientiertes Engagement; reportingorientiertes Engagement; Stakeholder-Engagement und outputorientiertes Engagement. Der Einfluss des Investors, Implementierungskosten beim Emittenten bzw. dessen ex-ante Nachhaltigkeit (als Indikator für die Veränderungsbereitschaft) sind wesentliche Erfolgstreiber von Engagements.

Bei der Bestimmung des Investoren-Impacts ist herausfordernd, dass die Veränderung der Nachhaltigkeit von Emittenten oftmals nicht zweifelsfrei einzelnen Engagements bzw. Investoren zurechenbar ist. Das liegt etwa daran, dass viele Engagements nicht öffentlich erfolgen und verschiedene Investoren gleichzeitig Engagements durchführen. Nichtsdestotrotz zeigt die Forschung, dass Engagement ein effektiver Weg sein kann, um Wirkung zu erzeugen.<sup>12</sup> Bündeln dabei mehrere Asset Manager ihre Ressourcen, um im Rahmen eines kollaborativen Engagements konzertiert hohen Druck auf einen

---

<sup>11</sup> Siehe bspw. Barko, T.; Cremers, M.; Renneboog, L. (2021). Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance. *Journal of Business Ethics*. DOI: 10.1007/s10551-021-04850-z.

<sup>12</sup> Noch umfassender und langfristiger als Engagement ist typischerweise Trusteeship (vgl. [Stewardship or trusteeship codes?](#) by Maria Lucia Passador as of March 28<sup>th</sup>, 2022).

Emittenten auszuüben, steigt die Wahrscheinlichkeit eines Engagementerfolgs im Hinblick auf Nachhaltigkeitsverbesserungen an.<sup>13</sup>

Wie Engagement-Unternehmen priorisiert, die Erfolge verschiedener Engagement-Varianten quantifiziert und kollaborative Engagements in Deutschland erleichtert und rechtssicherer gestaltet werden können, wird im Kapitel [5. Vertiefung: Investor-Impact: Impact durch Engagement](#) untersucht.

### 2.2.2 Aktive Stimmrechtsausübung

Die aktive Stimmrechtsausübung unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten inkl. dem Einreichen entsprechender Aktionärsanträge ist für Aktien-Investoren ein wirksamer Weg, um eine positive Wirkung auf das Verhalten von Unternehmen auszuüben („Voting“).<sup>14</sup> Analog zum Engagement hängt der Erfolg dabei insbesondere von dem Einfluss des Investors auf das Unternehmen, den Implementierungskosten der Nachhaltigkeitsmaßnahmen und der aktuellen Nachhaltigkeit des Unternehmens ab.

### 2.2.3 Austausch mit anderen Investoren

Ein Austausch mit anderen Asset Managern kann verschiedene Formen annehmen. Neben dem in [2.2.1 Aktiver Dialog mit Emittenten \(„Engagement“\)](#) beschriebenen kollaborativen Engagement können sich Asset Manager auch zu allgemeinen Themen austauschen, ohne dass dabei auf ein konkretes Unternehmen fokussiert wird. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass laut [BaFin](#) gewährleistet sein muss, dass sich die Asset Manager *nicht* zur Stimmrechtsausübung abstimmen oder auf eine dauerhafte und signifikante Anpassung des Unternehmenszwecks hinwirken („Acting in Concert“), wobei Vereinbarungen in Einzelfällen ausgenommen sind.

## 2.3 Sonstige Wirkungskanäle

Bei den sonstigen Wirkungskanälen ist der kausale Zusammenhang zwischen Investor-Aktivität und realwirtschaftlicher Veränderung zumeist schwer nachweisbar, da diese oftmals indirekt wirken. Nachstehend werden zwei Beispiele für sonstige Wirkungskanäle aufgeführt und kurz beschrieben:

- **Bereitstellung von Ressourcen:** Investoren können den Unternehmen durch das Bereitstellen von nichtfinanziellen Ressourcen wie bspw. Know-how beim Wachstum helfen. Alternativ können Unternehmen auch bei der Veränderung hin zu nachhaltigeren Geschäftsprozessen bzw. -modellen, bspw. durch die Implementierung von auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Managementsystemen, begleitet werden.
- **Erzeugung von Öffentlichkeit:** Investoren können durch das Erzeugen von Öffentlichkeit und der damit einhergehenden Beeinflussung des politischen und medialen Diskurses sowie des Konsumentenverhaltens einen indirekten Einfluss auf das Unternehmen ausüben, um eine positive Veränderung der Nachhaltigkeit zu bewirken.

---

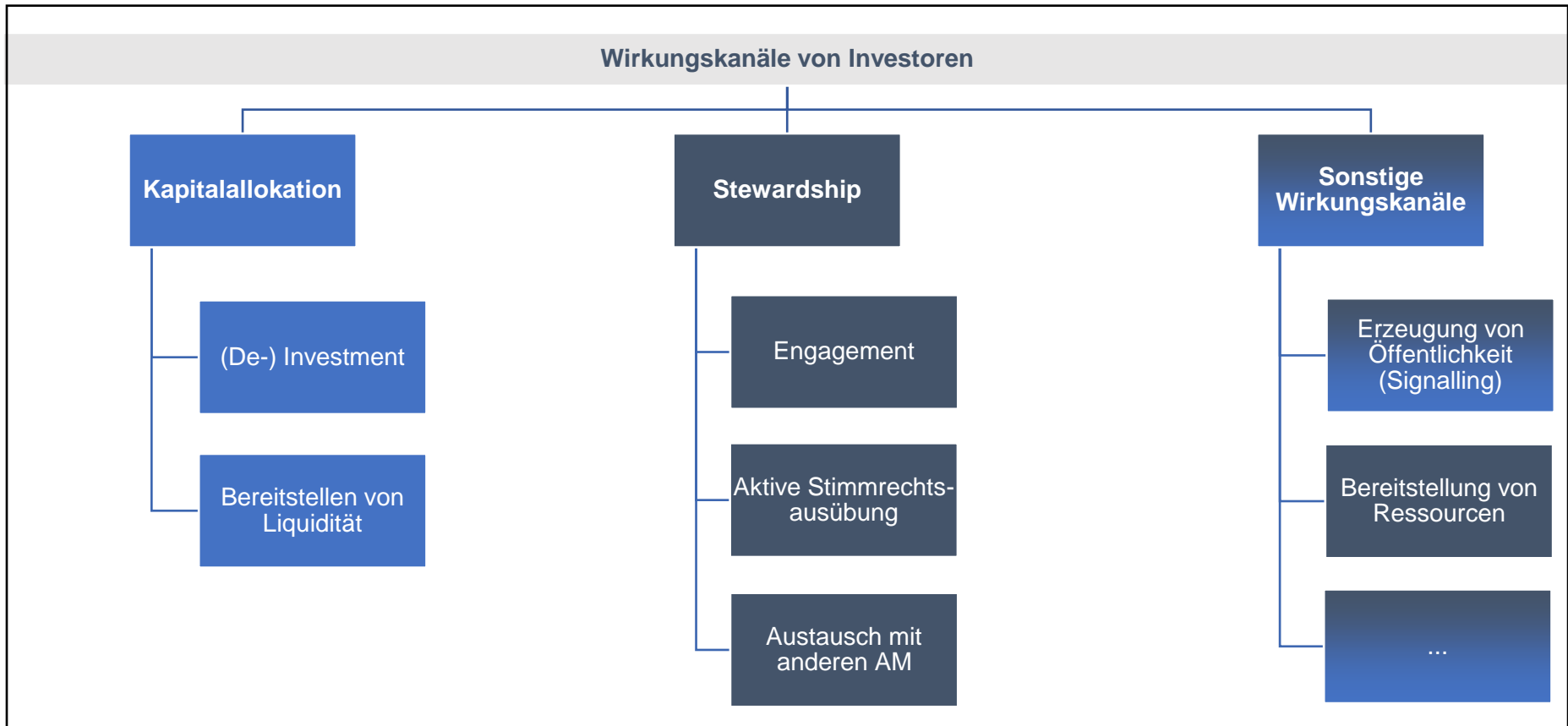
<sup>13</sup> Siehe bspw. Slager, R. et al. (2023): Tailor-to-Target: Configuring Collaborative Shareholder Engagements on Climate Change. Management Science. DOI: 10.1287/mnsc.2023.4806

<sup>14</sup> Siehe bspw. Wei, J. (2020): Environmental, Social, and Governance Proposals and Shareholder Activism. The Journal of Portfolio Management, 46 (3), 49-64. DOI: 10.3905/jpm.2020.46.3.049.

## 2.4 Wechselwirkung der Wirkungskanäle

Es ist festzuhalten, dass die beschriebenen Wirkungskanäle nicht vollkommen unabhängig voneinander sind. So kann die Aktivität über einen Wirkungskanal auch andere Wirkungskanäle beeinflussen. Zum Beispiel könnte von einem gezielten Desinvestment eine Signalwirkung ausgehen, die die Erfolgsaussichten eines Unternehmensdialogs anderer Investoren steigert.

Grafik 1: Darstellung der Wirkungskanäle



**Indirekter Einfluss** auf das Unternehmensverhalten: Durch die direkte Beeinflussung der Kapitalkosten und/ oder dem Zugang zu Liquidität.

**Direkter Einfluss** auf das Unternehmensverhalten (Transformation/ Wachstum).

Quellen: in Anlehnung an Wilkens, M., Jacob, S., Rohleder, M., & Zink, J. (2022): The Impact of Sustainable Investment Funds – Impact Channels, Status Quo of Literature, and Practical Applications, abrufbar auf SSRN/ Caldecott, B., Clark, A., Harnett, E., Koskelo, K., Wilson, C., & Liu, F. (2022): Sustainable Finance and Transmission Mechanisms to the Real Economy, University of Oxford - Working Paper No. 22-04, DVFA-Fachausschuss Impact (2023).

## 2.5 Anlageklassen für Wirkungserzielung

Der dargestellte Wirkungskanal „Kapitalallokation“ ist aus unserer Sicht weit zu halten. Auch wenn hier stärker auf den Wirkungskanal Kapitalallokation eingegangen wird, sind in fast allen Anlageklassen auch die weiteren Wirkungskanäle wie Impact oder Signalling relevant.

