

Greenwashing: Die Aufsicht macht den Unterschied

Alison Schultz, Magdalena Senn & Jens van't Klooster



Inhalt

- 1 Einleitung** S. 3
- 2 Der Fall DWS** S. 4
- 3 Die Studie** S. 6
 - 4 Die Daten** S. 8
 - 5 Die Methode** S. 9
- 6 Fazit** S. 10

1 Einleitung

Greenwashing schadet Banken und Vermögensverwaltern finanziell. Der Kurs der beteiligten Unternehmen fällt jedoch nur dann, wenn sich Aufsichtsbehörden einschalten. Wenn der Greenwashing-Vorwurf lediglich öffentlich gemacht und diskutiert wird, reagieren Investor*innen nicht. Das ist das zentrale Ergebnis unserer [neuen Studie](#): **Leiten die Aufsichtsbehörden Ermittlungen ein, fällt der Firmenwert um durchschnittlich 6 Prozent, kommt es zur Durchsuchung sogar um weitere 5 Prozent.** Dieser Effekt ist nicht darauf zurückzuführen, dass die Aufsicht nur die schweren Fälle untersucht hat. Selbst bei denselben Greenwashing-Vorwürfen beobachten wir zunächst keine Reaktion der Anleger, wenn die Vorwürfe erstmals erhoben oder Beschwerden eingereicht werden – sondern erst bei Aktivwerden der Aufsichtsbehörden.

So kommt es zu Kursverlusten: Investor*innen beziehen neue Informationen in ihre Bewertungen der Zukunftsaussichten für das Unternehmen ein.¹ Wenn sie damit rechnen, dass der Greenwashing-Fall dem Unternehmen finanziell schaden wird, verkaufen einige die Aktie und der Wert des Unternehmens sinkt. So gerät das Management unter Druck, das Greenwashing zu beenden. Unsere Studie zeigt: Bei Greenwashing geschieht diese Korrektur nicht schon in Reaktion auf eine neue Information, sondern erst bei Aktivwerden der Aufsicht.

Greenwashing konterkariert den Wunsch vieler Anleger*innen, mit ihrem Ersparnissen in Unternehmen zu investieren, die einen Beitrag zur sozial-ökologischen Transformation leisten anstatt in Unternehmen, die den Klima- und Umweltschutz aktiv untergraben. Es geht beispielsweise um Fondsgesellschaften, die mit nachhaltigen Geldanlagen werben, aber vermeintlich grüne Publikumsfonds mit großen Anteilen an Öl- und Gaskonzernen im Portfolio verkaufen. EU-Regeln für nachhaltige Finanzmärkte konnten diesen oft leeren grünen Versprechen bisher wenig anhaben².

Die Allgegenwärtigkeit von Greenwashing kann den Eindruck vermitteln, es sei dagegen kein Kraut gewachsen. Denn auf Enthüllungen von Greenwashing durch Zivilgesellschaft und Medien folgt allzu oft nur eine kurze mediale Aufregung, bevor sich das Ganze beim nächsten Anlass wiederholt. Zwar kann das öffentliche Ansehen leiden. Wir wollten aber wissen: **Was muss passieren, damit sich nach dem Bekanntwerden von Greenwashing-Fällen konkret etwas ändert, weil die beteiligten Unternehmen die finanziellen Auswirkungen fürchten und einen anderen Kurs einschlagen? Die Antwort: Eine aktive Aufsicht ist entscheidend.**

Finanzwende fordert aufgrund dieser Studienergebnisse die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) auf, stärker gegen Greenwashing an den Finanzmärkten vorzugehen. Sie muss überprüfen, ob sich Finanzakteure an die Regeln halten und systematisch gegen Verstöße vorgehen. Das betrifft sowohl Vorgaben für Finanzprodukte wie grüne Fonds, als auch Versprechen von Finanzunternehmen, beispielsweise im Rahmen von Klima-Selbstverpflichtungen. Nur wenn Marktakteure realistisch mit Konsequenzen für falsche grüne Versprechen rechnen, kann das weitverbreitete Greenwashing an den Finanzmärkten zurückgedrängt werden.

