



KATHOLISCHE UNIVERSITÄT
EICHSTÄTT-INGOLSTADT

W^İ INGOLSTADT
SCHOOL OF
MANAGEMENT

*Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre
und Unternehmensrechnung*

Projektbericht „Impact Investing & Stiftungen“

Studien in Kooperation mit der

BMW Foundation
Herbert Quandt

und


BONVENTURE



Felix B. Fischer, M.Sc. | Prof. Dr. mult. Anton A. Burger

Projektbericht „Impact Investing & Stiftungen“

Studien in Kooperation mit der BMW Foundation Herbert Quandt und BonVenture

Herausgeber:

Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Unternehmensrechnung
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Ingolstadt der
Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt
Auf der Schanz 49
85049 Ingolstadt

Dieser Bericht beschreibt und reflektiert die Ergebnisse des Projekts „Impact Investing & Stiftungen“ des o. g. Lehrstuhls in Kooperation mit der BMW Foundation Herbert Quandt und der BonVenture Management GmbH im Wintersemester 2020/21. Die im Bericht veröffentlichten Ansichten sind die der o. g. Autoren und nicht zwangsläufig die der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt oder der Kooperationspartner.

Die Autoren danken den Kooperationspartnern, vertreten durch

Johannes Weber, BMW Foundation Herbert Quandt,
Jochen Herdrich, BonVenture Management GmbH

sowie den Teilnehmerinnen und Teilnehmern des Projekts, nämlich:

Franziska Anders
Felix Auernhammer
Maximilian Beckert
Sebastian Dedler
Alina Deeg
Alina Dräxler
Marie Fischhaber

Evgenia Gonchar
David Heiler
Helene Isert
Lucas Klein
Annika Kuhlmann
Kassandra Lohr
Elena Ludsteck

Lauritz Luttermann
Dehui Qiu
Birte Rutsch
Sylvia Sander
Tanja Sturm
Maximilian Weinig
Johanna Werner

Bibliographische Angaben:

© 2021 Felix B. Fischer & Anton A. Burger

Herausgeber: Lehrstuhl für ABWL und Unternehmensrechnung,
Katholische Universität Eichstätt-Ingolstadt | Auf der Schanz 49
| 85049 Ingolstadt

Online-Veröffentlichung / Druck durch Herausgeber

Abrufbar unter
<https://edoc.ku.de/id/eprint/28371/>
doi: 10.17904/ku.edoc.28371



Abstract: Dieser Bericht stellt die wichtigsten Ergebnisse des Kooperationsprojekts „Impact Investing & Stiftungen“ zwischen dem Lehrstuhl für ABWL und Unternehmensrechnung der KU Eichstätt-Ingolstadt, der BMW Foundation Herbert Quandt sowie dem sozialen Risikokapitalgeber BonVenture zusammenfassend dar. Er umfasst einerseits Erkenntnisse zu Impact Investing im Kontext von Stiftungen als Investoren, insbesondere zur finanziellen Rendite von Impact Investitionen, zu den Möglichkeiten der Wirkungsmessung und zum Niedrigzinsniveau. Andererseits werden die „Lessons learned“ aus der Evaluation des MRI-Pilotfonds Bildung, der mitunter von o. g. Kooperationspartnern ins Leben gerufen wurde, dargelegt. Zusammenfassend kann Impact Investing als geeignete alternative Anlageform für Stiftungen aufgefasst werden. Impact-Fonds können einer größeren Anzahl an Stiftungen den Zugang zu dieser Investitionsform ermöglichen. Die dargestellten Erkenntnisse aus dem Pilotfonds können bei der Konzeption künftiger Impact-Fonds eine Hilfestellung bieten.

Abstract (english): This report summarizes the essential results of the cooperation project "Impact Investing & Foundations" between the Chair of Business Administration and Accounting at KU Eichstätt-Ingolstadt, the BMW Foundation Herbert Quandt and the social venture capitalist BonVenture. First, it describes the main findings on impact investing in the context of foundations as investors, particularly with respect to (i) the financial returns of impact investments; (ii) the challenges of impact measurement; and (iii) impact investing in a low interest environment. Second, it presents the "lessons learned" from the evaluation of the "MRI-Pilotfonds Bildung", a pilot fund inter alia launched by the above-mentioned cooperation partners. In summary, impact investing can be seen as a suitable alternative investment form for foundations. Impact funds may enable a larger number of foundations to conduct impact investing. Future impact funds may take into account the findings summarized in this report.

Schlagworte: Impact Investing, Stiftungen, Niedrigzinsphase, Wirkungsmessung

Vorwort

Nachhaltiges Wirtschaften im Sinne des Einbezugs ökologischer und sozialer Aspekte in unternehmerische und Investitionsentscheidungen gewinnt seit Jahren an Bedeutung. Während viele Wirtschaftsakteure negative Effekte auf Umwelt und Gesellschaft durch das Ausschließen bestimmter Optionen bei ihren Entscheidungen vermindern wollen, geht das sog. Impact Investing (deutsch: wirkungsorientiertes Investieren) einen Schritt weiter: Ziel ist es, dass Investitionen nicht nur eine finanzielle Rendite, sondern auch eine positive gesellschaftliche¹ Wirkung entfalten.

Stiftungen erwirtschaften mithilfe ihres Vermögens üblicherweise eine finanzielle Rendite, mit der sie eine – dem Stiftungszweck („Mission“) entsprechende – gesellschaftliche Wirkung erzielen können. Dabei werden Vermögensanlage und die Erfüllung des Stiftungszwecks oftmals getrennt betrachtet und die Mission bzw. die ökologische/soziale Wirkung bei Investitionsentscheidungen demnach nicht berücksichtigt. In diesem Kontext kann Impact Investing als Hebel zur Erhöhung des Wirkungsgrads von Stiftungen betrachtet werden: Stellt eine Stiftung nicht nur ihre Erträge, sondern auch ihr Vermögen zur Erzielung einer gesellschaftlichen Wirkung zur Verfügung, steigt bei erfolgreicher Mittelverwendung ceteris paribus die insgesamt von der Stiftung erreichte Wirkung. Insofern kann konventionell angelegtes Stiftungsvermögen als brachliegendes Potenzial für die Förderung ökologischer und sozialer Ziele verstanden werden.

Aus diesem Grund ist aus dem Expertenkreis Impact Investing des Bundesverbands Deutscher Stiftungen unter Federführung

der Eberhard von Kuenheim Stiftung der BMW AG² 2014 das Pilotprojekt „MRI-Pilotfonds Bildung“ entstanden. Ziel war es, zu zeigen, dass (auch kleinere) Stiftungen bei der Vermögensanlage neben der finanziellen Rendite eine messbare Wirkung im Sinne ihres Stiftungszwecks erzielen können. Der Pilotfonds wurde vom sozialen Risikokapitalgeber BonVenture aufgesetzt, erhielt Kapital von sechs Stiftungen aus o. g. Expertenkreis sowie dem Bundesverband Deutscher Stiftungen und wurde 2018 nach Rückführung der drei Fonds-Investments beendet.

