



cric e.V. (Hrsg.)

# sustainable FINANCE

Die Zukunft nachhaltigen Investierens –  
ein interdisziplinärer Ausblick

## Praxisbeispiel: Investments in den Globalen Süden – nur ein Tropfen auf den heißen Stein?

---

*Kolja Leiser und Matthias Lehnert<sup>1</sup>*

### Abstract

Ob die Weltgemeinschaft in der Lage sein wird, die zentralen Herausforderungen unserer Zeit zu bewältigen, hängt entscheidend davon ab, was in den Ländern des Globalen Südens geschieht (oder nicht geschieht). Angesichts solcher Prioritäten sind die weltweiten Investitionen in die Länder des Globalen Südens unzureichend. Die suboptimale Verteilung der Kapitalströme zwischen Nord und Süd wurde wirtschaftswissenschaftlich im Lucas-Paradoxon beschrieben.

Eine neue Betrachtungsweise, die sich in wirkungsorientierten Investitionsstrategien ausdrückt, kann die Investitionsentscheidung privater Investorinnen und Investoren verändern und aus einer starren Risiko-Rendite-Optik herausführen. Es kommt jedoch darauf an, wie solche Impact Investments getätigt werden. Der Vergleich existierender wirkungsorientierter Anlageprodukte zeigt große Unterschiede. Bei einigen ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass sie eine Wirkung erzielen, als bei anderen. Innerhalb der Kategorie der Impact Investments ist Oikocredit ein Beispiel für eine überdurchschnittliche Wirkungsorientierung – und damit möglicherweise exemplarisch, um eine adäquate Versorgung des Globalen Südens mit dem benötigten Kapital zu erreichen.

---

<sup>1</sup> Die Autoren bedanken sich bei Jessica Bodmann und Michael Diaz für wertvolle Hinweise und Anregungen.

# 1. Einleitung: Social Impact oder schöne Illusion? Investitionen in Ländern des Globalen Südens

In den Ländern des Globalen Südens<sup>2</sup> entscheidet sich, ob die Weltgemeinschaft die zentralen Herausforderungen unserer Zeit bewältigen wird: Vom Klimawandel sind die Menschen im Globalen Süden besonders betroffen. Unter extremer Armut und Hunger leiden vor allem Menschen im Globalen Süden. Der Zugang zu Trinkwasser, sanitären Anlagen und bezahlbarer Energie ist in Ländern des Globalen Südens für viele Menschen stark eingeschränkt. Die Liste ließe sich fortsetzen.

Menschen im Globalen Norden haben sich daran gewöhnt, die Arbeit an diesen Herausforderungen mit Steuermitteln und Spenden zu unterstützen. Erst in den letzten Jahren findet die Idee Verbreitung, mit privaten Investitionsprojekten im Globalen Süden neben einer angemessenen finanziellen Rendite auch einen sozialen oder ökologischen Nutzen zu erzielen. Bisweilen wird nun sogar argumentiert, dass es ohne nennenswerte private Kapitalaufwendungen nicht gelingen werde, die genannten Herausforderungen zu meistern. Damit sind nicht nur NGOs<sup>3</sup>, Staaten und supranationale Organisationen herausgefordert, sondern auch Unternehmen, Banken, Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds und letztlich private Anlegerinnen und Anleger, die gemeinschaftlich über erhebliche finanzielle Mittel verfügen. Dieser Einsicht steht jedoch der Befund gegenüber, dass gerade jene Regionen, gemessen an ihrem Kapitalbedarf, unterfinanziert sind, die eine Schlüsselrolle für die Erreichung globaler Nachhaltigkeitsziele wie insbesondere der Sustainable Development Goals (SDGs) spielen. Jüngsten Schätzungen zufolge beläuft sich der jährliche Kapitalbedarf der Entwicklung- und Schwellenländer (ohne China) auf drei bis vier Billionen US-Dollar.

In diesem Beitrag betrachten wir den attestierten Kapitalmangel des Globalen Südens aus der Perspektive der nachhaltigen Geldanlage. Im Zentrum steht

---

2 Der Begriff Globaler Süden bezeichnet üblicherweise eine Gruppe von Ländern, die durch niedrigere Pro-Kopf-Einkommen und einen geringen Industrialisierungsgrad gekennzeichnet sind. Der Begriff wird verwendet, um wirtschaftliche und soziale Unterschiede zu den wohlhabenderen Ländern des sogenannten Globalen Nordens zu beschreiben, ohne sich auf die geografische Lage allein zu beziehen. Üblicherweise werden zum Globalen Süden Länder in Afrika, Asien, Lateinamerika und Ozeanien gezählt, die in anderen Kontexten als Entwicklungs- und Schwellenländer bezeichnet werden. Der Begriff »dient dazu, als überholt und wertend angesehene Begriffe wie Erste und Dritte Welt, Entwicklungsland und Schwellenland durch neutralere Formen zu ersetzen« (Friedrich-Ebert-Stiftung: Glossar zu Themen der Zeitenwende), wird seinerseits aber auch kritisiert, da er eine Teilung der Welt in zwei homogene Blöcke suggeriert. Diese Sichtweise wird der vielfältigen Wirklichkeit in der Welt nicht gerecht. Wir verwenden den Begriff hier daher mit Vorbehalten.

3 Nichtregierungsorganisationen.

dabei die Frage, ob die Zurückhaltung privater Investorinnen und Investoren (auch) damit zu begründen ist, dass Impact Investments im Globalen Süden angesichts der Herausforderungen nur der berühmte Tropfen auf den heißen Stein sind.

Mit Blick auf diese Frage ist eine Akzentverschiebung relevant, die sich in jüngerer Zeit im Diskurs über nachhaltige Anlagen vollzogen hat. Das allgemeine Verständnis von »Sustainable Investments« beschränkt sich längst nicht mehr auf Produkte, die auf hochliquiden Sekundärmärkten gehandelte Titel nach mehr oder weniger strengen ESG-Kriterien selektieren. Mit der Zeit sind auch thematische Investments (Wasser, Energie etc.) und geografisch definierte Schwerpunkte (»Emerging Markets«/»Frontier Markets«) hinzugekommen. Jüngst wurden die Methodologien für die Marktstudien zu nachhaltigen Anlagen erweitert um die Produktkategorien »Impact-Aligned« und »Impact-Generating« Investments (vgl. dazu Busch et al. 2024).<sup>4</sup> Insbesondere bei Letzteren geht es um die soziale oder ökologische Wirkung eines Investments auf die Realwirtschaft. Die Kategorie der »Impact-Generating Investments« öffnet den Blick auf Anlageformen, die in zweierlei Hinsicht als ambitioniert gelten können und das Potenzial haben, dem Globalen Süden die (oder mehr von den) dringend benötigten Finanzierungsmittel zur Verfügung zu stellen:

- (1) Investor Impact: Der Investor Impact bringt zum Ausdruck, welche Wirkung ein Investor mit seiner Anlage erzielt. Im Gegensatz zur Vermeidung von Risiken möchten Investoren hier sehen, welchen Beitrag ihr Investment zur Nachhaltigkeit erbringt. Die vom Impact Management Project beschriebenen »Mechanismen für Investor Impact« schließen speziell die Dimension »Wachstum neuer/unterversorgter Kapitalmärkte: Allokation von Kapital an wirkungsvolle Unternehmen, deren Wachstum durch den Zugang zu Finanzmitteln begrenzt wird« ein.<sup>5</sup> Das noch fehlende Investitionskapital ist somit ein zentrales Kriterium, um Investor Impact zu erzielen. Um die passenden Anlagemöglichkeiten zu finden, betreiben die am Impact interessierten Anleger einen zusätzlichen Suchaufwand.