¹ E. F. Fama, 1970, *Efficient Capital Markets*, *Journal of Finance* 25(2), S. 383-417, zuletzt abgerufen am 09.08.2024. <https://doi.org/10.2307/2325486>

² ESMA, 01.06.2023, *Pressemitteilung: ESAs put forward common understanding of greenwashing and warn on risks*, zuletzt aufgerufen am 01.08.2024. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-put-forward-common-understanding-greenwashing-and-warn-risks>

2 Der Fall DWS

Ein Fall, der exemplarisch für die Ergebnisse der Studie steht, ist der Greenwashing-Skandal der DWS, Fondstochter der Deutschen Bank. Im Kern geht es bei dem Fall darum, dass die Fondsgesellschaft ihre als nachhaltig deklarierten Vermögenswerte erheblich zu hoch ausgewiesen hat. Als 2021 eine Whistleblowerin die Vorwürfe publik machte, zeigte sich keine Reaktion am Kapitalmarkt. Die Aktionär*innen rechneten also nicht damit, dass die Vorwürfe eine finanzielle Konsequenz für das Unternehmen haben würden, obwohl sie von einer prominenten Insiderin vorgebracht wurden.

Die Ankündigung von Ermittlungen durch die US-amerikanische Finanzaufsicht SEC (Securities and Exchange Commission) und die deutsche Aufsicht BaFin führte dann jedoch zu einem massiven Kursverlust um 17 Prozent – verglichen mit den an den Tagen für die DWS zu erwartenden Kursschwankungen ohne diese Neuigkeit. Das illustriert Abbildung 1. Als die DWS im Zuge der Ermittlungen durchsucht wurde, führte dies zu einem Kursverlust von weiteren 12,6 Prozent, wie aus Abbildung 2 hervorgeht. **Die starken Kursstürze verdeutlichen, dass Investor*innen erst dann auf die Greenwashing-Vorwürfe reagierten, als die Finanzaufsichten aktiv wurden.**

