



universität
wien

MASTERARBEIT | MASTER'S THESIS

Titel | Title

Greenwashing-Risiken in der ex-ante-Prüfung von ESG-Investitionen: Eine qualitative Analyse institutioneller Investor:innen

verfasst von | submitted by

Ida Eftichia Petrimeas BA

angestrebter akademischer Grad | in partial fulfilment of the requirements for the degree of

Master of Science (MSc)

Wien | Vienna, 2026

Studienkennzahl lt. Studienblatt |
Degree programme code as it appears on the
student record sheet:

UA 066 914

Studienrichtung lt. Studienblatt | Degree
programme as it appears on the student
record sheet:

Masterstudium Internationale Betriebswirtschaft

Betreut von | Supervisor:

ao. Univ.-Prof. Mag. Dr. Michaela Schaffhauser-
Linzatti

Abstract

Diese Masterarbeit untersucht, wie institutionelle Investor:innen mit dem Risiko von Greenwashing im Kontext nachhaltiger Investitionen umgehen. Der Fokus liegt auf der ex-ante-Prüfung, also der Phase vor einer Investitionsentscheidung, in der Unternehmen hinsichtlich ihrer ESG-Leistung bewertet werden. Auf Basis qualitativer Interviews wird analysiert, wie Greenwashing erkannt, bewertet und in Entscheidungsprozesse einbezogen wird. Die Ergebnisse zeigen, dass Greenwashing zwar als relevantes Risiko wahrgenommen wird, seine Identifikation jedoch durch unvollständige Daten, widersprüchliche ESG-Ratings und mangelnde Transparenz erschwert wird. Investor:innen greifen daher auf eine Kombination verschiedener Informationsquellen zurück, darunter ESG-Ratings, interne Analysen und direkte Unternehmensinteraktionen. Gleichzeitig wird deutlich, dass die ex-ante-Prüfung trotz ihrer zentralen Bedeutung strukturellen Grenzen unterliegt. Die Arbeit zeigt, dass Greenwashing nicht nur ein Kommunikationsproblem ist, sondern tief in den Strukturen nachhaltiger Finanzmärkte verankert ist, und trägt damit zum Verständnis von Entscheidungsprozessen im Bereich ESG-Investitionen bei.

This master's thesis explores how institutional investors deal with the risk of greenwashing in sustainable investments. It focuses on the ex-ante assessment, that is, the stage before an investment decision where companies are evaluated based on their ESG performance. Drawing on qualitative interviews, the study examines how investors identify and assess greenwashing and how it influences their decision-making. The findings suggest that, although greenwashing is widely seen as a relevant risk, identifying it remains challenging due to incomplete data, inconsistent ESG ratings, and limited transparency. To address these challenges, investors rely on a mix of information sources, including ESG ratings, internal analyses, and direct engagement with companies. At the same time, the results highlight that ex-ante assessments, despite their importance, face structural limitations. Overall, the study shows that greenwashing is not just a communication issue but is embedded in the broader structures of sustainable financial markets, contributing to a deeper understanding of decision-making in ESG investments.

Inhaltsverzeichnis

Abstract	i
Abkürzungsverzeichnis.....	iv
Abbildungsverzeichnis	v
Tabellenverzeichnis	v
1 Einleitung	1
2 Theoretischer Rahmen	3
2.1 ESG als Grundlage nachhaltiger Investitionsstrategien	3
2.1.1 Definition und historische Entwicklung von ESG	3
2.1.2 Überblick über ESG-Strategien.....	4
2.2 Institutionelle Investor:innen und ESG	6
2.2.1 Begriffsbestimmung und Typen institutioneller Investor:innen.....	6
2.2.2 Funktionale Rollen im Investitionsprozess	8
2.3 Risiko und Relevanz von Greenwashing bei ESG-Investitionen.....	10
2.3.1 Definition, Ursprung und theoretische Einordnung	10
2.3.2 Greenwashing-Mechanismen auf Unternehmens- und Produktebene	12
2.3.3 Greenwashing bei ESG-Investitionsstrategien.....	15
2.3.4 Auswirkungen von Greenwashing auf das Risikomanagement.....	17
2.4 Regulatorische Grundlagen für ESG-Investitionen.....	19
2.5 ESG-Ratings und Datenlandschaft.....	22
2.5.1 Überblick über zentrale Ratinganbieter.....	22
2.5.2 Ursachen von Divergenzen in ESG-Ratings	24
2.5.3 Greenwashing-Risiken im Zusammenhang mit ESG-Ratings	27
2.6 Ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen	28
2.6.1 Zielsetzungen ex-ante.....	28
2.6.2 Typische Bestandteile und Abläufe der ex-ante-Prüfung	30
2.6.3 Rollen institutioneller Investor:innen in der ex-ante-Prüfung.....	35

3	Methodik	37
3.1	Forschungsdesign und methodischer Zugang	37
3.2	Stichprobe und Datenerhebung	39
3.3	Datenanalyse	42
3.4	Reflexion des Forschungsprozesses und Limitationen	43
4	Ergebnisse und Diskussion	45
4.1	Ergebnisse der qualitativen Inhaltsanalyse	45
4.1.1	Verständnis von Greenwashing	45
4.1.2	Die Ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen	49
4.1.3	Entscheidungslogiken und -praktiken	54
4.1.4	Institutionelle Spannungsfelder im Umgang mit Greenwashing-Risiken	59
4.2	Beantwortung der Forschungsfragen	64
4.3	Einordnung der Ergebnisse in die bestehende Literatur	68
4.4	Diskussion der Ergebnisse	72
4.5	Erweiterte Beobachtungen aus den Interviews	74
5	Fazit und zukünftige Forschung	76
	Literaturverzeichnis	vi
	Englischsprachige Literatur	vi
	Deutschsprachige Literatur	xx
	Anhang	xxii
	Anhang A: Interviewleitfragen	xxii
	Anhang B: Kategoriensystem der qualitativen Inhaltsanalyse	xxiii

Abkürzungsverzeichnis

Bzw.	Beziehungsweise
CAPEX	Capital Expenditures
CSP	Corporate Sustainability Performance
CSR	Corporate Social Responsibility
CSRD	Corporate Social Responsibility Directive
EBA	European Banking Authority
EIRIS	Ethical Investment Research and Information Services
ESAs	European Supervisory Authorities
ESG	Environmental, Social, Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRS	European Sustainability Reporting Standards
FMA	Finanzmarktaufsicht
GSIR	Global Sustainability Investment Review
IAASB	International Auditing and Assurance Standards Board
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
ISS	Institutional Shareholder Services Inc.
KPIs	Key Performance Indicators
K.O.	Knock-out
MSCI	Morgan Stanley Capital International
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
PAB	Paris-Aligned-Benchmarks
PRI	Principles of Responsible Investment
Pos.	Position
SFDR	Sustainability Finance Discloser Regulation
SRI	Socially Responsible Investing
u. a.	unter anderem
vgl.	vergleiche
z.B.	zum Beispiel

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Mehrstufiger Prozess der ex-ante-Prüfung von ESG-Investitionen (eigene Darstellung).....	53
Abbildung 2: Zentrale Faktoren von Unsicherheit bei der Identifikation von Greenwashing-Risiken (eigene Darstellung).....	62

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht der Interviewpartner:innen (eigene Darstellung)	40
Tabelle 2: Kategoriensystem der qualitativen Inhaltsanalyse (eigene Darstellung).....	xxiii

1 Einleitung

Nachhaltige Investitionen haben sich in den letzten Jahren von einem Nischenthema zu einem zentralen Bestandteil globaler Kapitalmärkte entwickelt. Aus dem Grund werden Nachhaltigkeitskriterien, welche häufig unter dem Begriff ESG (Environmental, Social and Governance) zusammengefasst werden, zunehmend systematisch in die Investitionsprozesse institutioneller Investor:innen integriert. Durch ihre Investitionsentscheidungen bestimmen institutionelle Investor:innen, deren Rollenverständnis im weiteren Verlauf der Arbeit differenziert betrachtet wird, maßgeblich, welche Unternehmen Zugang zu Kapital erhalten und welche Geschäftsmodelle langfristig wettbewerbsfähig bleiben (Wei & Chengshu, 2024). Eine Studie der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) mit einer Stichprobe von 120 institutionellen Investor:innen zeigt, dass 70 % der Investor:innen ihre Entscheidungen auf der Grundlage nachhaltiger Kriterien treffen und weitere 14 % diese zumindest aktiv in Betracht ziehen (Boffo & Patalano, 2020, S. 17).

Im Kontext von ESG-Investitionen, also nachhaltigkeitsorientierten Investitionen, stehen institutionelle Investor:innen vor einem grundlegenden Problem, nämlich der Gefahr von Greenwashing (Ballan & Czarnezki, 2024, S. 545; Lopez-de-Silanes et al., 2024, S. 25). Unternehmen präsentieren sich nach außen oft nachhaltiger als sie tatsächlich sind, indem sie ihre Nachhaltigkeitsleistungen übertrieben oder gezielt falsch darstellen (Kathan et al., 2025; Treepongkaruna et al., 2024). Der Mangel an Transparenz und Standardisierung erschwert die Bewertung der tatsächlichen ESG-Leistungen, untergräbt das Vertrauen in ESG-Scores und Ratingagenturen und birgt unter anderem Reputations- und Regulierungsrisiken (Ballan & Czarnezki, 2024, S. 555; Berg et al., 2022, S. 1316). Da institutionelle Investor:innen Greenwashing nach einer Investition nur eingeschränkt entgegenwirken können, ist die Möglichkeit zur Einflussnahme im Vorfeld von Investitionen, also im Rahmen der ex-ante-Prüfung, am größten (Samset & Christensen, 2017, S. 3). Die ex-ante-Prüfung umfasst in der Regel die systematische Analyse unterschiedlicher ESG-Daten und entscheidet, ob ein Unternehmen investierbar ist oder nicht (Capelli et al., 2021, S. 1484).

Trotz der wachsenden Bedeutung dieser Prüfprozesse konzentriert sich die bestehende Forschung primär auf regulatorische Rahmenbedingungen, ESG-Ratings oder Greenwashing auf Unternehmensebene. Systematische Untersuchungen dazu, wie institutionelle Investor:innen Greenwashing-Risiken konkret in ihren ex-ante-Prüfungen identifizieren und

adressieren, sind bislang kaum vorhanden. Vor diesem Hintergrund untersucht die vorliegende Arbeit, welche Strategien und Methoden institutionelle Investor:innen in der ex-ante-Prüfung anwenden, um Greenwashing-Risiken frühzeitig zu erkennen und zu reduzieren.

Greenwashing wird oft erst retrospektiv sichtbar (zum Beispiel durch mediale Enthüllungen oder behördliche Sanktionen). Eine wirksame Prävention erfordert jedoch ein frühzeitiges Ansetzen im Vorfeld von Investitionsentscheidungen (Dempere et al., 2024, S. 1; Sneideriene & Legenzova, 2025). Ziel dieser Arbeit ist es, durch qualitative Interviews zu analysieren, auf welche Weise institutionelle Investor:innen Greenwashing im Rahmen der ex-ante-Prüfung erkennen, bewerten und in ihren Investitionsentscheidungen berücksichtigen. Dafür wurde folgende zentrale Forschungsfrage formuliert:

- I. Wie identifizieren und bewerten institutionelle Investor:innen Greenwashing-Risiken im Rahmen der ex-ante-Prüfung von ESG-Investitionen und wie werden diese Bewertungen in Investitionsentscheidungen integriert?*

Daraus ergeben sich folgende untergeordnete Fragestellungen

- II. Welche Indikatoren, Datenquellen und Prüfmechanismen nutzen institutionelle Investor:innen zur Erkennung potenziellen Greenwashings in ihrer ex-ante-Prüfung?*
- III. Wie gehen institutionelle Investor:innen mit Informationsunsicherheiten um, insbesondere mit Datenlücken, Intransparenz und divergierenden ESG-Bewertungen?*
- IV. Welche strukturellen oder praktischen Grenzen weisen ex-ante-Prüfungen im Umgang mit Greenwashing-Risiken auf?*

Die Arbeit leistet einen Beitrag zum Verständnis, wie ESG-Investitionen in der ex-ante-Prüfung über regulatorische Mindeststandards hinaus geprüft und bewertet werden. Die qualitative Untersuchung ermöglicht praxisnahe Einblicke in bestehende Prüfprozesse, angewandte Strategien sowie strukturelle Herausforderungen. Die Ergebnisse sind sowohl für die wissenschaftliche Forschung im Bereich nachhaltiger Finanzwirtschaft als auch für Akteur:innen im Investitions- und Regulierungsumfeld von Relevanz.

Die vorliegende Masterarbeit ist wie folgt aufgebaut: Kapitel 2 stellt die theoretischen Grundlagen dar. Zunächst werden zentrale Konzepte zu ESG sowie nachhaltiger Investitionsstrategien erläutert. Anschließend wird die Rolle institutioneller Investor:innen im Investitionsprozess sowie ihre Bedeutung für nachhaltige Kapitalmärkte dargestellt. Darauf aufbauend werden Risiko und Relevanz von Greenwashing im Kontext von ESG-Investitionen analysiert. Kapitel 2 beinhaltet außerdem regulatorische Rahmenbedingungen, die Rolle von ESG-Ratings, deren Limitationen sowie die ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen als zentralen Untersuchungsgegenstand. Kapitel 3 beschreibt das methodische Vorgehen der empirischen Untersuchung, einschließlich Forschungsdesign, Stichprobe Datenerhebung und Datenanalyse. In Kapitel 4 werden die Ergebnisse der qualitativen Interviews vorgestellt. Kapitel 5 diskutiert diese Ergebnisse im Kontext der bestehenden Literatur, beantwortet die Forschungsfragen und behandelt Implikationen, Limitationen sowie zukünftige Forschungsbedarfe.

2 Theoretischer Rahmen

2.1 ESG als Grundlage nachhaltiger Investitionsstrategien

2.1.1 Definition und historische Entwicklung von ESG

ESG-Kriterien bezeichnen nichtfinanzielle Faktoren, die bei der Bewertung von Unternehmen und Investitionen berücksichtigt werden. Diese Faktoren lassen sich in drei Dimensionen unterteilen: Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (Davies, 2024, S. 11; United Nations Global Compact & International Finance Corporation, 2004). ESG-Themen umfassen zum Beispiel ökologische Aspekte wie den Klimawandel, Ressourcenverbrauch und Schadstoffausstoß, soziale Aspekte wie Arbeitsbedingungen, Menschenrechte und Diversität, sowie Governance-bezogene Aspekte wie Unternehmensethik, Korruptionsprävention und die Unabhängigkeit von Aufsichtsräten (European Banking Authority, 2021). In der Investitionsbranche hat ESG in den letzten Jahren weitgehend den früher üblichen Begriff der Corporate Social Responsibility (CSR) abgelöst (Gillan et al., 2021, S. 2). CSR beschreibt traditionell unternehmerische Verantwortung und freiwillige Nachhaltigkeitsaktivitäten, während ESG vor allem als analytischer Rahmen genutzt wird, mit dem Investor:innen

ökologische, soziale und Governance-bezogene Faktoren systematisch in Investitionsentscheidungen einbeziehen können (Zervoudi et al., 2025, S. 20). Zudem schließt ESG die Dimension Governance explizit ein, während bei CSR Governance nur implizit berücksichtigt wird (Gillan et al., 2021, S. 2). ESG wird in der wissenschaftlichen Literatur oft entweder synonym mit CSR verwendet (Gillan et al., 2021) oder als eine Art Weiterentwicklung von der freiwilligen Philanthropie hin zu strukturierten messbaren Unternehmenspraktiken beschrieben (Zervoudi et al., 2025, S. 1).

Bereits in den 1970er Jahren entstand das Konzept des Socially Responsible Investing (SRI), mit dem Investor:innen ihr Portfolio gezielt an ihren sozialen, ethischen oder religiösen Werten ausrichten konnten (Yan et al., 2019, S. 472). Während SRI vor allem werte- und normbasiert, ausgerichtet war, entwickelte sich ESG zu einem stärker messbaren und datenbasierten Ansatz im Finanzmarkt (Juravle & Lewis, 2008). In dem Bericht „Who Cares Wins“ (2004) wurde der Begriff ESG zum ersten Mal erwähnt und im Finanzmarktumfeld verbreitet (United Nations Global Compact & International Finance Corporation, 2004). Ein Meilenstein in der Entwicklung von ESG war die Einführung der Prinzipien für verantwortungsbewusstes Investieren (PRI) der Vereinten Nationen im Jahr 2006 (UN PRI, 2006). Damit rückte die systematische Berücksichtigung von ESG-Faktoren zunehmend in den Mittelpunkt institutioneller Prüf- und Investitionsprozesse, welche im weiteren Verlauf dieser Arbeit im Fokus stehen (Serafeim, 2018, S. 9).

2.1.2 Überblick über ESG-Strategien

Institutionelle Investor:innen greifen auf unterschiedliche ESG-Strategien zurück, um ökologische, soziale und Governance-bezogene Kriterien systematisch in ihre Analyse-, Auswahl- und Entscheidungsprozesse zu integrieren (Bertelli & Torricelli, 2024; Boffo & Patalano, 2020). Die folgenden Ansätze bilden den zentralen strategischen Rahmen nachhaltiger Investitionen und dienen als konzeptionelle Grundlage für die spätere Betrachtung der ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen.

Screening

Screening stellt eine zentrale ESG-Strategie dar, bei der Investitionsentscheidungen anhand vordefinierter, nicht-finanzieller Kriterien gefiltert werden. Ziel ist es, Unternehmen entweder

auszuschließen oder gezielt auszuwählen (Global Sustainable Investment Review [GSIR], 2024, S. 8). Dabei sind zwei Formen besonders relevant, negatives Screening und positives Screening. Negatives Screening arbeitet mit Ausschlusskriterien und wird daher auch exclusionary Screening genannt. Hierbei werden bestimmte Branchen, Unternehmen oder Praktiken von der Investition ausgeschlossen, weil sie als nicht nachhaltig oder unverträglich gelten (Busch et al., 2024, S. 8; GSIR, 2024, S. 11). Unter der Strategie des positiven Screenings versteht man das gezielte Auswählen und Bevorzugen von Unternehmen mit überdurchschnittlicher ESG-Leistung, meist innerhalb derselben Branche, anstatt ganze Sektoren auszuschließen. Die Auswahl kann dabei anhand unterschiedlicher Methoden erfolgen. Eine verbreitete Methode ist der sogenannte „Best-in-Class-Ansatz“, bei dem innerhalb einer Branche die relativ nachhaltigsten Unternehmen ausgewählt werden (Boffo & Patalano, 2020, S. 32; GSIR, 2024, S. 8). Screening-Ansätze sind insbesondere für die ex-ante-Prüfung relevant, da sie bereits vor der Investitionsentscheidung eine Vorauswahl potenzieller Investitionen ermöglichen und somit als systematische Filter fungieren (GSIR, 2024; International Organization of Securities Commissions [IOSCO], 2021).

Thematisches Investieren

Thematisches Investieren bezeichnet einen Ansatz, bei dem Kapital gezielt in Unternehmen oder Projekte investiert wird, die einem spezifischen Nachhaltigkeitsthema zugeordnet sind, zum Beispiel im Bereich Klimaschutz oder soziale Infrastruktur (CFA Institute, 2023; PRI, 2026). Im Gegensatz zu breiteren ESG-Strategien konzentrieren sich solche Fonds auf bestimmte Nachhaltigkeitsthemen und richten ihre Portfolios entsprechend aus (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018, S. 97).

ESG-Integration

ESG-Integration gilt als eine der am weitesten verbreiteten nachhaltigen Investitionsstrategien. Hierbei werden ESG-Kriterien systematisch und kontinuierlich in die traditionelle Finanzanalyse und Portfolioallokation eingebunden, ohne dass feste Ausschlusskriterien angewendet werden (CFA Institute, 2023; GSIR, 2024). Investor:innen berücksichtigen Nachhaltigkeitsfaktoren, da sie finanzielle Risiken und Chancen beeinflussen können und somit für Investitionsentscheidungen relevant sind (Kim & Li, 2021; Utz et al., 2015).

Impact Investing

Impact Investing bezeichnet Investitionen mit der ausdrücklichen Absicht, einen messbaren positiven sozialen oder ökologischen Einfluss (Impact) zu erzielen. Im Unterschied zur reinen ESG-Integration steht hierbei also nicht nur die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken, sondern die gezielte Finanzierung wirkungsorientierter Projekte oder Unternehmen im Vordergrund (Boffo & Patalano, 2020; Busch et al., 2021; GIIN, 2025).

Engagement/Stewardship

Engagement beziehungsweise Stewardship bezeichnet einen Ansatz, bei dem Investor:innen ihre Aktionärsrechte aktiv nutzen, um auf das Verhalten von Unternehmen Einfluss zu nehmen und nachhaltige Geschäftspraktiken zu fördern (CFA Institute, 2023; GSIR, 2024). Anstelle eines Ausschlusses oder Verkaufs von Beteiligungen bleiben Investor:innen investiert und treten in Dialog mit dem Management oder üben ihre Stimmrechte aus (Dimson et al., 2025; Dyck et al., 2019). Während Engagement konkrete Maßnahmen zur Einflussnahme auf Unternehmen umfasst, beschreibt Stewardship die übergeordnete Verantwortung von Investor:innen als aktive Eigentümer:innen (GSIR, 2021; PRI, 2024).

Die beschriebenen ESG-Strategien unterscheiden sich vor allem hinsichtlich ihrer Funktion und ihres Einsatzes im Investitionsprozess. Screening und ESG-Integration wirken bereits vor der Investitionsentscheidung, also in der ex-ante-Prüfung, während Impact Investing und Engagement eher im weiteren Verlauf des Investitionsprozesses zum Einsatz kommen. ESG-Strategien schließen sich dabei nicht gegenseitig aus, sodass Portfolios oft mehrere Ansätze gleichzeitig anwenden (Boffo & Patalano, 2020; FMA, 2025).

2.2 Institutionelle Investor:innen und ESG

2.2.1 Begriffsbestimmung und Typen institutioneller Investor:innen

Institutionelle Investor:innen sind professionelle Marktteilnehmer:innen, die Kapital im Auftrag Dritter bündeln und verwalten und dadurch als zentrale Finanzintermediäre auf dem Kapitalmarkt agieren (Çelik & Isaksson, 2013, S. 7; Schmalz, 2021, S. 29). Sie sind zentrale Akteur:innen und beeinflussen durch ihre Größe und Marktmacht die Unternehmensführung und die Entwicklung der Finanzmärkte (GSIR, 2021, S. 12). Zu den wichtigsten Gruppen

gehören Pensionsfonds und -kassen, Versicherungen, Banken und Asset-Management-Gesellschaften (Velte, 2023).

Pensionsfonds und Pensionskassen

Pensionsfonds und Pensionskassen verwalten langfristig angelegtes Kapital zur Finanzierung von Altersvorsorgeverpflichtungen und zählen zu den größten institutionellen Investor:innen weltweit (Moreira et al., 2025). Aufgrund ihres langen Anlagehorizonts und ihrer treuhänderischen Verantwortung gegenüber Begünstigten gewinnen ESG-Kriterien zunehmend an Bedeutung, da sie helfen langfristige Risiken, wie zum Beispiel die Auswirkungen des Klimawandels, frühzeitig zu berücksichtigen (Alda, 2021, S. 6; FSB, 2020, S. 14; OECD, 2025a). Trotz organisatorischer Unterschiede werden Pensionsfonds und Pensionskassen in dieser Arbeit gemeinsam betrachtet, da sie ähnliche Funktionen erfüllen und vergleichbare ESG-relevante Herausforderungen aufweisen (Lachance & Stroehle, 2023, S. 59).