Im Wintersemester 2020/21 hat der Lehrstuhl für ABWL und Unternehmensrechnung der KU Eichstätt-Ingolstadt gemeinsam mit der BMW Foundation Herbert Quandt und BonVenture das Kooperationsprojekt „Impact Investing & Stiftungen“ durchgeführt. Dabei sollten Masterstudierende der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät Ingolstadt einerseits verschiedene Facetten des Impact Investings im Kontext von Stiftungen analysieren, andererseits den MRI-Pilotfonds evaluieren. Neben Literaturrecherche wurden Experteninterviews, Case Studies sowie Vergleichs- und Modellrechnungen durchgeführt.

Dieser Projektbericht reflektiert die wichtigsten Ergebnisse und stellt sie zusammenfassend in einem gemeinsamen Kontext dar. Aufgrund des Methodenpluralismus zwischen den einzelnen Projektstudien und dem zusammenfassenden Charakter dieses Berichts wird auf die Beschreibung der jeweiligen Forschungsmethodik verzichtet. Einerseits sollen die Erkenntnisse für Berufspraktiker (Community) verfügbar gemacht werden, andererseits soll weitere Forschung

¹ Der Einfachheit halber wird in diesem Bericht der Begriff „gesellschaftliche Wirkung“ gleichbedeutend mit „sozialer und/oder ökologischer Wirkung“ verwendet. ² Im Jahr 2016 hat die BMW AG die o. g. Stiftung personell und operativ mit der BMW Stiftung Herbert Quandt (seit 2017 BMW Foundation Herbert Quandt) zusammengeführt; beide Stiftungen fördern weiterhin eigene Projekte.



im Bereich Impact Investing angeregt werden. Kapitel 2 fasst (nach einer allgemeinen Einführung in Kapitel 1) die allgemeinen Ergebnisse zum Bereich „Impact Investing & Stiftungen“ zusammen, während Kapitel 3 eine kurze Einführung in den MRI-Pilotfonds beinhaltet und die „Lessons learned“ insbesondere für die Impact Investing Community aufbereitet. Der Bericht schließt mit einem Fazit in Kapitel 4.

1 Grundlagen zu Impact Investing: Inhalt, Abgrenzung und Markt

Impact Investing bedeutet gemäß dem Global Impact Investing Network (GIIN) das Investieren mit dem Ziel, neben einer finanziellen Rendite eine positive und messbare soziale und/oder ökologische Wirkung zu erzielen. Die finanzielle Renditeerwartung der Investoren weist dabei eine Bandbreite vom Kapitalerhalt bis hin zu marktüblichen Renditen auf. Eine entscheidende Rolle spielt die Wirkungsmessung auf Basis zuvor definierter Kennzahlen, um das Erreichen der ökologischen und sozialen Ziele zu belegen und zu steuern (Global Impact Investing Network, 2021).

Von anderen Konzepten nachhaltiger Investition grenzt Impact Investing (II) sich durch die Wirkungsmessung sowie dadurch ab, dass Unternehmen oder Projekte aktiv anhand ihres Wirkungspotenzials ausgewählt werden. Im Gegensatz dazu werden bei anderen nachhaltigen Konzepten potenzielle Anlagen (z. B. Aktien oder Anleihen) oftmals lediglich dahingehend überprüft, ob sie mit den Werten des Investors übereinstimmen (Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Dies kann beispielsweise durch negatives Screening (z. B. Ausschluss bestimmter Branchen), positives Screening (z. B. Fokus auf be-

stimmte Branchen) oder die Selektion von Branchenbesten mit Hinblick auf zuvor festgelegte ESG-Kriterien geschehen (van Duuren et al., 2016).

Mission-Related Investing (MRI; vgl. „MRI-Pilotfonds“) wird in der Literatur oftmals als Investition in Einklang mit einem gesellschaftlichen (Stiftungs-)Zweck verstanden. Beim Mission-Related Investing besteht demnach eine Zweckorientierung (d. h. Nähe der gewünschten Wirkung zum Stiftungszweck), während beim Impact Investing der Fokus auf der Wirkung sowie deren Messung liegt (Windeknecht, 2019).³ Entsprechend dieser Definition bestehen zwischen MRI und II Überschneidungen, wenn sowohl eine Zweckorientierung als auch die Messung der forcierten Wirkung angestrebt wird. Für Stiftungen ist II vor allem dann erstrebenswert, wenn die von der Satzung definierte Mission gefördert wird. Daher wird für diesen Bericht angenommen, dass II im Kontext von Stiftungen zumeist eine Zweckorientierung aufweist und sich Impact -Investitionen von Stiftungen innerhalb eines Kontinuums der beiden Dimensionen Wirkung und Zweck befinden.

Je nach Definition und Abgrenzung ergibt sich für II in Deutschland bei der Bestimmung der Marktgröße eine hohe Bandbreite. Then und Schmidt (2020) ermitteln in einer explorativen Marktstudie für 2020 eine Marktgröße von ca. € 2,9 Mrd. nach engem Verständnis, von ca. € 6,5 Mrd. nach weiterem Verständnis und von ca. € 18,1 Mrd. nach „Assets under Management“ mit Impact-Bezug. Dabei entspricht das enge Marktverständnis am ehesten der Definition von II dieses Berichts: Es beinhaltet Investitionen, die entweder vorrangig eine gesell-

³ Daneben bestehen Definitionen, die MRI als Teil von II betrachten. Beispielsweise versteht die BMW Foundation Herbert Quandt MRI als II im Einklang mit dem Zweck einer gemeinnützigen Organisation wie einer Stiftung. Dementsprechend weist der o. g. MRI-Pilotfonds sowohl einer Zweck- als auch eine Wirkungsorientierung auf.

schaftliche Rendite erzielen wollen (Impact-First, ca. € 62 Mio.) oder neben der finanziellen Rendite ausdrücklich eine gesellschaftliche Rendite fokussieren (Finance-First, ca. € 2,8 Mrd.). Eine exakte historische Marktentwicklung lässt sich aufgrund der beschränkten Studienlage sowie variierenden Abgrenzungen nicht ermitteln. Die Autoren o. g. Studie zeigen jedoch (vergleichend und durch Befragung von Marktteilnehmern) auf, dass der Markt in den letzten Jahren deutlich gewachsen ist.

