

# Nachhaltigkeitswirtschaft und ESG-basierendes Impact Investing

In diesem Beitrag werden die Themen der Messung von E – Environment, S – Soziale Auswirkung und G – Governance Faktoren sowie die Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung von Unternehmen vorgestellt und ein Marktüberblick über Akteure und Instrumente geboten. Besonders wird dabei auf die Reporting Frameworks wie SASB, G4 und GRI eingegangen, die Problematik beim „Impact Investing“ in kleine Start-ups erläutert und der neue Bereich des „Green Financing“ vorgestellt.

Text — Prof. Dr. Othmar M. Lehner, Prof. Dr. Heimo Losbichler

## Nachhaltigkeit aus Sicht der United Nations

Nachhaltigkeit, aus sozialer, ökonomischer und ökologischer Sicht, war bis zum Beginn der Corona-Krise in aller Munde und wird es nach Beendigung der Krise wohl auch wieder sein. Die Fridays-for-Future-Bewegung zeigte deutlich, dass die ausschließliche Konzentration auf den ökonomischen Erfolg nicht ausreicht, um dauerhaft erfolgreich zu sein. Begonnen hat die ganzheitliche „Sustainability“-Bewegung jedoch bereits vor mehr als dreißig Jahren, unter anderem mit dem Brundtland-Report 1987 (veröffentlicht in Oxford University Press). Dieser Bericht, im Auftrag der UN-Vollversammlung erstellt, trug den Namen „Our Common Future“ und wurde unter der Leitung von Gro Harlem Brundtland erarbeitet.<sup>1</sup> Nachhaltigkeit wird dabei als Chancengleichheit der Generationen verstanden:

*„Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.“*

<sup>1</sup> Vgl. <http://hbfm.link/2215>

Einzelne Perspektiven, wie beispielsweise das Thema der Ressourcenknappheit und der ökologischen Nachhaltigkeit, wurden aber sogar noch früher aufgebracht, siehe beispielsweise den Bericht des einflussreichen Club of Rome „Limits to Growth“ aus dem Jahr 1972.

Abgeleitet aus dem Report der UN und den darauf folgenden Diskussionen wurden im Rahmen des UNDP (United Nations Development Programme) zunächst die acht Millennium Development Goals als Leitlinien verabschiedet, die unter anderem die Abschaffung von Hunger und extremer Armut, Gleichstellung der Geschlechter, aber auch schon das Thema der ökologischen Nachhaltigkeit als Ziele nannten. Aufgrund der damit gemachten, eher schlechten Erfahrungen in der Umsetzung und einer erweiterten Nachhaltigkeitsperspektive der Gesellschaft wurden schließlich 2015 die 17 SDGs, die Sustainable Development Goals, im Rahmen des UNDP herausgebracht und von allen UN-Mitgliedsstaaten übernommen. Diese einzelnen Nachhaltigkeitsziele ergeben zusammen das ehrgeizige Ziel, bis zum Jahr 2030 wesentliche Verbesserungen im Bereich Armut, Hunger, Gleichstellung, Gesundheit und Ökologie zu erreichen.

Diese SDGs haben eine weitreichende, auch politisch gestalterische Wirkung. Österreich ist hier einer der Vorreiter, basierend auf seiner langen Tradition der ökosozialen Marktwirtschaft als Leitlinie sowie der Sozialpartnerschaft. Neben der direkten Auswirkung auf Politik und Gesetzgeber haben die SDGs auch einen starken Einfluss auf andere Bereiche des öffentlichen und privaten Lebens. Dabei tragen die Unternehmen selbst – im Rahmen ihrer Corporate Social Responsibility (CSR) – ihre Investoren und nicht zuletzt die Konsumenten als powerful actors eine große Verantwortung für die Erreichung dieser Nachhaltigkeitsziele. Der ökonomische Erfolg darf dabei aber als Lebensader der Unternehmen, als Garant der sozialen Sicherheit und als Treiber von notwendigen Innovationen zur Lösung von gesellschaftlichen Problemen von der Politik nicht vernachlässigt werden.<sup>2</sup> Viele sprechen dabei von der sogenannten „triple bottom line“ für Unternehmen – also Zielen, die „people, planet and profit“ umfassen.



## Vordenker im Bereich der Nachhaltigkeit fordern daher seit Jahren einheitliche Standards in der Messung und Kommunikation der Nachhaltigkeit von Unternehmen.