Banken

Banken zählen ebenfalls zu den zentralen institutionellen Investor:innen, da sie neben ihrem klassischen Kreditgeschäft auch umfangreiche Eigenanlagen tätigen und über Tochtergesellschaften oder Fondseinheiten Kapital im Auftrag ihrer Kund:innen verwalten (European Banking Authority, 2021; Velte, 2023). Aufgrund ihrer Investitionsaktivitäten können Banken über erheblichen Einfluss auf Kapitalflüsse und nachhaltige Investitionsentscheidungen ausüben (Galletta & Mazzù, 2023, S. 274). Durch zunehmende regulatorische Vorgaben sind Banken verpflichtet, ESG-Risiken in ihr Risikomanagement zu integrieren, wodurch sie eine wichtige Rolle bei der Umsetzung nachhaltiger Finanzstrategien einnehmen (EBA, 2021; GSIR, 2021).

Versicherungen

Versicherungen gehören, neben Pensionskassen und Pensionsfonds, zu den größten institutionellen Investor:innen und verwalten erhebliche Kapitalvolumina, die sie zur Deckung langfristiger Verpflichtungen, wie Schadens- oder Lebensversicherungsansprüche, anlegen (OECD, 2017; Velte, 2023, S. 50). Aufgrund ihres langfristigen Anlagehorizonts, regulatorischer Anforderungen und treuhänderischer Verantwortung verfolgen sie meist eine stabile und risikobewusste Investitionsstrategie (Aburto Barrera & Wagner, 2023, S. 655). ESG-Faktoren gewinnen dabei zunehmend an Bedeutung, da Nachhaltigkeitsrisiken, wie zum

Beispiel durch den Klimawandel verursachte Schäden, direkte Auswirkungen auf ihre Portfolios haben können (Velte, 2023, S. 50).

Asset-Management-Gesellschaft

Asset-Management- Gesellschaft sind spezialisierte Finanzinstitute, deren Kerngeschäft in der professionellen Verwaltung und Anlage großer Kapitalvolumina liegt (Uozie et al., 2023). Im Unterschied zu institutionellen Investor:innen mit eigenen versicherungs- oder vorsorgebezogenen Verpflichtungen konzentrieren sich Asset-Management-Gesellschaften primär auf die Verwaltung von Vermögen im Auftrag externer Kapitalgeber:innen und die Umsetzung von Investitionsstrategien (Folqué et al., 2023; Kibet & Kimanzi, 2025). Sie bündeln Mittel unterschiedlicher Investor:innen in Fonds- oder Mandatsstrukturen und treffen operative Investitionsentscheidungen auf Portfolioebene (Boffo & Patalano, 2020; Folqué et al., 2023). Dadurch beeinflussen sie die praktische Umsetzung nachhaltiger Investitionsstrategien und Kapitalflüsse (Folqué et al., 2023; Uozie et al., 2023).

Auf weitere institutionelle Investor:innentypen wie Stiftungen oder Staatsfonds wird in dieser Arbeit nicht näher eingegangen, da diese nicht Teil der empirischen Erhebung sind und im untersuchten Kontext nur eine untergeordnete Rolle spielen.

2.2.2 Funktionale Rollen im Investitionsprozess

Innerhalb der Gruppe der institutionellen Investor:innen wird häufig zwischen Eigentümer:innen und Asset Manager:innen als funktionale Rollen im Investitionsprozess unterschieden. Eigentümer:innen stellen die finanziellen Mittel zur Verfügung und tragen die treuhänderische Verantwortung gegenüber ihren Begünstigten wie Versicherten oder Pensionsanwärter:innen (CFA, 2014; OECD, 2025b). Typische Eigentümer:innen sind Pensionsfonds/-kassen, Versicherungen und Staatsfonds (Ang, 2012; Transition Plan Taskforce, 2024). Sie definieren Investitionsstrategien, vergeben Mandate an externe Manager:innen und überwachen deren Umsetzung (Clark & Monk, 2019).

Asset Manager:innen übernehmen die operative Umsetzung dieser Investitionsstrategien. Sie verwalten Kapital im Auftrag von Eigentümer:innen und treffen konkrete Investitionsentscheidungen, zum Beispiel im Rahmen der Portfolioselektion, des

Risikomanagements oder der Ausübung von Stimmrechten (Ang, 2012; Jahnke, 2019; OECD, 2025b). Dabei handeln sie als Treuhänder:innen, ohne selbst wirtschaftliches Eigentum am Vermögen zu halten (Piazolo, 2023, S. 5).

In der Praxis ist die Trennung zwischen Eigentümer:innen und Asset Manager:innen nicht immer eindeutig, da große Finanzinstitute wie Banken und Versicherungen beide Funktionen in unterschiedlichen organisatorischen Einheiten ausüben können und die Rollen operativ ineinandergreifen (Ang, 2012; The Investment Association, 2018). Im weiteren Verlauf der Arbeit werden Eigentümer:innen und Asset Manager:innen nicht getrennt betrachtet, da beide als institutionelle Investor:innen fungieren und in der Praxis häufig ähnliche Aufgaben übernehmen.

Durch ihre zentrale Rolle im Investitionsprozess verfügen institutionelle Investor:innen über erheblichen Einfluss auf Kapitalmärkte und Unternehmensentscheidungen. Insbesondere im Kontext nachhaltiger Investitionen wird diese Wirkung sichtbar, da institutionelle Investor:innen aufgrund ihres erheblichen Anteils am globalen Anlagevolumen und ihres langfristigen Investitionshorizonts auch die Nachhaltigkeitspraktiken von Unternehmen beeinflussen können (OECD, 2025b, S. 50; Ringe, 2023, S. 24). Sie können auf unterschiedliche Mechanismen zurückgreifen, um Nachhaltigkeit von Unternehmen einzufordern. Einerseits können sie durch aktive Einflussnahme, also durch den Dialog mit dem Management, dem Einreichen von Aktionärsanträgen und durch die Ausübung von Stimmrechten bei Hauptversammlungen nachhaltiges Handeln einfordern. Andererseits üben sie durch die Möglichkeit eines Ausstiegs, also Anteile bei unzureichender Nachhaltigkeitsleistung zu verkaufen, Druck auf Unternehmen aus (The Investment Association, 2018; Velte & Obermann, 2021).

Empirische Studien zur ESG-Leistung von Unternehmen, beispielsweise im chinesischen Markt, zeigen, dass qualifizierte institutionelle Investor:innen durch Förderung grüner Innovationen und Investitionen Nachhaltigkeitsthemen signifikant vorantreiben (Huang & Huang, 2025). Nachhaltige Investitionen erfolgen jedoch nicht ausschließlich aus ethischen Motiven, sondern zunehmend auch aus finanziellen Eigeninteresse heraus, um langfristige ESG-Risiken, etwa durch mangelnde Stabilität in Lieferketten zu minimieren (Dyck et al., 2019; PRI, 2024). So ist es für Unternehmen mit robusten ESG-Strategien einfacher

Investitionen anzuziehen, da sie als besser vorbereitet für künftige Herausforderungen wahrgenommen werden (Davies, 2024, S. 13). Die empirische Evidenz zum Zusammenhang zwischen ESG-Faktoren und finanzieller Leistung bleibt jedoch uneinheitlich und zeigt keine konsistente Überrendite (Boffo & Patalano, 2020, S. 8). Unabhängig davon haben ESG-Kriterien mittlerweile einen festen Platz in institutionellen Investitionsstrategien eingenommen, wodurch institutionelle Investor:innen als zentrale Treiber:innen der nachhaltigen Transformation von Kapitalmärkten gelten (Boffo & Patalano, 2020; Davies, 2024; Dyck et al., 2019).

Die zunehmende Aufmerksamkeit für ESG-Praktiken und die wachsende Relevanz nachhaltiger Investitionen erhöhen zugleich das Risiko von Greenwashing (Ballan & Czarnezki, 2024). Was genau darunter zu verstehen ist und in welchen Formen Greenwashing im Kontext institutioneller ESG-Investitionen auftreten kann, wird im folgenden Kapitel näher beleuchtet.

2.3 Risiko und Relevanz von Greenwashing bei ESG-Investitionen

2.3.1 Definition, Ursprung und theoretische Einordnung

Greenwashing bezeichnet im Kontext nachhaltiger Finanzmärkte die irreführende Darstellung von Unternehmen, Produkten oder Anlageinstrumenten als nachhaltiger als sie tatsächlich sind (Schneider-Maunoury, 2023). In der Literatur wird der Begriff als selektives Hervorheben positiver Umweltleistungen bei gleichzeitiger Verschleierung negativer Auswirkungen beschrieben (Lyon & Maxwell, 2011, S. 5) oder allgemeiner als die Vermittlung falscher bzw. irreführender Nachhaltigkeitsinformationen gegenüber Marktteilnehmenden (Ballan & Czarnezki, 2024; Delmas & Burbano, 2011). Der Ursprung des Begriffs Greenwashing geht auf den Aktivisten Jay Westerveld zurück, der im Jahr 1986 die Hotelbranche für ihre Praxis kritisierte, Gäst:innen zum Wiederverwenden von Handtüchern aufzufordern (angeblich zur Wasserersparnis), ohne darüber hinausgehende ökologische Maßnahmen zu treffen (Pearson, 2010, S. 39). Der Begriff hat sich seither als Sammelbegriff für täuschende Nachhaltigkeitskommunikation etabliert. Die europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) definieren Greenwashing als „jede Praxis, bei der nachhaltigkeitsbezogenen Aussagen,

Kommunikation oder Handlungen von Marktteilnehmenden irreführend sind“ (European Banking Authority, 2023).

In der wissenschaftlichen Literatur wurde Greenwashing zunächst überwiegend mit irreführender Umweltkommunikation im ökologischen Sinne in Verbindung gebracht (De Freitas Netto et al., 2020; Delmas & Burbano, 2011). Teilweise werden spezifische Formen sozialer oder Governance-bezogener Irreführung unter gesonderten Begriffen wie „Bluewashing“ zusammengefasst (De Freitas Netto et al., 2020). Inzwischen hat sich Greenwashing jedoch als übergeordneter Begriff durchgesetzt, unter dem auch jede Art von sozialer und Governance-bezogener Irreführung verstanden wird (De Freitas Netto et al., 2020; Nemes et al., 2022, S. 6; Yu et al., 2020). Diesem erweiterten Begriffsverständnis folgt auch die vorliegende Arbeit, in der Greenwashing als jede Form irreführender oder nicht belastbarer Nachhaltigkeitskommunikation entlang der ESG-Dimensionen verstanden wird.

Für institutionelle Investor:innen entstehen dadurch Informationsasymmetrien und das Risiko von Kapitalfehlallokationen (OECD, 2025c, S. 7). Diese Problematik lässt sich auch aus theoretischer Perspektive durch entsprechende Informationsökonomische Ansätze erklären. Ein grundlegender Ansatz zu solchen Informationsasymmetrien findet sich bereits bei Akerlof (1970), der zeigte, dass Märkte mit ungleich verteilter Information zu Fehlbewertungen und Qualitätsunsicherheiten führen können. Im Kontext nachhaltiger Investitionen bedeutet das, dass Unternehmen meist über deutlich mehr Informationen über ihre tatsächlichen Nachhaltigkeitspraktiken verfügen als externe Investor:innen. Das kann dazu führen, dass Nachhaltigkeitsleistungen selektiv kommuniziert oder strategisch dargestellt werden. Empirische Studien zeigen eine zunehmende Diskrepanz zwischen kommunizierter und tatsächlicher Umweltleistung von Unternehmen (Kathan et al., 2025, S. 6).

Aufbauend auf dem Konzept der Informationsasymmetrien wird Greenwashing oft auch aus der Perspektive der Signaling-Theorie betrachtet. Diese beschreibt, wie Unternehmen Signale an den Markt senden, um Qualität oder bestimmte Eigenschaften zu kommunizieren (Spence, 1973). Im Kontext nachhaltiger Investitionen können Nachhaltigkeitsberichte, ESG-Ratings oder Zertifizierungen als solche Signale interpretiert werden. Diese können jedoch sowohl informativ als auch opportunistisch eingesetzt werden und spiegeln daher nicht immer die tatsächliche Nachhaltigkeitsleistung eines Unternehmens wider (Berrone et al., 2017). Die

Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) stuft Greenwashing daher als zentrales Risiko für die Integrität und Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte ein (IOSCO, 2023, S. 5).

In dieser Arbeit wird Greenwashing daher als breiteres Risikofeld verstanden, das sowohl strategische Irreführung als auch strukturelle Unsicherheiten in der Nachhaltigkeitskommunikation umfassen kann.

2.3.2 Greenwashing-Mechanismen auf Unternehmens- und Produktebene

Greenwashing zeigt sich in konkreten Handlungs- und Kommunikationsmustern von Unternehmen und Finanzmarktakteur:innen. In der Literatur werden hierfür verschiedene Mechanismen identifiziert, die darauf abzielen sollen, Stakeholder:innen ein übermäßig positives Bild von ESG-Leistungen zu vermitteln (Siano et al., 2017; Yu et al., 2020). Für institutionelle Investor:innen sind diese Mechanismen besonders relevant, da sie die Informationsgrundlage von Investitionsentscheidungen verzerren und somit Greenwashing-Risiken in der ex-ante-Prüfung schwerer erkennbar machen (IOSCO, 2021).

Delmas und Burbano unterscheiden explizit zwischen Greenwashing auf Unternehmensebene (firm-level Greenwashing), bei dem über die allgemeinen Praktiken getäuscht wird und Greenwashing auf Produktebene (product-level Greenwashing), bei dem die ökologischen Vorteile eines spezifischen Produkts oder einer Dienstleistung irreführend dargestellt werden (Delmas & Burbano, 2011, S. 66). Diese Differenzierung bildet im Folgenden den analytischen Rahmen zur Darstellung typischer Greenwashing-Mechanismen. Viele dieser Mechanismen können jedoch sowohl auf Unternehmens-, als auch auf Produktebene auftreten und unterscheiden sich vor allem in ihrem jeweiligen Anwendungskontext. Im Folgenden werden zunächst typische Mechanismen auf Unternehmensebene beschrieben.

Symbolische Nachhaltigkeitskommunikation

Eine häufig beschriebene Form des Greenwashing besteht in symbolischen Strategien bzw. symbolischen Handlungen, bei denen Unternehmen Nachhaltigkeit öffentlichkeitswirksam kommunizieren, ohne entsprechende operative Veränderungen umzusetzen (Marquis et al., 2016, S. 483; Siano et al., 2017, S. 27). Es werden ambitionierte ESG-Ziele verkündet oder

Mitgliedschaften in grüne Initiativen hervorgehoben, während operative Veränderungen ausbleiben. Diese Diskrepanz wird auch als Lücke zwischen „*green talk*“ und „*green walk*“ beschrieben (Delmas & Burbano, 2011; W. L. Lin et al., 2025).

Selektive Offenlegung und Informationsüberflutung

Ein weiterer Mechanismus des Greenwashings besteht in der selektiven oder verzerrten Darstellung nachhaltigkeitsbezogener Informationen. Unternehmen heben gezielt positive ESG-Aspekte hervor, während negative Aspekte ausgelassen oder relativiert werden. Diese Form der selektiven Offenlegung wird in der Literatur häufig als „Cherry Picking“ bezeichnet (Lyon & Maxwell, 2011; Marquis et al., 2016). Ergänzend kann eine strategische Informationsüberflutung durch besonders umfangreiche und komplexe Nachhaltigkeitsberichte erzeugt werden, um schwache ESG-Leistung zu verdecken (W. L. Lin et al., 2025; Siano et al., 2017).

Strategisches Framing und sprachliche Verzerrung

Neben der Informationsüberflutung nutzen Unternehmen auch kommunikative Mittel, um ihre Nachhaltigkeitsberichte besonders positiv darzustellen (Kochkina et al., 2024; W. Lin, 2022). Ein typisches Instrument dabei ist das Framing, bei dem Informationen so strukturiert und präsentiert werden, dass bestimmte Aspekte hervorgehoben und andere relativiert oder ausgeblendet werden (Entman, 1993).

Vage oder nicht verifizierte Nachhaltigkeitsbehauptungen

Ähnlich können durch den Einsatz nicht verifizierter oder vager Nachhaltigkeitsbehauptungen irreführende Vorstellungen erzeugt werden (Lee, 2024; Montgomery et al., 2024). Dabei geht es um Schlagworte wie „klimaneutral“, die häufig ohne belastbare Nachweise oder einheitliche Definition verwendet werden (Nemes et al., 2022). Solche unscharfen oder nicht überprüfbaren Begriffe können Nachhaltigkeit suggerieren, ohne überprüfbare Leistungsnachweise zu liefern (Lee, 2024; Montgomery et al., 2024). Als Reaktion hat die European Securities and Markets Authority (ESMA) Leitlinien zur Verwendung nachhaltigkeitsbezogener Begriffe in Fondsamen veröffentlicht (ESMA, 2024a).

Greenwashing auf Produktebene liegt vor, wenn einzelne Produkte oder Projekte als nachhaltig vermarktet werden, obwohl die grundlegenden Geschäftstätigkeiten eines Unternehmens

weiterhin in hohem Maße ökologische oder soziale Belastungen verursachen. Durch die Fokussierung auf einzelne „grüne“ Produkte entsteht ein verzerrtes bzw. übertrieben positives Unternehmensimage (Delmas & Burbano, 2011, S. 67; Marquis et al., 2016). Bereits beschriebene Mechanismen, wie selektive Informationsdarstellung, der Einsatz irreführender Nachhaltigkeitsbehauptungen oder Framing Strategien können ebenso auf einzelne Produkte oder Dienstleistungen angewendet werden (Delmas & Burbano, 2011, S. 66). Weitere Strategien, die auf der Produktebene zu Greenwashing führen können, werden im Folgenden näher erläutert.

Zertifizierungen und Label Washing als produktspezifische Imagebildung

Ökologisch zertifizierte oder als nachhaltig gekennzeichnete Produkte innerhalb eines ansonsten wenig nachhaltigen Unternehmens können die Aufmerksamkeit der Stakeholder:innen auf einzelne Vorzeigemaßnahmen lenken (Delmas & Burbano, 2011; Montgomery et al., 2024). Dieser Wahrnehmungseffekt lässt sich durch den „Halo-Effekt“ erklären, bei dem einzelne, als positiv bewertete Eigenschaften (zum Beispiel ein grünes Produkt oder ein Nachhaltigkeitslabel) das gesamte Unternehmensbild übermäßig positiv beeinflussen (OECD, 2025c, S. 11). In der Literatur wird dieses Vorgehen als „Label Washing“ bezeichnet, bei dem Nachhaltigkeitslabels instrumentalisiert werden, um Vertrauen zu erzeugen und Glaubwürdigkeit zu suggerieren, ohne dass sich die zugrunde liegenden Geschäftsmodelle substantiell verändern (Perrini et al., 2010).

Strategische Nutzung divergierender ESG-Ratings

Greenwashing-Risiken entstehen auch durch das gezielte Ausnutzen von Unterschieden in ESG-Ratings. Bei sogenannten „Rating-Shopping“ wählen Unternehmen gezielt die vorteilhaftesten Ratings aus und können dadurch ein verfälschtes Bild ihrer Nachhaltigkeitsleistungen erzeugen (Berg et al., 2022). Die Uneinheitlichkeit von ESG-Ratings strategisch genutzt, um Produkte oder Unternehmen nachhaltiger darzustellen (IOSCO, 2023). Es lassen sich zwei Formen des Rating Shopping unterscheiden. Zum einen explizites, zum anderen implizites Rating Shopping (Sangiorgi et al., 2009). Beim expliziten Rating Shopping werden mehrere Ratinganbieter kontaktiert, aber nur die günstigste Bewertung kommuniziert. Bei der impliziten Form wird bereits ex-ante gezielt jene Ratinganbieter gewählt, von denen aufgrund bekannter Methodiken oder früherer Erfahrungen ein vorteilhaftes Ergebnis erwartet

wird (Kallapur et al., 2025, S. 6). Eine vertiefte Analyse ratingbezogener Greenwashing-Risiken erfolgt in Kapitel 2.5.3.

Greenwashing wird auf Unternehmens- und Produktebene durch unterschiedliche, teils manipulative Praktiken erzeugt. Die oben angeführten Mechanismen verzerren die Wahrnehmung tatsächlicher Nachhaltigkeitsleistungen und bilden die Grundlage für Risiken im Finanzmarkt. Greenwashing-Risiken treten auch im Kontext von den in Kapitel 2.1.2 beschriebenen ESG-Strategien auf und werden im Folgenden näher beleuchtet.

2.3.3 Greenwashing bei ESG-Investitionsstrategien

Bislang wurde Greenwashing überwiegend als unternehmensseitiges Phänomen beschrieben, bei dem Unternehmen Investor:innen und andere Stakeholder:innen bezüglich ihrer ESG-Leistung bzw. ihres grünen Unternehmensimages täuschen (Jones, 2019; Kathan et al., 2025). Im Kontext von ESG-Investitionen nehmen jedoch institutionelle Investor:innen selbst eine aktive Rolle ein. Sie können Greenwashing durch ihre Entscheidungen unbeabsichtigt begünstigen, indem sie in Unternehmen investieren, die nicht die versprochenen Umweltstandards einhalten (Wei & Chengshu, 2024, S. 291), oder sogar bewusst investieren, um ihre eigenen Fonds nachhaltiger erscheinen zu lassen (Lopez-de-Silanes et al., 2024; Serafeim, 2018). Im Rahmen verschiedener ESG-Investitionsstrategien können unterschiedliche Formen von Greenwashing auftreten.

Begrenzte Wirksamkeit von Ausschlüssen als Greenwashing-Risiko

Beim negativen Screening besteht ein Greenwashing-Risiko, da Ausschlusskriterien zwar Klarheit darüber schaffen, welche Aktivitäten vermieden werden, jedoch keine positive Nachhaltigkeitswirkung garantieren (Arribas et al., 2019). Ausschlüsse sind zudem oft nicht absolut, da Fonds individuelle Schwellenwerte selbst definieren können (Sandberg & Nilsson, 2015). Dadurch können Unternehmen, die nur einen kleinen Teil ihres Umsatzes mit problematischen Geschäften machen, oder solche, die durch geschickte Kommunikation und selektive Darstellung von Informationen als „ökologisch transformiert“ wahrgenommen werden, trotzdem in vermeidlich nachhaltigen Portfolios enthalten sein (Arribas et al., 2019, S. 1570; Berg et al., 2022). In der Praxis können institutionelle Investor:innen gemäß dieser Investitionsstrategie zwar direkte Investitionen in Ölkonzerne ausschließen, aber trotzdem

Unternehmen halten, die indirekt an fossilen Energien beteiligt sind (Sandberg & Nilsson, 2015; Testa et al., 2018).

Relative Nachhaltigkeitsbewertungen als Greenwashing-Risiko

Beim positiven Screening entsteht ein Greenwashing-Risiko, da Investitionsentscheidungen auf Grundlage relativer ESG-Vergleiche getroffen werden. Insbesondere im Best-in-Class-Ansatz werden innerhalb einer Branche lediglich die im Vergleich nachhaltigsten Unternehmen ausgewählt, ohne dass eine absolute Nachhaltigkeitsleistung gewährleistet ist (GSIR, 2024). Institutionelle Investor:innen können somit in vermeintlich nachhaltigen Fonds trotzdem Öl- oder Zementkonzerne enthalten, wenn diese im Branchenvergleich bessere ESG-Werte aufweisen (Höhnke & Homölle, 2021). Ähnliche Risiken bestehen auch beim thematischen Investieren, da häufig Nachhaltigkeitsthemen breit oder unscharf definiert sind (Boffo & Patalano, 2020).