---

<sup>4</sup> Busch et al. (2021, 32) weisen in einem historischen Überblick darauf hin, dass die Wurzeln des wirkungsorientierten Investierens 3500 Jahre in eine Zeit zurückreichen, in der Menschen erstmals ihre Investitionen an jüdischen Glaubensgrundsätzen orientierten.

<sup>5</sup> Basierend auf der »IMP classification«, wie dargestellt in Heeb und Kölbl (2020, S.12). Brest und Born (2013, 24) definieren als Kriterium für Investor Impact, dass »eine Investition die Qualität oder Quantität der sozialen Leistungen eines Unternehmens über das hinaus steigert, was ohnehin erreicht worden wäre« (unsere Übersetzung).

(2) Bei den Impact-Generating Investments kommen Projekte und Unternehmen in den Fokus, die sich deutlich von etablierten, börsennotierten Firmen unterscheiden: KMUs, Start-ups sowie Mischformen von philanthropischen Projekten, NGOs und Unternehmen. Damit einher geht ein breiteres Spektrum an Anlageformen – alternative Anlagen, Private Debt (darin enthalten Mikrofinanz), Private Equity bis hin zu Blended Finance. Sie werden von vielen Investorinnen und Investoren als »komplizierter«<sup>6</sup> oder »risikobehafteter« eingestuft. Wenn wir die weniger zugänglichen Märkte des Globalen Südens erreichen wollen, werden wir uns unweigerlich mit diesen Anlageformen beschäftigen müssen.

In unserem Beitrag zeigen wir, dass durch solche gezielten Investitionen in ausgesuchte Unternehmen ein nennenswerter Beitrag zu einer nachhaltigen regionalen Entwicklung im Globalen Süden geleistet werden kann. War der große Nachholbedarf des Globalen Südens mit positiven und negativen ESG-Kriterien allein nicht ausreichend adressiert, könnte mit Impact-Generating Investments eine entscheidende Weichenstellung verbunden sein.

Bei unserer Untersuchung beziehen wir uns auf das Praxisbeispiel, das wir aus unserer eigenen Arbeit am besten kennen: die Genossenschaft Oikocredit mit ihrem Portfolio aus Mikrofinanzinstituten, KMU-Banken, landwirtschaftlichen Kooperativen und Unternehmen im Bereich der erneuerbaren Energien. Der direkte Effekt von Impact-Generating Investments wie Oikocredit mag, gemessen an den beschriebenen Herausforderungen, klein erscheinen. Er ist jedoch eine notwendige Pionierleistung, die einen – quantitativ potenziell wesentlich bedeutenderen – indirekten Effekt nach sich zieht.

Dieser doppelte Effekt, so unser Argument, hängt von der Nachhaltigkeitsorientierung der Unternehmen und von ihrem Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten ab. Er ist ferner bedingt durch systemische Faktoren, auf die private Investorinnen und Investoren keinen Einfluss haben. Dennoch sollte er unseres Erachtens keinesfalls als Tropfen auf den heißen Stein abgetan werden, denn dieses Urteil wird dem Potenzial der Impact-Generating Investments im Globalen Süden nicht gerecht.

---

<sup>6</sup> Verwiesen wird dabei etwa auf Währungsrisiken bei Anlagen in »exotischen« Lokalwährungen oder auf die eingeschränkte Handelbarkeit von Fondsanteilen. Anders als bei Fonds, die in Aktien oder Anleihen auf liquiden Märkten anlegen, können Investorinnen und Investoren bei einigen Mikrofinanzfonds Käufe und Verkäufe nur zu bestimmten Stichtagen tätigen. Anteilspreise werden dabei nur monatlich gestellt.

## 2. Kontext: Warum fließt nicht viel mehr Kapital in den Globalen Süden?

Ausgangspunkt unserer Betrachtung ist die These, dass nachhaltige Investments in Ländern des Globalen Südens das Potenzial haben, nicht nur finanzielle Erträge zu erzielen, sondern zudem die soziale, wirtschaftliche und ökologische Entwicklung in den Zielregionen zu fördern. Dessen ungeachtet sehen sich gerade die Länder des Globalen Südens einem eklatanten Mangel an privaten Investitionen gegenüber.

Betrachtet man diese Situation zunächst aus der Perspektive konventioneller, ausschließlich am Risiko-Rendite-Verhältnis orientierter Investorinnen und Investoren, so stößt man auf einen Widerspruch, der in den Wirtschaftswissenschaften als Lucas-Paradox bekannt ist. Der amerikanische Ökonom und spätere Nobelpreisträger Robert Lucas wies 1990 darauf hin, dass kaum Investitionskapital aus den Industrieländern in die Entwicklungsländer fließe, obwohl der Kapitaleinsatz pro Arbeitskraft in Entwicklungsländern viel geringer sei als in industrialisierten Volkswirtschaften. Diese Beobachtung widerspricht der Erwartung klassischer ökonomischer Modelle, wonach Investoren ihr Kapital dort einbringen, wo sich die besten Ertragsmöglichkeiten bieten. Dies wären Länder, in denen der Kapitaleinsatz noch vergleichsweise niedrig ist<sup>7</sup> – also typischerweise die weniger stark industrialisierten Länder des Globalen Südens.

Die wirtschaftswissenschaftliche Forschung hat verschiedene Erklärungen für das Lucas-Paradox angeführt, wobei vor allem strukturelle Ursachen zentral sind (eine Übersicht bietet Montiel 2006): Ärmere Länder haben oft schwächere Institutionen, weniger verlässliche rechtliche Rahmenbedingungen und ineffizientere Verwaltungen. Dies kann ausländische Investitionen abschrecken, selbst wenn die Renditen auf dem Papier hoch erscheinen. Aber auch wenig entwickelte oder dysfunktionale Finanzmärkte spielen eine Rolle. Schlecht funktionierende Bankensysteme, schwächere Liquidität und ein begrenzter Zugang zu Finanzdienstleistungen können Ersparnisbildung und Investitionen behindern, Kreditaufnahmebeschränkungen und hohe Transaktionskosten die Investitionsmöglichkeiten verringern. Nicht zuletzt ist auch die Verfügbarkeit

---

<sup>7</sup> Lucas basiert sein Argument auf das Gesetz des sinkenden Grenzertrags. Nimmt man an, dass Kapital immer in die profitabelste verfügbare Verwendungsmöglichkeit investiert wird, dann nimmt der Ertrag der jeweils nächsten investierten Einheit mit steigendem Kapitaleinsatz ab. Ist der Kapitaleinsatz also schon hoch, bringt die nächste zusätzlich investierte Einheit Kapital vergleichsweise weniger Ertrag, als wenn der Kapitaleinsatz noch gering ist. Daher sollte der Kapitalertrag in Ländern mit geringem Kapitaleinsatz höher sein als in Ländern, in denen bereits viel Kapital eingesetzt wird.

von qualifizierten Arbeitskräften als Begründung angeführt worden. Ein geringerer durchschnittlicher Ausbildungs- und Erfahrungsgrad begrenzt die erwartete Produktivität des eingesetzten Kapitals.