Allerdings ist es äußerst schwierig, aufgrund der unterschiedlichen Branchen, der unterschiedlichen nationalen Gesetzgebungen sowie der Vielzahl von SDGs die Nachhaltigkeit der Unternehmen klar zu messen und daraufhin beispielsweise Investitionsentscheidungen zu treffen. Vordenker im Bereich der Nachhaltigkeit, wie z. B.

Harvard Professor Robert Eccles, Founding Chair des Sustainability Accounting Standard Boards (SASB), fordern daher seit Jahren einheitliche Standards in der Messung und Kommunikation der Nachhaltigkeit von Unternehmen.

### Ein Vorschlag zur Messung und Beurteilung von Nachhaltigkeit mittels ESG Score

Ein Konzept zur potenziellen Messung und Beurteilung von Nachhaltigkeit<sup>3</sup>, welches auf dem sogenannten ESG-Prinzip basiert, wird im Folgenden vorgestellt. Dabei wird ein Score für Unternehmen erstellt, der auf den Faktoren E – Environment, S – Soziale Auswirkung und G – Governance basiert.

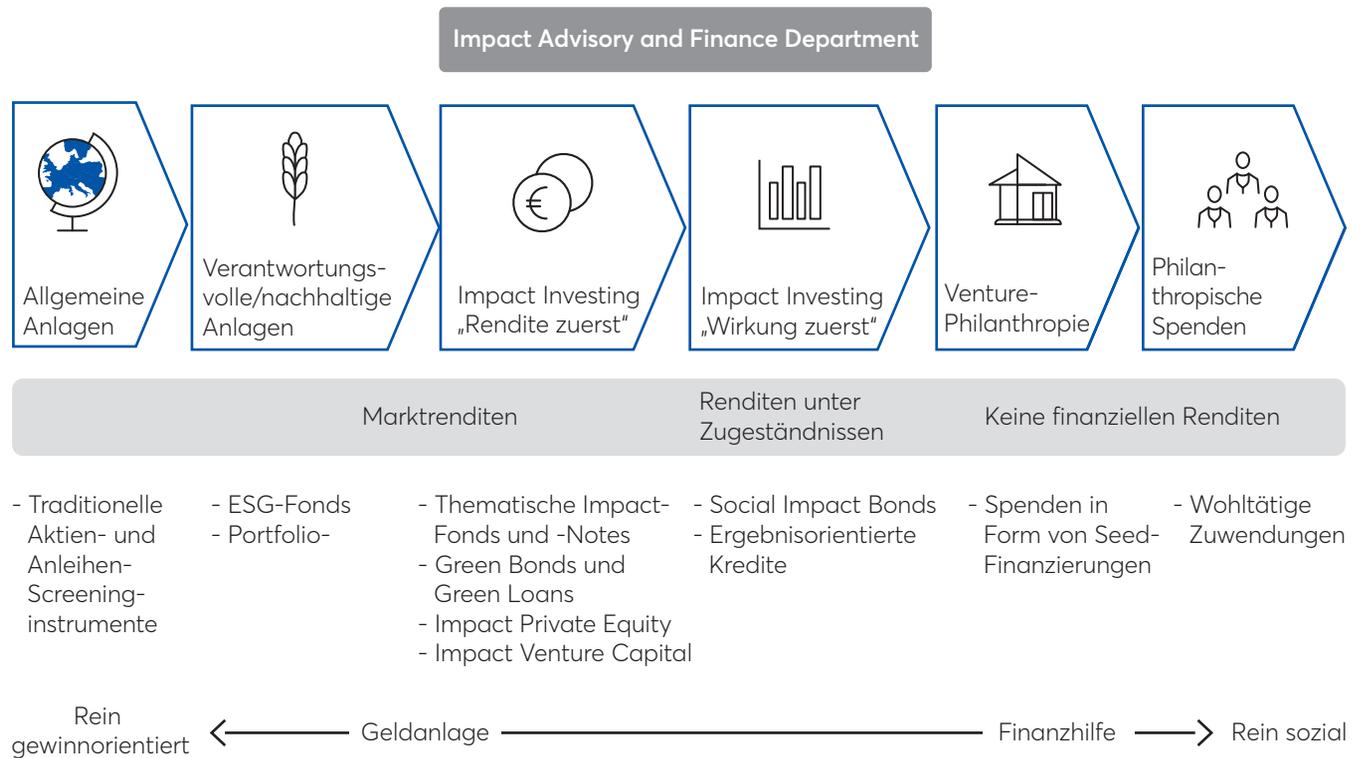
Ein hoher E-Score ergibt sich beispielsweise aus Anstrengungen für mehr Recycling im Produktionsprozess, einem niedrigeren Carbon Footprint des Unternehmens, durch Investitionen in innovative Umwelttechnologien, aber auch durch kleinere Aktivitäten, wie der Umstellung auf umweltfreundlichere Verpackungen. Der S-Score wird unter anderem durch die geschlechtsneutrale Gleichberechtigung und Bezahlung beeinflusst, durch Möglichkeiten von Sabbaticals und Home-Office, durch firmeneigene Kinderbetreuungsplätze, aber auch ganz profan durch die Einhaltung der gesetzlichen maximalen Arbeitszeiten und den Arbeitnehmerschutz. Eine gute Governance führt dann zu einem hohen G-Score, wenn die Führungsebene beispielsweise gesellschaftlich ausgewogen besetzt ist, die Bezahlungsunterschiede zwischen Top-Management und Arbeitern nicht zu hoch sind, eine hohe Transparenz bei Entscheidungen (auch zu E- und S-Maßnahmen) und Bonifikationen vorherrscht, ein Whistleblowing-System existiert und wirksame Aufsichts- und Ausbildungssysteme im Bereich der Compliance mithilfe eines internen Kontroll-Systems (IKS) existieren.