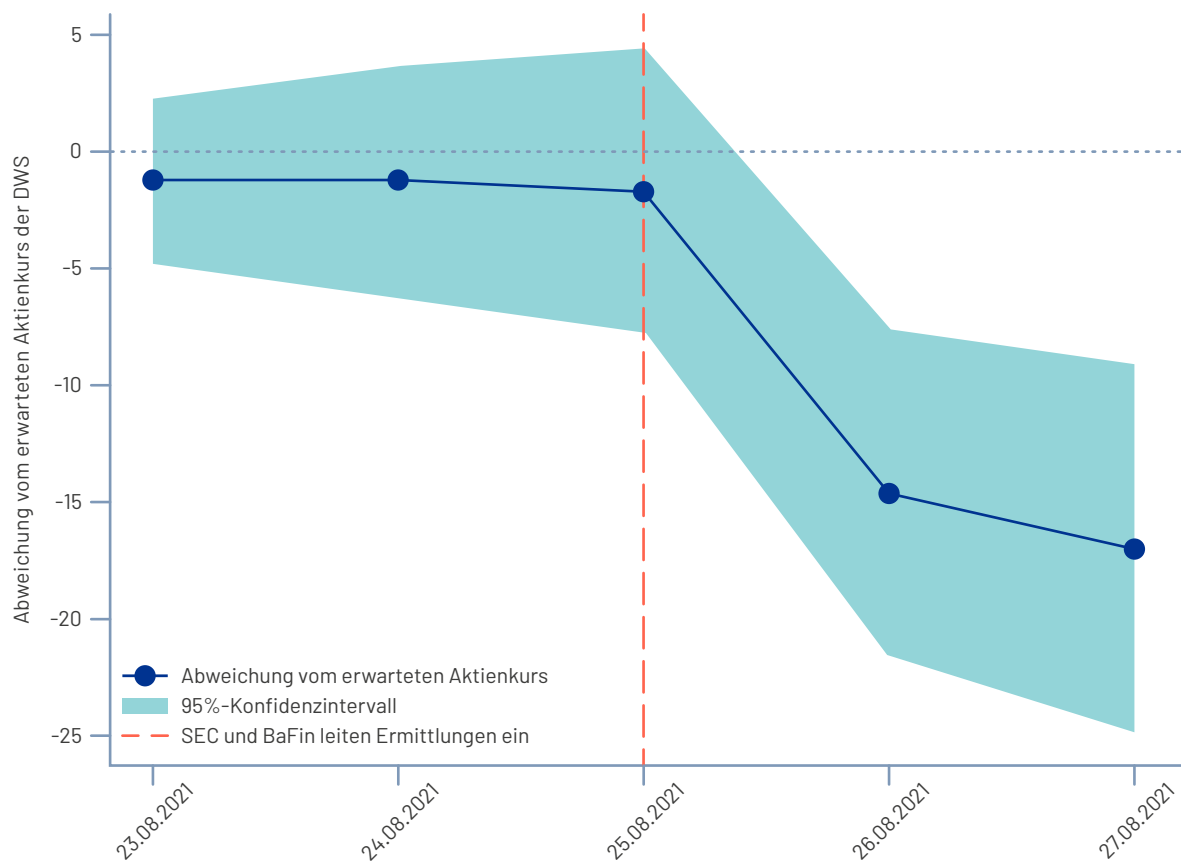


Abbildung 1: SEC und BaFin starten Ermittlungen gegen DWS wegen Greenwashings

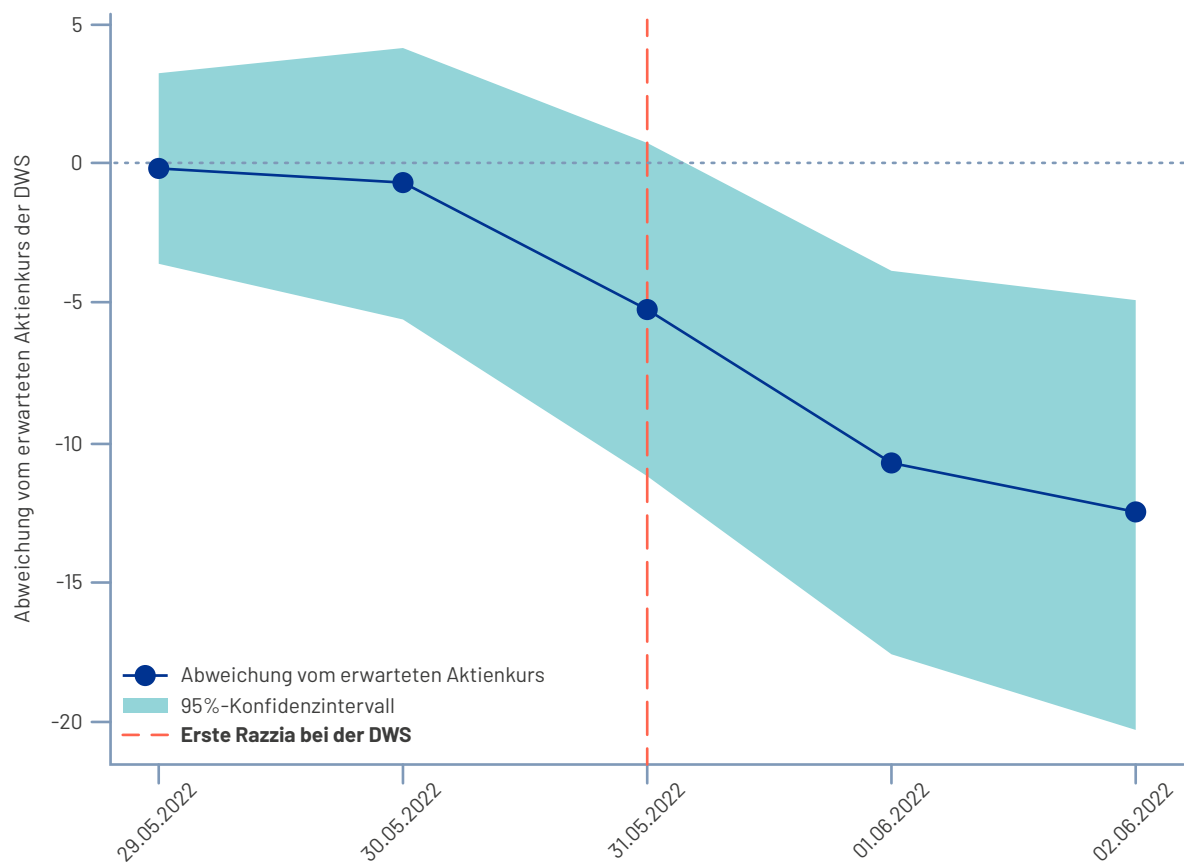


Abbildung 2: Erste Durchsuchung der DWS

3 Die Studie

Die Studie zeigt, dass Investor*innen auf Greenwashing-Events nur in bestimmten Situationen reagiert haben: Nämlich dann, wenn die Finanzaufsicht Ermittlungen aufgenommen oder Durchsuchungen durchgeführt hat. Bei diesen Ereignissen fällt der Börsenkurs der betroffenen Unternehmen, wodurch das Management unter Druck gerät, die entsprechenden Greenwashing-Praktiken zu beenden.

Abbildung 3 zeigt die geschätzten Auswirkungen von Greenwashing-Events, die wir in fünf Kategorien³ eingeteilt haben, auf den Kurs der beteiligten Unternehmen.⁴ Die Kursreaktionen auf Greenwashing-Klagen, öffentliche Berichte, Beschwerden an Aufsichtsbehörden und Aktivismus in den Tagen unmittelbar vor und nach dem Event sind nicht statistisch signifikant. **Einzig der negative Effekt von aufsichtlichen Maßnahmen ist statistisch signifikant.** In diesen Fällen fiel der Börsenkurs der beteiligten Unternehmen zusammengenommen um durchschnittlich 1,8 Prozent.