Impact – über die Kapitalallokation – kann in und mit fast jeder Anlageklasse erzeugt oder reduziert werden. Die potenzielle **Umkehrbarkeit der Wirkung** ist dabei ein wichtiges Indiz zur Eignungsüberprüfung der Anlageklasse. Wenn zum Beispiel mit der Allokation innerhalb der liquiden Anlageklasse Aktien oder Renten negativer Impact mit der Kapitalallokation erzeugt werden kann, muss dies auch in positiver Ausprägung möglich sein. Beides sind zwei Seiten einer Medaille, die zusammengehören und nicht trennbar sind. Wenn eine investierte Anleihe eines Versorgers negative Wirkung beim Investor erzielt, weil das Unternehmen noch überwiegend fossile Rohstoffe zur Stromerzeugung nutzt, muss dies auch im positiven Sinne möglich sein. Zum Beispiel durch einen Green Bond oder ein (Aktien- oder Renten-) Investment in ein Unternehmen, das überwiegend in erneuerbaren Energien tätig ist und damit einen netto-positiven Effekt erzielt. Die Interpretation, was dabei positiv beiträgt, variiert historisch und bildet den aktuellen Zeitgeist ab. Daher sind **grundsätzlich alle Anlageklassen geeignet**, aber nicht zu jeder Zeit und nicht jedes Instrument. Auch die kontroverse Anlageklasse der „Commodities“ kann positive Wirkung entfalten zum Beispiel „Responsibly Sourced Gold“, als „Sustainable Timber“ oder als Investment in CO<sub>2</sub>-Emissionsrechte (z.B. EUA's). Dabei sind **liquide wie illiquide Anlageklassen gleichermaßen prädestiniert**. Wir sehen dabei illiquide Anlageklassen aufgrund der teils klareren Ursachen-Wirkungsbeziehung jedoch im relativen Vorteil. Primärinvestments sind gegenüber Sekundärinvestments zwar oftmals wahrgenommen im Vorteil zu einer Wirkungszurechnung. Jedoch skizzieren wir in Abschnitt 4, dass der realwirtschaftliche Impact bei Unternehmen auch bei einem teilweisen oder vollständigen Eigentümer- oder Finanzierungswechsel bestehen bleibt und daher auch kein Impact verloren gehen kann. **Sekundärinvestments erben also den Impact des Primärinvestments**.

Es muss dabei die **Anlageklasse** (z.B. Public Equities oder Commodities) und das **Instrument** der Investition (Publikumsfonds bzw. ETC) getrennt werden. Oftmals wird ein Instrument, wenn es einen großen Markt umfasst, stellvertretend selbst als „Anlageklasse“ bezeichnet wie zum Beispiel „Green Bonds“ (= Teil von Public Debt) oder „Hedge Funds“ die genauso wie „Multi Asset Fonds“ in verschiedene Anlageklassen investieren. Nicht immer ist eine trennscharfe Unterteilung möglich, da im allgemeinen Investitionsjargon Anlageklasse und Instrument gemischt werden und Kapitalallokationsstatistiken oftmals nur auf Ebene des Instruments ausgewiesen werden.

Wir konzentrieren uns in der Darstellung auf die Anlageklassen und exemplarische Investitionsinstrumente und -themen, die über Kapitalallokation typischerweise positive Wirkung erzeugen können. Die vermögensseitig derzeit am häufigsten investierten Anlageklassen sind hier dargestellt.

Tabelle 1: Anlageklassen und exemplarische Instrumente die sich für eine positive Wirkungserzielung eignen

Anlageklasse	Instrumente mit positivem Impact (exemplarisch)	Beschreibung der Instrumente
<b>Cash &amp; Cash Equivalents</b>	Social Impact Savings/ Deposits	(Kurzfristige) Einlagen, die über sozial verantwortliche Banken oder Finanzinstitute getätigt werden, die Mittel in wirkungsorientierte Projekte leiten
<b>Public Equities</b>	Lösungsanbieter, z.B. Unternehmen mit hohem SDG-Umsatzanteil	Investitionen in börsennotierte Unternehmen, die z.B. strenge ESG-Praktiken aufweisen und einen hohen Beitrag zu den SDGs liefern
<b>Public Debt</b>	Green Bonds, Social Bonds	(Primär- und Sekundär-)Investments in Festverzinsliche Wertpapiere, die zur Finanzierung von umwelt- oder sozialorientierten Projekten begeben werden
<b>Infrastructure</b>	Green Infrastructure, Social Infrastructure	Investitionen in ökologische oder soziale Infrastrukturprojekte- und -Unternehmen
<b>Real Assets</b>	Green & Social Real Estate, Sustainable Forestry, Sustainable Agriculture	Investitionen in Immobilien, die sich auf hohe ökologische Standards oder soziale Kriterien (z.B. hohe Gebäudeeffizienz, erschwinglicher Wohnraum) konzentrieren; nachhaltige Forst-, Landwirtschafts- oder Landmanagementprojekte
<b>Private Debt</b>	Green & Social Private Debt	Anleihen oder Darlehen von Unternehmen, die bei einer ausgewählten Gruppe von Anlegern platziert werden und Lösungen für soziale oder ökologische Herausforderungen anbieten
<b>Private Equity</b>	Green & Social Private Equity, Green & Social Venture Capital	Eigenkapital-Investments in illiquide Unternehmen (v.a. als Startups oder in Frühphase) und die Lösungen für soziale oder ökologische Herausforderungen anbieten
<b>Hybrid Financing</b>	Mikrofinanzierung	Direkte oder indirekte (z.B. über Mikrofinanzinstitute) Kredite oder Eigenkapital-Investments für Einzelunternehmer und Kleinunternehmen v.a. in den Bereichen Landwirtschaft, Handel, Fertigung und Dienstleistungen v.a. in Emerging Markets
<b>Commodities</b>	Sustainable Timber, CO2-Emissionsrechte	Rohstoffe, die einen hohen gesellschaftlichen Nutzen haben und ökologischen und sozialen Standards genügen

Quelle: In Anlehnung an Drexler et al. 2013 (From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors. World Economic Forum), GIIN 2023: GIIN Insights Series, DVFA-Fachausschuss Impact

### 3. Wirkungsmessung

#### Key-Takeaways: Wirkungsmessung

- Auf Basis der Wirkungsziele sollten passende Messgrößen ausgewählt werden.
- Nachhaltigkeitsdaten unterscheiden sich in der Qualität, weshalb bei der Wirkungsmessung transparent mit Vor- und Nachteilen der Daten umgegangen werden sollte.
- Zur transparenten Wirkungsmessung ist zwischen Company- und Investor-Impact zu unterscheiden.

Aufbauend auf der eingangs getroffenen Definition von Impact Investing ist aus Sicht des DVFA-FA Impact auch bei der Wirkungsmessung zwischen Company-Impact und Investor-Impact zu differenzieren. Deshalb wird nach einer allgemeingültigen Systematisierung möglicher Daten zur Wirkungsmessung gesondert auf die Messung von Company- und Investor-Impact eingegangen

Grundsätzlich kann bei der Wirkungsmessung von Unternehmen zwischen direkten Daten (bspw. CO<sub>2</sub>-Emissionen), abgeleiteten Daten (bspw. CO<sub>2</sub>-Intensität) und weiterverarbeiteten Kennzahlen (bspw. SDG-Ratings) unterschieden werden:

- **Direkte Daten**<sup>15</sup> können in nachhaltigkeitsbezogene (bspw. Abfallproduktion) und finanzielle Daten (nachhaltiger Umsatz oder CAPEX) unterschieden werden. Dabei kann insbesondere die Verwendung von zukunftsgerichteten Kennzahlen, wie CAPEX, eine Möglichkeit sein, um die künftige Transformation des Unternehmens einzuschätzen. Der Vorteil von direkten Daten liegt in der Objektivität, wodurch die Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen erleichtert wird.
- **Abgeleitete Daten**<sup>15</sup> umfassen normierte und geschätzte Daten. Somit kann die Verwendung von abgeleiteten Daten sinnvoll sein, um Datenlücken zu schließen und eine Vergleichbarkeit zwischen verschiedenen Unternehmen herzustellen. Allerdings sollte insbesondere bei der Verwendung von Schätzwerten die Datenqualität betrachtet werden.
- **Weiterverarbeitete Kennzahlen** verschiedener Datenanbieter sind sehr heterogen<sup>16</sup> und somit schwer zu vergleichen. Allerdings bieten aggregierte Kennzahlen den Vorteil, dass sie ein ganzheitlicheres Bild eines Unternehmens zeichnen, was die oftmals komplexe Wirkungsmessung erleichtert.

<sup>15</sup> Sowohl direkte als auch abgeleitete Daten werden heute von Unternehmen nur rudimentär und unzureichend berichtet und sind daher oft nur als geschätzte Datenpunkte von ESG-Ratingagenturen erhältlich. Durch die Ausweitung der Berichtspflichten unter der CSRD und die zugrundeliegenden Reportingstandards „ESRS“ werden Unternehmen die von ihnen als materiell eingestuft werden SFDR-Datenpunkte berichten. Die Datenverfügbarkeit wird damit perspektivisch deutlich ansteigen.

<sup>16</sup> Vgl. Baukloh et al. (2023), In partnership for the goals? The (dis)agreement of SDG ratings.

Welche Daten genutzt werden, hängt oft vom Anwendungsfall ab – wichtig ist es, transparent in Bezug auf die Stärken und Schwächen der verwendeten Daten und Modelle zu sein, um eine externe Einordnung des verwendeten Ansatzes zu erleichtern.

Tabelle 2: Exemplarische Systematisierung der Wirkungsmessgrößen

Kategorie	Bezeichnung	Beispiele	Verfügbarkeit	Vergleichbarkeit
Weiterverarbeitete Daten	SDG-Ratings (aktivitäts- und/oder outputorientiert)	/	+	-
	ESG-Ratings (aktivitätsorientiert)	/	+	-
Abgeleitete Daten	Normierte Daten	CO2-Intensität	+	+
	Schätzwerte	CO2-Emissionen Scope 3	+	-
Direkte Daten	Finanzdaten, (vergangenheitsorientiert)	Nachhaltige Umsätze	+	+
	Finanzdaten (zukunftsorientiert)	Nachhaltiger CAPEX bzw. OPEX	0	+
	Nachhaltigkeitsdaten (outputorientiert)	Abfallproduktion	0	+
	Nachhaltigkeitsdaten (aktivitätsorientiert)	Arbeitsunfälle	0	+

Die tatsächliche Wirkung des Investors und der investierten Unternehmen zu messen ist eine komplexe Herausforderung. Sie ist aber notwendig, um transparent die Wirkung kommunizieren zu können und die Grundprinzipien nachhaltigkeitsbezogener Offenlegungspflichten einzuhalten. Zur bestmöglichen Wirkungsmessung ist zwischen der Wirkung, die von Investoren und Unternehmen ausgeht, zu differenzieren. Egal ob dabei auf einen Investoren- oder Unternehmens-Impact rekurriert wird: damit ein Impact durch den Investor erhoben und berichtet werden *darf*, muss der Emittent ein Mindestmaß an Nachhaltigkeit vorweisen. Als „Minimum Safeguards“ verweisen wir auf die EU DNSH Prinzipien oder auch die im Rahmen des deutsche „[Verbändekonzepts](#)“ definierten Mindestausschlusskriterien.

### 3.1 Wirkungsmessung von Unternehmen

Im Folgenden wird auf die Wirkungsmessung bei Unternehmen eingegangen. Um das gesamte Spektrum von Unternehmen mit positiver Wirkung aufzuzeigen, werden diese einfürend in drei Kategorien unterteilt:



- „Pure Plays“: Unternehmen, die durch ihre Produkte und Dienstleistungen einen Impact generieren.
- „Enablers“: Unternehmen, die Dritten helfen, ihren ökologischen und sozialen Fußabdruck zu verbessern oder nachhaltige Produkte und Dienstleistungen anzubieten.
- „Transformers“: Unternehmen, die aktiv ihr Geschäftsmodell und / oder ihren vor- und nachgelagerten ökologischen oder sozialen Fußabdruck verbessern.