Die Governance G ist dabei ein Schlüsselfaktor für das gesamte Scoring-Prinzip. Gute Governance stellt sicher, dass sich Eigentümer und Manager wirklich zu einer nachhaltigen Unternehmensführung bekennen und Aufsicht und Kontrollsysteme auch in diesem Bereich funktionieren. So kann sichergestellt werden, dass es sich nicht nur um Public-Relations-Aktivitäten handelt (sogenanntes „green-washing“), sondern dass die E- und S-Faktoren tatsächlich in die unternehmerische DNA eingehen und bei

<sup>2</sup> Vgl. Lehner/Harrer/Quast, Legitimacy and discourse in impact investing: Searching for the Holy Grail. In Academy of Management Proceedings Vol. 2018 No. 1 S. 10935.

<sup>3</sup> Vgl. Brandstetter/Lehner, Opening the Market for Impact Investments: The Need for Adapted Portfolio Tools. Entrepreneurship Research Journal, 2015 S. 87-107.

Abbildung 1: Das ESG-Impact-Investing-Spektrum



allen Entscheidungen eine Rolle spielen. Der Fall Volkswagen ist hier ein trauriges Beispiel, bei dem eine schlecht funktionierende „Governance“ mit mangelnder Transparenz und problematischen internen Kontrollmechanismen zu einem großen Umweltskandal führte – und dies trotz zahlreicher plakativer Nachhaltigkeitsversprechungen und hoher gesellschaftlicher Erwartungen an VW im E-Bereich.

### Hybride Geschäftsmodelle und die Triple Bottom Line

Unternehmen, die sich dem Thema Nachhaltigkeit verschreiben, versuchen, hohe ESG-Ratings durch spezielle Rating Agenturen (z. B. Sustainalytics<sup>4</sup>, MCSI ESG oder S&P Global Ratings) zu erhalten, damit ihre Anstrengungen auch in der Öffentlichkeit und von den Investoren wahrgenommen werden. Dies gestaltet sich oftmals schwierig, da sich einerseits Spannungen zwischen dem notwendigen finanziellen Profitstreben und den Nachhaltigkeitsthemen ergeben, und sich andererseits auch innerhalb der