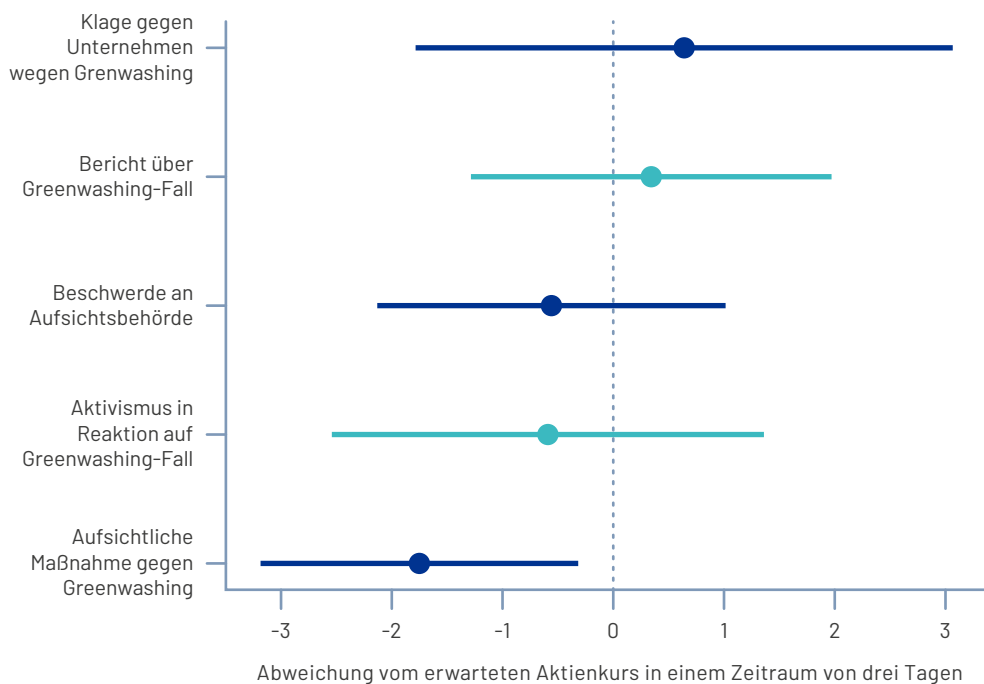


Abbildung 3: Auswirkung unterschiedlicher Greenwashing-Events

³ Mehr zur Methode und der Kategorisierung auf Seite 9.

⁴ Der Punkt steht für die kumulierten „abnormal returns“, gemittelt über alle Ereignisse derselben Kategorie. Die Linie stellt das 95-Prozent-Konfidenzintervall dar, das den Bereich angibt, in dem 95 Prozent aller Schätzungen aus dieser Kategorie liegen.

Die Auswertung der Unterkategorien (Abbildung 4) zeigt, dass von den verschiedenen aufsichtlichen Maßnahmen **lediglich Ermittlungen und Durchsuchungen** zu einem signifikanten und stark negativen Effekt führten. **Der Wert der Unternehmen fiel dabei durchschnittlich um 6,5 Prozent beziehungsweise 5,3 Prozent.**