Definitiorische Spielräume als Greenwashing-Risiko

Bei der ESG-Integration bestehen ebenfalls Risiken für Greenwashing, was unter anderem daran liegt, dass ESG-Integration kein einheitlich definierter Begriff ist (Ballan & Czarnezki, 2024, S. 554). Institutionelle Investor:innen können unterschiedlich festlegen, wie tiefgreifend ESG-Aspekte berücksichtigt werden. Ein ESG-integriertes Portfolio kann zum Beispiel weiterhin in Ölkonzerne investieren, sofern diese als finanziell attraktiv gelten (Society of Trust and Estate Practitioners, 2023). Dementsprechend können Strategien als ESG-Integration deklariert werden, obwohl Nachhaltigkeitskriterien nur begrenzt in die tatsächlichen Investitionsentscheidungen einfließen (IOSCO, 2023).

„Impact Washing“ als Greenwashing-Risiko

Auch Impact Investing ist anfällig für Greenwashing, da eine klare Definition, was konkret als Impact gewertet wird, fehlt (Berg et al., 2022; Höhnke & Homölle, 2021). Institutionelle Investor:innen können Impact unterschiedlich definieren und teils eigene Metriken verwenden, was den Vergleich und die Überprüfbarkeit erheblich erschwert. In der Literatur wird dieses Phänomen als „Impact Washing“ bezeichnet (Busch et al., 2021, S. 33). Beispielsweise können Fonds als „Impact-Fonds“ vermarktet werden und versprechen einen Beitrag zu den UN Sustainable Development Goals zu leisten, ohne klar offenzulegen, wie diese Wirkung gemessen und erreicht wird (Montgomery et al., 2024).

Symbolische Strategien als Greenwashing-Risiken

Auch im Rahmen von Engagement und Stewardship können Greenwashing-Risiken auftreten. In der Literatur wird in diesem Zusammenhang häufig von „Engagement-/Stewardship-Washing“ gesprochen. Dabei betonen institutionelle Investor:innen ihre Dialogbereitschaft gegenüber Unternehmen, ohne dass daraus konkrete Maßnahmen oder nachweisbare Veränderungen resultieren (Boffo & Patalano, 2020). Engagement und Stewardship werden daher symbolisch eingesetzt, um Verantwortungsbewusstsein zu signalisieren. Studien zeigen zudem, dass viele Investor:innen zwar über Engagement-Aktivitäten berichten, jedoch weder klare Eskalationsstrategien verfolgen noch erzielte Ergebnisse systematisch dokumentieren (Barko et al., 2022). Die fehlende Transparenz hinsichtlich Inhalten und Wirkung dieser Maßnahmen erschwert zusätzlich die Überprüfung der tatsächlichen Ergebnisse (Krueger et al., 2020).

Generell zeigt sich, dass Greenwashing-Risiken in sämtlichen ESG-Investitionsstrategien auftreten. Wiederkehrende Probleme wie vage Definitionen, mangelnde Transparenz und gezielte Täuschung können dazu führen, dass ein nachhaltiges Bild vermittelt wird, welches nicht der tatsächlichen ESG-Leistung entspricht (Berg et al., 2022; Kathan et al., 2025). Damit stellt Greenwashing eine zentrale Herausforderung für die Glaubwürdigkeit und Wirksamkeit von ESG-Investitionen dar (Boffo & Patalano, 2020).

2.3.4 Auswirkungen von Greenwashing auf das Risikomanagement

Für institutionelle Investor:innen stellt Greenwashing nicht nur ein ethisches, sondern ein materielles Risiko dar, welches finanzielle Verluste, regulatorische Sanktionen, Reputationsschäden sowie rechtliche Konsequenzen nach sich ziehen kann (Ballan & Czarnecki, 2024; Yu et al., 2020). Vor diesem Hintergrund analysiert dieses Kapitel die Auswirkungen von Greenwashing entlang zentraler Risikokategorien.

Regulatorische Risiken

Für institutionelle Investor:innen können durch verschärfte regulatorische Offenlegungs- und Compliance-Anforderungen Greenwashing-Risiken auf EU-Ebene entstehen. Regelwerke wie die SFDR, die EU-Taxonomie und die CSRD (siehe Kapitel 2.4) verpflichten zu umfassender

Transparenz über die tatsächliche Nachhaltigkeitsleistung von Finanzprodukten (Richtlinie (EU) 2022/2464; Verordnung (EU) 2019/2088; Verordnung (EU) 2020/852). Wenn Angaben als irreführend oder unvollständig eingestuft werden, können zusätzliche Prüfungen, erweiterte Berichtspflichten und behördliche Auflagen den administrativen Aufwand erhöhen (Armour et al., 2017; Liu et al., 2020). Werden Verstöße festgestellt, drohen außerdem Bußgelder, Schadenersatzforderungen sowie Mittelabflüsse infolge von Reputationsverlusten (FMA, 2025; Reuters, 2025; Ruttloff, 2023).

Rechtliche Risiken

ESG-Kriterien sind häufig in Mandaten, Fondsprospekten oder internen Richtlinien festgelegt und definieren konkrete Nachhaltigkeitsstandards (Lopez-de-Silanes et al., 2024; Serafeim, 2014). Dazu können zählen beispielsweise freiwillige Initiativen, wie die Einhaltung der Principles of Responsible Investment (PRI), oder eigene ESG-Richtlinien, beispielsweise den Ausschluss von Kohleunternehmen (González G. Vega et al., 2025). Wird in Produkte investiert, denen später Greenwashing vorgeworfen wird, können Haftungsansprüche, Prospekthaftung oder Vorwürfe betrügerischer Täuschung entstehen (Kubiliūtė, 2025, S. 233; Prisanđani, 2025). Auch wenn Investor:innen in der Regel nicht unmittelbar für das Greenwashing-Verhalten der Unternehmen haften, können Verletzungen treuhänderischer Sorgfalts- und Mandatspflichten rechtliche Folgen nach sich ziehen (Qureshi, 2025, S. 48).

Reputationsrisiken

Greenwashing-Vorwürfe können die Glaubwürdigkeit nachhaltiger Investitionsstrategien unmittelbar beeinträchtigen und dadurch erhebliche Risiken für Reputation institutioneller Investor:innen erzeugen (Dyck et al., 2019). Vertrauensverluste bei Kund:innen, Kapitalgeber:innen und Aufsichtsbehörden führen häufig zu Mittelabflüssen, geringeren Neuzuflüssen sowie erhöhten Rechtfertigungs- und Kommunikationsbedarf. Reputationsrisiken wirken kumulativ auf Fondsprodukte sowie Investitionsorganisationen und beeinträchtigen damit nachhaltig die wirtschaftliche Stabilität von Investor:innen sowie die Glaubwürdigkeit ihrer ESG-Strategien (Bernow et al., 2017, S. 3; FMA, 2025).

Finanzielle Risiken

Finanzielle Risiken ergeben sich im Kontext von Greenwashing häufig als Folge von regulatorischer, rechtlicher und reputationsbezogener Entwicklungen und bilden deren

ökonomische Konsequenzen ab (FMA, 2025; Kubiliūtė, 2025). Für institutionelle Investor:innen bedeuten finanzielle Risiken Kursverluste, erhöhte Kapitalkosten und Wertkorrekturen auf Portfolioebene (Kubiliūtė, 2025; Li, 2025, S. 210; W. L. Lin et al., 2025). Irreführende ESG-Signale verstärken Informationsasymmetrien, begünstigen Fehlbewertungen von Unternehmen und erhöhen damit das Risiko ineffizienter Kapitalallokation (Freshtiana & Kim, 2025; Zhu et al., 2025). Darüber hinaus entstehen zusätzliche operative Kosten durch ESG-Datenbeschaffung, Monitoring und externe Prüfungen (Dimson et al., 2020a; Xue et al., 2023). Kapitalabzüge infolge von Greenwashing-Vorwürfen führen zudem zu geringeren Gebühreneinnahmen und somit zu sinkenden Umsätzen (Lopez-de-Silanes et al., 2024), wodurch nicht nur einzelne Investitionen, sondern auch die Geschäftsmodelle institutioneller Investor:innen belastet werden (Zhu et al., 2025, S. 6).

Daraus ergibt sich, dass Greenwashing für institutionelle Investor:innen nicht nur ethische und reputationsbezogene Herausforderungen darstellt, sondern ein vielschichtiges Risiko mit regulatorischen, rechtlichen, reputativen und finanziellen Auswirkungen ist. Diese Risiken können sowohl die Leistung einzelner Investitionen als auch die wirtschaftliche Stabilität institutioneller Investor:innen beeinträchtigen. Vor diesem Hintergrund gewinnt die frühzeitige Identifikation potenzieller Greenwashing-Risiken im Rahmen einer ex-ante-Prüfung besonders an Bedeutung.

2.4 Regulatorische Grundlagen für ESG-Investitionen

Die zunehmende Bedeutung nachhaltiger Investitionen hat in den letzten Jahren zu einer Vielzahl regulatorischer Maßnahmen auf europäischer Ebene geführt, die Transparenz erhöhen und Greenwashing eindämmen sollen (IOSCO, 2023; OECD, 2023; Voráček, 2025). Für institutionelle Investor:innen bilden diese Regelwerke einen zentralen Orientierungsrahmen bei der Gestaltung, Klassifikation und Kommunikation von ESG-Investitionen. Gleichzeitig bestimmen sie maßgeblich, welche Nachhaltigkeitsinformationen offengelegt werden müssen und auf welcher Datenbasis Investitionsentscheidungen getroffen werden (Buttigieg & Pulis, 2024; Horn, 2024). Im Folgenden wird ein Überblick über die zentralen regulatorischen Instrumente dargestellt.

EU-Taxonomie

Die Verordnung (EU) 2020/852, auch als EU-Taxonomie bezeichnet, ist ein Klassifikationssystem, das festlegt, unter welchen Bedingungen wirtschaftliche Tätigkeiten als ökologisch nachhaltig gelten. Ziel ist es, ein einheitliches Verständnis von ökologischer Nachhaltigkeit im Finanzsektor zu schaffen, Kapitalströme gezielt in nachhaltige Aktivitäten zu lenken und dadurch die Transparenz zu erhöhen und Greenwashing zu erschweren. Die Taxonomie definiert sechs Umweltziele, darunter Klimaschutz, Anpassung an den Klimawandel, der Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, sowie Schutz und die Wiederherstellung der Biodiversität und Ökosysteme. Eine Tätigkeit gilt als taxonomiekonform, wenn sie wesentlich zu mindestens einem Ziel beiträgt, die übrigen Ziele nicht erheblich beeinträchtigt („Do No Significant Harm“) und soziale Mindeststandards eingehalten werden (Verordnung (EU) 2020/852). Für Finanzmarktteilnehmer:innen und große Unternehmen ergeben sich daraus umfangreiche Berichtspflichten über den Grad der Taxonomie-Ausrichtung ihrer Aktivitäten (Buttigieg & Pulis, 2024). Für institutionelle Investor:innen dient die EU-Taxonomie als Orientierungshilfe bei Investitionsentscheidungen, ersetzt jedoch keine eigene vertiefte Prüfung der Nachhaltigkeitsleistungen (Horn, 2024).

Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)

Die Verordnung (EU) 2019/2088, welche als Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) bezeichnet wird, legt verbindliche Transparenz- und Offenlegungspflichten für Finanzmarktteilnehmer:innen und Finanzberater:innen fest. Ziel der Verordnung ist es, einheitliche Offenlegungsstandards zu schaffen und dadurch Greenwashing entgegenzuwirken, indem für Investor:innen nachvollziehbar wird, wie Nachhaltigkeitsaspekte in Finanzprodukten berücksichtigt und kommuniziert werden. Ein zentraler Bestandteil der SFDR ist die Kategorisierung von Finanzprodukten in drei Produktgruppen. Artikel 6-Produkte berücksichtigen Nachhaltigkeitsrisiken lediglich auf Offenlegungsebene, Artikel 8-Produkte bewerben ökologische und/oder soziale Merkmale, ohne ein verbindliches nachhaltiges Investitionsziel zu verfolgen und Artikel 9-Produkte verfolgen ein klar definiertes nachhaltiges Investitionsziel (Verordnung (EU) 2019/2088). Diese Klassifizierung hat sich als zentrales Referenzsystem im Markt etabliert und ermöglicht eine strukturierte Einordnung der Nachhaltigkeitsausrichtung von Finanzprodukten (Spaans et al., 2024, S. 7). Gleichzeitig verpflichtet die SFDR Finanzmarktteilnehmer:innen zur Offenlegung der angewandten Methodiken, verwendeten Datenquellen sowie potenzieller nachteiliger Nachhaltigkeitswirkungen ihrer Produkte (Verordnung (EU) 2019/2088).

Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)

Die Richtlinie (EU) 2022/2464, typischerweise unter Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) bekannt, erweitert und harmonisiert die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen in der Europäischen Union und bildet damit eine zentrale Informationsgrundlage für ESG-Investitionen (Richtlinie (EU) 2022/2464). Im Gegensatz zur EU-Taxonomie und der SFDR, die als Verordnungen unmittelbar gelten, entfaltet die CSRD ihre Wirkung über die nationale Umsetzung der Mitgliedstaaten. Inhaltlich wird sie durch delegierte Rechtsakte insbesondere durch die European Sustainability Reporting Standards (ESRS) konkretisiert (Delegierte Verordnung (EU) 2023/2772; Levchenko & Antonova, 2024). Der Anwendungsbereich der CSRD wurde gegenüber der bisherigen Berichterstattungspflicht deutlich ausgeweitet und umfasst insbesondere große sowie börsennotierte Unternehmen. Kern der CSRD ist die verpflichtende Berichterstattung nach dem Prinzip der doppelten Wesentlichkeit, wonach Unternehmen sowohl ihre Auswirkungen auf Umwelt und Gesellschaft als auch die finanziellen Risiken und Chancen durch Nachhaltigkeitsfaktoren offenlegen müssen (Richtlinie (EU) 2022/2464). Für institutionelle Investor:innen soll die CSRD die Qualität der unternehmensbezogenen ESG-Daten verbessern (Farooq et al., 2024; Levchenko & Antonova, 2024).

ESMA-Leitlinien zu Fondsnamen mit ESG-Bezug

Die European Securities and Markets Authority (ESMA) veröffentlichte 2024 Leitlinien zu Fondsnamen mit ESG-Bezug, um irreführende Nachhaltigkeitsaussagen zu vermeiden und Greenwashing im Fondsvertrieb vorzubeugen (ESMA, 2024a). Diese Leitlinien sehen vor, dass Fonds, die in ihrem Namen auf ökologische, soziale oder Governance-Merkmale Bezug nehmen, mindestens 80 % ihres Vermögens in Anlagen investieren müssen, die mit den beworbenen ESG-Merkmalen vereinbar sind. Für Bezeichnungen wie „nachhaltig“ oder „Impact“ gelten strengere Anforderungen. In diesen Fällen muss ein wesentlicher Teil des Portfolios aus nachhaltigen Investitionen im Sinne der SFDR bestehen. Zusätzlich sind Ausschlusskriterien analog zu den EU-Paris-Aligned-Benchmarks (PAB) einzuhalten (Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818). Die ESMA-Leitlinien tragen dazu bei, die Transparenz für Investor:innen zu erhöhen und die Glaubwürdigkeit nachhaltiger Fondsprodukte zu stärken (Europäische Union, o. J.; Malecki, 2023).

Trotz der zunehmenden Dichte an regulatorischen Vorgaben und Leitlinien bleiben im Bereich nachhaltiger Finanzprodukte systemische Schwachstellen bestehen (Buttigieg & Pulis, 2024; ESMA, 2024b). Viele Regelwerke zielen primär auf Transparenz und Offenlegung ab, treffen jedoch nur begrenzt Aussagen über die tatsächliche Qualität der Wirkung nachhaltiger Investitionen. Begriffe wie „nachhaltig“, „ESG-Integration“ oder „Impact“ sind zwar zunehmend reguliert, lassen aber nach wie vor Interpretationsspielräume zu, die strategisch genutzt werden können (ESMA, 2024b; OECD, 2025c). Die enorme Komplexität der Offenlegungsanforderungen und mangelnde ESG-Kenntnisse führen außerdem dazu, dass Investor:innen Schwierigkeiten haben, informierte Entscheidungen über die tatsächliche Wirkung ihrer Investitionen zu treffen (Buttigieg & Pulis, 2024). Ein weiteres Problem regulatorischer Anforderungen ist, dass sie größtenteils auf selbstberichteten Unternehmensdaten basieren, deren Aussagekraft und Vergleichbarkeit trotz Standardisierung nicht immer gewährleistet ist. Für institutionelle Investor:innen bedeutet dies, dass regulatorische Konformität allein kein verlässlicher Indikator für die Abwesenheit von Greenwashing ist (Buttigieg & Pulis, 2024, S. 328; ESMA, 2024b; Horn, 2024, S. 3).

2.5 ESG-Ratings und Datenlandschaft

2.5.1 Überblick über zentrale Ratinganbieter

Die erste ESG-Ratingagentur wurde bereits im Jahr 1983 unter dem Namen Ethical Investment Research and Information Services (EIRIS) gegründet (Dimson et al., 2020a, S. 2). ESG-Ratings basieren auf aggregierten ESG-Scores und sind zusammenfassende Kennzahlen, welche die Leistung eines Unternehmens in den Dimension Umwelt, Soziales und Unternehmensführung in einem einzigen Wert oder Ranking verdichten (Berg et al., 2022). Mittlerweile stellen ESG-Ratings besonders für institutionelle Investor:innen ein zentrales Instrument dar, um Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen von Unternehmen systematisch zu erfassen, Investitionsentscheidungen vorzubereiten und Unternehmen innerhalb derselben Branche vergleichbar zu machen (Dimson et al., 2020a; IOSCO, 2021).

Der Begriff „ESG-Rating“ umfasst unterschiedliche Bewertungsprodukte im Bereich der nachhaltigen Finanzwirtschaft, darunter ESG-Ratings, -Scores und -Rankings. Diese verfolgen grundsätzlich dasselbe Ziel, nämlich die Bewertung der Exponierung von Unternehmen,

Emittenten oder Finanzinstrumenten gegenüber ESG-Risiken und -Chancen. Sie unterscheiden sich jedoch in ihren methodischen Ansätzen. ESG-Scores basieren überwiegend auf quantitativen Analysen, während ESG-Ratings quantitative Modelle mit qualitativen Einschätzungen kombinieren und häufig durch Analyseberichte ergänzt werden. ESG-Rankings stellen in der Regel keine eigenständige Bewertungsmethodik dar, sondern ergeben sich aus Scoring-Verfahren, bei denen Unternehmen relativ zueinander gereiht werden (IOSCO, 2021, S. 10). Im weiteren Verlauf dieses Kapitels wird der Begriff ESG-Ratings zusammenfassend als Sammelbegriff für diese verschiedenen Bewertungsformen verwendet. ESG-Ratings dienen nicht ausschließlich institutionellen Investor:innen, sondern werden auch von weiteren Stakeholder:innen herangezogen, um die Corporate Sustainability Performance (CSP) eines Unternehmens zu bewerten und einzuordnen (Pacelli et al., 2023, S. 30).

Die Bewertung erfolgt entlang der drei Dimensionen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung und basiert auf einer Vielzahl unterschiedlicher Datenquellen (Dimson et al., 2020a; IOSCO, 2021). Dazu zählen unter anderem unternehmensbezogene Nachhaltigkeits- und Geschäftsberichte, regulatorische Offenlegungen, Medienberichte, behördliche Daten sowie externe Zertifizierungen (Boffo & Patalano, 2020). ESG-Ratinganbieter erfassen diese heterogenen Informationen und überführen sie mithilfe eigener methodischer Ansätze in standardisierte Bewertungs- und Score-Systeme (IOSCO, 2021). Hohe ESG-Ratings signalisieren, dass ein Unternehmen in den Bereichen Umwelt, soziale Verantwortung und/oder Unternehmensführung gut abschneidet und sich als nachhaltig positioniert (IOSCO, 2021; Pacelli et al., 2023). Unternehmen mit guten ESG-Ratings haben oft einen besseren Zugang zu Kapital, da sich viele institutionelle Investor:innen auf solche Daten verlassen und sie als festes Kriterium für ihre Portfolioauswahl nutzen (Berg et al., 2022; Flammer, 2015). Der globale Markt für ESG-Rating und ESG-Datenprodukte ist auf eine kleine Anzahl an Anbietern mit weltweiter Präsenz konzentriert (IOSCO, 2021, S. 7). Im Folgenden werden ESG-Ratinganbieter vorgestellt, die für die vorliegende Arbeit besonders relevant sind und deren grundlegende methodische Ansätze näher erläutert.

MSCI ESG-RATINGS

Morgan Stanley Capital International (MSCI) ist ein US-amerikanischer Finanzdienstleister und zählt zu den weltweit größten und am häufigsten genutzten Anbietern von Nachhaltigkeitsanalysen (Berg et al., 2022; Dimson et al., 2020a). MSCI bewertet Unternehmen anhand von 33 branchenspezifischen ESG-Schlüsselthemen, aus den Bereichen Umwelt (z.B.

Klimawandel), Soziales (z.B. Arbeitsrecht) und Unternehmensführung (z.B. Vergütungsstrukturen).

ESG RISK RATINGS

Sustainalytics zählt zu den bedeutenden Anbietern von ESG-Ratings und deckt eine große Zahl von Unternehmen ab. Ein zentrales Merkmal ist das kontinuierliche Monitoring ESG-relevanter Kontroversen auf Basis zahlreicher internationaler Medienquellen aus (Pillai et al., 2025, S. 72). Im Gegensatz zu anderen gängigen ESG-Ratings misst das ESG Risk Rating von Sustainalytics nicht die ESG-Leistung eines Unternehmens, sondern bewertet die Exponierung eines Unternehmens gegenüber finanziell wesentlichen ESG-Risiken sowie den Umgang mit besagten Risiken. Ausgangspunkt der Analyse ist die Identifikation branchenspezifischer ESG-Risiken (Exposure), die potenziell den Unternehmenswert beeinträchtigen können. Anschließend wird untersucht, in welchem Umfang diese Risiken durch unternehmensspezifische Maßnahmen gehandhabt werden (Management). Die Differenz zwischen Risikoexponierung und Managementleistung wird als Management Gap bezeichnet und bildet die Grundlage für den Gesamtscore (Sustainalytics, 2024b).

ISS ESG CORPORATE RATINGS

Die Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) gehört ebenfalls zu den weltweit führenden Anbietern für ESG-Ratings (Pillai et al., 2025). ISS ESG bietet eine Reihe von Ratings und Analysen an, darunter das ISS ESG Corporate Rating, das für institutionelle Investor:innen eine zentrale Rolle spielt, da es aggregierte unternehmensbezogene ESG-Bewertungen bereitstellt, die häufig als Grundlage für Investitionsentscheidungen dienen (Oehler & Neuss, 2025). Das ISS ESG Corporate Rating basiert auf einer ganzheitlichen Materialitätslogik, bei der Unternehmen anhand universeller sowie branchenspezifischer ESG-Themen bewertet werden. (ISS ESG, 2021).