Wenig hinterfragt worden ist dagegen die Annahme klassischer ökonomischer Modelle, dass Investorinnen und Investoren ihre Entscheidungen allein auf der Grundlage des Rendite-Risiko-Verhältnisses treffen. Erst in jüngerer Zeit ist dieser Aspekt im Zusammenhang mit nachhaltigen Investitionen verstärkt in den Blick genommen worden.

Wie würde sich die Bewertung verändern, wenn Investorinnen und Investoren nicht renditemaximierend agieren würden, sondern eine positive soziale und ökologische Wirkung als wesentliches Investitionsziel anstreben? Dieser Frage gehen wir im folgenden Abschnitt nach.

### 3. Impact Investments im Globalen Süden

Der zentrale Punkt dieses Beitrags ist, dass nachhaltige Investitionen und insbesondere Impact Investments, also gezielte wirkungsorientierte Investitionen in Unternehmen des Globalen Südens, eine Lösung für das oben beschriebene Paradox sein können.

Wenn private Investorinnen und Investoren ihr Kalkül um die Komponente der sozialen und ökologischen Nachhaltigkeit erweitern, verändert sich das Universum der Unternehmen und Projekte, die für eine Investition infrage kommen. Investitionsmöglichkeiten, die bei allein wirtschaftlicher Bewertung unattraktiv erscheinen, können bei einer holistischeren Betrachtungsweise in den Fokus rücken. So können nachhaltige Investitionen<sup>8</sup> eine potenzielle Antwort auf das oben beschriebene Lucas-Paradox bieten.

Impact Investments gehen noch einen Schritt weiter. Laut der Definition des Global Impact Investing Network (GIIN) sind Impact Investments »Investitionen, die mit der Absicht getätigt werden, neben einer finanziellen Rendite eine positive, messbare soziale und/oder ökologische Wirkung zu erzielen.« Bei Impact Investments werden Projekte und Unternehmen also nicht allein mithilfe negativer und positiver Kriterien ausgeschlossen oder Übergewichtet. Vielmehr stehen zwei Prinzipien im Mittelpunkt der Investitionsentscheidung: Wirkungsnachweis und Additionalität.

---

<sup>8</sup> Nachhaltige Investitionen und nachhaltiges Investieren sind ein Teilgebiet von Sustainable Finance, innerhalb dessen Impact Investments wiederum eine Untergruppe darstellen. Impact Investments können ferner unterschieden werden in Impact-Aligned und Impact-Generating Investments (vgl. Heeb und Kölbel 2020).

Bei Impact Investments reicht es nicht aus, dass die finanzierten Unternehmen und Projekte eine positive Absicht verfolgen. Ihre tatsächlichen Wirkungen müssen empirisch nachweisbar sein und auch überprüft werden.

Das Prinzip der Additionalität berücksichtigt, ob ein (Wachstums-)Projekt eines Unternehmens in einem »Business as usual«-Szenario, also ohne die Investition des Impact Investors, realisiert worden wäre. Eine Investition kann dann als besonders wirkungsvoll gelten, wenn die unterstützten Vorhaben ohne diese spezifische Finanzierung nicht oder nur eingeschränkt realisiert worden wären. Dies bedeutet, dass Impact Investments bevorzugt in Projekte und Unternehmen fließen, die keinen oder nur sehr beschränkten Zugang zu herkömmlichen Kapitalquellen haben, weil sie zu risikoreich oder zu wenig lukrativ erscheinen – oder schlicht, weil sie keinen Kontakt zu passenden Investoren haben.<sup>9</sup>

Ziel einer Impact Investition ist es also nicht, die Rendite bei gegebenem Risiko zu maximieren, sondern vielmehr bei einem akzeptablen Risiko-Rendite-Verhältnis eine größtmögliche nachweisbare soziale oder ökologische Wirkung zu erzielen. Diese erweiterte Perspektive ermöglicht es Investorinnen und Investoren, Kapitalklemmen in Entwicklungs- und Schwellenländern zu adressieren und so das Lucas-Paradox zu durchbrechen.

#### 4. Praxisbeispiel Oikocredit

Bevor wir in die empirische Untersuchung einsteigen, stellen wir hier kurz das Praxisbeispiel vor, anhand dessen wir im folgenden Abschnitt Additionalität und Wirkung von Impact Investments im Globalen Süden beleuchtet werden: die internationale Entwicklungsgenossenschaft Oikocredit.

Oikocredit gilt heute als eine Pionierin des Impact Investments. Der Gründungsimpuls kam 1968 aus der Vollversammlung des Ökumenischen Rates der Kirchen, auf der junge, politisch engagierte Mitglieder verschiedener Konfessionen eine ethische Anlageform forderten, die Frieden und weltweite Solidarität unterstützt. Vor dem Hintergrund weltweiter Unruhen, unter anderem wegen der Apartheid in Südafrika und des Vietnamkriegs, wollten sie erreichen, dass kirchliche Investitionen Frieden und positive Entwicklung fördern. Als Ant-

---

<sup>9</sup> Legt man das Kriterium der Additionalität sehr strikt aus, lässt sich nie zweifelsfrei feststellen, ob es erfüllt ist, weil es immer irgendwo eine andere Finanzierungsquelle geben könnte (so auch: Maradei 2024, S. 2). Brest und Born (2013, S. 24) sehen das Kriterium dagegen auch als erfüllt an, wenn eine Investorin zusätzliches Kapital zu günstigeren Konditionen bereitstellt, als dies andere tun, indem sie etwa niedrigere Zinsen verlangt oder Finanzierungen mit längeren Laufzeiten oder flexibleren Modalitäten vergibt.

wort wurde 1975 die Ökumenische Entwicklungsgenossenschaft EDCS gegründet (1999 in »Oikocredit« umbenannt), welche eine alternative Anlagemöglichkeit bot. Von Anfang an verfolgte Oikocredit die Strategie, durch die Vergabe von Krediten an Unternehmen in Ländern des Globalen Südens soziale Gerechtigkeit zu fördern.

Im Laufe der folgenden 50 Jahre wurde aus der Genossenschaft ein anerkannter, global tätiger Impact Investor mit einem Investmentportfolio aus Krediten und Kapitalbeteiligungen von über einer Milliarde Euro, das aktuell in über 500 Sozialunternehmen veranlagt ist. Jedes Portfoliounternehmen muss – um von Oikocredit bedient zu werden – ein Geschäftsmodell aufweisen, welches die Lebensbedingungen wirtschaftlich benachteiligter Menschen im Globalen Süden verbessert. Daher stehen Zielgruppen in ländlichen Gebieten und speziell Frauen im Fokus. Jedes Partnerunternehmen muss ebenfalls einen aufwendigen Due-Diligence-Prozess durchlaufen und wird anhand der Oikocredit-eigenen ESG-Scorecard bewertet.