In Abhängigkeit von der Kategorie variiert der Fokus möglicher Messgrößen:

Pure Plays zeichnen sich dadurch aus, dass sie Produkte und Dienstleistungen bereitstellen, die direkt eine positive Wirkung erzielen. Deshalb sollten die verwendeten Messgrößen auch dies abbilden. Zum Beispiel kann bei einem Windfarmbetreiber, der treibhausgasarmen Strom produziert, die Messgröße produzierter grüner Strom (in mW/h) verwendet werden.

Enablers zeichnen sich dadurch aus, dass sie Produkte und Dienstleistungen bereitstellen, die es Dritten ermöglichen eine positive Wirkung zu erzielen, wie zum Beispiel ein Windturbinenhersteller, der dem Windfarmbetreiber ermöglicht grünen Strom zu produzieren. Eine mögliche Messgröße könnte die Leistungskapazität zur Produktion grünen Stroms (in MW) sein.

Transformationsunternehmen oder Transformers verbessern sich in Bezug auf die Nachhaltigkeit. Wenn sich die Verbesserung auf die Produktionsprozesse bezieht, bieten sich aktivitätsorientierte Nachhaltigkeitskennzahlen zur Wirkungsmessung an. Strebt zum Beispiel ein Unternehmen als Ziel die Treibhausgasreduktion an, kann als Messgröße Treibhausgas-Intensität herangezogen werden.

Darüber hinaus ist es wichtig, die Wirkung eines Unternehmens ganzheitlich zu erfassen, sodass sowohl die negative als auch die positive Wirkung zu erheben ist. Ferner sollten spezifische Messgrößen/KPIs definiert werden, die ein transparentes Bild über die ESG-Situation des Unternehmens liefern. Diese bieten dann auch eine Ausgangsposition für die Wirkungsmessung. Im Idealfall sind dies universal anwendbare Messgrößen/KPIs, die also auf Unternehmen unterschiedlicher Größen, Regionen und Sektoren angewendet werden können. Beispiele für Indikatoren zur Messung negativer und positiver Wirkung werden nachstehend aufgeführt:

Messbare *negative* Wirkung, kann u.a. über die PAI-Indikatoren (PAI = principal adverse impact) erfasst und dokumentiert werden. Die PAI-Indikatoren ermöglichen es, potenzielle Risiken und negative Auswirkungen von Investitionen zu identifizieren und zu bewerten und können zur Identifizierung nachhaltiger Investitionen i.S.d. SFDR als “Do no significant harm” (DNSH)-Faktoren herangezogen werden. Eine weitere Möglichkeit ist die Einbeziehung der DNSH-Kriterien der EU-Taxonomie, die eine negative Beeinträchtigung eines oder mehrerer der sechs Umweltziele unterbinden sollen. Es ist grundsätzlich sinnvoll, regulatorisch verpflichtende und daher weitestgehend verfügbare Daten (z.B. DNSH, PAI) als Grundlage der Wirkungsmessung zu nutzen. Dabei können diese Indikatoren (bei einer entsprechenden Reduktion) auch zur Messung des Engagementerfolgs herangezogen werden (siehe unter 3.2 Wirkungsmessung von Investoren).

Damit die *positive* Wirkung bei einzelnen Investitionen messbar ist, muss zunächst ein Wirkungsziel definiert werden. Zur transparenten Bewertung der Zielerreichung sind dann entsprechende Messgrößen zu bestimmen. Dabei können neben den sechs Umweltzielen der EU-Taxonomie auch die 17 UN-SDGs zur Wirkungsmessung verwendet werden. Zum Beispiel kann als Wirkungsziel „Zugang zu sauberem Wasser“ definiert werden und dann bspw. die Anzahl gebauter Brunnen als Messgröße dienen. Bei SDG-Ratings werden weiterverarbeitete Daten verwendet, sodass Datenanbieter bewerten, inwiefern und in welchem Umfang Unternehmen über ihre Geschäftsaktivitäten und / oder ihre Produkte und Dienstleistungen einen positiven Einfluss auf die Zielerreichung der SDGs ausüben.

Vor dem Hintergrund der Vielzahl etablierter Rahmenwerke zur Wirkungsmessung bei Unternehmen, verzichten wir auf eine stärkere Ausdifferenzierung der Messmethoden. Eine Auswahl der wichtigsten Rahmenwerke ist nachstehend aufgeführt:

**IRIS+** (Impact Reporting and Investment Standards+) ist ein System von Indikatoren, das von GIIN entwickelt wurde. Es versucht, eine breitere Palette von Messgrößen abzudecken, die den sich entwickelnden Anforderungen des Impact-Investing gerecht werden. Das Framework deckt verschiedene Sektoren und Branchen ab, um soziale, ökologische und finanzielle Auswirkungen von Unternehmen und Investitionen einzuschätzen.

Bereits 2018 hat PRI die „**Impact Investing Market Map**“ lanciert. Aufbauend auf über 450 Berichten von Datenanbietern, Universitäten oder UN-Agenturen soll sie es Marktteilnehmern erleichtern, Unternehmen, die einen Impact generieren, anhand von Themenschwerpunkten zu identifizieren. Die zehn identifizierten Themenschwerpunkte wurden dabei weitgehend mit den 17 SDGs verknüpft, um dadurch auch das Impact-Investing-Reporting zu erleichtern. Jedem Themenschwerpunkt wurden unter anderem Sektoren zugeteilt, in denen Unternehmen ein mögliches positives Exposure dem Themenschwerpunkt gegenüber aufweisen können (bspw. werden dem Schwerpunkt Energieeffizienz Sektoren wie Elektrofahrzeugbau oder Versorger im Bereich Erneuerbare Energien zugeordnet).

Spezifische, teilweise anlageklassen- oder sektorspezifische Rahmenwerke wie **ICMA-Normen** (International Capital Market Association Norms) als Standards für die Emission von Green- oder Social-Bonds sowie die UNEP FI **Principles for Positive Impact Finance** (United Nations Environment Programme Finance Initiative) als Leitlinien für Finanzinstitute und Unternehmen ergänzen generalistische Rahmenwerke.

Nicht zuletzt hat auch die EU mit der **EU-Taxonomie** und den **PAIs (auf Basis der SFDR)** nicht nur eine Namensgleichheit erzeugt, sondern auch ein Indikatorset definiert, dass für alle Nachhaltigkeitsinvestoren in der EU als Basis relevant ist.

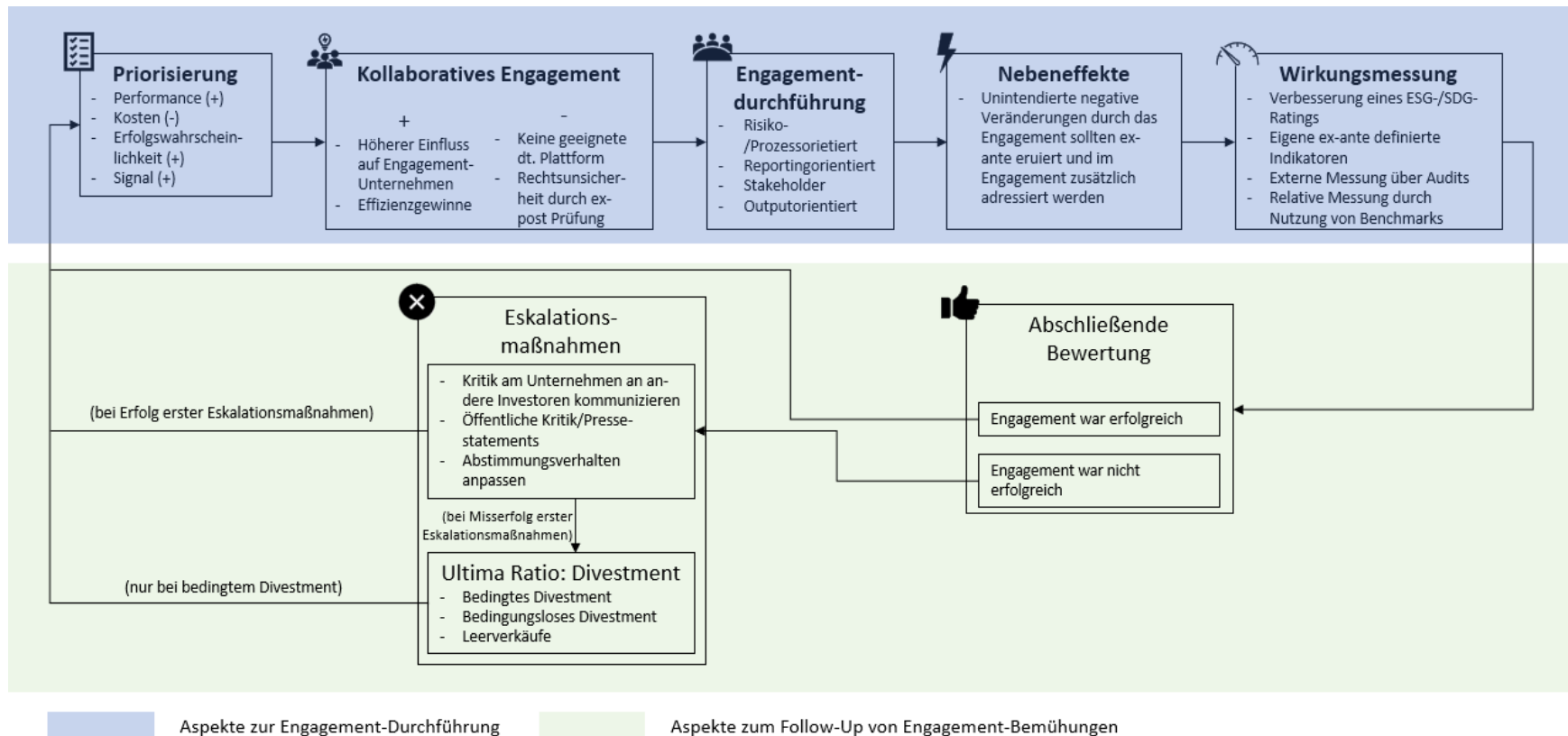
### 3.2 Wirkungsmessung von Investoren

Da das Engagement einer der etabliertesten Wirkungskanäle zur Generierung von Investor-Impact bei liquiden Anlageklassen ist, wird dieser Wirkungskanal nachfolgend fokussiert: Die wissenschaftliche Forschung zeigt, dass Engagement ein effektiver Wirkungskanal sein kann.<sup>17</sup> Der aus dem Engagement induzierte Impact ist stets indirekt, da zunächst eine Änderung beim Zielunternehmen selbst eintreten muss (potenzieller Investor Impact), bevor dieser eine realwirtschaftliche Änderung folgen lässt (Company Impact). Dabei können durch das Engagement sowohl positive als auch negative, zumeist nicht intendierte Wirkungen resultieren, die nach Möglichkeit quantifiziert werden sollten. Wichtig ist dabei, dass die gesamthafte Wirkung positiv sein muss. Die vom DVFA-FA Impact genauer untersuchten Aspekte entlang des Engagementprozesses werden in der nachstehenden Grafik in chronologischer Reihenfolge dargestellt und in Kapitel 5 genauer beleuchtet.