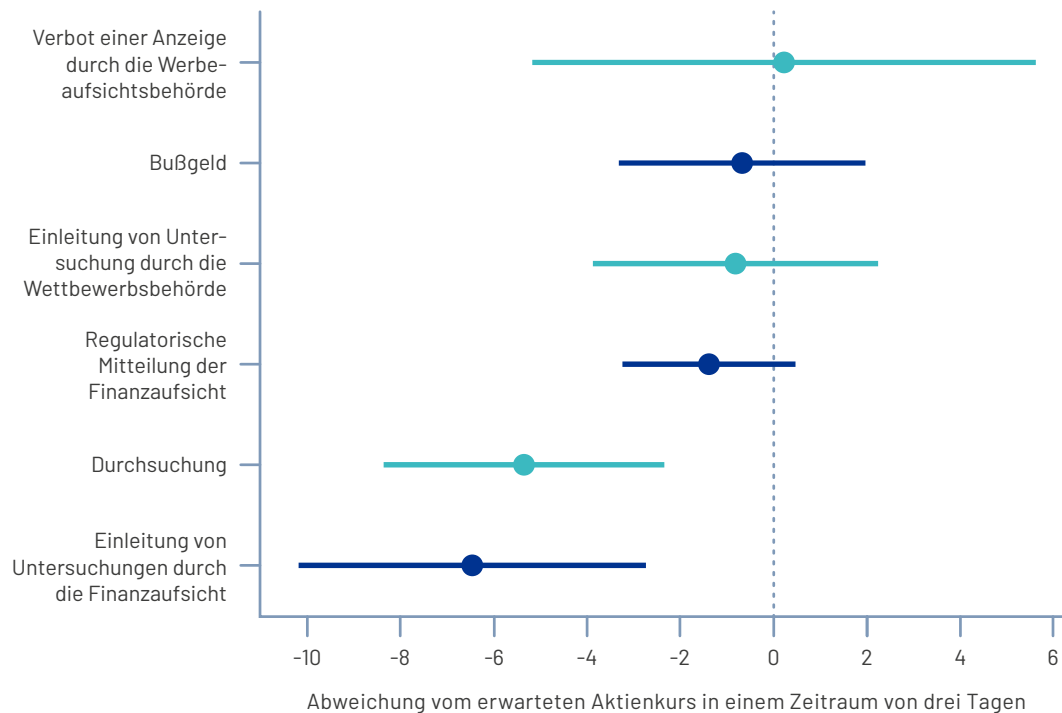


Abbildung 4: Auswirkung unterschiedlicher aufsichtlicher Maßnahmen

Normalerweise reagieren die Börsen unmittelbar auf neue Informationen zu Unternehmen und passen ihre Erwartungen innerhalb kurzer Zeit an, was sich in den Börsenkursen widerspiegelt. **Dass Investor*innen bei Greenwashing nicht schon auf die Information selbst, sondern erst auf Aufsichtshandeln reagieren, lässt sich damit erklären, dass Greenwashing im Finanzbereich noch nicht oft geahndet wurde.** Daher rechnen Kapitalmarktteilnehmer*innen bisher wohl oft nicht damit, dass das Greenwashing finanzielle Konsequenzen für das Unternehmen haben wird. Bei Aufdeckung von Bilanzfälschungen reagieren Kapitalmärkte beispielsweise direkt auf die ersten Enthüllungen – nicht erst, wenn die Aufsicht einschreitet⁵. Beim Vorwurf der Bilanzfälschung sind Investor*innen also überzeugt davon, dass die Aufsicht sich den Vorwürfen annehmen wird. Eine solche Sicherheit fehlt bei Greenwashing-Fällen bisher.

5 S. R. Ahmad et al., 2021, *Investor Reaction to the Discovery of Accounting Fraud: The Period from the Discovery of the Fraud to the Completion of the Correction*, *Academic Journal of Interdisciplinary Studies* 10(6), S. 171-190, zuletzt aufgerufen am 11.08.2024. <https://doi.org/10.36941/ajis-2021-0163>;

S. Numata, F. Takeda, 2010, *Stock Market Reactions to Audit Failure in Japan: The Case of Kanebo and ChuoAoyama*, *The International Journal of Accounting* 45(2): S. 175-199, zuletzt aufgerufen am 11.08.2024. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2010.04.004>;

Y. Wang, J. K. Ashton, A. Jaafar, 2019, *Money Shouts! How Effective Are Punishments for Accounting Fraud?*, *The British Accounting Review* 51(5), 100824, zuletzt aufgerufen am 11.08.2024. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2019.02.006>

4 Die Daten

Unser Datensatz enthält 90 Greenwashing-Events zwischen 2021 und 2024, die wir in fünf Kategorien unterteilt haben (siehe Tabelle 1). Für einzelne Greenwashing-Fälle können mehrere Events vorliegen, also verschiedene Ereignisse wie Whistleblower-Berichte, Aufnahme von Ermittlungen oder Erhebung einer Anklage, zu denen der entsprechende Fall Aufmerksamkeit bekam. Die Daten zu den Börsenkursen der untersuchten Unternehmen beziehen wir von Refinitiv Eikon.

Kategorie	Unterkategorie
Bericht über Greenwashing-Fall	Whistleblower-Berichte
	Reports / Studien
Aktivismus in Reaktion auf Greenwashing-Fall	Aktivismus in Reaktion auf Greenwashing-Fall
Greenwashing-Beschwerde an Aufsichtsbehörde	Beschwerde bei der Finanzaufsicht
	Beschwerde bei der Wettbewerbsbehörde
Aufsichtliche Maßnahme gegen Greenwashing	Einleitung von Untersuchungen durch die Finanzaufsicht
	Einleitung von Untersuchungen durch die Wettbewerbsbehörde
	Durchsuchung
	Bußgeld
	Regulatorische Mitteilung der Finanzaufsicht
	Verbot einer Anzeige durch die Werbeaufsichtsbehörde
Klage gegen Unternehmen wegen Greenwashing	Klageankündigung
	Klage verloren