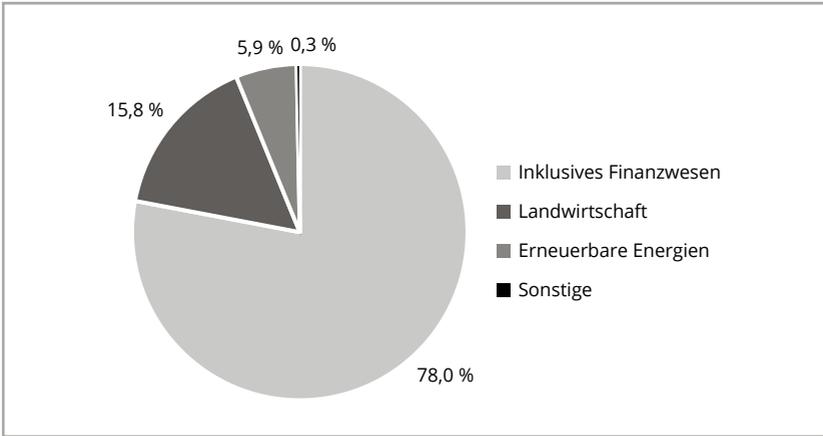
Die Partnerunternehmen können beispielsweise innovative Finanzdienstleister sein, die zu Beginn als lokale NGO<sup>10</sup> tätig waren. Die NGO – so eine typische Entwicklung – begann damit, den Zugang zu Finanzdienstleistungen für Menschen in benachteiligten Regionen zu verbessern. Im Laufe der Zeit professionalisierten sich solche NGOs und wurden oft zu regulierten Einrichtungen und erhielten beispielsweise auch Banklizenzen.

Oikocredit refinanziert sich praktisch ausschließlich mit Eigenkapital, welches die heute mehr als 47.000 Anlegerinnen und Anleger zur Verfügung stellen. Darunter sind viele Privatleute, aber auch namhafte Organisationen und Pensionskassen. Die Anlegerinnen und Anleger eint das Ziel, einen »Investor Impact« im Globalen Süden herbeizuführen, indem sie zusätzliche Mittel für zusätzliche Initiativen bereitstellen.

Das Portfolio ist heute über die Kontinente hinweg in 52 Ländern investiert – jedoch ausschließlich im Globalen Süden. Schwerpunkte bilden die Sektoren Finanzielle Inklusion, Nachhaltige Landwirtschaft und Erneuerbare Energien (vgl. Abbildung 1). Oikocredit verstärkt die soziale Wirkung seines finanziellen Engagements bei Partnerorganisationen durch »Capacity Building«. Dabei hilft Oikocredit seinen Partnern, neue Kompetenzen, Technologien und Zugang zu Märkten zu erwerben. Gestärkt werden auch die Governance und das Management in Bezug auf finanzielle und soziale Leistungen.

---

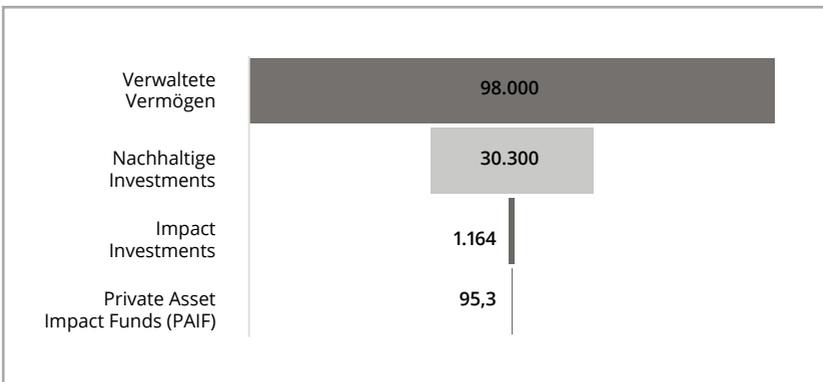
<sup>10</sup> Nichtregierungsorganisation.



**Abbildung 1:** Oikocredit-Finanzierungen nach Sektoren (Stand 30. September 2024). Inklusives Finanzwesen umfasst Mikrofinanz und KMU-Finanzierung. *Quelle: Oikocredit*

## 5. Empirische Betrachtung

In diesem Abschnitt untersuchen wir anhand verschiedener Datenbestände, inwiefern tatsächlich existierende Impact Investments eine nennenswerte zusätzliche Wirkung im Globalen Süden erzielen können. Dabei werden wir – soweit dies möglich ist – das Universum der Impact Investments mit den konventionellen Kapitalströmen einerseits und dem Portfolio der Genossenschaft



**Abbildung 2:** Das globale Universum privater Fondsinvestitionen im Jahr 2022. Angaben in Milliarden US-Dollar. *Quelle: Tameo 2024, S. 16*

Oikocredit andererseits vergleichen. Am Anfang steht dabei die geografische Betrachtung der Investitionsströme.

Die Boston Consulting Group hat für das Jahr 2022 berechnet, dass insgesamt etwa 98 Billionen US-Dollar in Investmentfonds angelegt waren. Davon entfallen nach Berechnungen der Global Sustainable Investment Alliance etwa 30,3 Billionen (31 Prozent) auf im weitesten Sinne als nachhaltig charakterisierte Anlageformen. Der Untergruppe der Impact Investments können nach Aussagen des GIIIN dagegen 1,16 Billionen US-Dollar, gut 1,2 Prozent der gesamten verwalteten Vermögen, zugerechnet werden. Die Initiative Tameo hat ermittelt, dass von diesen Geldern nur etwa 95,3 Milliarden in 753 Private Asset Impact Funds (PAIF) mit Fokus auf Unternehmen und Projekte im Globalen Süden investiert sind,<sup>11</sup> also lediglich 0,1 Prozent der globalen Assets under Management (Abbildung 2).