drei Faktoren E, S und G manchmal Divergenzen ergeben. So ist eine umweltbezogene Maßnahme nicht immer auch sozial für die Mitarbeiter und es kann beispielsweise zu vorübergehenden Jobverlusten kommen. Aufgrund des zunehmenden gesellschaftlichen Fokus auf die Nachhaltigkeitsthemen ergeben sich aber für die Unternehmen, die ein insgesamt hohes ESG-Rating aufweisen, zunehmend auch finanzielle Vorteile, da diesen von der Öffentlichkeit eine höhere Legitimität zugeschrieben wird. Menschen arbeiten und kaufen lieber bei diesen ESG-starken Unternehmen, auch wenn die Löhne vielleicht niedriger und die Preise höher sind. Dennoch haben Unternehmen, die sich der sogenannten „triple bottom line“ verschreiben, also versuchen, vorrangig soziale und umweltrelevante Probleme durch ihre Wirtschaftstätigkeit zu lösen bei gleichzeitiger Gewinnabsicht, es schwerer, ihr Geschäftsmodell gegenüber Investoren zu erklären und zu planen. Fachleute sprechen dabei von „hybriden“ Geschäftsmodellen. Aufgrund der Neuheit dieser Geschäftsmodelle sowie den häufigen Konflikten zwischen Nachhaltigkeits- und Profitstreben wird diesen Unternehmen von traditionellen Investoren und Banken eine hohe Unsicherheit

<sup>4</sup> Vgl. <https://www.sustainalytics.com/>.

zugeschrieben und Finanzierungen sind nicht leicht oder sehr teuer zu erhalten.

### Kapitalmarktfinanzierungen für ESG Impact

Um diese Finanzierungslücke zu schließen, hat sich in den letzten Jahren viel an den Finanzmärkten getan. Stiftungen, staatliche Institutionen und spezielle Banken und Fonds mit Gemeinwohlabsicht haben weltweit das sogenannte Impact Investing entwickelt (siehe Abbildung 1<sup>5</sup>).

Dabei werden Investitionen in Unternehmen mit einer sozialen oder umweltmäßigen Mission getätigt, und die Rendite wird nicht nur finanziell, sondern auch nach sozialen und umweltmäßigen Kriterien gemessen. Dadurch wird die „triple bottom line“ auch als Zielgröße sichergestellt. Allerdings ergeben sich hier hohe Kosten, denn die Suche nach geeigneten Unternehmen sowie deren Beurteilung ist schwieriger, die Vertragsgestaltung aufwendiger, da sie individuell erstellt werden muss, und das spätere Monitoring komplex, da sowohl ESG-Faktoren als auch traditionelle Finanzkennzahlen zu berücksichtigen sind. Ebenso sind die Risiken solcher Investitionen noch kaum bekannt. Beispielsweise ist ein Exit aus den Investitionen oftmals aufgrund von gesellschaftlichem Druck bezüglich der sozialen Ergebnisse – selbst bei schlechten finanziellen Ergebnissen – nur sehr schwer durchführbar.

Entsprechend der immer stärkeren Forderung der Kunden und der Öffentlichkeit nach nachhaltigen Verhaltensweisen von Unternehmen, haben sich die Konflikte/Trade-offs zwischen finanziellem Erfolg und ökologischem bzw. sozialem Verhalten bis zu einem gewissen Grad in eine Win-win-Situation auch für Investoren umgewandelt. Abbildung 2<sup>6</sup> zeigt, dass Unternehmen, die sich in sozialen oder ökologischen Aspekten verbessern, gleichzeitig auch ihre finanzielle Performance verbessern.

Der Trend in diese Richtung ist deutlich sichtbar, so haben sich in den letzten Jahren auch traditionelle Banken wie die BNP Paribas in Paris und Fondsgesellschaften wie JP Morgan oder auch österreichische Fondsanbieter auf diese Nachhaltigkeitsinvestments eingelassen und sind teilweise sehr erfolgreich damit. Im Rahmen der EU wird nun überlegt, einen „green new deal“, (GND), aufzulegen. Das wäre ein Bündel von

Gesetzen, die Impact Investing beispielsweise steuerlich begünstigen und eventuelle subsidiäre Staatshaftungen für solche Investitionen vorsehen. Selbstverständlich steht dabei im Moment CO<sub>2</sub>, also das umweltmäßige E-Thema, im Vordergrund, allerdings werden sich auch soziale Aspekte darin wiederfinden.



**Menschen arbeiten  
und kaufen lieber  
bei diesen  
ESG-Unternehmen,  
auch wenn die  
Löhne vielleicht  
niedriger und die  
Preise höher sind.**

### Messbarkeit von ESG-Faktoren und Impact bleibt weiterhin schwierig

Dabei ist das Thema Mess- und Vergleichbarkeit des tatsächlich erzielten Impacts selbst aber noch nicht gelöst. Obwohl die EU durch ihre Direktiven, allen voran die 2014/95/EU-„NFI-Richtlinie“, umgesetzt in Österreich durch das Nachhaltigkeits- und Diversitätsverbesserungsgesetz (NaDiVeG – siehe BGBl 20/2017) und in Deutschland durch die CSR-Richtlinie, die Veröffentlichung von Nachhaltigkeitsinformationen für große Unternehmen verpflichtend vorsieht, ist die tatsächliche Ausgestaltung offen gelassen und eine Prüfpflicht fehlt.