---

<sup>17</sup> Siehe Kölbel, J.F., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020): Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment* 33 (4), 554-574. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>en Literaturüberblick hierzu: Kölbel, J.F., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020): Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment* 33 (4), 554-574. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>

Grafik 2: Maßnahmen und Entscheidungen entlang des Engagement-Prozesses



Ob ein Engagement erfolgreich ist, hängt vom Ziel des Unternehmensdialogs und der Reaktion des Engagement-Unternehmens ab. Der Erfolg eines Engagements kann basierend auf der Zielvorgabe des Engagements anhand verschiedener Metriken erhoben werden, die im Absatz [Engagementdurchführung & mögliche Messgrößen für die Wirkungsmessung](#) genauer untersucht werden. Wirkung kann man darüber hinaus absolut und relativ messen. Für die relative Messung benötigt man zusätzlich zum absoluten Messansatz Vergleichsmaßstäbe (Benchmarks), bei deren Auswahl hohe Qualitätsanforderungen nötig sind. Zunächst muss die Benchmarkwahl für die Erfolgsmessung von Engagement begründet werden. Zudem muss die Bewertung der Benchmark bzw. der darin enthaltenen Konstituenten auf derselben ESG-Datengrundlage fußen, wie das bewertete Portfolio. Dieser relative Ansatz lässt sich bspw. verbinden mit der Idee der ESAs im aktuellen [Progress Report on Greenwashing](#), die obligatorischen PAI-Kennzahlen eines Fonds in Relation zu der Benchmark des Fonds darzustellen. Zudem kann differenziert werden in die

- **Interne Erfolgsmessung:** Verbesserung des ESG- und SDG-Ratings als erste Proxy-Indikatoren. Darüber hinaus (z.B. wegen Timelag bei Rating-Verbesserung) Verwendung eigener ex-ante definierter Indikatoren zum Engagement-Thema und die
- **Externe Erfolgsmessung:** Audits (mit Tracking, ob Ziel erreicht wurde); Anzahl und Inhalte von Shareholder Proposals; Proxy Voting zu einem konkretem Shareholder Proposal; angenommene Abstimmungsvorschläge.

Um Doppelzählungen zu vermeiden und wie im Kapitel [Fungibilität von Impact](#) ausgeführt, ist der Impact, den Investoren durch Engagement generieren, nie höher als der Impact des Ziel-Unternehmens (Company Impact). Damit gilt immer: Investor Impact  $\leq$  Company Impact.

Bei einer [fondsspezifischen Offenlegung zum Engagementansatz](#) und der Bemessung des Investor-Impact sind die folgenden Punkte idealerweise zu berücksichtigen:

- Anteil der Engagements an allen (Aktien-)Investments (z.B. 10 % der Aktien).
- Anzahl der Themen pro Engagement und – wenn möglich – Gewichtung der Themen in ESG-Ratings
- Anzahl/Umfang der erfolgreichen Shareholder Proposals
- Anzahl der Engagements pro Jahr und Mitarbeiter
- Erfolgsquoten
- Desinvestments und das daraus hervorgehende Marktsignal (wurde das Desinvestments öffentlich bekannt gemacht?)

In der nachstehenden Tabelle „Exemplarisches Stewardship-Reporting“ bauen wir auf den vorangehenden Indikatoren sowie einem Erfolgsmessungsvorschlag von Shareholders for Change auf und erweitern diesen um mehrere Elemente:

- Nicht nur direktes Engagement, sondern auch Stimmrechtsausübungen (Voting) pro Unternehmen.

- Engagement und Stimmrechtsausübungen (Voting) werden pro Thema differenziert
- Mögliche Aggregation der Ergebnisse auf Portfolioebene

Tabelle 3: Exemplarisches Stewardship-Reporting

Unternehmen	Erstkontakt	Kontaktanzahl	Letztkontakt	Diskussion aktiv/abgestimmt	Thema 1* (10% ESG)	Thema 2* (15% ESG)	Thema 3* (5% ESG)
A: Engagement	30.05.2022	5	26.07.2023	Ja	1	2	3
A: Voting			30.04.2023	Ja	0	5	
B: Engagement	23.02.2023	3	31.07.2023	Ja	3	4	
B: Voting			30.05.2023	Ja	5	0	
C: Engagement	31.07.2023	1	23.08.2023	Ja	1		1
C: Voting			30.06.2023	Nein			
...							
<b>Anzahl Unternehmen</b>				<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>Mittelwert</b>					<b>2,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>

\* Die Themengebiete, zu denen Engagements stattfanden bzw. zu denen abgestimmt wurde, sind klar zu benennen. Zudem ist jedem Thema ein Stellenwert im Hinblick auf die jeweilige Gewichtung in ESG-Ratings zuzuordnen, um damit die Materialität des Themas einzuordnen (bspw. kann Thema 1 konkret die Zielsetzung zu einer Reduzierung von Scope 3-Emissionen bedeuten, was 10% des ESG-Ratings ausmacht). Diese Gewichtung kann pro Investment je nach Branche unterschiedlich ausfallen und in dem Fall in der Tabelle pro Investment separat ausgewiesen werden

Quelle: in Anlehnung an Shareholders for Change (2023), DVFA-Fachausschuss Impact (2023).

Das dargestellte Beispiel bezieht sich auf ein Aktienportfolio mit 50 Unternehmen, wobei zu 50 % der Portfoliounternehmen ein Engagement durchgeführt bzw. abgestimmt wurde. Der erste Kontakt mit Unternehmen A erfolgte bspw. am 30. Mai 2022. Seitdem gab es fünf Kontakte, als physische / virtuelle Treffen oder schriftlicher Art. Am 30. April 2023 wurden zudem die Stimmrechte ausgeübt. Das direkte Engagement umfasste drei verschiedene Themen, wobei zu zweien auch abgestimmt wurde.

Das Beispielreporting nutzt aus Vereinfachungsgründen nur ESG-ratingbezogene Themen, die relativ einfach aggregiert werden können. Zwar können die meisten Metriken, die im Kapitel [Engagement-durchführung & mögliche Messgrößen für die Wirkungsmessung](#) den vier eingeführten Engagementstrategien zugeordnet werden, ebenfalls darunter gefasst werden, da bspw. auch Anzahl, Frequenz und Umfang von relevanten Unternehmensberichten für reportingorientierte Engagements einen Einfluss auf das ESG-Rating des Unternehmens haben können. Jedoch kann für die vorgeschlagenen Metriken nicht immer oder nur eingeschränkt ein direkter Bezug zum ESG-Rating hergestellt werden. Das Ziel sollte also sein, die oben unter "fondsspezifische Offenlegung zum Engagementansatz" aufgeführten Aspekte aufzugreifen und möglichst vollumfänglich zu berichten.

Der Erfolg eines Engagements oder einer Abstimmung ist an die Systematik von Shareholders for Change angelehnt:

Tabelle 4: Bewertungsmetrik für Engagement-Aktivitäten

Engagement	Voting	Bewertung
Unternehmen hat Vorschlag voll umgesetzt	Vorschlag wurde voll umgesetzt	5
Unternehmen hat Vorschlag überwiegend umgesetzt, oder sich verpflichtet, alles zu tun (mit Zeitplan)	Volle Zustimmung zu Vorschlag mit Zeitplan	4
Unternehmen hat Vorschlag teilweise umgesetzt oder sich dazu verpflichtet, es überwiegend zu tun (mit Zeitplan)	Zustimmung zu reduziertem Vorschlag mit Zeitplan	3
Unternehmen gab die gewünschten Informationen weiter oder hat sich verpflichtet, das Erbetene teilweise zu tun (ohne Zeitplan)	Zustimmung zu reduziertem Vorschlag ohne Zeitplan	2
Unternehmen gab die gewünschten Informationen teilweise heraus	Vorschlag wurde abgelehnt	1
Unternehmen hat Vorschlag abgelehnt	Vorschlag wurde nicht auf Agenda gesetzt	0

Quelle: in Anlehnung an Shareholders for Change (2023), DVFA-Fachausschuss Impact (2023).

Die Bewertung wird anhand sechs unterschiedlicher Rubriken vorgenommen, wobei eine 5 jeweils das Erreichen der Zielvorstellung des Investors darstellt, da hier sämtliche eingeforderte Anpassungen umgesetzt wurden. Eine 0 hingegen symbolisiert die Verweigerung eines Emittenten, sich auf die Forderungen des Investors einzulassen. Die inkrementellen Abstufungen sollen dabei einer teilweisen Umsetzung auf Emittentenseite, bzw. einer künftig geplanten, mit konkretem Zeitplan versehenen Umsetzung Rechnung tragen.

Die Bewertung auf Einzeltitelebene für Engagement- und Voting-Aktivitäten (siehe Übersicht „Exemplarisches Stewardship-Reporting“) kann auch auf Portfolioebene bzw. Entitätenebene aggregiert werden. Der durchschnittliche Erfolg beim exemplarischen Investor über alle Themenfelder und Einzelportfolios hinweg liegt bspw. bei 2,3 von 5. Neben der Erfolgsquote kann auch die „Stewardship-Intensität“ dargestellt werden, indem etwa die Stewardship-Maßnahmen in Relation zur Anzahl

Tabelle 5: Stewardship-Reporting auf Fondsebene

Aggregierte Kennzahlen auf Entitätenebene	Übersicht
Anzahl der insgesamt investierten Aktien	50
Anzahl aktiver Kontakte (# Unternehmen)	25
% aktiver Kontakte	50%
Anzahl Stewardship-Spezialisten	2
Aktive Kontakte/Spezialist	12,5
Mittlere Erfolgsquote (s. Tabelle)	2,3
Engagementpolitik	Link zu Dokument

Quelle: DVFA (2023)

an Stewardship-Spezialisten bei einem Asset Manager gesetzt wird (im Beispiel: 12,5 Kontakte/Spezialist und Jahr). Ein konkretes Beispiel, wie durch Engagementmaßnahmen ein Investor Impact generiert werden kann und wie dieser im Verhältnis zum Company Impact steht, wird im Kapitel [Vertiefung: Company-, Investor- und Portfolio Impact](#) erläutert.

Das Reporting kann sukzessive um weitere Elemente ergänzt werden. So können Themenfortschritte mit präziseren Metriken wie „Reduktionen von Emissionen“, „Verbesserungen von ESG- oder SDG-Ratings“ etc. gemessen werden, um damit die dargestellte Erfolgsquote zu plausibilisieren. Außerdem können Eskalationsstufen wie „Aussetzungen von Erhöhungen von Investments“ bzw. „Divestments“ oder „Erhöhungen von Investments“ pro Unternehmen hinzugefügt werden.