Stiftungen stellen im Markt nach weitem Verständnis (€ 6,5 Mrd.) mit einem Anteil von über ¼ die Hauptakteure des deutschen Impact Investings dar. Dieses Marktverständnis beinhaltet neben Impact- und Finance-First Investitionen auch weitergefasste nachhaltige Investitionskonzepte. Nach engem Verständnis (€ 2,9 Mrd.) vereinen Stiftungen ein knappes Viertel des Marktes (Then & Schmidt, 2020). Daraus lässt sich ableiten, dass Stiftungen neben ihrem hohen Marktanteil eine bedeutende Rolle im deutschen Impact Investing einnehmen: Durch Umschichten von bestehendem nachhaltigen Investitionsvolumen (nach weitem Verständnis) hin zu Impact- und Finance-First Investitionen könnte der enge Impact Investing Markt ohne den Einsatz zusätzlichen Vermögens deutlich vergrößert werden. Zudem verfolgen innerhalb der Stiftungslandschaft einzelne Akteure eine gezielte Förderung und Etablierung von Impact Investing bei Stiftungen (z. B. die Beteiligten des MRI-Pilotfonds, der Expertenkreis des Bundesverbands Deutscher Stiftungen und die Bertelsmann Stiftung mit dem Projekt „Impact Investing“).

2 Ergebnisse zu Impact Investing & Stiftungen

2.1 Finanzielle Rendite

Höchstädtter und Scheck (2015) zeigen in einer breit angelegten Literatur- und Inhaltsanalyse im *Journal of Business Ethics*, dass die Renditeanforderungen von Impact-Investoren vom Kapitalerhalt bis hin zu Überrenditen im Vergleich zum Markt reichen können. Als übliche Bandbreite werden Renditen zwischen „unter Markt“ und marktüblichem Niveau verstanden; die erzielbare Rendite hängt von den Umständen/ Spezifika einer Investition (z. B. Branche/ Sektor) sowie der Investorenstrategie ab. Übermarktrenditen können laut Grabenwarter und Liechtenstein (2011) erzielt werden, wenn Investitionen mit einem strategischen Ansatz anhand Rendite und Wirkung selektiert und zukünftige Trends dabei berücksichtigt werden.

Die üblichen Renditeanforderungen spiegeln sich in den Erwartungen von Investoren und Intermediären in Deutschland wider: 82 % der Investoren und 69 % der Intermediäre erwarten eine marktübliche oder annähernd marktübliche Rendite; drei Prozent der Intermediäre eine Übermarktrendite (Then & Schmidt, 2020). Rund 18 % der Investoren und 6 % der Intermediäre sind unter der Bedingung des Kapitalerhalts bereit, Renditen unter Marktniveau (im Sinne eines Abschlags zugunsten der Wirkung) hinzunehmen. Die Renditeerwartungen wurden 2020 mehrheitlich erfüllt oder übertroffen (Investoren: 79 %; Intermediäre: 59 %).

Im Rahmen des Projekts ergaben sich zur finanziellen Rendite folgende Erkenntnisse:



(1) In der Forschung zur Corporate Social Responsibility (CSR) bestehen empirische Belege (z. B. Godfrey et al., 2009; Jung et al., 2018) dafür, dass Unternehmen mit hohen CSR-Aktivitäten niedrigere Risiken (z. B. für Image-Schäden oder illoyale Mitarbeiter) aufweisen als solche mit niedrigen CSR-Aktivitäten. Dies bedeutet, dass die marktüblichen Renditen von nachhaltigen (und damit auch von Impact-) Investitionen aufgrund des niedrigeren Risikos tendenziell unter denen von vergleichbaren konventionellen Anlagen liegen. Dementsprechend kann in solchen Fällen der Eindruck einer Untermarktrendite aufgrund eines Trade-offs zwischen Rendite und Nachhaltigkeit entstehen; dabei wird jedoch vernachlässigt, dass die Rendite risikoadjustiert und damit auf Marktniveau ist. Daher muss in diesem Kontext zwischen niedrigen Renditen „auf Markt“ und solchen unter Marktniveau differenziert werden.

(2) Die Bandbreite finanzieller Renditen von Impact Investitionen ist groß und branchen-/projektabhängig. Damit sind die erzielbaren Renditen auch missionsabhängig – je nach Stiftungszweck können die zu erwartenden Renditen deutlich variieren. Beispielsweise ist anzunehmen, dass Investitionen in Bildungsprojekte tendenziell niedrigere Renditen erzielen als Investitionen in Unternehmen mit nachhaltigen, innovativen Technologien.

(3) Daraus folgt, dass die zu erwartende Rendite von II vom Stiftungszweck abhängt und dass ggf. zwischen der Nähe einer Investition zum Stiftungszweck und der finanziellen Rendite abgewogen werden muss.

(4) Aus wirkungs- oder gemeinwohlorientierter Perspektive kann mithilfe eines diversifi-

zierten Portfolios (d. h. Mischung von Impact Investitionen mit unterschiedlicher finanzieller Rendite) erreicht werden, dass Impact-Projekte mit niedriger Rendite gefördert werden, ohne die Anforderungen an die Gesamtrendite des Portfolios abzusenken. Dies ist insbesondere dann möglich, wenn einzelne strategische Projekte mit hoher Markt- oder Übermarktrendite akquiriert werden können, die die niedrige Rendite anderer Projekte ausgleichen. Im Rahmen des Projekts nicht abschließend bewertet wurde, ob eine solche Diversifikation auf Fonds-/Vehikel-Ebene oder auf Investoren-Ebene stattfinden sollte.

(5) Impact-Projekte mit Renditen unter Marktniveau sind auf Impact-Investoren angewiesen, da konventionelle Anleger die positive Wirkung bei der Investitionsentscheidung nicht berücksichtigen. Im Gegensatz dazu können sich Impact-Projekte mit Renditen auf/über Marktniveau auf „konventionellen“ Märkten finanzieren.

(6) Daher sollten strategische Projekte mit hohen finanziellen Renditen für Impact-Investoren besonders bedeutend sein: ihre Renditen ermöglichen Investitionen in weniger ertragreiche Projekte mit hoher Wirkung, die Projekte sind jedoch stärker am Markt umkämpft. Aus diesem Grund sollten solche Projekte strategisch und frühzeitig angegangen werden.