Tabelle 1: Kategorien und Unterkategorien der untersuchten Greenwashing-Events

5 Die Methode

Wir führen eine Eventstudie durch, um die Auswirkungen von Greenwashing-Events auf die Aktienkurse von Banken und Vermögensverwaltern zu untersuchen. Um die Reaktion der Anleger*innen zu beurteilen, bewerten wir die „abnormal returns“ eines Unternehmens, das heißt die Renditen, die von dem abweichen, was angesichts von Unternehmen und Marktbedingungen zu erwarten wäre⁶. Im Einklang mit der aktuellen Literatur zu Event-Studien betrachten wir den Zeitraum von einem Tag vor dem Event bis zu einem Tag nach dem Event. Außerdem überprüfen wir, dass im betrachteten Zeitraum keine weiteren das Unternehmen betreffenden Ereignisse vorliegen.

Warum schauen wir auf die Reaktion von Investor*innen, wenn wir fragen, was Greenwashing-Unternehmen zum Umlenken bringt? **Der Börsenkurs ist eine zentrale Messgröße für den Erfolg eines Unternehmens, den das Management stets im Blick behält**⁷. Fällt der Kurs, gerät das Management unter Druck, das Verhalten zu korrigieren, in dem Fall also, mit dem Greenwashing aufzuhören. Wenn das Management erwartet, dass Greenwashing-Vorwürfe zu Kursverlusten führen können, erhöht das den Druck, eigene Nachhaltigkeitsversprechen transparent und nachvollziehbar zu gestalten und falsche Versprechungen auch intern zu unterbinden.

⁶ Wir nutzen hierfür Fama-Frenchs 3-Faktoren-Modell, kontrollieren also den firmenspezifischen Einfluss der Marktsituation, die erwarteten Abweichungen aus dem Unterschied zwischen den Renditen von kleinen und großen Unternehmen und die erwarteten Abweichungen aus dem Unterschied zwischen Unternehmen mit hohem und niedrigem Buchwert-Marktwert-Verhältnis. Siehe: E. F. Fama, K. R. French, 1996, *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*, The Journal of Finance 51(1): S. 55-84, zuletzt aufgerufen am 11.08.2024. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x>

⁷ M. O'Connell, A. M. Ward, 2023, *Shareholder Theory/Shareholder Value*, Encyclopedia of Sustainable Management, Springer, S. 2918-2924, zuletzt abgerufen am 11.08.2024. https://doi.org/10.1007/978-3-031-25984-5_49

6 Fazit

- Kapitalmärkte reagieren bei Greenwashing meist erst dann, wenn sich die Finanzaufsicht einschaltet, ermittelt und gegebenenfalls Strafen verhängt. Das zeigt ganz klar: Eine aktive Finanzaufsicht ist einer der wichtigsten Hebel, um Greenwashing zurückzudrängen.
- Greenwashing mit Studien, journalistischen Recherchen oder als Whistleblower aufzudecken ist trotzdem richtig und wichtig, auch wenn manchmal nicht direkt eine Auswirkung zu sehen ist. Die Informationen wirken langfristig, indem sie das öffentliche Bild über ein Unternehmen beeinflussen und dienen oftmals als Grundlage oder Anstoß für das Handeln der Aufsicht.
- Wenn die Aufsicht Greenwashing-Vorwürfen regelmäßig nachgeht, werden Unternehmen die Konsequenzen ernst nehmen und im besten Fall von vornherein ehrlich und transparent über ihre Nachhaltigkeit kommunizieren.
- Wir fordern von der Finanzaufsicht BaFin, stärker gegen Greenwashing vorzugehen, zu überprüfen, ob Finanzunternehmen in Deutschland sich an die Regeln halten und Verstößen systematisch nachzugehen.

Derzeit tut sich auch einiges bei den gesetzlichen Regeln für grüne Geldanlagen. Klarere Anforderungen könnten künftig auch dazu beitragen, dass Anleger*innen nachhaltige Finanzprodukte besser erkennen und einordnen können und Greenwashing auch auf diese Weise zurückgedrängt wird.

Die Studie wurde unterstützt durch die KR Foundation