Portfolioübergreifend kann zur laufenden Unterstützung bzw. wenn das Engagement nicht zum gewünschten Erfolg führt, Kritik an Unternehmen geäußert werden, indem Informationen an andere (potenzielle) Investoren gegeben werden, bspw. über Investorenzirkel (sofern zulässig; Signalling):

- Äußern öffentlicher Kritik an Unternehmen („Naming/Shaming“ bzw. Public Signalling) durch Mediengespräche, offene Briefe, sonstige Publikationen, Protestaktionen etc. und daraus ableitend eine etwaige, *nicht abgestimmte*
- Änderung des Abstimmungsverhaltens anderer Investoren und als Ultima Ratio ein
- Komplettes oder teilweises Desinvestment<sup>18</sup> (inkl. Leerverkauf)

Teilweise können diese Ansätze miteinander kombiniert werden bzw. bewirken sich Einzelkomponenten gegenseitig, sodass die Wirkung potenziert wird. So kann ein Desinvestment öffentlich mit einem gescheiterten Engagementversuch oder einer unbefriedigenden Nachhaltigkeitsentwicklung begründet

<sup>18</sup> Beim Desinvestment ist grundsätzlich zu berücksichtigen: Engagement muss nicht mit dem Einstieg als Investor beginnen bzw. mit dem Ausstieg als Anleger nicht enden. Ein dem Unternehmen in Aussicht gestelltes, etwaiges (Re-)Investment kann das Unternehmen auch ohne aktuelles Exposure zu Änderungen inzentivieren. Grundsätzlich ist also zu differenzieren in ein bedingtes oder temporäres Desinvestment, das nach Erfüllung der vom Investor postulierten Änderung aufgehoben wird und ein bedingungsloses oder endgültiges Desinvestment, das vom Investor als irreversibel eingestuft wird.



werden. Dabei ist zu beachten, dass manche dieser Maßnahmen zu wesentlichen Wertpapierkursänderungen führen können. Solche Maßnahmen können auch Auswirkungen auf Kunden, Lieferanten, Mitarbeiter, Aufsichtsbehörden etc. haben (direkte Reputationswirkungen plus indirekte Wirkungen). Anleger können versuchen, die Wirkung solcher Aktionen (öffentliche Kritik, Desinvestment) mit den im Kapitel [Engagementdurchführung & mögliche Messgrößen für die Wirkungsmessung](#) diskutierten Kennzahlen zu messen.

#### 4. Fungibilität von Impact

##### Key-Takeaways: Fungibilität

- Company-Impact ist zwischen Investoren übertragbar
- Im Gegensatz dazu ist Investor-Impact nur dem aktuellen Investor zuzurechnen und somit nicht übertragbar
- Ein historischer Ausweis des Investor-Impacts ist möglich, muss aber klar gekennzeichnet werden.

Impact, im Sinne des Impact Investing, ist teilweise fungibel, also übertragbar. Dabei ist zwischen dem Impact von Investoren und Unternehmen zu unterscheiden. Der Impact von Investoren (Investor Impact) ist nicht übertragbar, wohingegen der Impact von Unternehmen (Company Impact) übertragbar ist und fortgeschrieben werden kann.

Realwirtschaftlicher Impact bei Unternehmen (Company Impact) bleibt auch bei einem teilweisen oder vollständigen Eigentümer- oder Finanzierungswechsel aufgrund der Kontinuität der unternehmerischen Aktivität des Unternehmens bestehen. Weil neue Investoren, genau wie vorherige Investoren, dazu beitragen, die wirkungserzeugende Unternehmensaktivität fortzuführen, ist der aktuelle Company-Impact übertragbar. Der bestehende Company-Impact kann somit bei einer Sekundärmarkttransaktion weitergegeben werden, da der Impact eines Unternehmens nicht mehr vom Primärinvestor abhängt. Die Übertragbarkeit von Impact folgt damit auch der Übertragung der Investorenrechte und -pflichten. Company-Impact kann also nicht durch einen Investorenwechsel „verloren“ gehen. Die in 1.3 genannten Kriterien müssen aber erfüllt sein, um bei Sekundärinvestments Company Impact begründen zu können.<sup>19</sup>

Die Übertragbarkeit von Impact ist linear. Auch negativer Company-Impact kann somit auf neue Investierende übertragen werden. Im Sinne einer Gesamtportfoliobetrachtung kann damit sowohl „Investment“, aber auch „Desinvestment“ den Company-Impact auf Portfolioebene steigern (oder reduzieren).

---

<sup>19</sup> Somit scheiden z.B. High Frequency Trader, die die Bestände nur innerhalb des Tages halten oder Fonds- oder Index-Investoren ohne Impact-Absicht, die in Impact Unternehmen investieren aus, da keine Intentionalität vorliegt.

Investor-Impact, den ein Investor z.B. durch Unternehmensdialog (Engagement) erzielt, geht hingegen in dem entsprechenden Unternehmen auf. Nur der Investor, der den Dialog begleitet hat, kann sich die Investoren-Wirkung zurechnen lassen (Investor Impact). Investor-Impact ist also nicht übertragbar. Sollte der Investor, der einen Investoren-Impact bei einem Unternehmen erzielt hat, seine Position in dem relevanten Unternehmen veräußern, erwirbt der Käufer ein Unternehmen mit einer höheren Wirkung (Company Impact). Entsprechend ist auch die Investoren- und Unternehmenswirkung immer getrennt auszuweisen. Der geschaffene Investor-Impact kann zudem nicht größer sein als der geschaffene Company-Impact. Die Veränderung zwischen Company-Impact in t0 und t1 kann somit teilweise Investor-Impact sein.

Eine Zurechnung zwischen Company- und Investor-Impact ist aber schwer möglich und geht letztlich immer in Company-Impact über. Wir plädieren daher für einen separaten Ausweis von Kennzahlen für den Investor-Impact, um eine Vermischung mit Company-Impact zu vermeiden und Trennschärfe für die Fungibilität des Company-Impact zu ermöglichen. Mit der Unterscheidung zwischen der Investoren- und Unternehmenssicht (Investor- vs. Company-Impact) ist unsere Definition mit der Logik nachhaltiger Investments z.B. nach der EU SFDR kompatibel.

**Die Fungibilität von Impact erstreckt sich auf alle Anlageklassen und Instrumente, sofern sie originären Company-Impact begründen.** Die Übertragung des Company-Impact erfolgt pro rata nach der Höhe der Gesamtkapitalanteile (Enterprise Value Betrachtung). Für die planetare Wirkung ist dabei die absolute Höhe des erzielten Company-Impact relevant. Für die bessere Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen und Investoren sollte diese Betrachtung aber relativ ausgewiesen werden. Im Vergleich zwischen Investoren ist der relative Vergleich bevorzugt. Da andernfalls bspw. Investor 1, der 1 Mio. (= 10 % des Fonds) in ein 100 % nachhaltiges Unternehmen investiert, eine absolut geringere Wirkung hätte als Investor 2, der 10 Mio. (= 5 % des Fonds) in das gleiche Unternehmen investiert. Relativ hat Investor 1 (c.p.) aber einen höheren, gewichteten Portfolio-Impact. Für Informationszwecke kann Investor- und Company-Impact von bereits veräußerten Unternehmen als „historischer“ Impact ausgewiesen werden. Dieser **„historische Impact“ sollte klar vom aktuell finanzierten Company Impact getrennt werden.** Es sollte daher der Zeitpunkt der Impact-Erzeugung als Primärinvestor und zusätzlich auch der Verkaufszeitpunkt (Übergang des Company-Impact) ausgewiesen werden.

Klarstellend ist zu ergänzen, dass eine Überkompensation von historisch geschaffenem Impact im Sinne eines dauerhaften Ansatzes beim ursprünglichen Primärinvestor jedoch kritisch zu sehen ist. Die **Kompensation des Primärinvestors in eine Impact Aktivität erfolgt mit der Sekundärtransaktion über den Verkaufspreis vollständig.** Die Fungibilität von Impact folgt damit der ökonomischen und rechtlichen Kette. **Historischer Impact kann für Informationszwecke jedoch ausgewiesen werden,** sollte deutlich als solcher kenntlich sein. Eine mehrfache Anrechnung von Impact ist nicht statthaft.

Wir plädieren auch dafür, dass **Impact nicht getrennt vom zugrunde liegenden Investment** gehandelt werden kann, um das Risiko von Mehrfachanrechnungen von Impact zu vermeiden. Eine Teilveräußerung eines Impact Streams ist rechtlich möglich, vergrößert aber das **Risiko der Mehrfachanrechnung,** die nicht erfolgen darf. Dies könnte zum Beispiel in Fällen wie einer nachhaltig bewirtschafteten

Waldfläche relevant sein, wenn für eine definierte Zeit keine Bäume gefällt werden und das CO2 effektiv gespeichert wird. In diesem Fall könnte die abtrennbare CO2-Einsparung fungibel werden. Falls dies in Projekten tatsächlich relevant sein sollte, muss vom Investor dazu transparent berichtet werden, inklusive des neuen Eigentümers des Company Impact und der Investoren-Kette im Falle einer Weiterveräußerung der CO2-Rechte.

## 5. Vertiefung: Investor-Impact: Impact durch Engagement

### Key-Takeaways: Engagement

- Um den Ressourceneinsatz effizient zu gestalten, müssen Engagements priorisiert werden.
- Es gibt verschiedene Engagementstrategien, deren Erfolg anhand konkreter KPIs erhoben werden kann
- Kollaboratives Engagement kann die Wahrscheinlichkeit eines Engagementserfolgs erhöhen – in Deutschland besteht aber weiter große Unsicherheit

Häufig liegt der Fokus aktueller Engagementbemühungen auf einzelnen Themen, die einen hohen Stellenwert in der Gesellschaft und/oder den Medien genießen (bspw.: CO2-Emissionen; Biodiversität; Gender-Aspekte etc.). Grundsätzlich ergeben sich, wie in der Grafik [unter 4.2 Wirkungsmessung von Investoren](#) in der Rubrik „Engagementdurchführung“ dargestellt, im Wesentlichen vier Optionen, um inhaltliche Schwerpunkte bei einem Engagement zu setzen und darüber Investor-Impact zu generieren und zu messen:

- 1. Risiko- bzw. Prozessorientiertes Engagement:** Das Engagement zielt primär darauf ab, eine ESG-Rating-Verbesserung beim Ziel-Unternehmen zu erwirken, das heißt, die ESG-Risiken für das Unternehmen zu reduzieren, was vor allem über Prozessveränderungen erreicht werden kann. Folglich werden hier von Rating-Agenturen hochgewichtete Indikatoren aufgegriffen.
- 2. Reportingorientiertes Engagement:** Das Ziel-Unternehmen soll insbesondere sein Reporting verbessern/ausweiten und so transparenter werden, um auch anderen Shareholdern Engagements zu erleichtern.
- 3. Stakeholder Engagement:** Engagementaktivitäten, die zur Aktivierung nicht nur weiterer Investoren, sondern auch anderer Stakeholder wie Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten und Communities führen.
- 4. Outputorientiertes Engagement:** Das Engagement zielt primär darauf ab, eine Produktions- bzw. Serviceveränderung (Output) beim Ziel-Unternehmen zu erreichen, welche zu einer besseren Vereinbarkeit der Unternehmensaktivitäten mit den Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen führen soll (z.B. SDG-Fokus).

Diese vier Optionen und vorgeschlagene Messgrößen für den jeweiligen Engagementerfolg werden im Kapitel Engagementdurchführung & mögliche Messgrößen für die Wirkungsmessung vorgestellt und diskutiert.