2.2 Wirkungsmessung, gesellschaftliche Rendite und Mission

Die Messbarkeit bzw. Messung der gesellschaftlichen Wirkung – in diesem Bericht auch als gesellschaftliche Rendite bezeichnet – stellt einen wichtigen Teil von II dar. Zwar bestehen verschiedene internationale

Ansätze zur Wirkungsmessung mit dem Ziel, die Standardisierung und Vergleichbarkeit von Impact-Projekten zu erhöhen; eine einheitliche Methodik hat sich bisher jedoch nicht etabliert. Insbesondere in Deutschland zeigt sich laut Then und Schmidt (2020) ein heterogenes Bild: 50 % der Impact Investoren messen die Wirkung gar nicht, rd. 29 % mithilfe eigener Ansätze und rd. 12 % mit externen Ansätzen. Intermediäre messen Wirkung zu rd. 38 % mithilfe interner und zu rd. 31 % mithilfe externer Methoden. Als Gründe für diese (im Vergleich zum Anspruch des II niedrigen) Werte werden von den Befragten sowohl der Zeitaufwand als auch die Kosten genannt. Im Falle der Wirkungsmessung hängt der gewählte Ansatz einerseits vom Projekt ab, andererseits von den geschlossenen/zu schließenden Zielvereinbarungen zwischen den Investoren/Intermediären und Projektverantwortlichen.

Wirkung kann prinzipiell anhand von Indikatoren (z. B. Anzahl gepflanzter Bäume) oder monetär gemessen und gesteuert werden. Dafür werden zunächst mögliche Wirkzusammenhänge zwischen Maßnahmen/Projekten und den intendierten gesellschaftlichen Änderungen auf Basis von Kausalanalysen und bestehender Evidenz erarbeitet (vgl. Theory of Change; United Nations Development Group, 2017). Anschließend werden geeignete Indikatoren zur Erfolgsmessung der Wirkung auf Basis konzeptueller Modelle definiert. Solche Modelle orientieren sich oftmals an Ansätzen wie dem IOOI-Modell (Input » Aktivität » Output » Outcome » Impact), bei denen zwischen verschiedenen Ergebnis-/Wirkebenen (z. B. kurzfristiges Ergebnis und langfristige Wirkung) und Stakeholder-Gruppen differen-

ziert wird.⁴ Zur Definition von Indikatoren für die verschiedenen Ebenen können Standards wie der IRIS+ des GIIN herangezogen werden. Die Wirkungsmessung erfolgt, indem der Verlauf der Indikatoren erhoben und mit Zielwerten oder Kontrollgruppen verglichen wird. Soll die Wirkung monetär bewertet werden, kann beispielsweise die Kennzahl/das Konzept Social Return on Investment (SROI) angewendet werden, bei dem der monetisierte Impact ins Verhältnis zur Investitionssumme gesetzt wird (Mishra, 2018). Allerdings unterliegt die monetäre Bewertung von gesellschaftlicher Wirkung Subjektivität und vermindert daher die Vergleichbarkeit bzw. birgt das Problem einer Scheingenaugkeit (Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

Im Kontext von Stiftungen ist, wie in Abschnitt 1 beschrieben, nicht nur die gesellschaftliche Rendite, sondern auch die Nähe der Wirkung zum Stiftungszweck, also zur Mission, von Bedeutung. Folgende Erkenntnisse entstanden im Projekt „Impact Investing & Stiftungen“:

- (1) Wirkungsmessung kann für Stiftungen aus mehreren Gründen von Bedeutung sein. Einerseits kann die Vergleichbarkeit verschiedener Investitionsmöglichkeiten hinsichtlich Wirkung (bzw. der Abwägung zwischen finanzieller und gesellschaftlicher Rendite) erhöht werden. Andererseits kann die Zielerreichung eines Impact-Projekts oder eines Intermediären gemessen und kontrolliert werden.
- (2) In diesem Kontext muss zwischen Wirkungsschätzung und -messung unterschieden werden: Während bei der Abwägung verschiedener Investitionsmöglichkeiten lediglich Schätzungen zur (gewünschten) Wirk-

⁴ Ein Vergleich verschiedener Ansätze findet sich z. B. bei Mishra (2018).



kung vorliegen, erfolgt die Kontrolle der Wirkung von Projekten auf der Basis erhobener Daten. Weil die Wirkungskontrolle in vielen Fällen auf Basis zuvor vereinbarter, projektspezifischer Ziele beruht (s. o.), ist die Vergleichbarkeit zu anderen Projekten auf Basis externer Messansätze nicht notwendig. Aus Stiftungsperspektive scheint sich – entsprechend der empirischen Ergebnisse von Then und Schmidt (2020) – die Anwendung aufwändiger, externer Verfahren daher nicht zu lohnen.

(3) Wie beschrieben kann des Weiteren zwischen kurzfristigen Ergebnissen (Output) einerseits und der individuellen (Outcome) sowie gesellschaftlichen Wirkung (Impact) andererseits differenziert werden. Die Analyse von Fallbeispielen und Experteninterviews hat ergeben, dass die Messung der langfristigen Wirkung problembehaftet sein kann. Dies trifft insbesondere auf Projekte zu, bei denen die (gewünschte) Wirkung langfristiger Natur ist und Potenzial für multiplikative Effekte aufweist. Beispielsweise kann bei Bildungsmaßnahmen das kurzfristige Ergebnis wie die Anzahl der Teilnehmer, nicht aber die langfristige Wirkung (z. B. kumulierte zusätzliches Einkommen der Teilnehmer über das gesamte Leben; Outcome) gemessen werden. Multiplikative Effekte können auftreten, wenn eine Bildungs-

maßnahme in einem Entwicklungsland die Lebensumstände und den Bildungsstand weiterer Personen beeinflusst (Impact).

(4) Aus diesem Grund sollte sich bei der Wirkungsmessung (im Rahmen der Wirkungskontrolle) auf messbare und daher tendenziell kurzfristige Ergebnisse fokussiert werden. Bei der Wirkungsschätzung im Sinne des ex-ante-Vergleichs verschiedener Investitionsoptionen wiederum können langfristige und multiplikative Effekte über Faktoren (z. B. im Verhältnis zu kurzfristigen Effekten) einbezogen werden. Mithilfe der Analyse vergangener Impact-Projekte könnte (ähnlich dem Konzept der Branchen-Multiples bei der Unternehmensbewertung) ermittelt werden, welche Projekte (kategorisiert nach Branchen, Mission, etc.) tendenziell höhere oder niedrigere langfristige Effekte aufweisen.