Es gibt zahlreiche Reporting Frameworks, die bei der Messung von ESG als Grundlage für die oben beschriebenen Scoring-Systeme zur Anwendung kommen. Die Probleme der fehlenden Vereinheitlichung und der Branchenspezifitäten sind aber nach wie vor offen. Beispielsweise hat ein IT-Konzern es wohl leichter, Carbon-neutral zu werden als ein Kunststoffunternehmen. Dafür sind möglicherweise der Energieverbrauch und die soziale Dimension beim IT-Konzern wichtiger. Als Frameworks besonders zu erwähnen wären hier die SASB (Sustainability Accounting Standards Board – [www.sasb.org](http://www.sasb.org)), die GRI

5 Quelle: Credit Suisse, Impact Advisory and Finance Department, <http://hbfm.link/6712>.

6 Quelle: Wall/Leitner, Die Relevanz der Nachhaltigkeit für Unternehmensentscheidungen, Controlling 2012 S. 257.

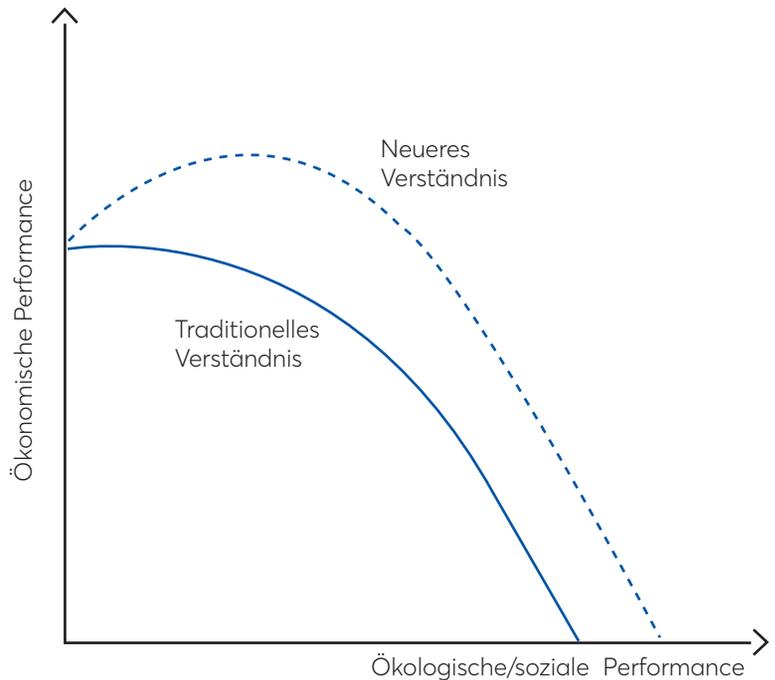
(Global Reporting Initiative – [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)) mit den G4 – Sustainability Reporting Guidelines, und das IIRC (International Integrated Reporting Council – [www.integratedreporting.org](http://www.integratedreporting.org)) mit ihrer ganzheitlichen Definition von Kapital. Alle drei sind hervorragend geeignet, um die Erstellung von Nachhaltigkeitsberichten für große Unternehmen im Rahmen der ESG-Faktoren zu ermöglichen. Weniger geeignet sind sie aber, um Impact-Investoren die Messbarkeit und Planbarkeit für Investitionen in kleinere Unternehmen und Start-ups mit möglicherweise sehr hohem Impact zu erleichtern. Gerade aber im Bereich der Umwelt- und Sozialinnovationen sind es oftmals Gründer, die neue Ideen mit hoher gesellschaftlicher Relevanz entwickeln – allerdings ohne ausreichend Kapazitäten für den von den Investoren gewünschten hohen Reporting-Aufwand zu haben.