## 5.1 Engagement-Priorisierung

Tabelle 6 – Auswahl akademischer Studien zu den Erfolgsraten von Shareholder Engagements

Version	Studie	Anzahl Stichproben	Untersuchte Periode	Erfolgsrate			
				Gesamt	E	S	G
2015	Dimson et al. (2015)	2152	1999-2009	18 %	18 %	11 %	24 %
2022	Hoepner et al. (2016)	682	2005-2014	28 %			
2022	Barko et al. (2017)	847	2005-2014	60 %			
2021	Dimson et al. (2018)	1671	2007-2017		42 %		
2019	Dyck et al. (2019)	147	2004-2013		33 %		
2022	Brav et al. (2022)						
2022	Bauer et al. (2022)				19,9 %		

Auch wenn in der wissenschaftlichen Literatur die Erfolgsquote von Engagements zwischen 20 % und 60 % variiert, werden in den Studien oftmals die gleichen Erfolgsfaktoren identifiziert (Punkte 3 und 4 werden dabei im Kapitel [Kollaborative Engagements](#) erneut aufgegriffen):

**1. Aktuelle Nachhaltigkeit des Unternehmens:** Bei Unternehmen mit höheren initialen Niveaus bzgl. der ESG-Performance scheint Engagement mit einer höheren Erfolgswahrscheinlichkeit behaftet – die Unternehmen scheinen offener für Engagement-Bemühungen der Investoren sowie eher in der Lage, die von den Investoren thematisierten Engagement-Bereiche zu adressieren.<sup>20</sup> Kollaborative Engagements scheinen dabei besonders erfolgsversprechend zu sein (vgl. Absatz [Kollaborative Engagements](#)).

**2. Implementierungskosten:** Je niedriger die Implementierungskosten sind, um das Dialogziel zu erfüllen, bzw. je größer die Kapazitäten des Emittenten, die Forderungen umzusetzen, desto

<sup>20</sup> Dimson, E.; Karakaş, O.; and Li, X. (2023): Coordinated Engagements. European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance.

wahrscheinlicher ist dessen Umsetzung<sup>21</sup>. Dies führt unter anderem dazu, dass vergleichsweise aufwendige ökologische Transformationsziele, zu denen Engagements geführt wurden, seltener umgesetzt werden als einfachere zu implementierende Ziele im Bereich der guten Unternehmensführung („Governance“). Da zwischen Investoren und Engagement-Unternehmen häufig langjährige Beziehungen stehen, kann durch den Investor grob abgeschätzt werden, wie komplex und kostspielig die Umsetzung einer Forderung ist.

**3. Einfluss und Glaubwürdigkeit des Investors:** Je einflussreicher und glaubwürdiger der Investor ist, desto wahrscheinlicher ist es, dass das Unternehmen die Dialogziele umsetzt.<sup>22</sup> Ein einfacher Indikator für den Einfluss des Investors ist dessen Investitionsvolumen. Im Gegensatz dazu ist die institutionelle Glaubwürdigkeit des Investors schwieriger zu messen, wobei ein Faktor ein glaubwürdiges und transparentes Wertegerüst ist.

Durch den hohen Aufwand eines Engagements können Investoren kaum umfassende Engagements für alle ihre Portfoliounternehmen durchführen (laut MSCI gibt es derzeit nur bei etwa einem Viertel der größten 9000 börsennotierten Unternehmen Engagements). Zumal Anleger oft in sehr viele Unternehmen investiert sind, die Verbesserungspotential in Bezug auf die Nachhaltigkeit aufweisen. Darüber hinaus haben Endkunden von Finanzintermediären unterschiedliche Interessen und Präferenzen, auf die im Engagement-Prozess Rücksicht genommen werden muss. Folglich ist eine Priorisierung von Engagements essenziell.

Der Diskussion oben folgend sollte der Engagement-Fokus daher auf intrinsisch motivierten Emittenten, gemessen an guten ex-ante ESG-/SDG-Ratings, liegen. Besonders wenig nachhaltige Unternehmen lassen sich allerdings am stärksten verbessern. Deswegen ist auch Engagement mit Emittenten sinnvoll, die sich hinsichtlich dieser Ratings bereits verbessert haben und/oder ein neues Management haben, das sich der Nachhaltigkeit verschrieben hat (These: bei schlechten Firmen mit neuem Management ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass auf Anregungen eingegangen wird).

Mögliche Berechnung der Engagement-Priorisierung als Faktor aus

- Aktuelle Nachhaltigkeit des Unternehmens („Performance“)
- Implementierungskosten („Kosten“)
- Einfluss und Glaubwürdigkeit des Investors („Erfolgswahrscheinlichkeit“)
- Signalcharakter für den Markt/andere Unternehmen, darunter fällt auch die potenzielle absolute Wirkung des Engagements, die wiederum von Thema und Unternehmen abhängig ist („Residuum“)

---

<sup>21</sup> Dimson, E.; Karakaş, O.; and Li, X. (2023): Active Ownership. The Review of Financial Studies 28.12: 3225-3268. DOI: 10.1093/rfs/hhv044.

<sup>22</sup> Ibid.

**Performance x Kosten x Erfolgswahrscheinlichkeit + Residuum**

(+)

(-)

(+)

(+)

*Notiz:* Das Vorzeichen indiziert Aussage über die Wirkung des jeweiligen Faktors.

## 5.2 Kollaborative Engagements

Investoren mit hohen Assets under Management bzw. solche mit großen Anteilen an einzelnen Unternehmen haben durch den größeren Einfluss beim Engagement-Unternehmen höhere Engagement-Erfolgschancen. Aber selbst die größten Anleger halten relativ gesehen nur geringe Anteile an einzelnen Unternehmen. Der Druck, den Einzelinvestoren auf Engagement-Unternehmen ausüben können, ist daher begrenzt. Wie aus der vorangehenden Diskussion ersichtlich wird, bringt ernsthaftes und glaubwürdiges Engagement zudem einen hohen Zeit- und Personalaufwand mit sich, wobei selbst Großanleger begrenzte Kapazitäten haben. Umgekehrt sind auch die Ressourcen in kapitalmarktorientierten Unternehmen begrenzt, sodass auch diese sich bei Engagement-Gesprächen an den Anteilen, die Investoren halten, orientieren und entsprechend priorisieren.

Die Empirie zeigt, dass dieses Problem durch das Pooling von Ressourcen und Einfluss gelöst und durch die einhergehenden Effizienzgewinne ein größerer Erfolg von Engagementmaßnahmen erzielt werden kann. Die wichtigsten Faktoren sind dabei die Anzahl der kollaborierenden Asset Manager, deren Anteile am Unternehmen sowie deren Vorerfahrung mit kollaborativem Engagement.<sup>23</sup> Diese Skaleneffekte zeigen, dass kollaboratives Engagement zur gemeinsamen Erreichung von Engagementzielen genutzt werden sollte. Zur Erleichterung und Incentivierung kollaborativer Engagements wurden in den vergangenen Jahren zahlreiche Plattformen ins Leben gerufen, wie etwa die Collaboration Platform des UN PRI, ShareAction (UK), As You Sow (US) oder Shareholders for Change (Europa). Bereits 2021 wies die DVFA-Kommission Governance & Stewardship in einem [Positionspapier](#) auf die Bedeutung und die Chancen von kollaborativem Engagement hin, die im deutschen Markt bis heute weitestgehend ungenutzt bleiben.

Investoren fokussieren sich in ihren Engagement-Bemühungen, so zeigt es die Empirie, eher auf Unternehmen, die ihnen geographisch näher, also bspw. im Heimmarkt gelistet sind.<sup>23</sup> Dies kann unter anderem auf die geringeren Transaktionskosten im Rahmen der Engagements, den größeren Einfluss auf Unternehmen durch deren stärkere lokale Verflechtung oder den größeren Nutzen für Investoren zurückgeführt werden, wenn schlechte Umwelt- und Sozialpraktiken im Engagement-Unternehmen adressiert und bspw. negative Externalitäten internalisiert werden. Aus der lokalen Expertise des Investors wird eine höhere Kreditabilität abgeleitet, was das Engagementergebnis nennenswert beeinflusst.

Auch bei kollaborativem Engagement gilt dieses Muster. Zeigt der „Lead Investor“ eine geographische und kulturelle Nähe zum Engagement-Unternehmen, führt das typischerweise zu besseren

<sup>23</sup> Slager, R. et al. (2023): Tailor-to-Target: Configuring Collaborative Shareholder Engagements on Climate Change. Management Science. DOI: 10.1287/mnsc.2023.4806

Engagementenerfolgen<sup>24</sup>. Diesem Gedanken folgend haben einige europäische Einzelstaaten bereits nationale Engagement-Plattformen ins Leben gerufen, u.a. Eumedion (Niederlande), Assogestioni (Italien) oder Ethos (Schweiz). In Deutschland gibt es noch keine Plattform, was unter anderem auf die rechtliche Unsicherheit eines kollaborativen Engagementansatzes zurückgeführt werden kann<sup>25</sup>: die [Einzelfallprüfung der BaFin](#) wirkt in Investorenkreisen abschreckend und wird daher kritisiert – so auch in dem oben erwähnten Positionspapier der DVFA-Kommission Governance & Stewardship oder einem [Interview des Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung \(SFB\)](#). Im Hinblick auf diese ex-post Einzelfallprüfung sind primär outputorientierte kollaborative Engagements kritisch einzuschätzen, da durch sie eine sehr langfristige und einschneidende Änderung im Unternehmen beabsichtigt wird. Aktuelles Ziel des SFB ist nun, die rechtlichen Unsicherheiten zu adressieren und eine deutsche Engagement-Plattform zu etablieren: sie soll GEPSI (German Engagement Platform for Sustainable Impact) heißen.

Bezogen auf das Thema Wirkungsmessung zeichnet sich bereits ab, dass die Differenzierung in Engagement-Leader und -Follower dazu führt, dass der Leader, der mehr Ressourcen für das Engagement aufbringt, einen höheren Wirkungsbeitrag leistet, diesen aber auch kommunizieren will. Zwar sollte ein kollaboratives Engagement in der Außendarstellung zwingend als solches gekennzeichnet werden, eine Differenzierung des Wirkungsbeitrags halten wir derzeit technisch und inhaltlich allerdings für schwer umsetzbar. Diesen Aspekt gilt es in künftigen Beiträgen zu adressieren.

### 5.3 Engagementdurchführung & mögliche Messgrößen für die Wirkungsmessung

Prozess- bzw. risikoorientierte Strategien können mit Hilfe von ESG-Ratings gemessen werden. Der Fokus des Engagements liegt dabei auf der Frage, wie Unternehmen ihren Produktionsprozess gestalten. ESG-Ratings sind primär durch die Risiken im Umwelt-, Sozial- oder Unternehmensführungsbereich getrieben, denen ein Unternehmen ausgesetzt ist. Als weitere Messgröße können die PAI-Indikatoren genutzt werden, da geringere ESG-Risiken typischerweise zu besseren PAI-Werten führen.

[Reportingorientierte Strategien](#) können am besten mit der Anzahl der berichteten ESG-Kennzahlen und deren Veröffentlichungsfrequenz gemessen werden. Das Engagement soll also insbesondere zu höherer Transparenz bei ESG-Kennzahlen führen. Zum Beispiel ist ein einmaliges Reporting von Treibhausgasemissionen auf Scope 1-Ebene geringer zu bewerten als ein jährliches Reporting von Scope 1-, 2- und 3-Emissionen. Bei der Erfolgsmessung können Kennzahlen auch im Hinblick auf ihre Bedeutung für das jeweilige Geschäftsmodell des Unternehmens bewertet werden.