(5) Aus Stiftungsperspektive kann bei der Wirkungsschätzung zusätzlich die Nähe zum Stiftungszweck berücksichtigt werden. Die Wirkung von Investitionsalternativen können dann auf Basis einfach planbarer kurzfristiger Effekte, einem Faktor zur Schätzung der langfristigen Wirkung sowie einem Faktor betreffend Nähe zum Stiftungszweck miteinander verglichen werden (vgl. Formel 1). Der Anspruch der externen Vergleichbarkeit bzw. Objektivität wird dabei

Formel 1

$$Nutzen_{i,j} = Wirkungsschätzung_j * z_{i,j} = B_i(E_j) * m_j * z_{i,j}$$

Der Nutzen der Wirkung eines Impact-Projekts j für eine Stiftung i lässt sich anhand des geplanten (kurzfristigen) Effekts E , den erwarteten multiplikativen Effekten m (Faktor; ≥ 1) sowie der Nähe des Projekts zum Stiftungszweck z ($0 \leq z \leq 1$) schätzen. Dabei wird E von der Stiftung i bewertet (B), sodass verschiedene Investitionsalternativen vergleichbar werden. Beispielsweise könnte die Anzahl der Teilnehmer an einer einjährigen Fortbildung höher bewertet werden wie die gleiche Anzahl von Teilnehmern an einer Kurzfortbildung.

zugunsten der internen Vergleichbarkeit im Sinne der Investitionsabwägung zurückgestellt.

2.3 Impact Investing in der Niedrigzinsphase

Die anhaltende Niedrigzinsphase wirkt sich seit Jahren negativ auf die (nominale) finanzielle Rendite von Anlegern und somit auf die von Stiftungen aus. Dementsprechend verschlechtert(e) sich die Ertragslage vieler Stiftungen und damit deren finanzielle Möglichkeiten zur Erfüllung des Stiftungszwecks. Deswegen steigt seit einiger Zeit der Anteil an Stiftungen, bei denen die finanzielle Rendite nicht für den Inflationsausgleich genügt (Bischoff & Ratajszczak, 2017). Dies ist bei Stiftungen besonders relevant, da diese das Stiftungsvermögen zur dauernden und nachhaltigen Erfüllung des Stiftungszwecks erhalten müssen (§14 StiftBTG; Ausnahme: Verbrauchsstiftungen). Zwar konkretisieren viele Bundesländer nicht, ob damit der nominale oder reale Kapitalerhalt gemeint ist, jedoch empfiehlt bspw. das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland den realen Kapitalerhalt (IDW RS HFA 5, Tz. 10). Insofern liegt es nahe, alternative Investitionsformen wie das Impact Investing als Alternative zum konventionellen Wirtschaften von Stiftungen zu untersuchen.

Im Rahmen der Projektstudien wurden folgende Erkenntnisse erarbeitet:

(1) Die o. g. Studie von Bischoff und Ratajszczak (2017) fokussiert sich auf Immobilien und Immobilienfonds als Möglichkeit speziell für große und kapitalstarke Stiftungen, niedrigen Erträgen aufgrund des Zinsniveaus zu begegnen. Sie betont, dass sich dabei höhere finanzielle Renditen mit

einer gesellschaftlichen Rendite verknüpfen lassen. Aus den Experteninterviews im Rahmen des Projekts geht hingegen hervor, dass in der Niedrigzinsphase eine erhöhte Gefahr der Investition von Stiftungen in gesellschaftlich schädliche Anlagen besteht. Begründet wird dies damit, dass Stiftungen bei der Vermögensanlage ein höheres Risiko oder ökologische und gesellschaftliche Schäden hinnehmen müssen, um weiterhin ausreichende Erträge zum Kapitalerhalt, Stiftungsbetrieb und der Finanzierung der satzungsgemäßen Fördertätigkeit zu erzielen.

(2) In der Forschung wird in Niedrigzinsphasen von einer höheren Risikotoleranz beim Anlageverhalten von Banken ausgegangen und diese u. a. mit der *Suche nach nominaler Mindestrendite* (Gambacorta, 2009) begründet. Beispielsweise konnten Neuenkirch und Nöckel (2018) für 2003-2016 im Euroraum empirisch eine erhöhte Risikobereitschaft von Banken als Reaktion auf die schlechte Renditesituation feststellen. Dies deckt sich mit den o. g. Expertenaussagen zu Stiftungen. Trifft dieser Effekt auch auf Stiftungen als Anleger zu, besteht die Gefahr, dass Stiftungsportfolios in Niedrigzinsphasen erhöhte Risiken aufweisen. In diesem Kontext kann die Maximierung der gesellschaftlichen anstatt der finanziellen Rendite von Investitionen eine mögliche Strategie zur Vermeidung solcher Risiken darstellen.

(3) Unter der Annahme, dass die gesellschaftliche Rendite von Investitionen bei einem Absinken des Zinsniveaus konstant bleibt, gewinnt sie bei Investitionsentscheidungen von Stiftungen an Bedeutung: Besteht die Gesamtrendite einer Stiftung aus

der (gesunkenen) finanziellen und der gesellschaftlichen Rendite, steigt der Anteil der gesellschaftlichen Rendite im Niedrigzinsniveau. Bleibt die zum Kapitalerhalt und für die Verwaltung benötigte finanzielle Mindestrendite konstant, sinkt der finanzielle Renditeanteil zur Erfüllung des Stiftungszwecks überproportional. Daher kann der Fokus auf die gesellschaftliche Rendite eine Strategie zur Verfolgung des Stiftungszwecks insbesondere in Niedrigzinsphasen darstellen.

(4) Impact-Anlagen weisen tendenziell weniger Risiko und dadurch eine niedrigere marktübliche Rendite auf als vergleichbare konventionelle Anlagen (vgl. Abschnitt 2.1). Allerdings steigt bei sinkendem Zinsniveau die Nachfrage von Banken und anderen Investoren nach risikoreichen Anlagen (s. o.), was die Risikoprämien solcher Anla-

gen reduzieren kann (vgl. Abb. 1). Folglich sollte die Differenz zwischen den finanziellen Renditen von Impact- und vergleichbaren konventionellen Anlagen sinken. Dies führt aus Stiftungssicht rechnerisch (bei Berücksichtigung der finanziellen und gesellschaftlichen Rendite) dazu, dass im Niedrigzinsumfeld die gesellschaftliche Mindestrendite, die eine Impact-Anlage im Vergleich zu einer ähnlichen konventionellen Anlage (unter Vernachlässigung des unterschiedlichen Risikos) aufweisen muss, sinkt (vgl. Formel 2).