2.5.2 Ursachen von Divergenzen in ESG-Ratings

Trotz ähnlicher Zielsetzungen weisen ESG-Ratings in der Praxis teils erhebliche Unterschiede auf (Berg et al., 2022; Boffo & Patalano, 2020). Untersuchungen haben gezeigt, dass eine deutlich mangelnde Übereinstimmung zwischen den führenden Ratinganbietern besteht. Während Kreditratings zu etwa 99 % korrelieren, liegen die Korrelationswerte bei den

untersuchten ESG-Ratingagenturen (KLD, Sustainalytics, Moody's, S&P Global, Refinitiv und MSCI) im Durchschnitt nur bei 0,54 (Berg et al., 2022, S. 1318,1320). Dies hat zur Folge, dass ein Unternehmen bei einem Anbieter als Spitzenreiter eingestuft werden kann, während es bei einem anderen Anbieter deutlich niedrigere Bewertungen aufweist (Berg et al., 2022, S. 1323; Boffo & Patalano, 2020, S. 29; Dimson et al., 2020a, S. 1). Diese Divergenzen erschweren die Vergleichbarkeit nachhaltigkeitsbezogener Bewertungen und stellen insbesondere für institutionelle Investor:innen eine zentrale Herausforderung dar (Boffo & Patalano, 2020, S. 3; Schmitt, 2025, S. 90). In der wissenschaftlichen Literatur werden hierfür verschiedene strukturelle, methodische und anwendungsbezogene Ursachen identifiziert.

Strukturelle Ursachen für Ratingdivergenzen

Empirische Studien zeigen nur geringe Übereinstimmungen zwischen den Bewertungsergebnissen verschiedener Anbieter. Berg et al. (2022) identifizieren in diesem Zusammenhang drei Haupttreiber der Rating-Divergenz: Messunterschiede, Umfangsunterschiede und Gewichtungsunterschiede. Der größte Anteil der Ratingabweichungen (ca. 56 %) ist darauf zurückzuführen, dass Ratinganbieter unterschiedliche Indikatoren zur Messung desselben ESG-Faktors verwenden. Divergenzen entstehen außerdem (zu ca. 38%) dadurch, dass Ratingagenturen unterschiedliche ESG-Faktoren in ihre Bewertungen einbeziehen (Berg et al., 2022, S. 1317). Ein bekanntes Beispiel für diese Umfangsunterschiede zwischen Ratinganbietern ist die Bewertung des Automobilherstellers Tesla. Während MSCI dem Unternehmen, aufgrund der starken Berücksichtigung der produktbezogenen CO₂-Bilanz ein vergleichsweise hohes ESG-Rating („AA“) zuwies, wurde Tesla bei Sustainalytics lediglich im mittleren Bereich eingestuft und bei anderen Anbietern sogar deutlich schlechter bewertet, da zusätzlich Faktoren wie Fabrikemissionen und Governance-Aspekte in die Bewertung einfließen (Dimson et al., 2020b). Ein weiterer, wenn auch geringerer Anteil an Divergenzen (ca. 6 %) ergibt sich aus der unterschiedlichen Gewichtung identischer ESG-Kategorien. Denn die relative Bedeutung einzelner Umwelt-, Sozial- oder Governance-Faktoren kann je nach Anbieter und Branche variieren (Berg et al., 2022, S. 1317). In einer Untersuchung aus 2020 wird etwa berichtet, dass MSCI in der Versicherungsbranche sozialen Faktoren eine sehr hohe relative Bedeutung zuwies (74%), während Sustainalytics im selben Kontext alle ESG-Dimension ungefähr gleich gewichtete (Dimson et al., 2020a, S. 5).

Methodische Ursachen für Ratingdivergenzen

Während strukturelle Unterschiede in Umfang, Messung und Gewichtung zu divergierenden Ratingergebnissen führen (Berg et al., 2022), erschwert die mangelnde Transparenz der zugrunde liegenden Methodiken die Nachvollziehbarkeit der Abweichungen (Oehler & Neuss, 2025, S. 2). Diese Intransparenz wird in der Literatur oft als „Black-Box“-Charakter von ESG-Ratings beschrieben, da zentrale Elemente wie verwendete Metriken, Gewichtungen und Datenquellen von Ratinganbietern als geschütztes geistiges Eigentum behandelt werden und für externe Beobachter:innen nicht nachvollziehbar sind (IOSCO, 2021, S. 26; Oehler & Neuss, 2025, S. 14). Die Intransparenz wird zusätzlich dadurch verstärkt, dass viele Ratinganbieter qualitative Einschätzungen von Analyst:innen in ihre Bewertungen integrieren, ohne offenzulegen, wie stark und auf welcher Grundlage diese den Gesamtscore beeinflussen (Boffo & Patalano, 2020, S. 7; IOSCO, 2021, S. 10). Bei unvollständigen Unternehmensdaten greifen Ratingagenturen zudem auf interne Schätzverfahren oder Branchenmittelwerte zurück, ohne transparent auszuweisen, in welchem Ausmaß diese Annahmen die finale Bewertung beeinflussen (IOSCO, 2021, S. 33). Schließlich fehlt bislang ein verbindlicher Standard für die Erstellung und Offenlegung von ESG-Ratings, sodass Anbieter proprietäre Bewertungsmodelle entwickeln, was die Vergleichbarkeit der Methodik weiter erschwert (Boffo & Patalano, 2020, S. 3; Widyawati, 2020, S. 632).

Anwendungsbezogene Ursachen für Ratingdivergenzen

Neben strukturellen Unterschieden und Intransparenz ergeben sich im Umgang mit ESG-Ratings weitere Verzerrungen, die aus der Art der Bewertung und Darstellung selbst resultieren. Berg et al. (2022, S. 1338) sprechen in diesem Zusammenhang vom sogenannten „Rater-Effekt“. Der Rater-Effekt beschreibt eine Verzerrung im Bewertungsprozess bei dem hohe Bewertungen in einer ESG-Kategorie mit höherer Wahrscheinlichkeit auch zu hohen Bewertungen in anderen Kategorien durch denselben Ratinganbieter führen. Dadurch werden einzelne positive oder negative Einschätzungen auf weitere Bewertungskategorien übertragen, sodass ESG-Kategorien nicht unabhängig voneinander beurteilt werden. Dieser Effekt erschwert es Investor:innen erheblich, eine objektive Sicht auf die tatsächliche Leistung eines Unternehmens in einer spezifischen Unterkategorie zu erhalten, da die Einzelnote immer durch das allgemeine Image beim jeweiligen Rater überlagert wird (Berg et al., 2022, S. 1343).

Es zeigt sich somit, dass ESG-Ratings trotz ihrer zentralen Rolle im Investitionsprozess institutioneller Investor:innen mit Einschränkungen in Bezug auf Objektivität und Verlässlichkeit verbunden sind. Studien weisen darauf hin, dass fehlende Standards und mangelnde Transparenz im Bereich von ESG-Ratings Täuschungen über die tatsächliche Nachhaltigkeitsleistung von Unternehmen begünstigen könnte (Kathan et al., 2025). Dadurch entsteht ein erhöhter Spielraum für Greenwashing-Praktiken (Boffo & Patalano, 2020; IOSCO, 2023).

2.5.3 Greenwashing-Risiken im Zusammenhang mit ESG-Ratings

Vor dem Hintergrund der beschriebenen Limitationen von ESG-Ratings stellt sich die Frage, inwiefern diese zur Entstehung oder Verstärkung von Greenwashing beitragen können. Die folgenden Abschnitte analysieren, wie sowohl Unternehmen als auch institutionelle Investor:innen divergierende, intransparente oder aggregierte Ratings strategisch oder vereinfachend nutzen und dadurch verzerrte Nachhaltigkeitsdarstellungen begünstigt werden.

Divergierende Ratings machen es für Unternehmen möglich, gezielt jene ESG-Ratings hervorzuheben, die ein besonders positives Nachhaltigkeitsbild vermitteln, während ungünstigere Bewertungen ausgeblendet werden (He et al., 2025, S. 1122; IOSCO, 2023, S. 26). In diesem Zusammenhang können Unternehmen, wie bereits in Kapitel 2.3.2 erläutert, Rating Shopping (Kronlund, 2020, S. 5944). Diese selektive Nutzung von Ratings wird durch die mangelnde Transparenz der Bewertungsmethoden zusätzlich erleichtert (Boffo & Patalano, 2020, S. 36; Widyawati, 2020). Weiters können Unternehmen Greenwashing begünstigen, indem sie einen übermäßigen Fokus auf aggregierte Scores legen. Unternehmen richten dabei ihre Nachhaltigkeitsstrategien primär an leicht messbaren oder ratingrelevanten Indikatoren aus, ohne dass diese zwingend mit einer substanziellen Verbesserung ihrer tatsächlichen ökologischen oder sozialen Wirkung einhergehen (Kathan et al., 2025, S. 6).

Neben der unternehmensseitigen Nutzung von ESG-Ratings spielt auch die Art und Weise, wie institutionelle Investor:innen diese Ratings verwenden, eine wichtige Rolle im Zusammenhang mit Greenwashing (ESMA, 2024b, S. 79; IOSCO, 2023, S. 3). Angesichts der Vielzahl an verfügbaren ESG-Daten, regulatorischer Anforderungen sowie begrenzter zeitlicher und personeller Ressourcen greifen institutionelle Investor:innen häufig auf zusammenfassende

ESG-Ratings zurück, um Investitionsentscheidungen zu strukturieren (Boffo & Patalano, 2020, S. 36; Guntermann, 2025, S. 395). Dabei werden Unterschiede in den Bewertungsmethoden oder abweichende Einschätzungen zwischen einzelnen Ratinganbietern nicht immer im Detail berücksichtigt, was aus einer Kombination von systematischer Intransparenz und dem Bedürfnis nach Komplexitätsreduktion resultiert (Boffo & Patalano, 2020, S. 21; IOSCO, 2021, S. 29). In der Praxis kann dies sowohl bewusst erfolgen, etwa zur Vereinfachung komplexer Entscheidungsprozesse oder zur Absicherung bestehender Strategien (IOSCO, 2023, S. 11), als auch unbewusst, wenn aggregierte Ratings als objektive Abbildung nachhaltiger Unternehmensleistung wahrgenommen werden (Boffo & Patalano, 2020, S. 41). Auf diese Weise tragen ESG-Ratings nicht zwangsläufig zur Entstehung von Greenwashing bei, können jedoch dazu beitragen, verzerrte oder vereinfachte Nachhaltigkeitsdarstellungen im Markt aufrechtzuerhalten (Berg et al., 2022; Boffo & Patalano, 2020; IOSCO, 2023).

2.6 Ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen

2.6.1 Zielsetzungen ex-ante

Vor dem Hintergrund der vorangegangenen Kapitel bildet die ex-ante-Prüfung (Prüfung vor der Investitionsentscheidung) den zentralen Handlungsraum institutioneller Investor:innen zur Prävention von Greenwashing. Im Kontext von ESG-Investitionen ist die ex-ante-Prüfung eine systematische Bewertung von potenziellen Investitionen, die vor deren Durchführung ansetzt und darauf abzielt, die Nachhaltigkeitsleistung eines Unternehmens anhand von Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG) zu analysieren. Ziel ist es, potenzielle ESG-bezogene Risiken und Chancen frühzeitig zu identifizieren, bevor Kapital investiert wird (Samset & Christensen, 2017, S. 3). Im Kontext von nachhaltigen Investitionsentscheidungen bezeichnet die ex-ante-Prüfung also den gesamten vorgelagerten Prüfungs- und Bewertungsablauf (Samset & Christensen, 2017).

In der wissenschaftlichen Literatur existiert keine einheitliche Terminologie für ESG-bezogene Prüfprozesse vor einer Investitionsentscheidung. Stattdessen finden sich unterschiedliche Begriffe wie ESG Due Diligence (Boffo & Patalano, 2020; IOSCO, 2021), Risikoanalyse (Wiedemann & Pobuda, 2024) oder Vorkalkulation (Wimmer, 2023), die im Kern ein ähnliches Ziel verfolgen, nämlich die strukturierte Untersuchung potenzieller Investitionen vor der

Entscheidung über eine Kapitalallokation. Während Due Diligence insbesondere die gebotene Sorgfalt und Gründlichkeit der Prüfung betont und Risikoanalyse den Fokus auf die Identifikation und Bewertung von potenziellen Risiken legt, unterscheiden sich die verwendeten Begriffe primär hinsichtlich ihrer inhaltlichen Schwerpunktsetzung und terminologischer Herkunft (Sanz-Prieto et al., 2021). In dieser Arbeit wird der Begriff ex-ante-Prüfung als Sammelbegriff verwendet, um sämtliche ESG-bezogene Prüf- und Bewertungsaktivitäten zusammenzufassen, die zeitlich vor einer Investitionsentscheidung stattfinden und als mehrstufiger Prüfprozess verstanden werden. Dadurch wird eine konsistente Begriffsverwendung ermöglicht, ohne zu implizieren, dass es sich um einen einheitlich etablierten Fachterminus handelt. Die Begriffsverwendung orientiert sich dabei an der in der Literatur etablierten Unterscheidung zwischen ex-ante und ex-post Betrachtungen (Barko et al., 2022; Pacelli et al., 2023).

Eine zentrale Zielsetzung der ex-ante-Prüfung im Kontext von ESG-Investitionen liegt in der präventiven Risikominimierung durch frühzeitige Identifikation von regulatorischen, rechtlichen, reputationsbezogenen und finanziellen Risiken, um negative Auswirkungen auf Investitionen oder Portfolios zu vermeiden (Reber et al., 2022, S. 868; Samset & Christensen, 2017, S. 3). Durch die Integration von ESG-Risiken verbessern ex-ante-Prüfungen die Vorhersage der finanziellen Volatilität und erhöhen die Aussagekraft traditioneller Risikomodelle (Boffo & Patalano, 2020; Capelli et al., 2021; Samset & Christensen, 2017). Darüber hinaus erfüllen ex-ante-Prüfungen eine entscheidungsunterstützende Funktion. Sie zielen darauf ab, Informationsasymmetrien zu reduzieren, die Vergleichbarkeit potenzieller Investitionen zu erhöhen und eine fundierte Beurteilung eines Unternehmens und seiner Investitionseignung zu ermöglichen (Reber et al., 2022, S. 869). Für institutionelle Investor:innen dienen ex-ante-Prüfungen also abgesehen von der Risikominimierung auch der strukturierten Entscheidungsfindung und tragen zur langfristigen Wertschöpfung und Stabilität von Investitionen bei (Samset & Christensen, 2017, S. 3; Sun et al., 2024, S. 2).

Eine weitere zentrale Zielsetzung der ex-ante-Prüfung, welche besonders im Kontext dieser Arbeit im Fokus steht, besteht darin, Greenwashing frühzeitig zu erkennen und zu vermeiden. Da ESG-Informationen in der Praxis häufig auf selbstberichteten Unternehmensdaten beruhen und unterschiedlichen Offenlegungsstandards sowie divergierenden ESG-Ratings unterliegen, besteht ein erhöhtes Risiko irreführender oder verzerrter Nachhaltigkeitssignale (IOSCO, 2023; Kathan et al., 2025; Reber et al., 2022). Durch ausführliche ex-ante-Prüfungen soll daher

überprüft werden, ob kommunizierte Nachhaltigkeitsaussagen von Unternehmen mit deren tatsächlicher Geschäftstätigkeit und ESG-Leistung übereinstimmen (Kathan et al., 2025, S. 8; Samset & Christensen, 2017, S. 3). Neben der Analyse quantitativer ESG-Daten werden in der ex-ante-Prüfung auch qualitative Indikatoren, wie zum Beispiel der Umgang mit ESG-Kontroversen oder der Grad an Transparenz bei der Offenlegung negativer Aspekte, berücksichtigt (Kathan et al., 2025; Lioui & Tarelli, 2021; Lyon & Maxwell, 2011). Auf diese Weise können institutionelle Investor:innen das Risiko reduzieren, in Unternehmen oder Finanzprodukte zu investieren, deren Nachhaltigkeitsversprechen nicht ausreichend substanzgedeckt sind (Reber et al., 2022; Samset & Christensen, 2017).

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die ex-ante-Prüfung, trotz unterschiedlicher Begriffsverwendungen in der Literatur, eine zentrale Rolle für institutionelle Investitionen einnimmt (Boffo & Patalano, 2020; IOSCO, 2023; Samset & Christensen, 2017). Sie verbindet risikoorientierte, entscheidungsunterstützende und präventive Zielsetzungen und stellt zudem ein wesentliches Instrument zur frühzeitigen Erkennung und Vermeidung von Greenwashing dar (Boffo & Patalano, 2020; Kathan et al., 2025; Samset & Christensen, 2017). Die konkrete Gestaltung der ex-ante-Prüfung sowie die beteiligten Akteur:innen und ihre jeweiligen Rollen werden in den folgenden Unterkapiteln näher erläutert. An dieser Stelle ist es jedoch wichtig zu betonen, dass die ex-ante-Prüfung, auch wenn sie in dieser Arbeit weitgehend isoliert betrachtet wird, in der Praxis meist Teil eines umfassenderen Prüfprozesses ist, der auch ex-post-Maßnahmen wie Monitoring und Engagement einschließt (Smismans, 2015).

2.6.2 Typische Bestandteile und Abläufe der ex-ante-Prüfung

Wie genau die ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen ausgestaltet ist, lässt sich nicht pauschal beantworten. Je nach Branche, Unternehmensgröße, Investitionsansatz oder regulatorischem Umfeld kommen unterschiedliche Verfahren und Maßstäbe zur Anwendung (EBA, 2021). Nichtsdestotrotz lassen sich typische Prüfpfade und Analyseelemente identifizieren, die in diesem Kapitel dargestellt und hinsichtlich ihrer Anwendung in der ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen erläutert werden. Einige dieser Elemente wurden bereits in Kapitel 2.1.2 vorgestellt und in Kapitel 2.3.3 hinsichtlich ihres Greenwashing-Potenziales kritisch diskutiert. Ziel dieses Abschnitts ist es nun, aufzuzeigen, wie diese

Methoden im Rahmen der ex-ante-Prüfung zur Einschätzung potenzieller Greenwashing Risiken eingesetzt werden können.

Ausschlusskriterien und K.O.-Kriterien

Ausschlusskriterien stellen in vielen ex-ante-Prüfungen den ersten operativen Filter dar, indem sie nicht investierbare Unternehmen frühzeitig aus dem Anlageuniversum entfernen (Bernow et al., 2017; Boffo & Patalano, 2020). Sie werden typischerweise anhand vordefinierter sektoraler, normbasierter oder umsatzbezogener Schwellenwerte angewendet und ermöglichen eine schnelle Vorauswahl potenziell geeigneter Investitionen (Bernow et al., 2017; Porteu De La Morandière et al., 2025). Im Prüfprozess dienen sie damit als pragmatisches Instrument zur Reduktion offensichtlicher Greenwashing-Risiken, bevor weiterführende Analysen erfolgen (Boffo & Patalano, 2020). Darüber hinaus kommen sogenannte „K.O.-Kriterien“ zum Einsatz. Hierbei handelt es sich um nicht verhandelbare Ausschlussgründe, die unabhängig von weiteren ESG-Bewertungen zum automatischen Ausschluss eines Unternehmens führen. K.O.-Kriterien unterscheiden sich von klassischen Ausschlüssen darin, dass sie nicht pauschal vorab, sondern einzelfallbasiert im Rahmen der Detailprüfung greifen. Typische K.O.-Kriterien sind signifikante Verstöße gegen internationale Normen, systematische Menschenrechtsverletzungen oder widersprüchliches Verhalten in Bezug auf ESG-Ziele (Bayaz et al., 2025; Boffo & Patalano, 2020).

Positives Screening und Best-in-Class-Ansatz

Neben Ausschlusskriterien nutzen institutionelle Investor:innen im Rahmen der ex-ante-Prüfung positive Selektionsverfahren, um gezielt Unternehmen mit vergleichsweise hoher ESG-Leistung zu identifizieren (Agapova et al., 2025, S. 2). Besonders verbreitet ist der Best-in-Class-Ansatz, bei dem innerhalb einer Branche die Unternehmen ausgewählt werden, die im relativen Vergleich die höchsten ESG-Scores aufweisen, etwa die besten 20-30 % (SSF & SFAMA, 2020). Teilweise werden ergänzend absolute ESG-Schwellenwerte definiert, um Mindestanforderungen unabhängig vom Branchenvergleich sicherzustellen. In der ex-ante-Prüfung dienen diese Verfahren dazu, die Nachhaltigkeitsqualität des Anlageuniversums systematisch zu erhöhen und potenziell risikobehaftete Unternehmen frühzeitig auszuschließen (Boffo & Patalano, 2020). Gleichzeitig ist, wie in Kapitel 2.3.3 beschrieben, ein kritischer Umgang erforderlich, um relative ESG-Stärken nicht mit substantieller Nachhaltigkeit zu verwechseln (Höhnke & Homölle, 2021).

Kontroversenmonitoring

Das Kontroversenmonitoring stellt ebenfalls einen wichtigen Bestandteil der ex-ante-Prüfung dar, da es ESG-bezogene Risiken auf Basis unabhängiger Drittquellen identifiziert (IOSCO, 2023). ESG-Kontroversen umfassen öffentlich bekannt gewordene, negativ bewertete Vorfälle mit Umwelt-, Sozial- oder Governance-Bezug. Hierzu zählen zum Beispiel Umweltunfälle, Menschenrechtsverletzungen, Korruptionsfälle oder regulatorische Ermittlungen. Sie basieren nicht auf unternehmenseigenen Angaben, sondern auf unabhängigen Informationsquellen wie Medien, NGOs oder Behördenmeldungen und ermöglichen somit eine externe Überprüfung der tatsächlichen ESG-Leistung (Barkemeyer et al., 2023; Utz et al., 2015).

Im Rahmen der ex-ante-Prüfung dient das Kontroversenmonitoring institutioneller Investor:innen primär dazu, Reputationsrisiken, operative Risiken und Rechtsrisiken frühzeitig zu identifizieren (Boffo & Patalano, 2020; Capelli et al., 2021; IOSCO, 2021). Datenanbieter wie MSCI und Sustainalytics analysieren kontinuierlich relevante Informationsquellen und klassifizieren Vorfälle nach Schweregrad, Unternehmensbeteiligung und Reputationsrisiko (MSCI Inc., 2025; Sustainalytics, 2024a). Institutionelle Investor:innen greifen in der ex-ante-Prüfung auf diese Analysen zurück und nutzen die Ergebnisse als risikoorientierter Frühindikator. Schwere oder wiederholte Verstöße gelten häufig als Ausschlusskriterium oder als Auslöser für vertiefte ex-ante-Prüfungen (OECD, 2017). Das Kontroversenmonitoring stößt allerdings auf gewisse Grenzen, zum Beispiel Medienbias, regionale Unterschiede in der Berichterstattung oder zeitliche Verzögerungen (Barkemeyer et al., 2023).

Daten-Triangulation

Daten-Triangulation bezeichnet die parallele Nutzung und den systematischen Vergleich mehrerer ESG-Datenquellen, um Inkonsistenzen, Verzerrungen oder Lücken zu identifizieren. Durch den Abgleich verschiedener Quellen, darunter Ratings unterschiedlicher Anbieter, Kontroversendaten, Unternehmensberichte oder Drittquellen wie NGO- und Medienanalysen, können Analyst:innen ein robustes und weniger verzerrtes Bild der ESG-Leistung eines Unternehmens gewinnen (Boffo & Patalano, 2020). Gerade in der ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen stellt die Daten-Triangulation ein zentrales Instrument dar, um die Verlässlichkeit von ESG-Ratings zu erhöhen und Greenwashing-Risiken auf Basis widersprüchlicher oder selektiver Daten zu reduzieren (Utz, 2019, S. 501). Auch internationale

Leitlinien, etwa der OECD, empfehlen die Nutzung und den Vergleich mehrerer Informationsquellen, um potenzielle Fehlbewertungen und Informationsasymmetrien zu verringern (OECD, 2023).