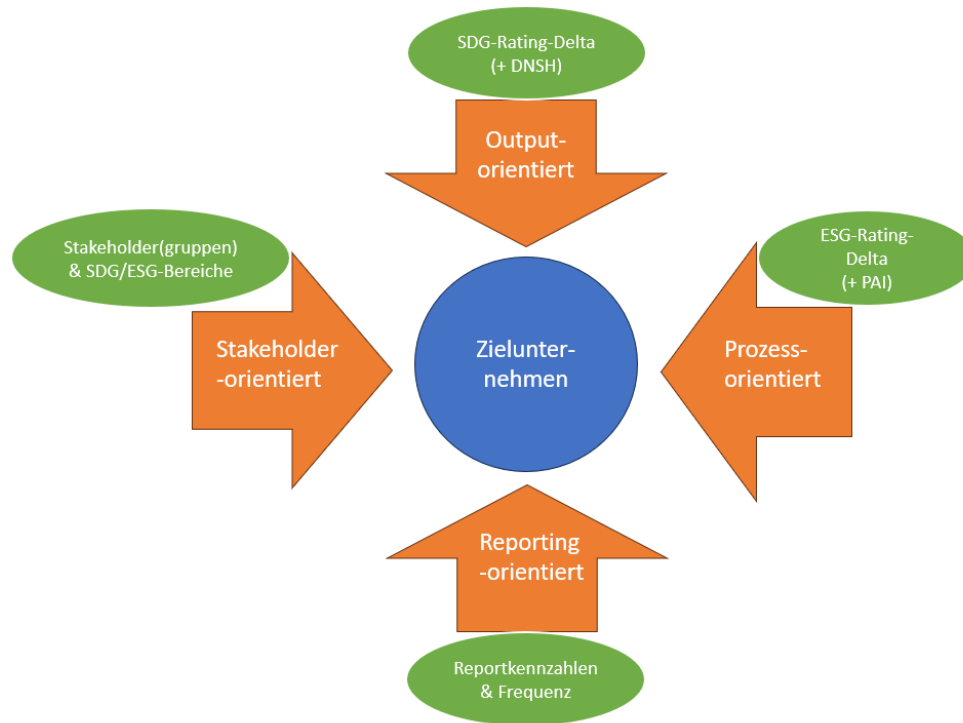
[Stakeholderorientierte Strategien](#) können in Bezug auf die adressierten Stakeholder(gruppen) und die adressierten Themen gemessen werden. So ist eine Strategie, die sich auf eine bestimmte Mitarbeitergruppe fokussiert anders zu bewerten als eine, die alle Mitarbeiter und zusätzlich noch Kunden, Lieferanten und relevante Communities adressiert.

[Outputorientierte Strategien](#) können mit Hilfe von Verbesserungen von SDG-Ratings gemessen werden. Diese Art von Engagement zielt primär auf die Produkte und/oder Dienstleistungen eines

---

<sup>24</sup> Dimson, E.; Karakaş, O.; and Li, X. (2023): Coordinated Engagements. European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance.

<sup>25</sup> Müllert, P.; and Sajnovits, A. (2022): Emerging ESG-Driven Models of Shareholder Collaborative Engagement. ECGI Working Paper Series in Law.



Unternehmens ab. SDG-Ratings werden typischerweise besser, je eher Umsatz, Investitionen und Betriebsausgaben eines Unternehmens mit den SDGs vereinbar sind. Als ergänzende Metrik können „Do No Significant Harm“-Kriterien (DNSH) genutzt werden. Denn: je weniger Schaden ein Unternehmen durch seine Produkte und Dienstleistungen verursacht, desto besser ist sein Output typischerweise mit den SDGs vereinbar.

Eine Herausforderung bei der Nutzung der vorgestellten Metriken ist, dass die in der Realwirtschaft greifenden Offenlegungsstandards für ESG-Themen noch zu kurz greifen. So müssen Anbieter von Nachhaltigkeitsratings oftmals auf diskretionäre Unternehmensveröffentlichungen zurückgreifen, was die Belastbarkeit ihrer Nachhaltigkeitsratings verringert. Da die bisherige nichtfinanzielle Berichterstattung von Unternehmen oftmals (noch) ungeprüft ist, sind Unternehmen geneigt, Aspekte positiver darzustellen. Daher sind (inter-) nationale Reporting-Standards äußerst wichtig, wobei auf einheitliche Veröffentlichungen geachtet werden sollte. Wenn die Veröffentlichung einzelner Teilaspekte im diskretionären Spielraum eines Unternehmens liegt, bleibt das Problem bei der Erstellung von ESG- und/oder SDG-Ratings weiter bestehen.

## 5.4 Weitere Aspekte

### *Mögliche negative (Neben-) Effekte*

Wie bereits unter [4.1 Wirkungsmessung von Unternehmen](#) dargestellt, kann ein Investment sowohl positive als auch negative Wirkung entfalten. Analoges gilt auch für Engagements, da selbst mit den besten Absichten ungewünschte, negative (Neben-) Effekte eintreten können. Diese gilt es bereits ex-ante zum Engagement weitestgehend zu eruieren und durch eine möglichst präzise Formulierung der Dialogziele zu minimieren. Zum Beispiel fordern viele Engagements eine Aufnahme von ESG-Themen in die



Vergütungsmodelle des Managements.<sup>26</sup> Allerdings kann dadurch der Unterschied in der Bezahlung zwischen Management und Beschäftigten vergrößert werden. Mit der Einführung von variablen Vergütungskomponenten, die an ESG-Themen gekoppelt sind, sollte deshalb zumindest regelmäßig der Unterschied in der Vergütung des Managements und der Beschäftigten veröffentlicht werden.

### *Regulatorische Aspekte*

Die Rolle von Engagement und Voting wird bislang durch Vorgaben wie SFDR und MiFID II vernachlässigt. Lediglich die Möglichkeit, über Active Ownership die sogenannten PAIs zu beeinflussen, wurde adressiert. Mit dem [Progress Report on Greenwashing](#) rücken die ESAs das Thema Engagement allerdings erstmals in den Fokus und schlagen vor, dass in Veröffentlichungen künftig näher darauf eingegangen werden soll.

## 6. Vertiefung: Company-, Investor- und Portfolio Impact

Ein zentraler Punkt unseres Impact-Verständnisses in diesem Leitfaden ist die Unterscheidung zwischen Company- und Investor-Impact (Wirkung der Unternehmen bzw. Wirkung der Investoren). Des Weiteren wurde auch die Übertragbarkeit (Fungibilität) des Company-Impact eingeführt. Im Gegensatz zum Company-Impact kann der Investor-Impact nicht übertragen werden. Er kann aber nachrichtlich ausgewiesen werden. Diese Punkte sollen nun in einem praxisnahen Beispiel zusammengeführt und veranschaulicht werden. Da es bisher keinen bekannten Ansatz gibt, wie man unterschiedliche Impact-Angaben verrechenbar machen kann, gehen wir davon aus, dass der jeweilige Company Impact vergleichbar und verrechenbar ist. Vereinfachend gehen wir von einem bestimmbareren SDG-Umsatzanteil aus, der den Company Impact darstellt und der durch die Engagement-Aktivitäten des Investors beeinflusst werden kann. Wenn Umsätze durch Produkte erzielt werden, die eine negative Wirkung auf die SDGs haben, wird der Umsatzanteil in der tabellarischen Darstellung mit einem negativen Vorzeichen dargestellt.

Tabelle 1 stellt die Unternehmen A, B und C zu acht verschiedenen Zeitpunkten dar. Wir gehen von einem dynamischen Zwei-Unternehmen-Portfolio aus, das zum Start hälftig in Unternehmen A und B investiert ist. In der Ausgangssituation hat Unternehmen A eine negative Wirkung von 10 %, wohingegen Unternehmen B eine positive Wirkung von 5 % aufweist. Da sich der Portfolio Impact aus der gewichteten Summe aller Company Impacts berechnet, beträgt er im Startportfolio -2,5 %.

Zusätzlich wird auch differenziert die Veränderung des Portfolio-Impacts durch Transaktionen ausgewiesen, um dessen Übertragbarkeit zu veranschaulichen: Company Impact (Verkauf) und Company Impact (Kauf).

Der Investor-Impact zeigt die Auswirkung durch Aktivitäten des Investors in den verschiedenen Zeitperioden, bspw. durch ein Engagement, an. Somit ist der Investor-Impact als Veränderung des Impacts eines Unternehmens, die durch seine Aktivität hervorgerufen wird, definiert. Dabei sollte zur Messung des Investor Impacts definiert werden, inwieweit für die erfolgte Änderung des Unternehmens das

---

<sup>26</sup> Siehe bspw. Bebchuk, L.A., and Tallarita, R. (2022): The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation. ECGI Working Paper Series in Law.

Engagement des Investors maßgeblich war. Es erfolgt annahmegemäß eine hälftige Zurechnung des sich verändernden Company Impacts beim Investor als Investor-Impact, sofern dieser Engagement betrieben hat. Diese Investor-Impact-Zurechnung wird in der Praxis oftmals nicht realistisch sein und wird bestimmt von z.B. der Engagement-Intensität und der nachweisbaren Alleinstellung beim Engagement für ein Thema. Es sollte aber kein Zweifel daran bestehen, dass die Eigentümer die Richtung eines Unternehmens durch Engagement entscheidend mitbestimmen und einen Anteil an der positiven Unternehmens-Veränderung haben. Sie finanzieren diesen Wandel durch die Kapitallokation. Diese Investor-Engagementwirkung (IW) kann also Werte zwischen 0 (kein Anteil an der der Veränderung des Unternehmens) bis 1 (Veränderung basiert ausschließlich auf Engagement eines Investors) annehmen. Da letztlich die Schaffung des positiven (Company-) Impacts immer auf Unternehmensebene erfolgt, plädieren wir dafür, dass der IW maximal 0,5 sein sollte, wenn der Investor alleinig die positive Richtung des Unternehmens beeinflusst hat, aber das Unternehmen natürlich die Umsetzung macht. Der IW setzt sich also zusammen aus dem Investor-Anteil innerhalb aller Investoren (0-1) und dem Investor/Company-Verhältnis, dass auf 0,5 annahmegemäß begrenzt ist. Der Investor Anteil an der Veränderung des Company-Impact kann also maximal 50 % sein. Der Investor-Impact lässt sich damit folgendermaßen darstellen:

$$\text{Portfoliogewicht} * (\text{Company Impact}_{t_1} - \text{Company Impact}_{t_0}) * \text{IW} = \text{Investor Impact}$$

Der Investor startet in  $t_0$  je ein Engagement mit (E1 und E4) mit den Unternehmen: Ein Engagement fördert den Kohleausstieg von Unternehmen A (E1). Das andere Engagement zielt auf die Steigerung der SDG-relevanten Umsätze von Unternehmen B ab (E4). Beide Engagements zeigen aber erst ab  $t_1$  eine Wirkung, sodass der Investor Impact in  $t_0$  bei 0 liegt.