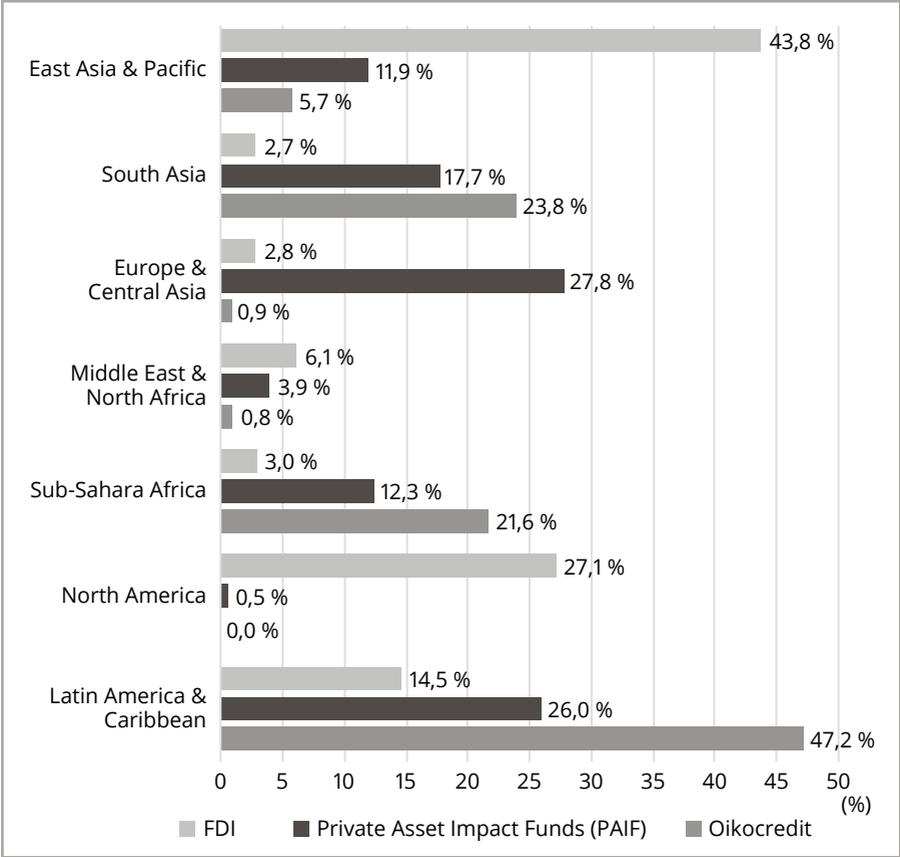
Angesichts dieser Zahlen erscheint es naheliegend, Impact Investments im Globalen Süden als Tropfen auf den Stein abzutun. Doch lohnt ein genauere Blick, wenn man berücksichtigt, dass das Bruttoinlandsprodukt einiger Länder weit kleiner ist als die 95 Milliarden US-Dollar, die 2022 in PAIF investiert waren (etwa Malawi: 12,7, Madagaskar: 16,0, Niger: 16,6 Mrd. US-Dollar). Auch sollte nicht vergessen werden, dass Impact Investments nicht einfach bereits gehandelte Papiere an Sekundärmärkten kaufen, sondern den Anspruch verfolgen, Unternehmungen durch »neues« Kapital überhaupt erst zu ermöglichen.

In einem ersten Schritt schauen wir uns die regionale Zusammensetzung von privaten Impact Investment Funds im Globalen Süden an und vergleichen diese mit den ausländischen Direktinvestitionen einerseits und mit dem Portfolio der Genossenschaft Oikocredit andererseits.

Abbildung 3 zeigt, dass die regionalen Engagements von Impact Investments mit Schwerpunkt Entwicklungs- und Schwellenländer deutlich anders verteilt sind als die globalen ausländischen Direktinvestitionen (FDI). Die FDI bilden reale Kapitalflüsse zwischen Ländern ab und spiegeln so die Bereitschaft internationaler Investoren wider, in ausländische Märkte zu investieren. FDI-Daten belegen regelmäßig, dass der Großteil der globalen Direktinvestitionen in kapitalstarke Volkswirtschaften wie etwa die USA, aber zunehmend auch nach China geht. FDI-Flüsse in den Globalen Süden sind dagegen vergleichsweise gering. Damit bestätigt der Blick auf die FDI das Lucas-Paradox.

---

<sup>11</sup> Die Tameo-Studie »konzentriert sich bewusst auf Ströme in die Schwellen- und Frontier-Märkte und nur auf Fondsstrategien für Privatvermögen« (Tameo 2024, S. 15, unsere Übersetzung).



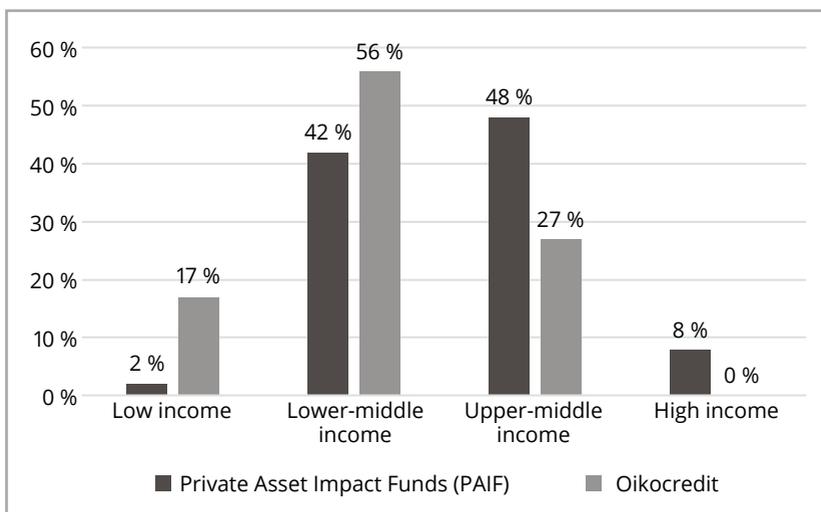
**Abbildung 3:** Impact Investments im Globalen Süden nach Regionen (FDI = ausländische Direktinvestitionen). *Quellen: UNCTAD 2024; Tameo 2024, S. 50; Oikocredit*

Besonders ausgeprägt sind die Unterschiede mit Blick auf Südasien, Lateinamerika und Subsahara-Afrika. Für jede dieser drei Regionen, die üblicherweise dem Globalen Süden zugeordnet werden, liegt der Anteil an den von Tameo untersuchten PAIF deutlich über jenen an den ausländischen Direktinvestitionen. Die auf nachweisbare Wirkung und Additionalität bezogene Investitionsstrategie führt also tatsächlich zu einer anderen Mittelallokation als die allein von wirtschaftlichen Kriterien geleitete Investitionsweise.

Der Vergleich mit dem Portfolio der Genossenschaft Oikocredit in Abbildung 3 macht aber auch deutlich, dass innerhalb der Klasse der Impact Invest-

ments erhebliche Unterschiede bestehen: So entfällt auf jede der drei Regionen noch einmal ein erheblich größerer Teil des Oikocredit-Portfolios, als dies im aggregierten Portfolio der Tameo-PAIF der Fall ist. Der Anteil der afrikanischen Länder südlich der Sahara ist bei Oikocredit über 75 Prozent größer als im aggregierten Portfolio der PAIF in der Tameo-Studie.

Ein ähnlicher Befund ergibt sich, wenn man die Zusammensetzung der Portfolios anhand von ökonomisch definierten Ländergruppen vergleicht (Abbildung 4), wie sie die Weltbank mit ihren »Country and Lending Groups« definiert. Als Länder mit geringem Einkommen (»low-income countries«) werden demnach Länder bezeichnet, deren Bruttonationaleinkommen pro Kopf weniger als 1.145 US-Dollar beträgt. Zu dieser Ländergruppe zählen derzeit etwa Afghanistan, Malawi oder Uganda.