Due Diligence von Rating- und Datenanbietern

Die Due Diligence (Sorgfaltsprüfung) gegenüber ESG-Datenanbietern ist für viele institutionelle Investor:innen ein ergänzender Bestandteil der ex-ante-Prüfung, um die Qualität und Eignung der verwendeten Informationen sicherzustellen (IOSCO, 2021; OECD, 2017). Internationale Leitlinien wie die OECD-Guidance für institutionelle Investor:innen unterstreichen die Notwendigkeit, ESG-Datenanbieter kritisch zu prüfen. Dabei sollten insbesondere Methodik, Datenquellen, Aktualisierungszyklen und Transparenz berücksichtigt werden (IOSCO, 2021; OECD, 2017). Bei der Due Diligence gegenüber ESG-Rating- und Datenanbietern handelt es sich also nicht um eine Prüfung der Unternehmen selbst, sondern um eine zusätzliche Kontrolle, die sicherstellt, dass die eingesetzten ESG-Instrumente robust genug sind, um das Risiko von Greenwashing im eigenen Portfolio effektiv zu minimieren (IOSCO, 2023). Aufsichtsbehörden wie die Europäische Kommission und die britische Financial Conduct Authority betonen zudem, dass Investor:innen in der Lage sein müssen, die Methodik und Eignung von ESG-Ratings und -Scores kritisch nachzuvollziehen und zu bewerten (FCA, 2022, S. 2024; Verordnung (EU) 2024/3005, 2024).

Red-Flag-Ansätze und qualitative Einschätzungen

Qualitative Einschätzungen und sogenannte „Red Flags“ spielen in der ex-ante-Prüfung eine wichtige Rolle, da viele Greenwashing-Praktiken durch standardisierte Kennzahlen allein nur begrenzt erkennbar sind. Unter Red Flags werden Warnsignale verstanden, die auf solche Risiken hinweisen und eine vertiefte Analyse oder gegebenenfalls einen Ausschluss auslösen können (Dai et al., 2025). Nachhaltigkeitsrisiken sind beispielsweise wiederkehrende Kontroversen, unvollständige ESG-Offenlegungen, fehlende Governance-Strukturen für Nachhaltigkeitsthemen oder ein deutlicher Widerspruch zwischen kommunizierten Zielen und realen Investitionsentscheidungen (Orsagh et al., 2018). Viele institutionelle Investor:innen nutzen dabei qualitative Instrumente wie Ampelsysteme zur risikobasierten Einstufung von Emittenten, Scorecards zur strukturierten Bewertung oder spezifische Red-Flag-Indikatoren als Frühwarnsysteme (Orsagh et al., 2019). Diese Instrumente basieren auf qualitativen ESG-Indikatoren wie zum Beispiel der Glaubwürdigkeit von ESG-Zielen oder der Qualität

unternehmensinterner Nachhaltigkeitsstrukturen. Solche Indikatoren ergänzen dabei quantitative Kennzahlen und ermöglichen eine Einschätzung kritischer, zukunftsgerichteter ESG-Aspekte, die sich standardisierten und numerischen Metriken häufig entziehen (Orsagh et al., 2018). Unterschiedliche Leitfäden von Entwicklungsbanken und Studien zur ESG-Due-Diligence empfehlen ausdrücklich, Red-Flag-Ansätze und qualitative Einschätzungen aktiv in die ESG-Risikosteuerung einzubeziehen, um potenzielle Greenwashing-Risiken und materielle Problemfelder bereits vor einer Investitionsentscheidung sichtbar zu machen (Deloitte, 2024; KPMG International, 2024; Venture ESG, 2024).

Forward-Looking Indicators

Unter Forward-Looking Indicators werden vorausschauende ESG-Kennzahlen verstanden, die darauf abzielen, die zukünftige Nachhaltigkeitsleistung eines Unternehmens einzuschätzen, anstatt lediglich historische Daten zu betrachten. Dazu zählen Emissionspfade, wissenschaftsbasierte Klimaziele (SBTi), Transition Plans oder klimabezogene Szenarioanalysen, die als zentrale Elemente der ex-ante-Risikobewertung gelten (NGFS, 2022; TCFD, 2017). Ein besonders relevanter Indikator ist der sogenannte „CAPEX-Fit“, der sich auf den Anteil taxonomiekonformer CAPEX (Capital Expenditures) eines Unternehmens bezieht. Dabei wird geprüft, ob die geplanten Investitionsausgaben eines Unternehmens mit dessen langfristigen Nachhaltigkeitszielen übereinstimmen (Hakim et al., 2025). Die EU-Taxonomie hebt CAPEX-Pläne als wesentliches Kriterium hervor, da sie zeigen, ob künftige Mittel tatsächlich in nachhaltige Aktivitäten fließen und damit die Übergangsfähigkeit („transition readiness“) eines Unternehmens unterstützen (Verordnung (EU) 2020/852). Wenn ein Unternehmen beispielsweise angibt, seine Emissionen bis 2030 um 50 % reduzieren zu wollen, aber gleichzeitig 70 % seiner Investitionsausgaben (CAPEX) in CO₂-intensive Anlagen fließen, weist dies auf einen schwachen CAPEX-Fit hin. Die Literatur betont, dass CAPEX ein vergleichsweise belastbarer Zukunftsindikator ist, da er reale Investitionsentscheidungen abbildet und potenzielle Diskrepanzen zwischen strategischer Kommunikation und tatsächlicher Kapitalallokation sichtbar machen kann (Berg et al., 2022; Hakim et al., 2025).

Externe Assurance

Externe Assurance bezeichnet die unabhängige Prüfung von Nachhaltigkeitsangaben durch Dritte. Der International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) unterstreicht im Entwurf des ISSA-500-Standards, dass Assurance darauf abzielt, die Zuverlässigkeit und Konsistenz der offengelegten ESG-Daten zu erhöhen und damit potenziellen Verzerrungen

entgegenzuwirken (IAASB, 2024). Für institutionelle Investor:innen ist externe Assurance für die ex-ante-Prüfung besonders relevant, da nachhaltigkeitsbezogene Entscheidungen stark von externen Informationen abhängen, die ohne Prüfung fehleranfällig oder strategisch verzerrt sein können. Assurance reduziert solche Informationsasymmetrien und kann dadurch das Risiko von Greenwashing verringern (IOSCO, 2021; Mervelskemper & Streit, 2017). Assurance kann sich auf einzelne ESG-Daten beziehen, wobei einzelne Kennzahlen wie Emissionsdaten, Taxonomie-KPIs oder Prozesse zur Risikosteuerung überprüft werden. Darüber hinaus kann sich die Prüfung auch auf den gesamten Nachhaltigkeitsbericht beziehen (IAASB, 2024). Letzteres gewinnt durch die CSRD stark an Bedeutung. Unternehmen sind demnach, laut dem Europäischen Parlament verpflichtet mindestens eine begrenzte Prüfungssicherheit („limited assurance“) ihrer ESG-Berichterstattung vornehmen zu lassen (Richtlinie (EU) 2022/2464, 2022).

Zusammenfassend zeigt sich, dass die ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen aus einer Kombination verschiedener Screening-, Analyse- und Bewertungsinstrumente besteht. Durch das Zusammenspiel dieser Prüfpfade sollen Informationslücken reduziert und potenzielle Greenwashing-Risiken bereits vor einer Investition adressiert werden.

2.6.3 Rollen institutioneller Investor:innen in der ex-ante-Prüfung

Diese Arbeit betrachtet institutionelle Investor:innen primär aus einer ex-ante-Perspektive, also in ihrer Rolle vor einer Investitionsentscheidung. Streng genommen bezeichnet der Begriff „institutionelle Investor:innen“ die Organisationen selbst, im Rahmen dieser Arbeit werden jedoch auch die innerhalb der Organisationen handelnden Einheiten, die Investitionsentscheidungen vorbereiten oder treffen, funktional dieser Gruppe zugeordnet. Dieser Einteilung folgend werden die typischen Rollen institutioneller Investor:innen analysiert, mit besonderem Fokus auf jene, die auch in den qualitativen Interviews vertreten sind. Je nach Größe und Struktur der Organisation können Rollen unterschiedlich zugeschnitten und zusammengefasst sein. Entscheidend ist jedoch, dass Zuständigkeiten für Prüfung, Entscheidung und Dokumentation eindeutig zugeordnet sind (Samset & Christensen, 2017). Im weiteren Verlauf der Arbeit werden alle internen Rollen, die aktiv an der ex-ante-Prüfung beteiligt sind, als Teil institutioneller Investor:innen verstanden, unabhängig davon, ob sie als Eigentümer:innen, Asset Manager:innen oder in Mischformen agieren.

ESG-Analyst:innen

ESG-Analyst:innen verantworten die fachliche Vorprüfung und sind meist die Ersten, die mit potenziellen Investitionen in Verbindung treten. Sie sammeln Unternehmensinformationen, vergleichen externe ESG-Ratings systematisch mit Kontroversendaten und Peer-Analysen und leiten Red Flags oder potenzielle K.O.-Kriterien ab (Hanson et al., 2017; Zhang & Wu, 2023). Ihre Analysen bilden eine zentrale Grundlage für die nachgelagerten Investitionsentscheidungen. Dabei werden neben ESG-Aspekten auch finanzielle Risiken und gesellschaftliche Auswirkungen berücksichtigt, um sicherzustellen, dass Investitionen tragfähig sind und gleichzeitig keine Täuschung bezüglich der Nachhaltigkeitsleistungen eines Unternehmens besteht (Orsagh et al., 2018). Zudem nehmen Analyst:innen eine wichtige Überwachungsfunktion ein, indem sie Fehlverhalten des Managements aufdecken und durch die Erhöhung der öffentlichen Aufmerksamkeit das Risiko für Greenwashing reduzieren (Zhang & Wu, 2023, S. 15). Die genauen Aufgaben und Verantwortungsbereiche der ESG-Analyst:innen können je nach Unternehmen und Branche variieren. Typischerweise handelt es sich jedoch um die Erhebung und Bewertung von ESG-Daten, die Erstellung von Analyseberichten sowie die Unterstützung interner Investitionsentscheidungen. In vielen Fällen fungieren ESG-Analyst:innen zudem auch als interne Schnittstelle, um ESG-Informationen für nachgelagerte Prüf- und Entscheidungsprozesse, zum Beispiel durch Portfoliomanager:innen, konsistent aufzuarbeiten und zu dokumentieren (Orsagh et al., 2018).

Portfolio-/Fondsmanager:innen

Portfolio-/Fondsmanager:innen sind dafür zuständig ESG-Bewertungen und Analysen in konkrete Investitionsentscheidungen zu übersetzen. Sie tragen die Verantwortung dafür, Rendite-, Risiko- und Mandatsvorgaben mit den Nachhaltigkeitszielen in Einklang zu bringen und entscheiden im Rahmen der ex-ante-Prüfung über die Investitionseignung vorgeschlagener Titel. Portfolio- und Fondsmanager:innen sind dabei nicht deckungsgleich, übernehmen in der Praxis jedoch häufig ähnliche Aufgaben. Während Fondsmanager:innen spezifische Investitionsfonds verwalten, betreuen Portfoliomanager:innen teilweise auch individuelle Mandate institutioneller oder privater Anleger:innen (CFA Institute, o. J.; Hanson et al., 2017). In der ex-ante-Prüfung bewerten sie, ob vorgeschlagene Investitionen mit den ESG-Strategien, regulatorischen Anforderungen und definierten Ausschluss- oder Positivkriterien vereinbar sind (Chen et al., 2021; Orsagh et al., 2018). Die Einschätzung von ESG-Analyst:innen bildet dabei die fachliche Grundlage für ihre Entscheidungen. Portfolio- und Fondsmanager:innen tragen die Verantwortung für die Zusammensetzung des Portfolios sowie dessen Übereinstimmung mit

den deklarierten Nachhaltigkeitszielen (Orsagh et al., 2018; Van Duuren et al., 2016). In vielen Fällen fungieren Portfolio/Fondsmanager:innen als Schnittstelle zwischen Research, Risikoabteilung und Compliance und wirken je nach Organisation zudem an der Weiterentwicklung von ESG-Kriterien, Schwellenwerten und internen Entscheidungsprozessen mit (Ma, 2023; Wen et al., 2025).

Risikomanagement-, Compliance- und ESG-Governance-Einheiten

Diese Rollen übernehmen in der ex-ante-Prüfung eine absichernde Funktion und sind zentral, um ESG-Entscheidungen regelkonform, konsistent und resistent gegenüber Greenwashing zu gestalten (Ferrarini & Siri, 2023; Orsagh et al., 2018). Sie ersetzen nicht die operative ESG-Bewertung durch Analyst:innen oder Fondsmanager:innen, sondern ergänzen diese durch Kontrollmechanismen (Ferrarini & Siri, 2023). Compliance-Einheiten identifizieren ESG-relevante rechtliche Pflichten wie die SFDR, CSRD und EU-Taxonomie und übertragen sie in interne Richtlinien, Prozesse und Schwellenwerte (Cicchiello et al., 2023; Ferrarini & Siri, 2023). ESG-Risikomanagement umfasst die systematische Identifikation, Bewertung und laufende Überwachung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Risiken, inklusive rechtlicher und Reputationsrisiken. Risikolimits sowie Schwellenwerte und Ausschlusskriterien werden definiert und überwacht (Meng & Shaikh, 2023; Orsagh et al., 2018). In vielen Organisationen dient zudem eine ESG-Governance-Instanz (zum Beispiel ein ESG-Komitee) dazu, strittige Einzelfälle objektiv zu bewerten. ESG-Komitees sind häufig interdisziplinär besetzt und tragen dazu bei, die ESG-Leistung, Disclosure-Qualität und Innovationsfähigkeit zu verbessern (Alodat & Hao, 2025; Orsagh et al., 2018).

Vor dem dargestellten theoretischen Hintergrund wird im folgenden Kapitel das methodische Vorgehen der empirischen Forschung erläutert, mit dem untersucht werden soll, wie institutionelle Investor:innen diese ex-ante-Prüfung in der Praxis konkret gestalten.

3 Methodik

3.1 Forschungsdesign und methodischer Zugang

Zur Beantwortung der Forschungsfragen wurde für diese Arbeit ein qualitatives Forschungsdesign gewählt. Qualitative Forschung zielt darauf ab, die Perspektive und Deutungsmuster der handelnden Akteur:innen zu rekonstruieren (Kuckartz & Rädiker, 2024;

Mayring, 2015). Da in der vorliegenden Arbeit analysiert werden soll, wie institutionelle Investor:innen Greenwashing-Risiken wahrnehmen, prüfen und in ihre ex-ante-Entscheidungsprozesse integrieren, ist ein qualitatives Vorgehen methodisch angemessen. Im Zentrum steht nicht die Messung quantifizierbarer ESG-Kennzahlen, sondern das Verständnis organisationsspezifischer Bewertungs- und Entscheidungspraktiken. Greenwashing wird dabei nicht als objektiv messbare Eigenschaft verstanden, sondern als kontextabhängiges Phänomen, dessen Einordnung von institutionellen Rahmenbedingungen, normativen Erwartungen und internen Strukturen geprägt ist. Ein quantitatives Forschungsdesign wäre für die vorliegende Fragestellung nur eingeschränkt geeignet gewesen, da es voraussetzen würde, Greenwashing-Risiken in standardisierte Variablen zu überführen und vorab eindeutig zu operationalisieren.

Das Erkenntnisinteresse der Arbeit ist rekonstruktiv ausgerichtet. Ziel ist es, die Perspektiven und Handlungsorientierungen der befragten Akteur:innen innerhalb ihrer organisationalen Kontexte nachvollziehbar zu machen, ohne diese normativ zu bewerten. Die Untersuchung folgt dabei einem interpretativen Verständnis sozialer Wirklichkeit, wonach Bewertungen und Zuschreibungen nicht als objektiv gegeben gelten, sondern innerhalb institutioneller Rahmenbedingungen entstehen (Flick, 2022; Reichertz, 2022).

Die Studie folgt einem explorativen qualitativen Design. Explorative Studien zielen darauf ab, bislang wenig strukturierte oder theoretisch nicht eindeutig gefasste Phänomene offen zu erschließen und neue Erkenntnisse aus dem empirischen Material herauszuarbeiten (Lamnek, 2010, S. 24). Dieser Zugang ist für die vorliegende Arbeit besonders geeignet, da Greenwashing kein eindeutig definiertes Phänomen darstellt und seine Bewertung je nach Kontext unterschiedlich ausfallen kann. Die Untersuchung zielt daher auf ein vertieftes Verständnis institutioneller Entscheidungspraktiken im Umgang mit Greenwashing-Risiken ab.

Als Erhebungsinstrument wurden leitfadengestützte Experteninterviews gewählt. Expert:inneninterviews zielen darauf ab, spezifisches Erfahrungs- und Entscheidungswissen von Personen zu erschließen, die über besondere Kenntnisse innerhalb eines institutionellen Handlungsfeldes verfügen (Meuser & Nagel, 1991). Durch die Auswahl von Akteur:innen, die unmittelbar in Nachhaltigkeitsbewertungen, Portfoliosteuerung oder regulatorische Prozesse eingebunden sind, konnte organisationsinternes Wissen erhoben werden, das über öffentlich

zugängliche Dokumente hinausgeht. Die Interviews ermöglichen es, sowohl formalisierte Prüfmechanismen als auch implizite Entscheidungslogiken zu rekonstruieren.

Die Auswertung der Interviews erfolgt mittels qualitativer Inhaltsanalyse nach Mayring, da dieses Verfahren eine systematische und regelgeleitete Analyse qualitativer Daten ermöglicht und sich insbesondere für die strukturierende Auswertung leitfadengestützter Interviews eignet. Zudem erlaubt der Ansatz eine schrittweise, überwiegend induktive Kategorienbildung, wodurch wiederkehrende Muster und Deutungsstrukturen im empirischen Material nachvollziehbar herausgearbeitet werden können (Mayring, 2015).

3.2 Stichprobe und Datenerhebung

Die Auswahl der Interviewpartner:innen erfolgte gezielt anhand fachlicher und funktionaler Kriterien. Ziel war es, Personen zu befragen, die unmittelbar in Nachhaltigkeitsbewertungen und ex-ante-Prüfungen eingebunden sind oder regulatorische Anforderungen in diesem Bereich überwachen. Die Befragten sollten über ein fundiertes Erfahrungs- und Entscheidungswissen hinsichtlich ESG-Kriterien und dem Umgang mit potenziellen Greenwashing-Risiken verfügen.

Insgesamt wurden neun Interviews geführt, wobei eines davon mit zwei Personen in unterschiedlichen Funktionen durchgeführt wurde. Die Stichprobe umfasst damit zehn Expert:innen. Die befragten Personen sind in verschiedenen Rollen im Bereich nachhaltiger Investitionen tätig, darunter Responsible Investments Analyst:innen, Portfoliomanager:innen, Sustainability Officers sowie ein Senior Investment Manager auf Eigentümer:innen-Seite. Durch diese funktionale Vielfalt konnten analytische, operative und strategische Perspektiven auf Nachhaltigkeitsprüfungen, ex-ante-Entscheidungsprozesse und den Umgang mit Greenwashing-Risiken berücksichtigt werden.

Ergänzend wurde ein Interview mit einer Person aus der Finanzmarktaufsicht geführt, um die regulatorische Perspektive auf Nachhaltigkeitsanforderungen, Offenlegungspflichten und potenzielle Greenwashing-Risiken einzubeziehen. Dadurch konnte der institutionelle Entscheidungsrahmen nicht nur aus Sicht von Marktteilnehmer:innen, sondern auch aus Sicht der Aufsicht beleuchtet werden. Ein weiteres Interview wurde mit einer Person aus der

Vermögensberatung außerhalb des institutionellen ESG-Kontexts durchgeführt. Diese Perspektive bringt marktspezifische Einschätzungen in die Analyse ein und ermöglichte eine Einordnung, wie Nachhaltigkeitsversprechen außerhalb formalisiert geregelter Prüfprozesse wahrgenommen werden. In der Auswertung wurde diese Perspektive jedoch getrennt betrachtet, da sie in einem anderen regulatorischen und organisatorischen Kontext stattfindet.

Die Interviewpartner:innen stammen aus insgesamt sechs organisationalen Kontexten. Drei Interviews wurden innerhalb einer Organisation geführt, zwei Organisationen sind jeweils mit zwei Personen vertreten, während die übrigen Organisationen durch jeweils eine Person repräsentiert sind. Die Mehrfachperspektive innerhalb einzelner Organisationen ermöglichte es, interne Abstimmungs- und Entscheidungsprozesse differenziert nachzuvollziehen und unterschiedliche Rollenverständnisse sichtbar zu machen. Sektoral lassen sich die befragten Organisationen überwiegend dem Asset-Management-Bereich zuordnen, ergänzend sind eine Versicherungsgesellschaft, ein Finanzdienstleister sowie die Finanzmarktaufsicht vertreten. Diese Streuung ermöglicht die Berücksichtigung unterschiedlicher institutioneller Rahmenbedingungen bei gleichzeitiger Fokussierung auf den professionellen Investitionsbereich.

Tabelle 1: Übersicht der Interviewpartner:innen (eigene Darstellung)

ID	Geschlecht	Rolle	Organisation	Organisationstyp	Einordnung
I1	m	Senior Responsible Investments Analyst	A	Asset-Management-Gesellschaft	national
I2	m	Senior Investment Manager	B	Versicherung	national
I3	m	Senior Portfoliomanager	A	Asset-Management-Gesellschaft	national
I4	m	Junior Sustainability Officer	C	Asset-Management-Gesellschaft	national
I5	m	Fixed-Income Fund Manager	C	Asset-Management-Gesellschaft	national
I6	w	Responsible Investments Analystin	A	Asset-Management-Gesellschaft	national
I7	w	Sustainable Finance Hub Manager	D	Finanzmarkt Aufsicht	national
I8*	m/w	Head of Austria / Fondsmanagerin	E	Asset-Management-Gesellschaft	international
I9	m	Vermögensberater	F	Finanzberatung	national

Anmerkung: „National“ bezieht sich auf Investor:innen mit einem primären Fokus auf den österreichischen Markt, während „international“ Investor:innen mit global ausgerichteten Investmentaktivitäten umfasst. * Das Interview wurde mit zwei Personen gleichzeitig geführt.

Die Rekrutierung der Interviewpartner:innen erfolgte über verschiedene Zugangswege. Neben der direkten Kontaktaufnahme per E-Mail und über berufliche Netzwerke (u. a. LinkedIn) wurden einzelne Interviews über persönliche Kontakte sowie über Vermittlungen bereits befragter Personen initiiert. Dieses Vorgehen erleichterte den Zugang zu Expert:innen mit einschlägiger Entscheidungserfahrung in einem teilweise schwer zugänglichen professionellen Feld. Hinsichtlich der Geschlechterverteilung zeigt sich, dass nur zwei der befragten Personen weiblich sind. Trotz gezielter Ansprache potenzieller Interviewpartnerinnen erwies sich der Zugang zu Expertinnen im untersuchten Bereich als begrenzt.

Zur Wahrung der Anonymität werden in der Arbeit keine Organisationsnamen genannt (mit Ausnahme der öffentlich-rechtlichen Finanzmarktaufsicht). Die Interviewpartner:innen werden im Ergebnisteil durch anonymisierte Kennzeichnungen referenziert. Diese Anonymisierung dient dem Schutz personenbezogener und organisationsbezogener Informationen und soll zugleich eine offene Darstellung interner Entscheidungsprozesse ermöglichen.