Eine Initiative, die sich mit der Schwierigkeit der Investor-Investee-Beziehung im Impact Investing auseinandersetzt, ist die GIIN (Global Impact Investing Network – [www.thegiin.org](http://www.thegiin.org)) mit ihren IRIS-Metriken. Dabei wird auch auf die sogenannte „Theory of Change“ (ToC) für Impact eingegangen, also auf die Kausalkette der Investitionen hin zu den gewünschten gesellschaftlichen Auswirkungen. Die zeitliche Komponente ist dabei wesentlich bei solchen Investitionen – kommt der ersehnte gesellschaftliche Impact doch oftmals erst langfristig zustande. Die ToC sieht dabei folgende chronologische Messkette vor:

#### Input –> Output –> Outcome –> Impact.<sup>7</sup>

Natürgemäß ist der Impact am schwierigsten zu messen, da dieser oft erst mit hoher Zeitverzögerung messbar wird. Bei Essen auf Rädern wäre beispielsweise der Output die Anzahl der ausgelieferten Essen, der Outcome die Zufriedenheit und Abdeckung der bedürftigen Zielgruppe und der Impact die Auswirkung dieses Services auf die Gesundheit und die Eigenständigkeit dieser Gruppe sowie die Ersparnis aufgrund von weniger Klinik- und Pflegeheimweisungen. Wenn man diesen Impact auf die Ersparnis der öffentlichen Hand zumindest ansatzweise ausrechnen kann, so wird klar, weshalb diese solche Finanzierungen durch Zins- und Steuererleichterungen fördert. Der weltweite Markt für reine Impact-Investitionen wird von der GIIN

**Abbildung 2: Trade-offs zwischen ökonomischer, ökologischer und sozialer Performance**



derzeit (Stand 2019) auf 502 Milliarden US-Dollar geschätzt<sup>8</sup> und Nachhaltigkeitsinvestitionen insgesamt im Jahr 2018 auf mehr als 30.000 Milliarden US-Dollar (siehe Abbildung 3<sup>9</sup>).

#### „Grüne“ Fremdkapital Finanzierungen

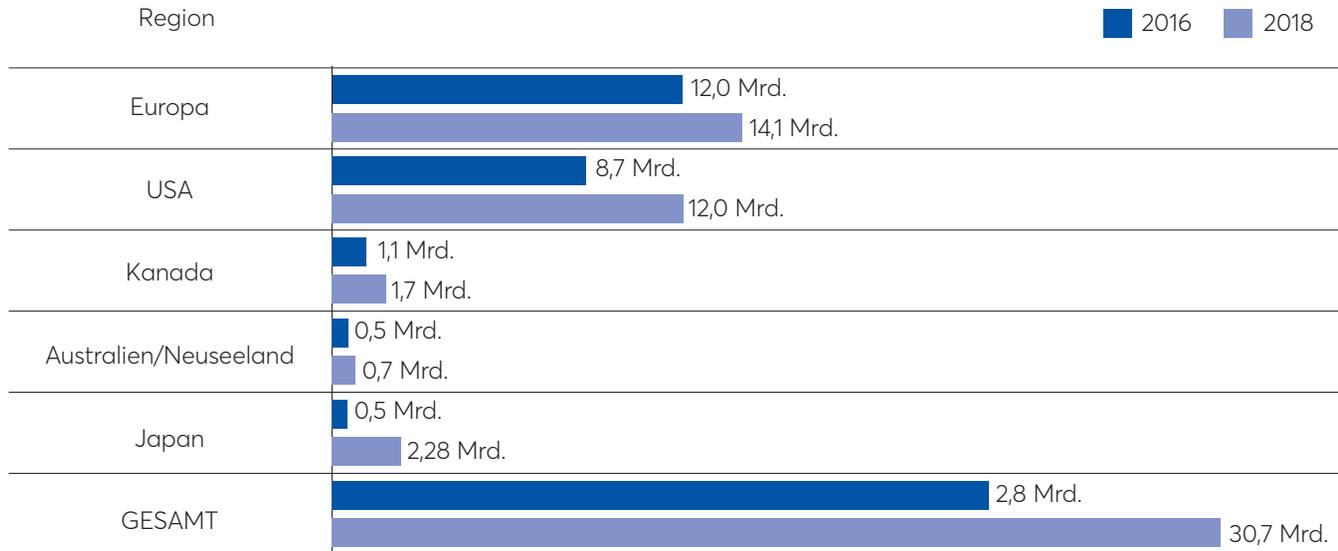
Neben auf Eigenkapital basierenden Impact-Investitionen finden sich neuerdings auch vermehrt sogenannte „grüne“ Fremdkapital-Finanzierungen durch deutsche, österreichische und internationale Banken. Dabei wird zwischen grünen Krediten, die projektunabhängig sind und deren Zinshöhe abhängig von den jeweiligen allgemeinen ESG-Rating-Verbesserungen des Unternehmens festgelegt werden, und grünen Anleihen unterschieden. Grüne Anleihen sind meist zinsbegünstigte Anleihen für ganz bestimmte Projekte, die Nachhaltigkeit fördern. Dabei wird ein umfangreicher Pflichtenkatalog im Verzeichnis der zur Anleihe gehörenden Auflagen (Covenants) erstellt. Auch bei der Vorbereitung der Anleihenbegebung werden bereits durch das begleitende Kapital-