3 Evaluation des MRI-Pilotfonds Bildung

3.1 Erwartungen, Ziele und Ergebnis

Der MRI-Pilotfonds Bildung ist aus dem Expertenkreis Impact Investing des Bundesverbands Deutscher Stiftungen entstanden und wurde vom sozialen Risikokapitalgeber BonVenture entsprechend der EuSEF-Verordnung aufgelegt. Er wurde 2014 ge-

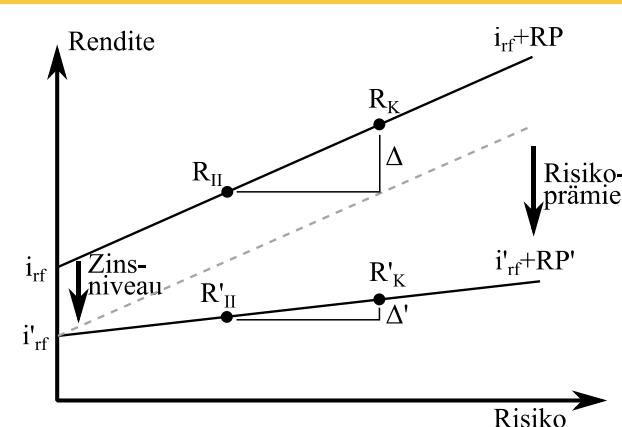


Abbildung 1: Schematische Darstellung der Entwicklung der Differenz ($\Delta \rightarrow \Delta'$) zwischen den Renditen von Impact- (R_{II}) und vergleichbaren konventionellen Anlagen (R_K) im Niedrigzinsumfeld. Das Zinsniveau wirkt sich zunächst auf den risikolosen Zinssatz aus ($i_{rf} \rightarrow i'_{rf}$). Durch die erhöhte Nachfrage nach risikoreichen Anlagen sinken deren Risikoprämien überproportional ($RP \rightarrow RP'$), was zu einer sinkenden Differenz zwischen den o. g. Renditen führt.

Formel 2

$$(R_K - R_{II}) > (R'_K - R'_{II}) \rightarrow \overline{R_g} > \overline{R'_g} ; \quad R_{II} + R_g \geq R_K \rightarrow R_g \geq R_K - R_{II}$$

Die Gesamtrendite einer Impact-Anlage sei die Summe aus ihrer finanziellen (R_{II}) und gesellschaftlichen Rendite (R_g). Unter der Annahme, dass diese Gesamtrendite für eine Investitionsentscheidung zugunsten der Impact-Anlage mindestens so hoch sein muss wie die finanzielle Rendite einer (vergleichbaren) konventionellen Anlage (R_K), folgt $R_g \geq R_K - R_{II}$. Sinkt das Zinsniveau, sinkt die Differenz (vgl. Abb. 1). Dementsprechend sinkt die gesellschaftliche Mindestrendite ($\overline{R_g}$ bzw. $\overline{R'_g}$), die nötig ist, damit sich Stiftungen für die Impact-Anlage entscheiden.

gründet und von folgenden sieben Investoren mit jeweils € 100 Tsd. (insg. € 700 Tsd.) ausgestattet: Bertelsmann Stiftung, BMW Stiftung Herbert Quandt, Bundesverband Deutscher Stiftungen, Castringius Kinder & Jugend Stiftung, Eberhard von Kuenheim Stiftung, Hoffnungsträger Stiftung und Schweisfurth-Stiftung. Ziel war die Wachstumsfinanzierung von innovativen sozialen Unternehmen mit Fokus Bildung im DACH-Raum, die bereits stabile Geschäftsmodelle aufweisen und sich langfristig finanziell selbst tragen können. Dabei wurde mit einer Rendite von 2 % p. a. nach Kosten bei einer Laufzeit von sechs Jahren der reale Kapitalerhalt angestrebt. Zudem diente das Pilotprojekt der Förderung und Entwicklung des Impact Investings für Stiftungen im deutschsprachigen Raum.

Bis 2016 wurde das Fondsvermögen zu je ca. € 200 Tsd. in Form von nachrangigen Gesellschafterdarlehen in drei Portfoliounternehmen investiert: in die Mobiles Lernen gGmbH, die Kinderzentren Kunterbunt gGmbH und die DoNature gGmbH. Damit wurden verschiedene Aspekte der Mission Bildung von IT-Bildung über frühkindliche Bildung hin zu ökologischer Bildung abgedeckt sowie weitere ökologische (z. B. Reduktion Elektroschrott) und soziale Aspekte (z. B. Integration von Menschen mit Behinderung) berücksichtigt. Aufgrund variabler Liquiditätsbedarfe wurden die gewährten Darlehen erst über einen längeren Zeitraum vollständig abgerufen. Zudem wurden die Darlehen frühzeitig – bis 2018 – zurückgeführt, sodass der Fonds per 31.12.2018 vorzeitig beendet wurde.

Entsprechend der verkürzten Laufzeit und Inanspruchnahme konnten die geplanten

Zinserträge nicht vollständig abgeschöpft werden. Gemäß Schlusswert des Fonds wurde eine finanzielle Gesamtrendite von rd. 2,2 % nach Management Fee erzielt. Dabei wurden die weiteren Nebenkosten (insb. der Gründung) im Rahmen des Pilotprojekts von den Investoren übernommen. Die gesellschaftliche Rendite der Projekte wurde anhand von einzelnen Output-Indikatoren gemessen (z. B. Anzahl Teilnehmer), die vorab mit den Investoren abgestimmt wurden, um eine ambitionslose Zielsetzung zu vermeiden. In 2018 haben zwei der drei Projekte die geplanten Impact-Ziele übertroffen; ein Projekt hat den Zielwert um ca. 5 % verfehlt. Insgesamt wurde das durchschnittliche Impact-Ziel in 2018 um rd. 7,5 % übertroffen.

3.2 Lessons learned

Aus der Analyse der Fondsdaten sowie von Experteninterviews mit Beteiligten ergeben sich folgende Erkenntnisse bzw. „Lessons learned“ zum MRI-Pilotfonds Bildung:

(1) Size matters: Im Rahmen der Gründung des Fonds unter der damals neu eingeführten EuSEF-Regulierung entstanden verhältnismäßig hohe Fixkosten bzw. administrativer Aufwand. Je größer der Fonds, desto niedriger sind die relativen administrativen Kosten, da es sich dabei im Wesentlichen um Fixkosten handelt. Zudem steigt mit der Anzahl der Projekte eines Fonds das Diversifikationspotenzial, was sich positiv auf das Risiko auswirkt. Daher sollte prinzipiell die Auflage größerer Impact-Fonds mit einer größeren Anzahl von Investitionsobjekten im Portfolio angestrebt werden.

(2) Duration matters: Insbesondere die verkürzte Laufzeit des Pilotfonds hat sich nega-

tiv auf die Rendite ausgewirkt. Je länger das Kapital eines Fonds investiert ist und je kürzer im Verhältnis dazu die Investitions- und Desinvestitionsphase ist, desto höher ist prinzipiell die Rendite. Außerdem schränken regelmäßige (Mindest-)Ausschüttungen die Flexibilität von Impact-Fonds bei ihren Investitionen (besonders bei direkten Eigenkapitalinvestitionen mit hohen Renditechancen ohne feste Zinserträge) ein; ein höheres finanzielles Renditepotenzial bieten daher prinzipiell thesaurierende Impact-Fonds. Aus Fonds- und Renditeperspektive sollten Impact-Fonds daher grundsätzlich eine lange Laufzeit aufweisen, geschlossen sein und thesaurieren.