Die Datenerhebung erfolgte mittels leitfadengestützter, halbstrukturierter Experteninterviews (Meuser & Nagel, 1991). Der Interviewleitfaden wurde auf Grundlage der Forschungsfragen sowie zentraler theoretischer Konzepte zu Nachhaltigkeitsbewertungen, ex-ante-Prüfungen und Greenwashing-Risiken entwickelt. Er umfasst thematische Blöcke zu institutionellen Prüfmechanismen, Entscheidungslogiken, dem Umgang mit Unsicherheiten sowie zur Wahrnehmung regulatorischer Anforderungen. Durch die halbstrukturierte Form des Leitfadens konnten zentrale Themen in allen Interviews behandelt werden, während gleichzeitig Raum für organisationsspezifische Vertiefungen und individuelle Perspektiven gegeben wurde. Der verwendete Interviewleitfaden ist im Anhang A dargestellt.

Die Interviews wurden im Zeitraum von Oktober bis Dezember 2025 durchgeführt. Mit Ausnahme eines Doppelinterviews, das vor Ort stattfand, wurden alle Gespräche online via Microsoft Teams durchgeführt. Die Wahl des Online-Formats ermöglichte eine flexible Terminfindung sowie die Einbindung geografisch verteilter Interviewpartner:innen. Die Dauer der Interviews lag zwischen 35 und 50 Minuten.

Die Teilnehmenden wurden vor Beginn der Interviews über Ziel, Ablauf und Verwendungszweck der Untersuchung informiert. Alle Gespräche wurden mit Zustimmung der

Interviewpartner:innen aufgezeichnet und im Anschluss vollständig transkribiert. Die Transkription erfolgte in inhaltsorientierter Form. Sprachliche Füllwörter und nicht inhaltsrelevante Gesprächselemente wurden bereinigt, sofern sie für die Analyse keine Bedeutung hatten. Ziel war es eine inhaltlich präzise und zugleich gut auswertbare Textgrundlage für die anschließende qualitative Inhaltsanalyse zu bilden. Die erhobenen Daten wurden vertraulich behandelt und anonymisiert ausgewertet. Personen- und organisationsbezogene Informationen wurden so verarbeitet, dass keine Rückschlüsse auf einzelne Interviewpartner:innen möglich sind.

3.3 Datenanalyse

Die Auswertung der Interviews mittels qualitativer Inhaltsanalyse nach Mayring (2015) ermöglicht eine systematische und nachvollziehbare Bearbeitung umfangreichen Textmaterials, indem relevante Inhalte schrittweise codiert, gebündelt und zu thematischen Kategorien verdichtet werden. In der vorliegenden Arbeit wurde die Inhaltsanalyse vor allem in einer strukturierenden Logik genutzt, um wiederkehrende Muster in den Aussagen zu Greenwashing-Risiken, ex-ante-Prüfungen und Entscheidungspraktiken herauszuarbeiten und vergleichbar darzustellen. Ziel war es, institutionelle Deutungsmuster und Entscheidungslogiken aus Sicht der Befragten nachvollziehbar zu machen. Die qualitative Inhaltsanalyse ist hierfür gut geeignet, da sie vorhandene theoretische Konzepte einbezieht und gleichzeitig offen für neue Erkenntnisse aus dem Interviewmaterial bleibt.

Die Interviews wurden vollständig transkribiert. Teilweise wurden unterstützend Transkriptionstools eingesetzt, deren Ergebnisse anschließend manuell überprüft und korrigiert wurden. Dies war insbesondere wegen unterschiedlicher sprachlicher Ausdrucksweisen sowie fachspezifischer Begriffe erforderlich. Das vor Ort geführte Interview wies zudem Hintergrundgeräusche auf, weshalb eine sorgfältige Nachbearbeitung notwendig war.

Die Kategorienbildung erfolgte überwiegend induktiv. Das bedeutet, dass zentrale thematische Kategorien nicht vollständig vorab definiert wurden, sondern schrittweise aus dem empirischen Material heraus entwickelt wurden (Mayring, 2015, S. 51). Nichtsdestotrotz wurde die Analyse bereits durch die Forschungsfragen und den Interviewleitfaden inhaltlich gerahmt. Themenfelder wie ex-ante-Prüfprozesse, Daten-/Ratingnutzung oder der Umgang mit

Unsicherheit bildeten einen Orientierungsrahmen, ohne die Auswertung auf vorgegebene Kategorien zu reduzieren.

Zu Beginn wurden die Transkripte mehrfach vollständig gelesen, um zentrale Themen und wiederkehrende Muster in den Aussagen der Interviewpartner:innen zu erfassen. Auf Grundlage der ersten Durchgänge durch das Material wurden inhaltlich beschreibende Codes entwickelt, um relevante Textstellen zu kennzeichnen und thematisch einzuordnen. Die Codierung der Interviews erfolgte mithilfe der Software MAXQDA. Die Software diente als unterstützendes Werkzeug zur systematischen Markierung, Organisation und Verwaltung relevanter Textstellen. Nach der initialen Codierung wurden die codierten Textstellen aus MAXQDA exportiert und in einem separaten Dokument weiter strukturiert. In diesem Schritt wurden Codes zusammengeführt, thematisch gebündelt und in übergeordnete Kategorien überführt.

Während die Hauptkategorien aus dem Material heraus entwickelt wurden, erfolgte die Bildung von Unterkategorien im Zuge der Ergebnisaufbereitung, um eine differenzierte und nachvollziehbare Darstellung der zentralen Inhalte zu gewährleisten. Die inhaltliche Interpretation sowie die Entwicklung und Überarbeitung der Kategorien erfolgten eigenständig und in mehreren Durchgängen, um Überschneidungen zu reduzieren und die analytische Klarheit der Kategorien zu erhöhen. Eine Übersicht der Hauptkategorien, Unterkategorien sowie exemplarischer Zitate ist im Anhang (vgl. Anhang B) dargestellt.

3.4 Reflexion des Forschungsprozesses und Limitationen

In der qualitativen Forschung wird die Qualität einer Untersuchung nicht primär über statistische Kennzahlen bewertet, sondern über Kriterien wie Transparenz, Nachvollziehbarkeit und eine reflektierte Darstellung des Forschungsprozesses (Flick, 2022; Mayring, 2015). Ziel ist es, die einzelnen Schritte der Datenerhebung und Analyse so offenzulegen, dass sie für Dritte verständlich und nachvollziehbar sind.

Ein zentrales Element der Qualitätssicherung dieser Arbeit besteht daher in der transparenten Dokumentation des Forschungsprozesses. Die Auswahl der Interviewpartner:innen, die Durchführung der Interviews sowie der Ablauf der Datenanalyse wurden in Kapitel 3

ausführlich beschrieben. Auch die Kategorienbildung sowie der Einsatz der Software MAXQDA wurden beschrieben, sodass der Ablauf der Analyse nachvollziehbar bleibt. Im Analyseprozess wurde iterativ vorgegangen, das heißt Codes und Kategorien wurden im Verlauf der Analyse mehrfach überprüft und bei Bedarf angepasst. Da qualitative Datenanalysen immer auch einen gewissen Interpretationsspielraum beinhalten, wurde im Analyseprozess darauf geachtet, Aussagen der Interviewpartner:innen möglichst kontextnahe auszuwerten und nicht vorschnell zu verallgemeinern. Die Codierungen wurden im Verlauf der Analyse mehrfach überprüft und die Kategorien klar voneinander abgegrenzt.

Das für diese Analyse gewählte qualitative Forschungsdesign weist gewisse Grenzen auf. Das liegt unter anderem daran, dass die Stichprobe nur eine begrenzte Anzahl an Expert:innen umfasst, weshalb die Ergebnisse nicht statistisch verallgemeinert werden können. Da das Ziel der Untersuchung jedoch nicht Repräsentativität, sondern ein vertieftes Verständnis institutioneller Entscheidungspraktiken im Umgang mit Greenwashing-Risiken war, ist die begrenzte Stichprobe methodisch vertretbar. Zudem zeigt sich in der Stichprobe eine geringe Zahl weiblicher Interviewpartnerinnen, da trotz gezielter Ansprache nur zwei Expertinnen für Interviews gewonnen werden konnten. Diese Verteilung kann auch auf strukturelle Geschlechterungleichgewichte im institutionellen Investitionsbereich hinweisen und sollte bei der Einordnung der Ergebnisse berücksichtigt werden.

Schließlich ist zu berücksichtigen, dass Expert:inneninterviews stark auf subjektiven Einschätzungen der Befragten beruhen. Aussagen der Interviewpartner:innen spiegeln daher individuelle Erfahrungen, organisationale Perspektiven sowie persönliche Bewertungen wider. Für das Ziel der vorliegenden Arbeit sind jedoch gerade diese subjektiven Einschätzungen von zentraler Bedeutung, da sie Einblicke in institutionelle Deutungsmuster und Entscheidungslogiken ermöglichen. Die Auswertung ist zudem durch die Perspektive der Forschenden geprägt, wodurch eine vollständige Objektivität nicht gewährleistet werden kann.

4 Ergebnisse und Diskussion

4.1 Ergebnisse der qualitativen Inhaltsanalyse

4.1.1 Verständnis von Greenwashing

Die Kategorie „Verständnis von Greenwashing“ bildet eine zentrale Grundlage für die Analyse, da die individuelle und organisationale Wahrnehmung von Greenwashing maßgeblich beeinflusst, wie entsprechende Risiken identifiziert und bewertet werden. In dieser Kategorie werden alle Aussagen zusammengefasst, die sich auf die Definition, Einordnung und Wahrnehmung von Greenwashing im institutionellen Kontext beziehen. Dabei zeigen sich insbesondere unterschiedliche Perspektiven auf Greenwashing als Risiko, bestehende Interpretationsspielräume sowie konkrete auslösende Signale für Skepsis gegenüber Nachhaltigkeitsaussagen.

Greenwashing als Risiko

Interviewpartner:innen beschreiben Nachhaltigkeit nicht primär als normatives Ziel, sondern als Bestandteil einer Investitionsphilosophie, die wirtschaftliche Stabilität adressiert. Es wird davon ausgegangen, dass nachhaltige Unternehmen langfristig besser performen können, weshalb Nachhaltigkeit als Risikofaktor in die Bewertung einfließt (vgl. I8, Pos. 60; Pos. 69). Diese ökonomische Perspektive wird besonders deutlich, wenn Nachhaltigkeit explizit nicht mit moralischen Motiven begründet wird, sondern mit langfristiger Renditeerwartung: „... unser Fondsmanagement verwendet Nachhaltigkeit nicht, weil es gute Menschen sind, sondern weil sie überzeugt sind, dass sich das langfristig rechnet“ (I8, Pos 62.)

Greenwashing erscheint in diesem Zusammenhang als potenzielles Investitionsrisiko, das mit Reputationsverlusten, Governance-Problemen oder langfristigen Geschäftsrisiken verbunden sein kann. Die Wahrnehmung von Greenwashing ist damit eng mit Zweifeln an der Glaubwürdigkeit und Verlässlichkeit der Nachhaltigkeitskommunikation von Unternehmen verknüpft. Eine befragte Person beschreibt, dass sich bei Unternehmen mit wiederholten Nachhaltigkeitskandalen ein Vertrauensbruch entwickeln kann, der die Wahrnehmung aller zukünftiger ESG-Versprechen beeinflusst (vgl. I4, Pos. 120). Darüber hinaus wird Greenwashing auch als Risiko im Hinblick auf die Qualität von Investitionsentscheidungen

verstanden. Wenn die Nachhaltigkeitsleistung eines Unternehmens auf Basis unvollständiger oder verzerrter Informationen eingeschätzt wird, kann dies zu Fehlbewertungen führen.

Greenwashing gilt für nachhaltige Investitionsstrategien auch deshalb als Risiko, weil es die positiven Effekte nachhaltiger Investitionen infrage stellt und deren erwarteten Beitrag zur Risiko- und Leistungsoptimierung im Weg steht.

Ambivalente Definitionen und Interpretationsspielräume

In den Interviews wird erneut verdeutlicht, dass Greenwashing im institutionellen Kontext kein abgrenzbares Phänomen ist, sondern einen Graubereich darstellt, dessen Bewertung stark von individuellen Maßstäben, organisationalen Ansätzen und sektoralen Besonderheiten abhängt.

Mehrere Interviewpartner:innen beschreiben, dass bereits der Begriff Nachhaltigkeit selbst eine hohe inhaltliche Offenheit aufweist, weshalb Greenwashing ebenfalls nicht eindeutig bestimmt werden kann. Eine Person aus dem ESG-Analysebereich bringt diese Unschärfe auf den Punkt: „Nachhaltigkeit ist ein wunderbar riesiger Begriff mit einer Nullaussage“ (I1, Pos. 10).

Greenwashing beginnt für unterschiedliche Akteur:innen an unterschiedlichen Punkten und es gibt keine vordefiniert eindeutige Schwelle (vgl. I1, Pos. 20). Laut den Befragten ergibt sich ein zentraler Interpretationsspielraum aus der Tatsache, dass unterschiedliche Organisationen, sowie unterschiedliche Marktteilnehmer:innen ein differenziertes Verständnis von Nachhaltigkeit haben. Mehrere Befragte sagen, dass Ansätze wie zum Beispiel Best-in-Class je nach Perspektive als legitimer ESG-Zugang oder als potenziell problematisch wahrgenommen werden können. Ein Eigentümer beschreibt diese Ambivalenz offen und betont, dass bestimmte Strategien „teilweise zynisch sein können natürlich, aber das ist auch ein Zugang“ (I2, Pos. 46). Es wird ebenfalls darauf hingewiesen, dass divergierende Bewertungen oft nicht auf tatsächliche Unterschiede zurückgehen, sondern primär durch unterschiedliche methodische Zugänge oder kulturelle Perspektiven innerhalb der ESG-Bewertung entstehen (vgl. I2, Pos. 29; Pos. 33).

Auch die Bewertung von Transformationsprozessen eröffnet Interpretationsspielräume. Mehrere Interviewpartner:innen schildern, dass Unternehmen, die stark in nachhaltige Technologien investieren, trotz bestehender Emissionen unterschiedlich eingeordnet werden

können. So wird beschrieben, dass ein Unternehmen, das aktiv Kohlestrom durch erneuerbare Energien ersetzt, aus Nachhaltigkeitssicht eigentlich positiv bewertet werden müsste, selbst wenn es weiterhin Teil einer Branche ist, die typischerweise ausgeschlossen wird. Eine befragte Person sagt dazu folgendes: „Wenn ein Unternehmen investiert, um Kohlestrom zu ersetzen ... müssten wir es eigentlich kaufen“ (I4, Pos. 110). Gleichzeitig wird betont, dass auch hierbei der tatsächliche Impact schwer zu messen ist und daher Interpretationsspielräume bestehen bleiben (vgl. I4, Pos. 111; Pos. 141).

Ein weiterer ambivalenter Bereich betrifft die Rolle von Ratings und externen Bewertungen. Während einige Interviewpartner:innen ESG-Ratings als hilfreiche Orientierung wahrnehmen, verweisen andere darauf, dass Bewertungen unterschiedlicher Anbieter unterschiedlich interpretiert werden können und daher nicht automatisch auf Greenwashing hindeuten können (vgl. I2, Pos. 35; I5, Pos. 73). Diese Aussagen verdeutlichen, dass die Wahrnehmung von Greenwashing nicht allein aus Datenunterschieden entstehen, sondern auch durch die Art und Weise, wie Organisationen diese Unterschiede interpretieren.

In mehreren Interviews wird zudem hervorgehoben, dass Greenwashing nicht ausschließlich als intentionaler Täuschungsversuch verstanden wird. Einige Befragte weisen darauf hin, dass Unternehmen Nachhaltigkeitsziele teilweise formulieren, ohne, dass sie über ausreichende Daten und Methoden verfügen, um diese präzise abzubilden. Eine Person aus dem ESG-Analysebereich beschreibt dies explizit als strukturelles Problem und nicht zwangsläufig als bewusste Täuschung (vgl. I6, Pos. 101). Die Interviews zeigen, dass die Greenwashing-Wahrnehmung ebenfalls durch sektorale Annahmen geprägt wird. Das bedeutet, dass bestimmte Branchen, unabhängig von relativen Verbesserungen häufig skeptischer bewertet werden als andere. Eine befragte Person beschreibt dies besonders deutlich: „Ein Ölunternehmen kann meiner Meinung nach nie den Cut schaffen in einen Responsible-Fonds“ (I6, Pos. 21). Andere Interviewpartner:innen weisen darauf hin, dass Nachhaltigkeit je nach E-, S- oder G-Perspektive unterschiedlich gewichtet werden kann, wodurch sich Bewertungen desselben Unternehmens je nach Analysefokus verändern können (vgl. I3, Pos. 14; I5, Pos. 56).

Auslösende Signale für Skepsis

Aus der empirischen Untersuchung geht hervor, dass institutionelle Investor:innen wiederkehrende Signale identifizieren, die grobe Zweifel an der Glaubwürdigkeit von

Nachhaltigkeitsversprechen auslösen können. Diese Wahrnehmung entsteht häufig nicht durch einzelne Datenpunkte, sondern durch Kombinationen aus Zielsetzungen, Governance-Ereignissen oder mangelnder Transparenz.

Für einige Befragte führen vor allem unzureichend beschriebene Nachhaltigkeitsziele oder fehlende Plausibilität von Transformationsstrategien zu Skepsis. In den Interviews geht hervor, dass institutionelle Investor:innen besonders darauf achten, wie ambitioniert Ziele formuliert sind und ob diese mit konkreten Maßnahmen unterlegt werden. Eine Person aus dem Portfoliomanagement beschreibt dies im Zusammenhang mit Green-Bond-Emissionen: „da muss man schon schauen ... wie plausibel ist das Unternehmen, wie ambitioniert sind diese Ziele“ (I3, Pos. 68). Greenwashing wird in diesem Zusammenhang als Risiko überhöhter Versprechen, die nicht realistisch umgesetzt werden können, verstanden.

Darüber hinaus werden Kontroversen, Governance-Probleme und wiederkehrende Skandale als besonders starke Auslöser für Zweifel an der Glaubwürdigkeit von Nachhaltigkeitsaussagen beschrieben. Mehrere Interviewpartner:innen verweisen darauf, dass wiederholte Regelverstöße oder negative Ereignisse das Vertrauen bezüglich Nachhaltigkeitsaussagen langfristig beeinträchtigen können. Eine befragte Person behauptet konkret, dass sich bei Unternehmen mit einer Historie an ESG-Skandalen ein dauerhafter Vertrauensbruch entwickeln kann (vgl. I4, Pos. 120). Ähnliche Einschätzungen zeigen sich bei Beispielen aus Lieferketten oder sozialen Kontroversen, bei denen zum Beispiel Kinderarbeit oder problematische Produktionsbedingungen als schwer vereinbar mit nachhaltiger Kommunikation wahrgenommen werden (vgl. I1, Pos. 79; I6, Pos. 92).

Mehrere Interviewpartner:innen weisen zudem darauf hin, dass mangelnde Offenlegung, unvollständige Datenlage oder schwer nachvollziehbare Kennzahlen Zweifel an der Ernsthaftigkeit von Nachhaltigkeitsstrategien auslösen können. Gleichzeitig wird betont, dass übermäßige mediale Aufmerksamkeit kritisch reflektiert wird, da negative Berichterstattung nicht automatisch auf tatsächliches Greenwashing hinweist (vgl. I5, Pos. 73). Wahrnehmung potenzieller Greenwashing-Risiken entsteht demnach eher durch die langfristige Beobachtung von Unternehmensverhalten und Datenkonsistenz als durch einzelne Schlagzeilen.

Auch die Auswahl von bestimmten Arten von Finanzierungsinstrumenten oder Nachhaltigkeitsstrategien lösen bei den Befragten Skepsis aus. Einige Befragte schildern Greenwashing in diesem Kontext als mögliche Diskrepanz zwischen öffentlicher Nachhaltigkeitskommunikation und tatsächlicher Umsetzung. Ein Beispiel ist die Kritik an Sustainability-Linked-Instrumenten, bei denen „keine Projekte zugrunde liegen, sondern einfach Ziele genannte werden“, wodurch sich aus Investor:innensicht zusätzliche Interpretationsspielräume ergeben (I3, Pos. 79). Auch die selektive Darstellung einzelner Nachhaltigkeitsleistungen wird als mögliches Indiz wahrgenommen, da dadurch ein verzerrtes Bild der tatsächlichen Wirkung entstehen kann (vgl. I9, Pos. 73).

Eine zentrale Erkenntnis aus den Interviews ist, dass die Skepsis bezüglich Greenwashing nicht ausschließlich durch negative Signale entstehen, sondern auch durch unrealistische und inkonsistente Nachhaltigkeitsnarrative. Eine Person aus dem ESG-Analysebereich beschreibt beispielsweise, dass Unternehmen teilweise Nachhaltigkeitsleistungen kommunizieren, deren tatsächlicher Effekt aber schwer messbar ist oder auf geschätzten Annahmen beruht (vgl. I6, Pos. 67-69). Solche Situationen führen nicht zwangsweise zu einem Greenwashing-Vorwurf, verstärken jedoch die Aufmerksamkeit gegenüber möglichen Diskrepanzen zwischen Kommunikation und Umsetzung.

Die Aussagen aus den Interviews verdeutlichen, dass Zweifel an der Glaubwürdigkeit von Nachhaltigkeitsaussagen selten durch ein einzelnes Ereignis ausgelöst werden. Stattdessen entstehen sie aus der Kombination mehrerer Signale, wie ambitionierter Zielsetzung, wiederkehrender Kontroversen, fehlender Transparenz oder strukturellen Inkonsistenzen. Diese Wahrnehmungsmuster bilden häufig den Ausgangspunkt für weiterführende Prüf- oder Entscheidungsprozesse und zeigen, wie Investor:innen Greenwashing bereits auf der Ebene der Risikoerkennung einordnen.

4.1.2 Die Ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen

Die Kategorie „Ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen“ umfasst alle Aussagen, die sich auf die strukturelle Ausgestaltung, die verwendeten Instrumente sowie die Abläufe der vorgelagerten ESG-Prüfung im Investitionsprozess beziehen. Im Fokus steht dabei, wie

institutionelle Investor:innen potenzielle Investitionen im Hinblick auf Nachhaltigkeitsaspekte und mögliche Greenwashing-Risiken systematisch analysieren und bewerten.

ESG-Ratings als Einstieg

In den Interviews werden ESG-Ratings wiederholt als Startpunkt der ex-ante-Prüfung beschrieben, jedoch ausdrücklich nicht als abschließendes Urteil. Ratings fungieren demnach primär als strukturierender Input, der in interne Bewertungslogiken übersetzt wird (vgl. I1; I2; I4). Mehrere Befragte schildern, dass externe ESG-Daten zwar eine Grundlage liefern, die eigentliche Entscheidung bezüglich der Investitionseignung jedoch durch hausinterne Scorings, Mindestschwellen und zusätzliche Prüfungen gestützt wird. So beschreibt eine Person, dass aus verschiedenen Ratings von Datenanbietern ein eigener Score gebildet wird, bei dem „für einen nachhaltigen Fonds der Wert mindestens 50 sein“ muss, damit ein Unternehmen grundsätzlich überhaupt investierbar ist (I1, Pos. 29).