**Abbildung 4:** Länderengagement nach Einkommensniveau. *Quellen: Tameo 2024, S. 128; Oikocredit*

Der Vergleich zeigt, dass sich die Genossenschaft Oikocredit deutlich stärker in wirtschaftlich weniger entwickelten Ländern engagiert, als dies die PAIF in der Tameo-Studie tun. Während Letztere lediglich zwei Prozent der Mittel in Ländern mit geringem Einkommen investieren, bringt Oikocredit 17 Prozent des Portfolios in dieser wirtschaftlich am stärksten benachteiligten Ländergruppe ein. Auf die untersten Einkommensgruppen entfallen zusammen fast drei Viertel des Oikocredit-Portfolios, wohingegen es bei den Tameo-PAIF weniger als

die Hälfte ist. Diese Vergleiche illustrieren, dass es innerhalb der Gruppe der auf Länder des Globalen Südens konzentrierten Impact-Investment-Vehikel erhebliche Unterschiede gibt. Nicht alle erscheinen gleichermaßen geeignet, die oben beschriebenen Kapitalklemmen aufzulösen und Wirkung im Globalen Süden zu entfalten.

Wir gehen noch einen Schritt weiter und untersuchen, inwiefern die von Oikocredit unterstützten sozial und ökologisch ausgerichteten Unternehmungen<sup>12</sup> andere Finanzierungsmöglichkeiten gehabt hätten bzw. aktuell haben. Die dazu herangezogenen Daten beruhen auf Einschätzungen der Risikoanalytistinnen und -analysten von Oikocredit, die jeweils angeben, wie leicht sich die Partnerunternehmen anderweitig finanzieren könnten. Dabei kommen drei Kategorien zur Anwendung (Tabelle 1).

**Tabelle 1:** Finanzierungsmöglichkeiten von Oikocredit-Partnerorganisationen.

Quelle: Oikocredit

Zugang zu Finanzierungen	Erklärung	Anzahl	Anteil
Schwach	Zusätzliche Finanzmittel sind unwahrscheinlich oder ausgeschlossen. Neue Finanzierungswege sind sehr unwahrscheinlich.	46	9,9 %
Durchschnittlich	Das Unternehmen ist wahrscheinlich in der Lage, zusätzliche Mittel von Kapitalgebern zu beschaffen. Mögliche Kapitalgeber sind Anträgen auf zusätzliche Finanzierungen gegenüber aufgeschlossen.	163	35,1 %
Stark	Falls erforderlich, kann das Unternehmen innerhalb kurzer Zeit zusätzliche Mittel beschaffen. Das Unternehmen hat Beziehungen zu mehreren (potenziellen) Kapitalgebern, die entsprechenden Anträgen positiv gegenüberstehen.	255	55,0 %
<b>Gesamt</b>		<b>464</b>	<b>100,0 %</b>

Innerhalb des aktuellen Oikocredit-Portfolios haben knapp zehn Prozent der Partnerorganisationen einen schwachen Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten.

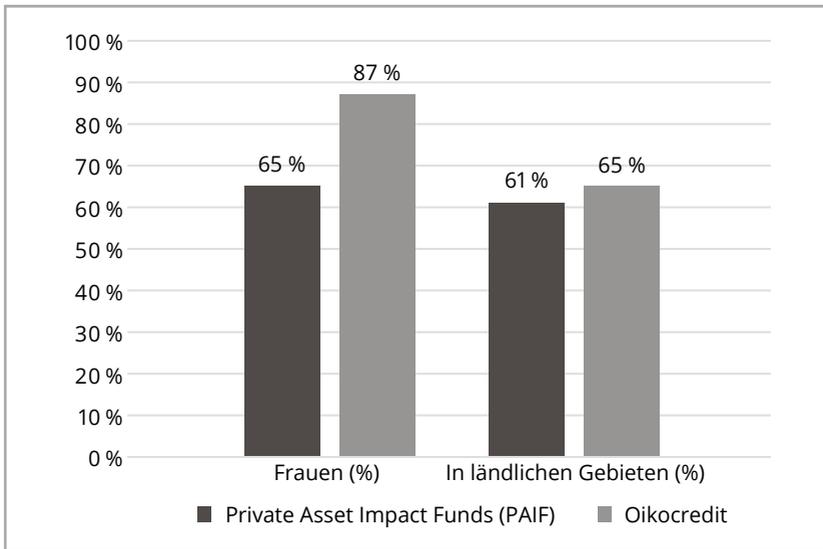
<sup>12</sup> Wir beziehen uns dabei auf Daten aus der Risikoanalyse von Oikocredit, die uns für andere Investitionsvehikel nicht vorliegen, sodass wir leider keinen Vergleich mit anderen Fondsunternehmen können. Die Oikocredit-Daten beruhen auf Einschätzungen unserer eigenen Analytistinnen und Analysten, die jeweils angeben, wie leicht sich die Partnerunternehmen anderweitig finanzieren könnten.

ten. Die Mehrheit der Oikocredit-Partner befindet sich in einer weniger herausfordernden Situation. Aber bei Partnern mit schwachem Zugang sehen wir, dass Oikocredit oft der erste internationale Kapitalgeber ist. Hier kann man also im strengen Sinne von einer hohen Additionalität sprechen, weil die Optionen dieser Unternehmen innerhalb der ohnehin schwierigen Finanzmarktsituation ihrer Länder als stark beschränkt einzustufen sind. Bei diesen Kunden ist nicht nur der Kredit an sich entscheidend, den Oikocredit zuspricht, sondern auch die Signalwirkung gegenüber anderen Investoren: Das Produkt, das Geschäftsmodell und das Management werden als tragfähig bzw. skalierbar bewertet. In diesen Fällen stellt Oikocredit oft fest, dass in den folgenden Jahren rasch ein »Crowding-in« weiterer Investoren zu beobachten ist (bekannte Microfinance-Fonds).

Was besagt dies über das Wirkungspotenzial von Oikocredit? Natürlich ist Oikocredit bestrebt, immer einen Teil der Mittel in Unternehmen mit schwachem Kapitalzugang zu investieren. Aber auch Impact Investoren müssen Risiken managen und die ihnen anvertrauten Gelder mit treuhänderischer Sorgfalt einsetzen. Dies kann bedeuten, dass risikoreiche Projekte mit schwachen Finanzierungsoptionen nur einen (kleinen) Teil eines Portfolios ausmachen können.

In einem letzten Schritt untersuchen wir nun die Wirkung von Impact Investments im Globalen Süden. Wirkungsvergleiche sind notorisch schwierig, da es kaum einheitliche Kriterien und Zählweisen gibt. Aus Gründen der Datenverfügbarkeit müssen wir diesen Teil der Untersuchung auf die Frage beschränken, wer die Menschen sind, die über die von Impact-Investment-Vehikeln finanzierten Unternehmen erreicht werden. Die Tameo-Studie umfasst Fonds mit sehr unterschiedlichen Investitionsschwerpunkten, weist aber die Endkundinnen und Endkunden von Mikrofinanzfonds gesondert aus. Wir berücksichtigen hier diese Werte und vergleichen sie mit den Werten der von Oikocredit finanzierten Mikrofinanzinstitute (Abbildung 5).