(3) Liquidity management matters: Punkt (2) entgegen steht laut der Experteninterviews der Wunsch potenzieller Investoren nach Flexibilität. Beispielsweise präferiert ein Interviewpartner handelbare Fonds und nennt als maximale Laufzeit nicht-handelbarer Fonds zehn Jahre. Alle Interviewpartner betonen, dass ein Impact-Fonds ausschüttend sein sollte, um die reguläre Fördertätigkeit der investierenden Stiftungen zu gewährleisten. Damit Stiftungen trotz dieser Anforderungen an regelmäßige Cash Flows in Impact-Fonds mit höherem finanziellen Renditepotenzial investieren können, empfiehlt sich ein sorgfältiges Liquiditätsmanagement. Werden die einzelnen Investitionen in Fonds und andere Anlagen so gestreut, dass auf Portfolioebene regelmäßige Cash Flows entstehen, kann die reguläre Fördertätigkeit aufrechterhalten werden. Hierbei weisen Stiftungen den Vorteil auf, dass deren Anlagehorizont prinzipiell unendlich ist – solange regelmäßige Rückflüsse aus dem Gesamtportfolio gewährleistet sind, können Investi-

tionen sehr langfristig getätigt werden.

(4) Mission vs. size & risk: Prinzipiell schränkt ein enger Fokus auf eine Mission die Auswahl geeigneter Projekte und damit das Diversifikationspotenzial ein. Aus der Perspektive des Intermediären (also dem Fondsmanager) sollten daher Fonds anhand solcher Missionen gestaltet werden, die eine größere Auswahl an Projekten bieten. Daneben sollte (z. B. mit potenziellen Investoren) eruiert werden, wie breit die Mission eines Fonds ausgelegt werden kann, um einerseits den Anforderungen der Investoren zu genügen und um andererseits eine ausreichende finanzielle Rendite sowie Risikostreuung zu ermöglichen.

(5) Foundation size matters: Impact Investing im Rahmen von (geschlossenen) Fonds ist tendenziell für Stiftungen bestimmter, mittlerer Größen geeignet. Die Mindestinvestitionssumme pro Anleger in Höhe von € 100 Tsd. laut der EuSEF-Verordnung (bzw. € 200 Tsd. bei einfacher KAGB-Registrierung) stellt eine Hürde für kleinere Stiftungen dar (insb. wenn diese ihr Vermögen in verschiedene Anlagen streuen wollen). Stiftungen mit einem großen Vermögen weisen wiederum zumeist ein eigenes Asset Management auf und können direkt in Impact-Projekte investieren. Dabei ist jedoch zu beachten, dass für solche Investitionen (entsprechend des jeweiligen Projekts) spezifisches Expertenwissen sowie u. U. die Kapazität zur aktiven Mitgestaltung bzw. Eingriffs notwendig ist. Große Stiftungen müssen daher abwägen, inwiefern sie diese Kapazitäten selbst aufbauen wollen oder auf externe Ressourcen wie Intermediäre und Fondsmanager bspw. im Rahmen von Fondsbesitzungen zurückgreifen. Aus

Sicht eines Intermediäres sollte die Investoren-Zielgruppe vor der Auflage eines Impact-Fonds sorgfältig hinsichtlich Anzahl, relevanter Stiftungsgröße und Mission analysiert werden.

(6) Impact measurement: Die Wirkung der drei Portfoliounternehmen wurde anhand konkreter, kurzfristig messbarer Output-Indikatoren kontrolliert. Diese wurden im Rahmen von Wirkungsanalysen auf Basis bestehender Studien hinsichtlich ihrer Aussagekraft zur langfristigen Wirkung erarbeitet. Bei der Wahl von Indikatoren sollte vor allem berücksichtigt werden, dass die intendierte Wirkung regelmäßig gemessen werden können muss. Andernfalls ist eine Erfolgskontrolle nicht möglich. Daneben wurde auf eine monetäre Wirkungsmessung bewusst verzichtet, da diese einerseits schwer umsetzbar ist und andererseits als ethisch fragwürdig bewertet wird. Insbesondere die monetäre Bewertung des Nutzens sozialer Maßnahmen (z. B. eines Arbeitsplatzes für einen Menschen mit Behinderung) und der Versuch, den (monetären) „Wert“ solcher Maßnahmen miteinander zu vergleichen (z. B. Wert der Ausbildung eines Kindes vs. der eines Menschen mit Behinderung) wurde von einem Experten als unethisch abgelehnt. Daher sollte bei der Auflage eines Impact-Fonds abgewogen werden, mit welchen Indikatoren eine Erfolgskontrolle und Wirkungsschätzung möglich ist, ohne dabei ethische Grenzen potenzieller Investoren zu verletzen.

4 Fazit

Die wesentlichen Erkenntnisse des Kooperationsprojekts lassen sich wie folgt zusammenfassen: Die erzielbare finanzielle, risikoadjustierte Rendite von Impact-Projekten

kann eine hohe Bandbreite (Kapitalerhalt/Rendite unter Markt bis Übermarktrenditen) aufweisen und hängt von der Mission ab. Je nach Mission muss daher ggf. zwischen Nähe zum Stiftungszweck und finanzieller Rendite abgewogen werden. Impact-Projekte mit Untermarktrendite sind von Impact-Investoren abhängig, die finanzielle Abschläge für höhere Wirkung hinnehmen. Die Finanzierung solcher Projekte könnte ermöglicht werden, indem im Rahmen von Portfolios Impact-Projekte mit verschiedenen finanziellen, risikoadjustierten Renditen gebündelt werden. Weil nachhaltige Anlagen tendenziell ein niedrigeres Risiko als vergleichbare konventionelle Anlagen aufweisen, kann deren risikoadjustierte Marktrendite niedriger ausfallen. Demnach sollten Investoren zwischen niedrigen Renditen „auf Markt“ und Untermarktrenditen unterscheiden.