Trotzdem deuten mehrere Aussagen darauf hin, dass vertiefende qualitative Analysen häufig erst erfolgen, wenn Auffälligkeiten sichtbar werden, während Ratings und interne Scores im regulären Prozess als ausreichende Grundlage für Investitionsentscheidungen dienen. Ein Befragter beschreibt: „wenn ex-ante alles passt und keine Kontroverse aufleuchtet, [...] wir uns das nicht noch extra im Detail anschauen“ (I6, Pos. 39). Diese Aussagen legen nahe, dass ESG-Ratings in der ex-ante-Prüfung nicht nur eine inhaltliche Bewertungsfunktion erfüllen, sondern zugleich als Mechanismus zur Priorisierung begrenzter Analysekapazitäten eingesetzt werden und somit darauf hinweisen, welche Fälle überhaupt eine vertiefende Analyse benötigen.

In den Interviews wird jedoch ebenfalls betont, dass die Bewertung externer ESG-Daten in bestimmten Situationen aktiv hinterfragt wird. Mehrere Interviewpartner:innen machen deutlich, dass Ratings insbesondere dann hinterfragt werden, wenn Unstimmigkeiten, wie divergierende Bewertungen zwischen Datenanbietern, unerwartete Sprünge im Score oder Hinweise aus Kontroversenmonitorings, auftreten. In solchen Fällen hat sich gezeigt, dass Organisationen nicht bei der externen Bewertung stehenbleiben, sondern eine Validierungsschleife auslösen (vgl. I3; I4). Diese kann durch den Rückgriff auf eigene Recherchen stattfinden, die zum Beispiel die direkte Kontaktaufnahme mit den Unternehmen zur Klärung einzelner Datenpunkte sowie den Austausch mit Datenanbietern umfassen. Eine befragte Person schildert beispielsweise, dass bei auffälligen ESG-Bewertungen „wirklich aktiv

der Termin gesucht“ und gemeinsam mit dem Datenanbieter diskutiert wurde, bis ein Bewertungsfehler identifiziert und korrigiert werden konnte (I5, Pos. 44). Teilweise wird dieser Dialog mit Anbietern explizit als Möglichkeit dargestellt, Datenfehler zu korrigieren oder Bewertungsgrundlagen zu präzisieren.

Neben ihrer strukturierenden Funktion werden ESG-Ratings in den Interviews auch als begrenzte Informationsgrundlage beschrieben. Bewertungen können zeitlich verzögert erfolgen oder durch unterschiedliche Bewertungsansätze zu divergierenden Ergebnissen führen, weshalb ESG-Ratings in der ex-ante-Prüfung nicht als stabile Entscheidungsbasis wahrgenommen werden. Eine Person sagt über ESG-Ratings, dass sie „oft unterschiedlich ausfallen und stark davon abhängen, welche Anbieter man betrachtet“ (I8, Pos. 10).

Ratings fungieren also als erster Filter, der typischerweise nur dann vertieft hinterfragt wird, wenn Auffälligkeiten auftreten oder zusätzliche Informationen verfügbar werden. In den Interviews geht hervor, dass Grenzen von ESG-Ratings nicht grundsätzlich zu einer Ablehnung externer Ratings führen, sondern vielmehr zu einer routinierten Kombination aus standardisierten Bewertungen und selektiver interner Ergänzung. Laut den Befragten fungieren ESG-Ratings als notwendiges Orientierungsinstrument, dessen Grenzen im institutionellen Prüfprozess operativ berücksichtigt werden.

Mehrstufige qualitative Prüfmechanismen

Die empirische Untersuchung legt nahe, dass qualitative Prüfmechanismen in der ex-ante-Prüfung häufig nicht isoliert beginnen, sondern in eine Vorstrukturierung durch definierte Filter und Prüfschritte eingebettet sind. Mehrere Interviewpartner:innen beschrieben, dass Organisationen zunächst ein investierbares Universum festlegen, welches anschließend aus einer Kombination aus finanziellen Kriterien, Ausschlusslogiken und nachhaltigkeitsbezogenen Filtern eingegrenzt wird. Zusätzlich wird beschrieben, dass diese Vorselektion häufig über klar definierte Umsatzschwellen oder Positivkriterien erfolgt. Diese sind im System hinterlegt und zeigen automatisch an, ob ein Unternehmen grundsätzlich investierbar ist (vgl. I1; I2; I4; I6).

ESG-bezogene Schwellenwerte, Umsatzgrenzen oder automatisierte Grenzprüfungen werden laut den Befragten systemseitig implementiert, sodass Unternehmen bei Verstößen gar nicht erst in die engere Auswahl gelangen können. Mehrere Aussagen deuten darauf hin, dass diese

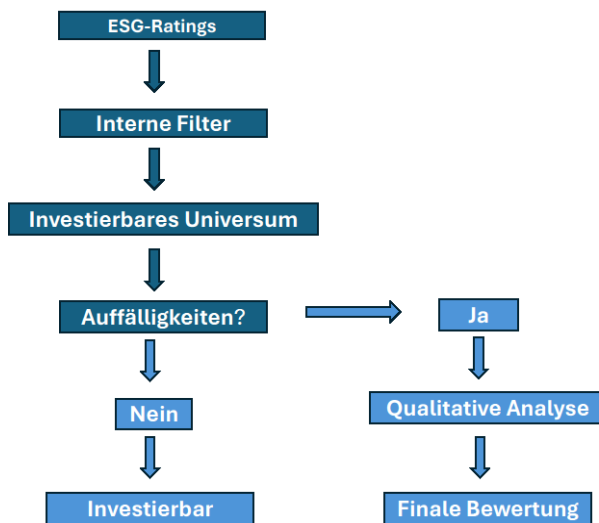
technischen Filter nicht nur als Kontrollmechanismus verstanden werden, sondern zugleich als organisatorisches Instrument zur Standardisierung von Prüfprozessen dienen. Eine interviewte Person beschreibt diesen Ablauf als klar gestuften Prozess: „Es wird zunächst einmal die Anlageklasse definiert [...] dann gibt es eine Kaufliste und diese Kaufliste kommt dann in den ESG-Filter“ (I8, Pos. 5).

Mehrere Befragte beschreiben, dass Nachhaltigkeitsteams auf Basis interner Kriterien ihre Anlageuniversen erstellen und regelmäßig aktualisieren. Qualitative Prüfungen werden demnach erst nach einer initialen Vorauswahl eingesetzt und müssen somit nicht mehr bei jeder einzelnen Investitionsidee neu beginnen, sondern können auf bereits vorstrukturierte Entscheidungsräume aufbauen. Ex-ante-Prüfungen sind, laut einigen Befragten, als prozessuale Abfolge standardisierter Vorprüfungen organisiert, die tiefere Analysen vorbereiten und rahmen. Zusätzlich beschreiben die Interviewpartner:innen ex-ante-Prüfungen als qualitative Vertiefungsphase, in der ESG-bezogene Informationen nicht ausschließlich auf Datenprovider gestützt werden, sondern durch direkten Dialog mit Unternehmen, die Analyse veröffentlichter Nachhaltigkeitsberichte sowie ergänzende Recherchen erweitert werden (vgl. I4; I8).

Der Austausch mit Investor-Relations-Abteilungen, Managementebenen oder externen Analyst:innen wird von einigen Befragten als fester Bestandteil der ex-ante-Prüfung beschrieben (vgl. I3; I6). Eine Person betont: „Unternehmen, mit denen du noch gar nicht im Bestand hast, mit denen triffst du dich genauso [...] und besprichst da dann auch diese ESG-Themen“ (I5, Pos. 47). Trotz dieser beschriebenen Dialogbereitschaft wird wiederholt darauf aufmerksam gemacht, dass vertiefende Prüfungen nicht standardmäßig bei jeder Investition stattfinden, sondern vor allem dann angestoßen werden, wenn Scores abweichen, Kontroversen auftreten oder Datenlücken sichtbar werden (vgl. I6, Pos. 39–40; I1, Pos. 102).

Die beschriebenen Abläufe lassen sich als mehrstufiger Prozess der ex-ante-Prüfung zusammenfassen, in dem standardisierte Bewertungen mit selektiven qualitativen Vertiefungen kombiniert werden (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Mehrstufiger Prozess der ex-ante-Prüfung von ESG-Investitionen (eigene Darstellung)



Die dargestellte Abbildung bildet eine vereinfachte und exemplarische Darstellung des Prüfprozesses ab, die sich an den in den Interviews beschriebenen Abläufen orientiert. Es handelt sich dabei nicht um einen starren oder universell gültigen Prozess, sondern um eine abstrahierte Struktur, die je nach Organisation, Ressourcen und spezifischer Investitionssituation variieren kann.

Ergänzend verdeutlicht das Interview mit der Person aus der Finanzmarktaufsicht, dass diese Prüfmechanismen nicht ausschließlich organisationsintern ausgestaltet sind, sondern auch durch regulatorische Vorgaben gerahmt werden. So wird betont, dass im Fondsprospekt definierte Nachhaltigkeitskriterien im Entscheidungsprozess verbindlich eingehalten werden müssen: „das, was er sich vorschreibt, das muss eingehalten werden. Das ist das Allerwichtigste“ (I7, Pos. 23). Die Einhaltung dieser Kriterien stellt damit eine zentrale Voraussetzung der ex-ante-Prüfung dar.

Die Ergebnisse zeigen zudem, dass die ex-ante-Prüfung mit Interpretationsspielräumen verbunden ist und Abläufe innerhalb formalisierter Grenzen situativ angepasst oder in Einzelfällen auch umgangen werden können. Diese daraus resultierenden individuellen Entscheidungspraktiken wurden im Rahmen der Analyse ebenfalls kodiert und werden im folgenden Kapitel näher dargestellt.

4.1.3 Entscheidungslogiken und -praktiken

Die Kategorie „Entscheidungslogiken und -praktiken“ umfasst alle Aussagen, die sich darauf beziehen, wie Greenwashing-bezogene Bewertungen in konkrete Investitionsentscheidungen übersetzt werden und welche institutionellen Mechanismen dabei zum Tragen kommen. Im Fokus steht, nach welchen Logiken institutionelle Investor:innen Greenwashing-Risiken in Entscheidungsprozesse integrieren und wie diese unter Berücksichtigung organisationaler Strukturen und Unsicherheiten verarbeitet werden.

Die Ergebnisse zeigen, dass Entscheidungsprozesse nicht ausschließlich regelbasiert erfolgen, sondern durch eine Kombination aus formalen Kriterien, qualitativen Abwägungen und institutionellen Zuständigkeitsstrukturen geprägt sind.

Regelbasierte Abwägungen und Ausschlusslogiken

Die Interviews zeigen, dass Greenwashing-Risiken in bestehende Abwägungs- und Ausschlusslogiken integriert sind. Wiederkehrend wird beschrieben, dass die Investitionseignung zunächst über Mindestanforderungen, Ausschlusskriterien und Rating-Schwellen gerahmt wird, innerhalb derer Greenwashing-Risiken als No-Go, als Eskalationsanlass oder als diskretionär zu bearbeitender Grenzfall verarbeitet werden (vgl. I1; I2; I3; I4; I5; I6; I8). Greenwashing wird dabei insbesondere dort entscheidungsrelevant, wo Anspruchsniveaus als nicht plausibel beurteilt werden oder wo fehlende externe Verifizierungen und intransparente Nachweise den Eindruck eines „nicht belastbaren“ Nachhaltigkeitsnarrativs erzeugen.

Wie bereits erwähnt, erfolgt laut Interviewteilnehmer:innen die Einordnung von Greenwashing-Risiken häufig über vordefinierte Grenzen, die Investitionsentscheidungen bereits vorstrukturieren. Mehrere Befragte schildern diesbezüglich, dass kontroverse Aktivitäten sowie bestimmte Umsatzanteile als harte Schranken fungieren, die eine weitere Abwägung oft ersetzen. In diesem Zusammenhang erklärte eine Person: „Das ist für uns absolutes Ausschlusskriterium... bevor wir uns überhaupt über irgendwelche Kennzahlen Gedanken machen...“ (I5, Pos. 20-22). Geschäftsfelder im Waffenbereich, Kohle, Tabak oder Atomenergie werden laut mehreren Interviewteilnehmer:innen als „absolute No-Gos“ gewertet und führen in der Regel automatisch zu einem Investitionsausschluss (vgl. I3, Pos. 5; I4, Pos.

27–31; I6, Pos. 5–9; I8, Pos. 7). Die Grenzziehung wird typischerweise über explizite Umsatzschwellen konkretisiert. In einigen Interviews wird beispielsweise erwähnt, dass bei kohlebezogenen Aktivitäten geringe Umsatzanteile tolerierbar sein können, während höhere Anteile ein Ausschlusskriterium darstellen. Gleichzeitig geht aus den Befragungen hervor, dass diese Grenzen bewusst niedrig angesetzt und nach außen konsistente Strenge signalisieren (I5, Pos. 78–79; vgl. I4, Pos. 46).

Neben diesen harten Ausschlusslogiken zeigen die Interviews auch Fälle, in denen Greenwashing-Risiken im Rahmen von Abwägungsentscheidungen berücksichtigt werden. In diesen Situationen erfolgt ein Ausschluss nicht regelbasiert, sondern auf Grundlage qualitativer Bewertungen. So wird etwa berichtet, dass „einfach nur nicht negativ gescreent zu sein“ nicht genüge. Unternehmen können auch dann aus dem investierbaren Spektrum ausgeschlossen werden, wenn sie zwar keine Ausschlusskriterien verletzen, aber im Vergleich zu anderen keine führende Position einnehmen oder insgesamt zu schwach bewertet werden (I2, Pos. 69). In ähnlicher Weise wird beschrieben, dass Unternehmen trotz Best-in-Class in bestimmten Produktlinien (z. B. Responsible-Fonds) grundsätzlich nicht investierbar sind, wenn das Geschäftsmodell als nicht vereinbar mit dem jeweiligen Nachhaltigkeitsanspruch gilt (I6, Pos. 21–22).

In anderen Passagen wird Greenwashing-Risiko vor allem dort als entscheidungsrelevant dargestellt, wo Nachhaltigkeitszusagen als nicht plausibel oder als zu wenig ambitioniert eingeschätzt werden. Für die Auswahl nachhaltiger Anleihen wird beschrieben, dass neben Ratings insbesondere die Qualität der bereitgestellten Informationen und die Plausibilität der Zielsetzungen in die Kaufentscheidung einfließen. So wird etwa aus Kontextperspektive betont, dass Produkte bzw. Unternehmen, die „Nachhaltigkeit zu hoch ansetzen, aber zu wenig Plan dazu haben“, als nicht investierbar eingestuft werden (I9, Pos. 54). Eine weitere Person betont, dass es zwar keine generelle Vorgabe zur Ambitionshöhe gebe, man jedoch „schauen und aufpassen“ müsse, „wie plausibel“ Ziele seien, um Greenwashing-Gefahr zu vermeiden (I3, Pos. 68–69). Eine weitere befragte Person schildert, dass sie eine Anleihe aufgrund nicht überzeugender Nachhaltigkeitsziele skeptisch bewertete und sich letztlich gegen eine Investition entschied (vgl. I3, Pos. 70–72). Diese Aussagen verdeutlichen, dass Greenwashing-Risiken im Entscheidungsmoment auch als Begründung für eine Nicht-Investition herangezogen werden, selbst wenn formale Mindestkriterien grundsätzlich erfüllt sein könnten.

Schließlich geht aus den Interviews hervor, dass Greenwashing-Risiken in der Abwägung institutionell auch über diskretionäre Entscheidungsspielräume verarbeitet werden, die sowohl Verschärfungen als auch Ausnahmen erlauben. Mehrere Interviewpartner:innen beschreiben, dass es Konstellationen gibt, in denen Organisationen über Override- bzw. Overrule-Mechanismen verfügen, sofern eine „fundierte Grundlage“ vorliegt. So wird etwa geschildert, dass bei als „Red Flag“ klassifizierten Fällen grundsätzlich ein automatischer Ausschluss vorgesehen ist, zugleich aber ein „Override-Recht“ besteht, wenn nach interner Einschätzung die notwendigen Schritte gesetzt wurden (I6, Pos. 83–90). Eine Person äußerte sich diesbezüglich so „wir akzeptieren, dass es eine Red Flag war, überschreiben diese Entscheidung jetzt aber trotzdem“ (I6, Pos. 89). Umgekehrt wird auch beschrieben, dass Organisationen in Fällen hoher Reputationsrisiken diskretionär strenger agieren können und Unternehmen ausschließen, teils bevor dies in externen Daten abgebildet wird (vgl. I1, Pos. 91–92).

Aus der qualitativen Befragung wird deutlich, dass Greenwashing-Risiken in eine mehrstufige Entscheidungslogik eingebettet sind, die auf drei zentrale Mechanismen beruht: erstens auf harte, regelbasierte Grenzen (Ausschlüsse und Schwellen), zweitens auf qualitativen Plausibilitätsurteilen in Grenzfällen und drittens über institutionell abgesicherte Diskretion (Overrides, strengere interne Bewertungen bei Reputationsrisiken). Greenwashing-Risiken sind in bestehende Entscheidungsarchitekturen integriert und können je nach Fall entweder zu einem unmittelbaren Stopp, zu einer vertieften internen Prüfung oder zu einer diskretionären Verschärfung führen.

Rollenverteilung und Entscheidungszuständigkeiten

Die Interviews verdeutlichen, dass die institutionelle Verarbeitung von Greenwashing-Risiken stark über Rollen- und Zuständigkeitslogiken organisiert ist. Greenwashing wird dabei nicht als Urteil einer Person sichtbar, sondern als Ergebnis arbeitsteiliger Entscheidungsstrukturen. ESG-/Responsible-Investment-Funktionen setzen Grenzen, während das Portfoliomanagement die ökonomische Auswahl innerhalb dieser Grenzen trifft (vgl. I1; I4; I6). Eine Person beschreibt, dass die Nachhaltigkeitsbewertung in der Nachhaltigkeitsabteilung verortet ist, „und für die Performance ist der Fondsmanager zuständig“, zugleich werde der Auswahlraum begrenzt, weil der Fondsmanager „nicht aus allen Unternehmen aussuchen darf“ (I1, Pos. 68). Damit zeigt sich eine zentrale Entscheidungslogik. Greenwashing-Risiken wirken in vielen Organisationen zunächst als eine vorgelagerte Entscheidung über die Investitionseignung (Gatekeeper-Funktion), statt als Thema, das bei jeder Einzeltitelentscheidung erneut umfassend verhandelt

wird. Entsprechend wird beschrieben, dass nach Erfüllung der ESG-Mindestanforderungen für einzelne Titel ein eindeutiges „Go“-Signal vorliegt: „Wenn das erfüllt ist, dann hat der Fondsmanager bei dem Unternehmen ein Ja stehen“ (I1, Pos. 72).

Aus der empirischen Untersuchung geht hervor, dass die Stärke der Zentralisierung zwischen Organisationen variiert. Einige Aussagen aus den Interviews zeigen, dass in der Praxis viele Entscheidungen kollektiv getroffen werden und nicht ausschließlich klar definierten Rollen zugeschrieben werden (vgl. I1, I4, I5). Insbesondere bei strittigen Fällen oder bei der Frage, ob Kriterien angepasst werden, werden Entscheidungen in übergeordneten Gremien gemeinsam getroffen (I2, Pos. 37). Diese Gremien werden als Ort beschrieben, an dem Unternehmen auf Listen gesetzt werden oder Engagement-Entscheidungen vorbereitet werden. Es werde „mindestens zweimal jährlich eine riesige Liste“ erstellt mit Unternehmen, die „restricted“ seien oder in Engagement stehen (I2, Pos. 39). Neben formalen Komitees wird auch eine zweite Form der kollektiven Entscheidung sichtbar: Entscheidungen über Investitionseignung können im ESG-/RI-Bereich selbst über mehrere Personen abgesichert werden. So beschreibt ein Interviewpartner ein Vier-Augen-Prinzip: „... ein Analyst ... schaut sich das dann an und dann überprüft das noch ein Senior und dann wird zusammen eben entschieden, ob das Unternehmen investierbar ist oder nicht“ (I1, Pos. 104).

Andere Kontexte beschreiben jedoch eher individualisierte Entscheidungsräume, in denen das Fondsmanagement innerhalb definierter Leitplanken eigenständig agiert. Ein Interviewpartner formuliert dies sehr direkt: „ich bin quasi mein Investitionskomitee, ich entscheide, was ich dann kaufe und was ich verkaufe“ (I5, Pos. 71). Gleichzeitig wird auch hier nicht beschrieben, dass Entscheidungen vollständig „frei“ wären. Vielmehr werden Strategie- oder Diskussionsrunden erwähnt, jedoch nicht als formaler Freigabeprozess jeder einzelnen Investition (vgl. I5, Pos. 71). Auch wenn Fondsmanager:innen grundsätzlich ökonomische Entscheidungen treffen, wird sichtbar, dass die Frage der Investitionseignung organisatorisch nicht zwingend an Einzelpersonen hängt.

Entscheidungen unter Unsicherheit

Die Interviews zeigen, dass Greenwashing-Risiken in der Praxis häufig im Spannungsfeld divergierender Daten, widersprüchlicher Bewertungen und unvollständiger Informationen entschieden werden müssen. Entscheidungslogiken dienen als Mechanismen, die trotz

Unsicherheit zu einer klaren Entscheidung bezüglich der Investitionseignung führen sollen. Mehrere Interviewpartner:innen beschreiben, dass Organisationen bewusst eine eindeutige Position einnehmen müssen, selbst wenn Datenanbieter unterschiedliche Einschätzungen liefern. So wird betont: „für uns ... müssen wir eine klare Sicht haben ... investierbar oder nicht“ (I3, Pos. 50).

Gleichzeitig zeigen die Interviews, dass divergierende Einschätzungen häufig interne Abstimmungsprozesse auslösen, in denen Organisationen versuchen, zu einer konsistenten Position zu gelangen. Dabei wird versucht, eine nachvollziehbare und konsistente Entscheidung zu treffen, anstatt die objektiv „richtige“ zu suchen. Mehrere Interviewpartner:innen beschreiben, dass unterschiedliche Bewertungen zunächst eingeordnet und diskutiert werden, bevor eine endgültige Entscheidung getroffen wird (vgl. I3, Pos. 43–45; I4, Pos. 74–76). Unsicherheiten werden also in institutionelle Entscheidungsprozesse integriert. Einige Befragte schildern außerdem, dass zusätzliche Informationen oder Kontextwissen dazu führen können, bestehende Einschätzungen zu überdenken. Zum Beispiel, wenn Daten unvollständig sind oder methodische Unterschiede zwischen Anbietern vorliegen (vgl. I1, Pos. 88; I4, Pos. 113–114). Diese Passagen verdeutlichen, dass Entscheidungslogiken nicht ausschließlich mechanisch funktionieren, sondern ein gewisses Maß an Interpretation enthalten.

Mehrere Interviewpartner:innen berichten zudem, dass bei unklarer Datenlage aktiv mit Unternehmen gesprochen wird, um zusätzliche Informationen zu erhalten oder Nachhaltigkeitsangaben besser einordnen zu können (vgl. I1; I4). Außerdem können Investor:innen, bei vermuteten Datenfehlern oder widersprüchlichen Bewertungen direkt mit Ratingagenturen in Kontakt treten, um Bewertungsgrundlagen zu klären oder mögliche Korrekturen anzustoßen (vgl. I3; I5; I6).