<sup>7</sup> Ein ähnliches, jedoch noch detaillierteres Konzept stellt die International Group of Controlling (IGC) vor: Input->Prozess->Output->Effekt (objektiv)/Impact (subjektiv)/Outcome (gesellschaftlich).

<sup>8</sup> Vgl. <http://hbfm.link/6713>

<sup>9</sup> Quelle: Global Sustainable Investment Alliance, Global Sustainable Investment Review, <http://hbfm.link/6714>, und CNBC.

Abbildung 3: Vergleich nachhaltiger Investitionen 2016 und 2018 (Angaben in Milliarden USD), eigene Darstellung in Anlehnung an CNBC



Quelle: Global Sustainable Investment Alliance

marktunternehmen oder die Vertriebsbank die Stärken und Schwächen des Unternehmens im ESG-Bereich analysiert und entsprechende Beratungsleistungen erbracht. Beide Finanzierungsinstrumente sind allerdings noch ganz jung am Markt, sodass es kaum Daten gibt, sie sind aber vielversprechend für viele: für die ausgebenden Banken aufgrund ihres nachweisbaren „grünen“ Engagements, für die Unternehmen aufgrund von zinsgünstigen Darlehen für nachhaltige Innovationen und natürlich für die Gesellschaft insgesamt aufgrund des verbesserten Umweltschutzes.

### Fazit

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das Thema Nachhaltigkeit deutlich in der Finanzwirtschaft angekommen ist. Impact Investing und Green Finance sind in aller Munde und Teilnehmer in diesem Markt erzielen stabile finanzielle Renditen, während sie gleichzeitig durch finanziellen Druck und Aktionärs Einfluss („Shareholder Activism“) Innovationen, beispielsweise im Klimabereich, vorantreiben. Mehr und mehr werden auch Publikumsfonds zu diesem Thema aufgelegt, sodass auch private Kleininvestoren sich daran beteiligen können. Unklar ist bis heute allerdings, wie die Messung der Nachhaltigkeit der Investmentobjekte so gestaltet werden kann, dass sie alle drei Themen – People, Planet und

Profit – auch langfristig korrekt umfasst, und wie die unterschiedlichen Ausprägungen der Nachhaltigkeit auf Fondsebene oder auch auf supranationaler, beispielsweise OECD-Ebene, durch Standardisierungen aggregiert werden können. An diesen Themen arbeiten die beiden Professoren derzeit in ihrer Forschung. Sowohl die EU als auch die OECD sehen die Lösung dieser Themen dabei als Schlüssel für die Weiterentwicklung der ESG-Impact-Investing-Märkte. ■



**Prof. Dr. Othmar M. Lehner**  
forscht an der Fachhochschule Oberösterreich im Studiengang Controlling, Rechnungswesen und Finanzmanagement.

Sein Forschungsgebiet umfasst die Entwicklung von Instrumenten zur Finanzierung von hybriden Geschäftsmodellen und die Messung von damit einhergehendem Risiko und ESG Impact. Dabei geht es vielfach um die Vergleichbarkeit und Relevanz dieser Messungen für Unternehmen und Investoren sowie um mögliche internationale Standardisierungen der Messungen.



**Prof. Dr. Heimo Losbichler**  
ist Studiengangsleiter für Controlling, Rechnungswesen und Finanzmanagement und Dekan der Fakultät für Management an der Fachhochschule Oberösterreich in Steyr

Des Weiteren ist er Vorstandsvorsitzender der International Association of Controllers (ICV) in München sowie Vorsitzender der International Group of Controlling (IGC) mit Sitz in St. Gallen.