Bei der gesellschaftlichen Rendite sollte zwischen Wirkungsmessung und -schätzung unterschieden werden. Vor einer Investition kann die potenzielle, langfristige Wirkung eines Projekts auf Basis kurzfristiger Erfolgsgrößen und Langfrist-Multiplikatoren geschätzt werden. Stiftungen können zudem einen Faktor miteinbeziehen, der die Nähe eines Projekts zum Stiftungszweck berücksichtigt. Eine monetäre Bewertung der Wirkung basiert auf subjektiven Einschätzungen und kann daher keine objektive externe Vergleichbarkeit herstellen. Aus diesem Grund sollten sich Impact-Investoren auf Konzepte fokussieren, die den individuellen Nutzen verschiedener Investitionsoptionen vergleichbar machen. Die Wirkungsmessung im Sinne der Erfolgskontrolle sollte mithilfe regelmäßig und eindeutig messbarer

Indikatoren durchgeführt werden, damit sie regelmäßig mit niedrigem Aufwand durchgeführt werden kann. Diese Indikatoren für die langfristige Wirkung sollten auf Basis von Wirkungsanalysen und bestehender Evidenz ausgewählt werden.

In Niedrigzinsphasen besteht tendenziell die Gefahr, dass Stiftungen in risikoreichere oder weniger nachhaltige Anlagen investieren, um Kapitalerhalt, Stiftungsbetrieb und Fördertätigkeit zu gewährleisten. Ein möglicher Lösungsansatz für dieses Problem ist die Maximierung der gesellschaftlichen anstatt der finanziellen Rendite. Dabei wird der Stiftungszweck mithilfe des Einsatzes bestehenden Kapitals verfolgt. Durch die erhöhte Nachfrage nach risikoreichen Anlagen kann sich die Differenz der finanziellen Rendite zwischen vergleichbaren nachhaltigen und konventionellen Anlagen reduzieren. Rechnerisch bedeutet dies bei Berücksichtigung der gesellschaftlichen Rendite, dass sich auch Investitionen in Impact-Projekte lohnen, die für Normalzinsphasen eine zu niedrige Wirkung aufweisen.

Aus der Evaluation des MRI-Pilotfonds Bildung können folgende Schlüsse gezogen werden: Bei Impact-Fonds sollte sowohl eine angemessene Portfoliogröße als auch Mindestlaufzeit angestrebt werden. Während aus Fonds- und finanzieller Renditeperspektive lange Laufzeiten ohne vorzeitige (Mindest-)Ausschüttungen prinzipiell zu bevorzugen sind, wünschen sich die investierenden Stiftungen Flexibilität und regelmäßige Rückflüsse. Um dennoch an hohen Renditechancen partizipieren zu können, können Stiftungen die Liquidität des eigenen Portfolios so aussteuern bzw. diversifizieren, dass trotz der Illiquidität einzelner Anlagen

regelmäßige Cash Flows für Stiftungsbetrieb und Fördertätigkeit erzielt werden. Nachdem die Bandbreite der finanziellen Rendite und das Volumen potenzieller Projekte je nach Mission variiert, muss ggf. zwischen der Breite der Mission eines Fonds und den finanziellen Anforderungen der Investoren abgewogen werden. Zudem sollte die Investoren-Zielgruppe eines solchen Fonds vorab identifiziert werden – generell fallen sowohl kleinere als auch teilweise sehr große Stiftungen aus der Zielgruppe heraus. Bei der Wirkungsmessung sollten sich alle Beteiligte auf regelmäßig und eindeutig messbare Indikatoren einigen, um Zielvereinbarung und -kontrolle zu gewährleisten.

Insgesamt kann Impact Investing für Stiftungen eine Alternative zu konventionellen Anlagen darstellen. Neben einer finanziellen Rendite kann eine gesellschaftliche Wirkung im Sinne des Stiftungszwecks bereits bei der Kapitalanlage erzielt werden. Dabei sind prinzipiell finanzielle Renditen nahe dem oder „auf Markt“ sowie bei strategisch ausgewählten Projekten „über Markt“ möglich. Darüber hinaus kann II eine Strategie für Stiftungen darstellen, dem anhaltenden Niedrigzinsniveau zu begegnen. Um diese Form der Investition für Stiftungen ohne eigenes Asset Management zugänglich zu machen, kann auf das Vehikel eines Fonds zurückgegriffen werden. Dabei können die o. g. „Lessons learned“ aus der Evaluation des MRI-Pilotfonds Bildung berücksichtigt werden.

Literaturverzeichnis

- Bischoff, A. & Ratajczak, T. (2017). Stiftungen in der Niedrigzinsphase - aktuelle Zahlen und Fakten (Stiftungsfokus Nr. 11). Berlin. Bundesverband Deutscher Stiftungen e. V. https://shop.stiftungen.org/media/mconnect_uploadfiles/s/t/stiftungsfokus-11-stiftungsfinanzen.pdf
- Gambacorta, L. (2009). Monetary policy and the risk-taking channel (BIS Quarterly Review December 2009). https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0912f.pdf
- Global Impact Investing Network (Hrsg.). (2021). Impact Investing: A guide to this dynamic market. https://thegiin.org/assets/documents/GIIN_impact_investing_guide.pdf
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B. & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425–445. <https://doi.org/10.1002/smj.750>
- Grabenwarter, U. & Liechtenstein, H. (2011). In search of Gamma - an unconventional perspective on Impact Investing (IESE Business School Working Paper). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2120040>
- Höchstädtter, A. K. & Scheck, B. (2015). What's in a name: An analysis of Impact Investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449–475. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2327-0>
- Jung, J., Herbohn, K. & Clarkson, P. (2018). Carbon risk, carbon risk awareness and the cost of debt financing. *Journal of Business Ethics*, 150(4), 1151–1171. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3207-6>
- Mishra, B. (2018). Social impact measurement and investment: Methods, limitations and challenges. *Transcience*, 9(1), 20–51. https://www2.hu-berlin.de/transcience/vol9_no1_20_51.pdf
- Neuenkirch, M. & Nöckel, M. (2018). The risk-taking channel of monetary policy transmission in the euro area. *Journal of Banking & Finance*, 93, 71–91. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.06.003>
- Spiess-Knafl, W. & Scheck, B. (2017). Impact Investing. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-66556-6>
- Then, V. & Schmidt, T. (2020). Impact Investing in Deutschland 2020 - Ein dynamischer Wachstumsmarkt: Marktstudie Langfassung. Centrum für soziale Investitionen und Innovationen, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg. <https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/Impact-Investing-in-Deutschland-2020.pdf>
- United Nations Development Group. (2017). Theory of change: UNDAF companion guidance. <https://unsdg.un.org/sites/default/files/UNDG-UNDAF-Companion-Pieces-7-Theory-of-Change.pdf>
- van Duuren, E., Plantinga, A. & Scholtens, B. (2016). ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented. *Journal of Business Ethics*, 138(3), 525–533. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8>
- Windeknecht, P. (2019). Die Zulässigkeit von Mission und Impact Investing für Stiftungen (1. Aufl.). Schriftenreihe zum Vereins- und Stiftungsrecht. Nomos.