Üblicherweise stehen zwei Personengruppen im Zentrum der Reichweitenbetrachtung: Frauen und Menschen in ländlichen Gebieten. Beide können begründet als wirtschaftlich benachteiligt gelten, weil sie aufgrund sozialer, geografischer oder infrastruktureller Barrieren weniger Entfaltungsmöglichkeiten haben als die jeweiligen Vergleichsgruppen (Männer und Menschen in urbanen oder periurbanen Regionen). Je stärker also diese benachteiligten Personengruppen in der Kundschaft von Mikrofinanzinstituten (MFI) vertreten sind, desto wirksamer können diese bei der Erreichung von globalen Entwicklungszielen gelten.



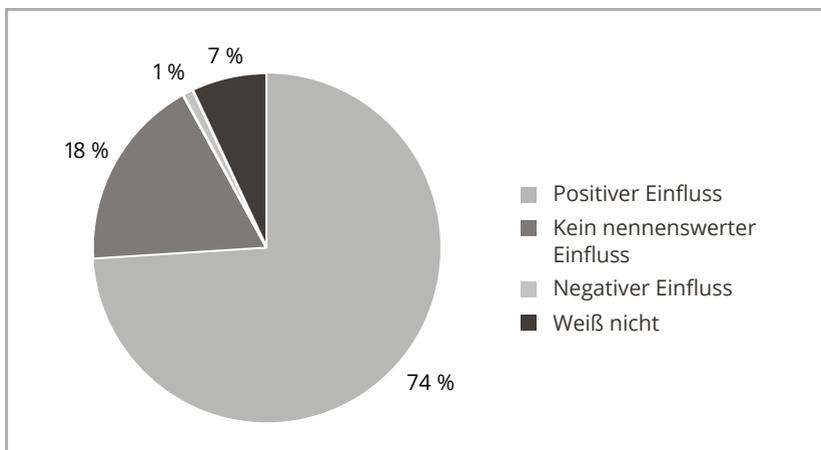
**Abbildung 5:** Von Impact Investments erreichte Endkundinnen und Endkunden.  
 Quelle: Tameo 2024; Oikocredit

Der Vergleich zeigt, dass in der Kundschaft von Mikrofinanzinstituten Frauen überrepräsentiert sind. Allerdings ist der Frauenanteil bei den von Oikocredit finanzierten MFI deutlich größer als bei den MFI in der Tameo-Studie. Mit Blick auf das zentrale Ziel der Geschlechtergerechtigkeit und des »women empowerment« (SDG 5)<sup>13</sup> sind die MFI im Oikocredit-Portfolio demnach wirksamer als der Durchschnitt der MFI in den von Tameo untersuchten Mikrofinanzfonds. Weniger ausgeprägt fällt dagegen der Unterschied bei der Erreichung von Menschen in ländlichen Gebieten aus. Hier liegen die MFI im Oikocredit-Portfolio nur wenige Prozentpunkte vorn.

Dass die Investitionen bestimmte Personengruppen erreichen, ist ein wichtiger, aber allein nicht genügender Wirkungsnachweis. Impact Investments sollten nicht nur ausweisen, *wen* sie erreichen, sondern auch *wie* sie dies tun, welchen Effekt sie also auf das Leben der Menschen haben. Dies zweifelsfrei zu belegen und dabei die Effekte der Finanzierung von anderen Einflüssen zu unterscheiden, ist extrem schwierig, wenn nicht gar unmöglich. Oikocredit hat sich vor einigen Jahren entschieden, die Kundinnen und Kunden von Mikrofi-

<sup>13</sup> Sustainable Development Goal (SDG) 5 besagt: »Achieve gender equality and empower all women and girls«; kurz: Geschlechtergerechtigkeit.

nanzinstituten selbst zu befragen, wie sich ihr Leben im jeweils vorangegangenen Jahr verändert und welche Rolle dabei ihre Mikrofinanzinstitution gespielt hat. Im Jahr 2023 wurden über 40.000 Endkundinnen und Endkunden von 34 Oikocredit-Partnerorganisationen in Afrika, Asien und Lateinamerika befragt.<sup>14</sup> Abbildung 6 zeigt, dass knapp drei Viertel der Befragten den Einfluss der Mikrofinanzinstitution auf ihr Wohlbefinden positiv einschätzen. Nur ein Prozent beklagt dagegen einen negativen Effekt.



**Abbildung 6:** Umfrage unter Kundinnen und Kunden von Oikocredit-Partnerorganisationen. Subjektive Einschätzung der Wirkung von Mikrofinanzinstitutionen. Frage: »Wie bewerten Sie den Einfluss der Mikrofinanzinstitution auf Ihr Wohlergehen?«. *Quelle: Oikocredit*

## 6. Fazit

Sind nachhaltige Investitionen im Globalen Süden lediglich der berühmte Tropfen auf den heißen Stein, der den großen Herausforderungen nicht gerecht wird? Oder können sie die Lebenssituation der Menschen in Entwicklungs- und Schwellenländern verbessern?

In unserem Beitrag haben wir versucht, eine abgewogene Position zu begründen. Allein der Finanzierungsbedarf des Globalen Südens und die – von den Wirtschaftswissenschaften als paradox erfassten – realen Kapitalströme

<sup>14</sup> Der Kreis der befragten Endkundinnen und Endkunden ist in den letzten Jahren stetig ausgeweitet worden. Die Befragungsergebnisse erfüllen aber noch nicht die Kriterien statistischer Signifikanz und können daher bislang nur als deskriptive Evidenz dienen.

lassen wenig Raum für Optimismus. Nichtsdestotrotz haben wir anhand der Weiterentwicklung und Ausdifferenzierung der nachhaltigen Anlagen hin zu »Impact-Generating Investments« einen Ansatzpunkt aufgezeigt, um diese paradoxe Konstellation aufzubrechen.

Fassen wir nochmals den Gedankengang zusammen: Auf ihrer weltweiten Suche nach Anlagemöglichkeiten lassen viele Anleger vergleichsweise hohe Erträge im Globalen Süden unrealisiert, weil andere Investitionsmöglichkeiten im Norden attraktiver sind, obwohl sie auf dem Papier geringere Renditen bieten (Lucas-Paradox). Werden dagegen auch Impact-Kriterien berücksichtigt, können Investitionsentscheidungen zugunsten von Unternehmen im Globalen Süden fallen. Dabei verändert sich die ökonomische Bewertung nicht. Eine Impact Investorin teilt die Skepsis ihres konventionellen Investorkollegen gegen die vermeintlich hohen Ertragschancen im Globalen Süden, weil sie auch die strukturellen Schwächen und die damit verbundenen Risiken kennt. Weil sie aber den finanziellen Ertrag nicht maximiert, kann eine Investition in Unternehmen des Globalen Südens trotzdem attraktiver sein. So kann Impact Investing auch bei bestehenden strukturellen Risiken eine Lösung für das Dilemma bieten.