Da Unternehmen B auf Bestreben des Investors ihre SDG-relevanten Umsätze erhöht, steigt ihr Company-Impact. Da es sich bei dem Engagement mit Unternehmen B um ein kollaboratives Engagement mit einem anderen Investor handelt wird der Investor-Impact anteilig zugerechnet. Insgesamt kann der Investor einen Investor-Impact von 2,5 % ausweisen ( $\Delta$  Company-Impact = 10 %, Portfoliogewicht = 50 %, IW = 50 %). In  $t_2$  und  $t_3$  materialisieren sich weitere Erfolge aus dem Engagement, weshalb der Company-Impact zunehmend steigt, und neuer Investor-Impact generiert wird.

Zusätzlich ergeben sich in  $t_2$  erste Erfolge aus dem Engagement bei Unternehmen A, das beginnt den Kohleausstieg einzuleiten. In  $t_3$  wird dann die verbleibende Kohleförderung komplett beendet. Außerdem fängt das Unternehmen an, erneuerbare Energien aufzubauen und erhöht den Anteil auf +10 % in  $t_3$  (E2). Der Company-Impact ist dadurch kontinuierlich gestiegen.

In  $t_4$  erfolgt eine Veräußerung des Unternehmens A, da sich kein weiterer Fortschritt bei der Umstellung auf Erneuerbare Energien einstellt. Es erfolgt in  $t_4$  also eine vollständige Reallokation der Mittel von Unternehmen A zu B. Man sieht in der Tabelle wie sich durch Kauf und Verkauf der Position der Portfolio Impact verändert – also durch Kauf und Verkauf „Company Impact“ weitergegeben wird. Der positive Company Impact von A wird anteilig verkauft (-5 %) und positiver Company Impact in B wird gekauft (+25 %).

Durch den Abbau von Unternehmen A und die Erhöhung des Portfolioanteils in B in  $t_4$  mit einem höheren Anteil nachhaltiger Investitionen steigt der Portfolio-Impact von 30 % auf 50 %.

In  $t_5$  erfolgt eine Teil-Veräußerung des Unternehmens B. Mit der frei gewordenen Liquidität wird in Unternehmen C investiert. Unternehmen C verfügt über einen negativen Company-Impact, weshalb ein höheres Transformationspotential besteht. Durch die Teil-Veräußerung von B werden anteilig 30 % positiver Company Impact veräußert, durch den Company-Impact bei C verwässert sich damit der Portfolio-Impact von 60 % auf 25 %. Bei Unternehmen C erfolgt ein Engagement, um eine positive Transformation einzuleiten. In  $t_6$  verändert sich durch die schnelle Transformation von Unternehmen C dessen Company-Impact um 35 % von -10 % auf +25 %, was sich auch in einem positiven Investor-Impact ausdrückt.

In  $t_7$  erfolgt dann wiederum eine Veräußerung von B und Reinvestment in C, da B nur noch geringe positive Veränderungsraten aufzeigt und der Investor nicht nur an einem hohen Compact-Impact im Portfolio interessiert ist, sondern durch Engagement eine positive Transformation begleiten möchte. Der Portfolio-Impact geht durch diese Transaktion leicht zurück.

Tabelle 7: Übersicht Company Impact, Investor Impact und Portfolio Impact, Annahme IW von 0,5

		t0 <sup>1</sup>	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7
Unter- nehmen A	Company Impact	-10 %	-10 %	-5 %	10 %	10 %			
	Investor Impact (IW 0.5)	0 % (E1)	0 % (E1)	2.5 % (E2)	7.5 % (E2)	0.0 %			
	Portfolio-Gewicht	50 %	50 %	50 %	50 %	0 % (E3)			
Unter- nehmen B	Company Impact	5 %	15 %	25 %	50 %	50 %	60 %	70 %	75 %
	Investor Impact (IW 0.5)	0 % (E4)	5 % (E4)	5 % (E4)	12.5 % (E4)	0.0 %	5 % (E5)	5 % (E5)	2.5 %
	Portfolio-Gewicht	50 %	50 %	50 %	50 %	100 % (E3)	50 %	50 %	0 % (E6)
Unter- nehmen C	Company Impact						-10 %	25 %	50 %
	Investor Impact (IW 0.5)						0 % (E5)	17.5 % (E5)	12.5 %
	Portfolio-Gewicht						50 %	50 %	100 % (E6)
Gewichtete Summe	<b>Company Impact (ohne Transaktionen)</b>	-2.5 %	2.5 %	10.0 %	30.0 %	30.0 %	60.0 %	47.5 %	62.5 %
	Company Impact (Verkäufe), ( - )	0 %	0 %	0 %	0 %	-5 %	-30.0 %	0 %	-37.5 %
	Company Impact (Käufe), ( + )	0 %	0 %	0 %	0 %	25 %	-5.0 %	0 %	25 %
	<b>Company Impact (Bestand)</b>	-2.5 %	0 %	0 %	0 %	20 %	-35.0 %	0 %	-12.5 %
	<b>Portfolio Company Impact*</b>	-2.5 %	2.5 %	10.0 %	30.0 %	50.0 %	25.0 %	47.5 %	50.0 %
	<b>*davon anteilig Investor Impact</b>	0.0 %	2.5 %	3.75 %	10.00 %	0.00 %	2.50 %	11.25 %	12.50 %

<sup>1</sup> vereinfachend wird davon ausgegangen, dass das Portfolio in t0 ohne Transaktionen besteht

E1 Engagement zum Kohle-Stopp bei A

E2 Phaseout Kohle t2 nach erfolgreichem Engagement, vollständiger Ansatz des Kohle-Phaseouts als Investor Impact, hälftiger Ansatz der Steigerungen als Investor Impact für Aufbau Erneuerbare Energien in t3 + Aufbau Erneuerbarer +10 % in t3

E3 Veräußerung A in t3 da Progress zu langsam und Reinvestment der Position in B mit Erhöhung des Engagements

E4 Investor Engagement bei B um den Anteil von SDG-relevanten Umsätzen zu erhöhen, hälftiger Ansatz der Steigerungen als Investor Impact

E5 Teil-Veräußerung B und Reinvestment in C wo relativ mehr Investor Impact kriert werden kann, hälftiger Ansatz des Engagement Erfolges als Investor Impact in t6 und t7

E6 Veräußerung von B und Reinvestment in C

## 7. Ausblick

Mit diesem Leitfaden möchten wir Investment Professionals dazu anregen, Impact ganzheitlich in die Investmentanalyse zu integrieren und als integrales Investitionsziel zu betrachten. Impact Investing ist nichts für die Nische illiquider Investments, sondern ein Thema des gesamten Kapitalmarktes. Da das Feld durch teils konkurrierende Impact-Verständnisse komplex erscheint, soll unser Leitfaden aufzeigen, wie sich Impact über verschiedene Wirkungskanäle erzielen lässt. Die Impact-Erzielung ist sowohl im liquiden wie illiquiden Bereich möglich. Der aktuelle regulatorische Rahmen in der EU spiegelt aus unserer Sicht die Bewertung und Förderung von „Impact“ nur in Ansätzen wider.

Wir geben eine Orientierung, wie Impact in allen Anlageklassen erzielt und darüber transparent berichtet werden kann. Dies ist aus Sicht des DVFA-FA Impact für die Legitimation nachhaltiger Investments, neben dem regulatorischen Rahmen in der EU, zunehmend relevant. Nicht immer ist der derzeitige Rahmen dafür schon geeignet oder die Datenlage dafür bereit – vor allem im Bereich des durch uns vorgeschlagenen Bereichs des Investor-Impact.

Daher ist für eine effektive Weiterentwicklung von Impact-Ansätzen die bessere Bestimmung von Investor-Impact in einem realen Portfolio notwendig und damit die Bewertung von Engagement-Aktivitäten auch im Verhältnis zu anderen Investoren relevant. Der Investor, als Teil-Eigentümer oder Fremdkapitalgeber, hat mit seinen Stewardship-Aktivitäten maßgeblichen Einfluss auf die Ausrichtung eines Unternehmens. Diese Sichtweise des Impact sollte in den nächsten Jahren auch in der regulatorischen Bewertung von Impact eine höhere Bedeutung finden.

Kann dieser Leitfaden alle derzeitigen Fragezeichen des Impact Investing adressieren? Und haben wir schon „richtig gute Daten“ um den Investor-Impact abzugrenzen? Nein. Aber genau deswegen stimulieren wir die Debatte, um weitere Diskussion und Research zu ermöglichen, wie Investor-Impact in Zukunft belastbarer ermittelt, abgegrenzt und dargestellt werden kann.

Auch regen wir mehr Forschung zu Impact in den unterschiedlichen Anlageklassen und den jeweiligen Instrumenten an. Hier klafft eine große Daten- und Verständnislücke. Um Impact generieren wie messen zu können, müssen Praxis und Theorie Antworten geben können, wie Impact zwischen verschiedenen Aktivitäten und Instrumenten verrechnet werden kann. Dort sind die Ansätze noch in den Kinderschuhen. Auch im Bereich der Übertragbarkeit von Impact bestehen große Forschungsfelder. Nicht zuletzt sollte sich auch das Verständnis zur Messung von Impact vereinheitlichen, und geklärt werden, ob bestehende Standardisierungen wie z. B. die SDG oder die EU PAI dafür tatsächlich ausreichend zweckdienlich sind.

Die derzeitigen Sichtweisen zu Impact-Erzielung sind vielschichtig. Aus unserer Sicht bedarf es auf absehbare Zeit einer Standardisierung, um „Impact-Washing“ zu vermeiden und gesellschaftliche wie ökologische Ziele durch eine zweckdienliche Regulatorik zu flankieren.

### Der DVFA-Fachausschuss Impact

Axel Brosey, CFA, CESGA, LAIQON AG  
Prof. Dr. Timo Busch, Universität Hamburg  
Dr. Gunnar Friede, CIIA, CEFA, DWS Investment GmbH  
Dr. André Höck, CESGA, EB - Sustainable Investment Management GmbH  
Markus Ketterer, CFA, CESGA, BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH  
Sonja Kimmeskamp, CESGA, HSBC Global Asset Management GmbH  
Michael Franz Schmidt, CFA, Green and Sustainable Finance Cluster Germany e. V.  
Prof. Dr. Dirk Söhnholz, Soehnholz ESG GmbH  
Dr. Martina Strobel, Union Investment Privatfonds GmbH

---

### DVFA e. V.

Der DVFA e. V. ist die Standesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten mit mehr als 1.400 Mitgliedern. Der Verband engagiert sich für die Sicherstellung professioneller Standards des Investment-Berufsstandes und fördert den Finance-Nachwuchs, insbesondere über die DVFA Akademie. Über verschiedene Kommissionen und Gremien beteiligt er sich an Regulierungsprozessen und politischen Diskussionen. Der DVFA e. V. ist in verschiedenen internationalen Netzwerken und Berufsverbänden organisiert. Über den Dachverband der European Analysts Societies (EFFAS) bietet die DVFA Zugang zu einem europaweiten Netzwerk mit mehr als 17.000 Investment Professionals in 26 Nationen. Über die Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA) ist die DVFA Teil eines weltweiten Netzwerks von mehr als 60.000 Investment Professionals.

<https://dvfa.de/ueber-uns/wer-wir-sind/>

### Kontakt:

DVFA e. V. – Der Berufsverband der Investment Professionals  
Mainzer Landstr. 47 a  
60329 Frankfurt am Main  
T: +49 (0) 69 / 50 00 42 30 – 101  
M: sina.haehnchen@dvfa.org