Das Beispiel der 50-jährigen Geschichte von Oikocredit zeigt, dass Impact Investitionen Pionierleistungen sein können, auf denen andere, durchaus auch konventionelle Kapitalgeberinnen und Kapitalgeber aufbauen können. Es beginnt beim »Investor Impact«, wobei Investoren aus dem Norden sich die Frage stellen, wo ihr investiertes Kapital am ehesten eine zusätzliche positive Wirkung entfaltet. Anschließend kann die Hebelwirkung der Impact Investitionen auch weit über ihre direkten Effekte hinausgehen. So betrachtet, sind echte »Impact-generating Investments« im Globalen Süden also nicht der Tropfen auf den heißen Stein, der wirkungslos verpufft. Vielmehr haben sie – um im Bild zu bleiben – das Potenzial, der Tropfen zu sein, der das große Fass privater Investitionen zum Überlaufen Richtung Süden bringt. Das Global Impact Investing Network (GIIN) sieht in einem jüngst veröffentlichten Bericht »Anzeichen dafür, dass institutionelle Investoren – insbesondere Pensionsfonds, aber auch Versicherungsgesellschaften und Staatsfonds – damit beginnen, ihre Portfolios umzuschichten, wobei sie wirkungsorientierte Investments als strategische Priorität berücksichtigen« (GIIN 2023, S. 7, unsere Übersetzung). Diese positive Entwicklung lässt erwarten, dass die Investitionsvolumina auch in den Ländern des Globalen Südens zunehmen werden (ähnlich auch: Eisenberg und Plakalo 2024).

Wenngleich wir davon überzeugt sind, dass Impact Investments im Globalen Süden positiv wirken können, weisen wir darauf hin, dass der Wirkungsgrad

entscheidend von zwei Faktoren abhängt: Erstens kommt es darauf an, wie diese Investitionen gestaltet sind: Wie viel Geld fließt in Länder, die von konventionellen Investoren noch eher gemieden werden? Wie viele Mittel werden an Unternehmen ausgereicht, die keinen oder nur einen stark eingeschränkten Zugang zu anderen Finanzierungsmöglichkeiten haben? Und nicht zuletzt: Wie wird die Wirkung der Finanzierung überprüft? Wir haben gezeigt, dass es mit Blick auf all diese Fragen selbst innerhalb der Gruppe der Impact Investments mit Schwerpunkt Entwicklungs- und Schwellenländern sehr große Unterschiede gibt.

Zweitens können auch die besten Impact Investments allein die Situation des Globalen Südens nicht fundamental zum Besseren wenden. Entscheidend sind vor allem politische Rahmenbedingungen – Rechts- und Sozialstaatlichkeit, Chancengerechtigkeit, gesellschaftlicher Friede, Zugang zu Bildung, um nur einige Aspekte zu nennen –, die nicht in den Händen von Investorinnen und Investoren sind. Impact Investments im Globalen Süden sind ein Werkzeug in einem größeren Instrumentenkasten, das wir entschlossen und zielorientiert, aber auch nüchtern und realistisch einsetzen sollten.

## Literaturverzeichnis

- Brest, P., Kelly, B. (2013). When Can Impact Investing Create Real Impact? *Stanford Social Innovation Review*, Fall 2013.
- Busch, T. et al. (2021). Impact investments: a call for (re)orientation. *SN Business & Economics*. 1:33. <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>.
- Busch, T. et al. (2024). Methodology for Eurosif Market Studies on Sustainability-related Investments. Measuring progress of capital flows to support the sustainable transition of the real economy. Eurosif, Advanced Impact Research, Universität Hamburg.
- Eisenberg, M., Plakalo, Z. (2024). 4 key trends driving private market impact funds: One CEO explains. *World Economic Forum*. <https://www.weforum.org/stories/2024/05/4-trends-private-market-impact-funds-app/> (abgerufen am 23. 10. 2024).
- Friedrich-Ebert-Stiftung. Glossar zu Themen der Zeitenwende. <https://www.fes.de/wissen/globaler-sueden> (abgerufen am 07. 11. 2024).
- Global Impact Investing Network (GIIN) (2023). What you need to know about impact investing. <https://thegiin.org/publication/post/about-impact-investing/#what-is-impact-investing> (abgerufen am 26. 10. 2024).
- Heeb, F., Kölbl, J. (2020). *The Investor's Guide to Impact*. Center for Sustainable Finance and Private Wealth, Universität Zürich.
- Lucas, R. E. (1990). Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? *American Economic Review*. 80 (2), S. 92–96.
- Maradei, B. (2024): Additionality: The Secret Sauce or the Snake Oil of Impact Investing? AEGON Insights. <https://www.aegonam.com/globalassets/insights/responsible-investing/documents/additionality--the-secret-sauce-or-the-snake-oil-of-impact-investing---january-2024.pdf> (abgerufen am 24. 10. 2024).

Montiel, P. J. (2006). Obstacles to Investment in Africa: Explaining the Lucas Paradox. High-Level Seminar organized by the IMF Institute and the Joint Africa Institute.

Swiss Sustainable Finance (SSF). Swiss Sustainable Investment Market Study 2024.

Tameo – Impact Fund Solutions (2024). Tameo Private Asset Impact Fund Report 2023. <https://tameo.solutions/private-asset-impact-fund-report#report-download> (abgerufen am 23. 10. 2024).

UNCTAD (2024). World Investment Report 2024. <https://unctad.org/publication/world-investment-report-2024> (abgerufen am 23. 10. 2024).

# cric – Corporate Responsibility Interface Center – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage

---

Der vorliegende Sammelband wird von cric zu seinem 25-jährigen Jubiläum herausgegeben. Der cric e. V. ist einer der ältesten Vereine zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage in Deutschland. Wir geben ökologischen, sozialen und kulturellen Aspekten in der Wirtschaft mehr Gewicht. Für eine gerechte und zukunftsfähige Wirtschaft. Seit 25 Jahren.

Ziel ist es, Ethik und Nachhaltigkeit im Bereich Sustainable Finance zu fördern und weiterzuentwickeln. Dabei legen unsere Mitglieder – überwiegend Investor:innen – Wert auf die Reflexion werte- und wirkungsorientierter Ansätze sowie den kritischen Diskurs, um den Markt zu inspirieren. cric fördert Bildung und Forschung rund um ethisch-nachhaltige Investments. Dafür engagiert sich der Verein zusammen mit seinen werteorientierten Mitgliedern an den Schnittstellen zu Finanzwirtschaft, Kirche, Investor:innen, Wirtschaft, Gesellschaft und Wissenschaft.

Seit dem Jahr 2011 bündelt cric seine wissenschaftlichen Aktivitäten im eigenen Thinktank, dem cricTANK. Bei diesem lagen die Initiative, Konzeption und Umsetzung des vorliegenden Sammelbandes. Herausgebende Autor:innen sind Kevin Schaefers, Claudia Döpfner, Klaus Gabriel und Catherine Marchewitz.

cric ist ein gemeinnütziger Verein mit Mitgliedern aus Deutschland, Österreich und der Schweiz und finanziert sich überwiegend aus Mitgliedsbeiträgen und Spenden. Mehr zu uns finden Sie unter: [www.cric-ethik.finance](http://www.cric-ethik.finance)