Abschließend geht aus der empirischen Untersuchung außerdem hervor, dass Unsicherheit selbst zum Entscheidungsfaktor werden kann. Mehrere Aussagen deuten darauf hin, dass Organisationen in Zweifelsfällen eher restriktiv agieren, um potenzielle Greenwashing-Risiken zu vermeiden. Ein Interviewpartner beschreibt beispielsweise, dass bei nicht eindeutig klärbaren Fällen eine klare Konsequenz gezogen wird: „wenn das nicht hundertprozentig klar ist ... dann sagen wir nein, verkaufen, aus“ (I4, Pos. 152). Unsicherheit wirkt hier als Schwelle, welche die Investitionseignung begrenzen kann. Von der befragten Person aus der

Vermögensberatung wird in diesem Kontext ebenfalls betont, dass fehlende unabhängige Verifizierungen oder nicht standardisierte Datenformate als Hinweis auf potenzielle Risiken interpretiert werden und Investitionen daher vermieden werden (vgl. I9, Pos. 70). Damit zeigt sich, dass Unsicherheit über Nachhaltigkeitsangaben auch außerhalb klassischer institutioneller ESG-Kontexte häufig zu ähnlich vorsichtigen Entscheidungslogiken führen.

Die Integration von Greenwashing-Risiken in Investitionsentscheidungen erfolgt somit nicht über ein einheitliches Verfahren, sondern über ein Zusammenspiel aus formalen Kriterien, organisationalen Zuständigkeiten und situativen Bewertungen unter Unsicherheit. Damit wird deutlich, dass Entscheidungsprozesse durch institutionell eingebettete Interpretations- und Abwägungsmechanismen geprägt sind und nicht auf starre Regeln basieren.

4.1.4 Institutionelle Spannungsfelder im Umgang mit Greenwashing-Risiken

Die Kategorie „Institutionelle Spannungsfelder im Umgang mit Greenwashing-Risiken“ umfasst alle Aussagen, die sich auf strukturelle Herausforderungen und Begrenzungen im Umgang mit Greenwashing beziehen. Im Fokus steht, in welchen Spannungsfeldern sich institutionelle Investor:innen bei der Bewertung und Integration von Greenwashing-Risiken bewegen und welche Grenzen sich dabei aus Datenverfügbarkeit, Bewertungsansätzen sowie institutionellen Rahmenbedingungen ergeben.

Limitationen von Daten, Ratings und Messbarkeit

Die Interviews verdeutlichen, dass ESG-Ratings von den befragten institutionellen Investor:innen als wichtige Grundlage der Nachhaltigkeitsbewertung herangezogen werden. Gleichzeitig verweisen die Interviewpartner:innen wiederholt auf strukturelle Grenzen dieser Daten- und Bewertungsgrundlagen, insbesondere im Hinblick auf unterschiedliche Bewertungsansätze, unvollständige Datengrundlagen sowie zeitliche Verzögerungen in der Datenverfügbarkeit (vgl. I2, Pos. 25; I6, Pos. 44; I1, Pos. 81).

Ein wiederkehrendes Thema ist die Heterogenität von ESG-Ratings. Mehrere Interviewpartner:innen beschreiben, dass Unternehmen je nach Ratinganbieter unterschiedlich bewertet werden können. Ein Interviewpartner spricht in diesem Zusammenhang von einer „pikante[n] Heterogenität“ im Ratingbereich, bei der ein Unternehmen „bei einem ... super“

und „bei einer anderen ... weniger super oder sogar schlecht“ sein könne (I2, Pos. 25). Aus Sicht der Finanzmarktaufsicht wird diese Vielfalt nicht grundsätzlich als systematischer Fehler eingeordnet, sondern als Ausdruck der Komplexität nachhaltigkeitsbezogener Bewertungen: „Gerade wenn es um Nachhaltigkeit geht, ist das ein multidimensionales Feld“ (I7_FMA, Pos. 44). Die befragte Person aus der FMA betont, dass unterschiedliche Methoden unterschiedliche Schwerpunkte abbilden können und Divergenzen daher nicht zwingend negativ zu bewerten seien (vgl. I7_FMA, Pos. 44–46).

Neben divergierenden Bewertungen thematisieren die Interviewpartner:innen wiederholt Grenzen der Datenqualität. Mehrere Befragte weisen darauf hin, dass ESG-Daten nicht durchgehend vollständig sind (I6, Pos. 44) und dass in bestimmten Bereichen modellierte bzw. geschätzte Werte eingesetzt werden, wenn Unternehmen relevante Kennzahlen nicht offenlegen (vgl. I6, Pos. 66–67; I4, Pos. 52–53). Dies wird insbesondere bei Emissionsdaten konkretisiert. Ein Fondsmanager äußert Zweifel an der Messgenauigkeit von Scope-3-Emissionen: „Ich zweifle da ein bisschen an, wie genau ich ein Scope 3 messen kann“ (I5, Pos. 33). In den Aussagen wird damit eine Datenlage beschrieben, in der einzelne Kennzahlen je nach Themenfeld nur eingeschränkt belastbar oder überhaupt messbar sind.

Darüber hinaus wird in mehreren Interviews die zeitliche Verzögerung in der Verarbeitung nachhaltigkeitsbezogener Informationen angesprochen. Eine befragte Person aus der Nachhaltigkeitsanalyse beschreibt, dass Informationen zu Vorfällen zunächst lokal berichtet werden und erst später in der Verarbeitung durch Datenanbieter sichtbar werden: „...und dann fließt es irgendwann einmal nach drei Monaten ein“ (I1, Pos. 81). Zusätzlich wird auf Abdeckungsgrenzen hingewiesen. Eine Person erläutert, dass es vorkommen könne, dass ein Unternehmen nicht von Datenanbietern abgedeckt ist und daher kein Rating vorliegt, besonders im Anleihenbereich bei kleineren Emittenten (vgl. I4, Pos. 86–87). Auch im Zusammenhang mit kleineren oder (noch) nicht indexrelevanten Unternehmen wird beschrieben, dass diese nicht zwingend von großen ESG-Ratingagenturen erfasst sind (vgl. I1, Pos. 59).

Aus regulatorischer Perspektive werden Grenzen der Standardisierung ebenfalls thematisiert. Die FMA-Vertretung hält fest, dass es keine verbindlichen Vorgaben dazu gibt, „welche Daten und welche Anbieter“ heranzuziehen sind; entscheidend sei vielmehr, dass Daten und Vorgehen angemessen sind und der Prozess nachvollziehbar dokumentiert wird (vgl. I7_FMA, Pos. 41–

43). Damit wird ein Rahmen beschrieben, der Anforderungen an Konsistenz und Nachvollziehbarkeit stellt, ohne konkrete Datenquellen oder Methoden verbindlich festzulegen.

Spannungsfelder zwischen Standardisierung, Wirkung und Normativität

Die Interviews deuten auf strukturelle Spannungsfelder, die sich aus organisatorischen, regulatorischen und normativen Rahmenbedingungen nachhaltiger Investitionsstrategien ergeben. Mehrere Interviewpartner:innen beschreiben, dass nachhaltige Investitionsansätze innerhalb eines breiten Rahmens umgesetzt werden und organisationsspezifische Interpretationen eine zentrale Rolle spielen. So wird aus Sicht der befragten Person aus der FMA hervorgehoben, dass nachhaltige Fondsstrategien eine große Bandbreite aufweisen können, von stark wertebasierten Ansätzen bis hin zu technologie- oder transformationsorientierten Strategien (vgl. I7_FMA, Pos. 17–18). Diese Offenheit wird in den Interviews als regulärer Bestandteil nachhaltiger Kapitalanlagen beschrieben und bildet keinen Ausnahmefall. Unterschiedliche Nachhaltigkeitsverständnisse bestehen dabei parallel und führen dazu, dass vergleichbare Produkte oder Unternehmen aus verschiedenen Perspektiven unterschiedlich eingeordnet werden können.

Über diese strukturellen Unsicherheitsfaktoren hinaus zeigen die Interviews, dass nachhaltigkeitsbezogene Bewertungen in einem Umfeld stattfinden, das durch laufende regulatorische Entwicklungen und sich verändernde Anforderungen geprägt ist. Einzelne Interviewpartner:innen verweisen darauf, dass neue Vorgaben oder Erwartungen an Datenqualität und Transparenz entstehen können, ohne dass sich diese unmittelbar in der praktischen Umsetzung abbilden lassen (vgl. I2, Pos. 72). Nachhaltigkeitsprüfungen werden in diesem Zusammenhang als Prozesse geschildert, die regelmäßig angepasst und neu interpretiert werden müssen.

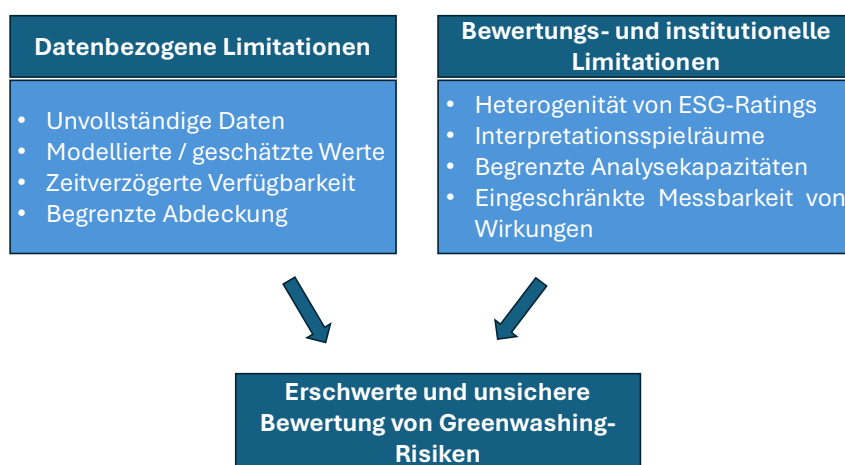
Ein weiteres Spannungsfeld zeigt sich in den Aussagen zur Frage nach der tatsächlichen Wirkung nachhaltiger Investitionspraktiken. Mehrere Interviewpartner:innen reflektieren, dass Engagement- oder Dialogprozesse zwar als wichtiger Bestandteil nachhaltiger Strategien gelten, ihre konkrete Wirkung jedoch schwer zu quantifizieren ist. Eine interviewte Person beschreibt dies mit Blick auf Gespräche mit Unternehmen deutlich: „Man kann es halt nicht messen [...] wir können nur sagen, wir haben darüber gesprochen“ (I4, Pos. 141).

Nachhaltigkeitsbezogene Aktivitäten erscheinen in diesen Aussagen als fortlaufende Interaktionsprozesse zwischen Investor:innen und Unternehmen.

Schließlich thematisieren mehrere Aussagen die normative Dimension nachhaltiger Investitionen. Beispiele wie Rüstungsinvestitionen oder energiepolitische Fragen werden je nach gesellschaftlichem Kontext unterschiedlich bewertet. Die FMA-Vertretung verweist darauf, dass sich Bewertungen bestimmter Sektoren im Zeitverlauf verändern können und Nachhaltigkeitsdiskurse dadurch nicht statisch bleiben (vgl. I7_FMA, Pos. 77–79). Einschätzungen und Bewertungen bezüglich Nachhaltigkeit erscheinen in den Interviews als Felder, die von politischen, gesellschaftlichen und institutionellen Entwicklungen beeinflusst werden.

Aus den Interviews lässt sich schließen, dass Spannungsfelder nachhaltiger Investitionsstrategien aus einer Kombination unterschiedlicher Faktoren entstehen, darunter unterschiedliche Nachhaltigkeitsverständnisse, schwer messbarer Wirkungen der Maßnahmen, sich wandelnder normativer Erwartungen sowie begrenzter Analysekapazitäten (vgl. I7_FMA, Pos. 17–18; I4, Pos. 141; I2, Pos. 72; I7_FMA, Pos. 77–79).

Abbildung 2: Zentrale Faktoren von Unsicherheit bei der Identifikation von Greenwashing-Risiken (eigene Darstellung)



Die Abbildung verdeutlicht, dass Unsicherheiten aus dem Zusammenspiel datenbezogener, bewertungsbezogener und institutioneller Faktoren resultieren. Sie basiert auf wiederkehrenden Mustern in den Interviews und bildet die Grundlage für die im folgenden Kapitel dargestellten Grenzen von ex-ante-Prüfungen, ohne Anspruch auf Vollständigkeit zu erheben.

Grenzen der Wirksamkeit von ex-ante-Prüfungen

Aus den qualitativen Befragungen geht hervor, dass ex-ante-Prüfungen im Umgang mit Greenwashing-Risiken an Grenzen stoßen können. In den Aussagen wird Greenwashing nicht als Ausnahmefall beschrieben, sondern als Unsicherheitsdimension, die auch bei umfassenden Prüfprozessen bestehen bleibt.

Die Interviews verdeutlichen, dass ex-ante-Prüfungen als zentrales Instrument der Risikosteuerung wahrgenommen werden, jedoch in ihrer Wirkung als begrenzt eingeschätzt werden. Mehrere Interviewpartner:innen weisen darauf hin, dass Greenwashing-Risiken trotz umfangreicher Datenanalysen, Ratings und interner Prüfmechanismen nicht vollständig ausgeschlossen werden können. Eine befragte Person beschreibt dies mit Blick auf Screening-Ansätze ausdrücklich so, dass es „keinen richtigen Greenwashing-Screen-Filter“ gebe, der Risiken vollständig eliminieren könne (I1, Pos. 92). Ein weiterer Aspekt betrifft die zeitliche Dynamik von Bewertungen. Mehrere Aussagen deuten darauf hin, dass ex-ante Analysen zwangsläufig auf dem jeweils verfügbaren Informationsstand basieren und sich Bewertungen im weiteren Investitionsprozess durch neue Daten, Kontroversen oder regulatorische Entwicklungen ändern können. Ex-ante-Prüfungen werden in diesem Zusammenhang als frühzeitiger Schritt innerhalb eines fortlaufenden Überwachungsprozesses beschrieben, der laufend angepasst werden muss.

Darüber hinaus wird in den Interviews darauf verwiesen, dass die wahrgenommene Wirksamkeit von Prüfmechanismen eng mit der jeweiligen Auslegung von Nachhaltigkeit zusammenhängt. Unterschiedliche methodische Zugänge und organisationsspezifische Gewichtungen führen dazu, dass Greenwashing-Risiken nicht einheitlich bewertet werden können (vgl. I7_FMA, Pos. 46). Zudem weisen Interviewpartner:innen darauf hin, dass Greenwashing nicht zwingend als bewusste Täuschung entstehen muss. Dies erschwert auch die eindeutige Identifikation entsprechender Risiken im Rahmen ex-ante-Prüfungen. Teilweise wird beschrieben, dass Unternehmen selbst mit unklaren Datenlagen oder sich verändernden Anforderungen konfrontiert sind und Nachhaltigkeitsziele daher nicht immer präzise abgebildet werden können (vgl. I6, Pos. 102).

Zusammenfassend zeigen die Interviews damit ein Verständnis von ex-ante-Prüfungen als wichtigem, jedoch nicht abschließendem Bestandteil im Umgang mit Greenwashing-Risiken.

Prüfprozesse werden dabei als Instrument beschrieben, das Unsicherheiten strukturiert, ohne sie vollständig auflösen zu können (vgl. I1, Pos. 92; I7_FMA, Pos. 46).

4.2 Beantwortung der Forschungsfragen

Im folgenden Kapitel werden die zentralen Ergebnisse der qualitativen Untersuchung im Hinblick auf die formulierten Forschungsfragen zusammengeführt. Auf Grundlage der Interviewanalyse wird dargestellt, wie institutionelle Investor:innen potenzielle Greenwashing-Risiken im Rahmen der ex-ante-Prüfung bewerten und welche Mechanismen sowie Herausforderungen dabei eine Rolle spielen.

I. Wie identifizieren und bewerten institutionelle Investor:innen Greenwashing-Risiken im Rahmen der ex-ante-Prüfung und wie werden diese Bewertungen in Investitionsentscheidungen integriert?

Die Ergebnisse zeigen, dass institutionelle Investor:innen Greenwashing-Risiken primär als Bestandteil ihrer allgemeinen Risikosteuerung verstehen und nicht als rein normatives oder moralisches Problem. Nachhaltigkeit wird dabei überwiegend als wirtschaftlich relevanter Faktor interpretiert, der zur langfristigen Stabilität und Wertentwicklung von Investitionen beitragen soll. Greenwashing wird als potenzielles Risiko eingeordnet, das mit Fehlbewertungen und Reputationsverlusten verbunden sein kann. Es existiert keine klar definierte Schwelle, ab der Greenwashing vorliegt, da es als interpretatives Phänomen verstanden wird. Laut den Interviews entsteht die Wahrnehmung potenzieller Risiken aus der Kombination mehrerer Signale, wie unplausiblen Zielsetzungen, wiederkehrenden Kontroversen, mangelnder Transparenz oder inkonsistenter Nachhaltigkeitsnarrative. Aus den Befragungen geht zudem heraus, dass Greenwashing nicht zwingend als bewusste Täuschung verstanden wird, sondern auch aus strukturellen Unsicherheiten, unvollständigen Daten oder methodischen Grenzen resultieren kann.

Die Bewertungen potenzieller Greenwashing-Risiken werden über mehrere institutionalisierte Mechanismen in Investitionsentscheidungen integriert. Erstens existieren harte Ausschlusskriterien und Schwellenwerte, die bestimmte Geschäftsmodelle oder Aktivitäten unabhängig von weiteren Analysen von vornherein ausschließen. Zweitens erfolgen Entscheidungen in Fällen, in denen keine klaren Ausschlussgründe vorliegen, primär auf Basis

von ESG-Ratings und internen Scores, die im regulären Prozess als ausreichende Grundlage dienen. Vertiefende qualitative Analysen werden dabei insbesondere dann vorgenommen, wenn Ratings als nicht ausreichend erachtet werden oder Zweifel an der Plausibilität von Nachhaltigkeitsstrategien bestehen. Drittens verfügen Organisationen über diskretionäre Entscheidungsspielräume, die es ermöglichen, Bewertungen situationsabhängig zu verschärfen oder in begründeten Fällen anzupassen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Greenwashing-Risiken im Rahmen der ex-ante-Prüfung nicht über ein einheitliches Verfahren identifiziert und bewertet werden, sondern über ein Zusammenspiel aus standardisierten Bewertungsinstrumenten, verfügbaren Daten, qualitativen Einschätzungen und institutionellen Entscheidungslogiken. Die Integration in Investitionsentscheidungen erfolgt dabei mehrstufig und kann je nach Fall zu einem unmittelbaren Ausschluss, einer vertieften Prüfung oder einer restriktiven Einzelfallentscheidung führen.

II. Welche Indikatoren, Datenquellen und Prüfmechanismen nutzen institutionelle Investor:innen zur Erkennung potenziellen Greenwashings in ihrer ex-ante-Prüfung?

Die Ergebnisse zeigen, dass institutionelle Investor:innen potenzielles Greenwashing nicht anhand eines einzelnen eindeutigen Indikators identifizieren, sondern über eine Sammlung an Hinweisen, die auf mögliche Inkonsistenzen zwischen Nachhaltigkeitskommunikation und tatsächlicher Umsetzung hindeuten.

Als zentrale Indikatoren für potenzielles Greenwashing werden insbesondere unplausible oder unzureichend konkretisierte Nachhaltigkeitsziele genannt. Dabei wird von institutionellen Investor:innen vor allem geprüft, ob formulierte Ziele durch nachvollziehbare Maßnahmen und Strategien unterlegt sind. Darüber hinaus werden wiederkehrende Kontroversen und Governance-Probleme als starke Auslöser für Zweifel an der Glaubwürdigkeit von Nachhaltigkeitsaussagen beschrieben. Auch mangelnde Transparenz, unvollständige Datenlagen oder schwer nachvollziehbare Kennzahlen gelten als Hinweise auf potenzielle Risiken. Weitere Indikatoren ergeben sich aus divergierenden ESG-Bewertungen, fehlenden unabhängigen Verifizierungen sowie der selektiven Darstellung einzelner Nachhaltigkeitsleistungen.

Zur Analyse dieser Indikatoren greifen institutionelle Investor:innen auf verschiedene Datenquellen zurück. Externe ESG-Ratings stellen dabei eine zentrale Grundlage dar und dienen als erster strukturierender Input im Prüfprozess. Ergänzt werden diese durch interne Scoringsysteme, Nachhaltigkeitsberichte, Geschäftsberichte sowie Kontroversendaten und mediale Berichterstattung. Darüber hinaus spielen direkte Gespräche mit Unternehmen eine wichtige Rolle, um zusätzliche Informationen zu gewinnen und bestehende Daten einzuordnen. Auch der Austausch mit Datenanbietern wird genutzt, um Bewertungsgrundlagen zu klären oder mögliche Fehler zu identifizieren.

Zur Erkennung potenziellen Greenwashings werden verschiedene Prüfmechanismen eingesetzt, die standardisierte Bewertungen mit qualitativen Analysen kombinieren. Zunächst erfolgt eine Vorselektion auf Basis ESG-bezogener Ausschlusskriterien und definierter Schwellenwerte, durch die das investierbare Universum eingegrenzt wird. Als zentrale Datenquellen dienen dabei insbesondere ESG-Ratings sowie Informationen aus Kontroversenmonitorings, die Hinweise auf Governance-Probleme, Skandale oder andere kritische Ereignisse liefern können. Darauf aufbauend werden qualitative Prüfungen durchgeführt, die insbesondere bei Auffälligkeiten, wie divergierenden Bewertungen, Kontroversen oder unklaren Datenlagen, angestoßen werden. Diese umfassen vertiefte Analysen von Unternehmens- und Nachhaltigkeitsberichten, zusätzliche Recherchen sowie den direkten Dialog mit Unternehmen und Datenanbietern. Ergänzend werden interne Validierungsmechanismen wie Vier-Augen-Prinzipien oder Gremienentscheidungen eingesetzt, um Bewertungen abzusichern.

III. Wie gehen institutionelle Investor:innen mit Informationsunsicherheiten um, insbesondere mit Datenlücken, Intransparenz und divergierenden ESG-Bewertungen?

Die Ergebnisse verdeutlichen, dass Informationsunsicherheiten ein struktureller Bestandteil der Bewertung von Nachhaltigkeitsleistung sind. Datenlücken, unvollständige Offenlegungen, zeitliche Verzögerungen in der Datenverfügbarkeit sowie divergierende ESG-Bewertungen werden nicht als Ausnahme, sondern als reguläre Rahmenbedingungen nachhaltigkeitsbezogener Investitionsentscheidungen beschrieben.

Ein zentraler Aspekt der Unsicherheit ergibt sich aus der Heterogenität von ESG-Ratings. Unternehmen können je nach Datenanbieter unterschiedlich bewertet werden, was zu widersprüchlichen Einschätzungen führt. Diese Unterschiede werden von den Befragten nicht zwingend als Fehler interpretiert, sondern als Ausdruck unterschiedlicher methodischer Ansätze und Perspektiven. Ein weitere Schwierigkeit lässt sich darauf zurückführen, dass aufgrund von begrenzter Datenqualität Kennzahlen geschätzt werden müssen oder bestimmte Informationen gar nicht verfügbar sind. Auch die zeitliche Verzögerung bei der Verarbeitung von Kontroversen sowie die eingeschränkte Abdeckung kleinerer Unternehmen tragen zur Unsicherheit bei.

Der Umgang mit diesen Unsicherheiten erfolgt über verschiedene institutionalisierte Strategien. Dazu gehört zunächst die bewusste Einordnung und Interpretation divergierender Bewertungen, anstatt diese unmittelbar als Entscheidungsgrundlage zu übernehmen. Mehrere Datenquellen werden miteinander verglichen und in einen gemeinsamen Kontext gesetzt. Ergänzend werden zusätzliche Informationen durch direkte Gespräche mit Unternehmen oder durch den Austausch mit Ratingagenturen eingeholt. Entscheidungen werden in Teams oder Gremien diskutiert, um unterschiedliche Perspektiven zu integrieren. Dabei steht nicht die Identifikation einer objektiv „richtigen“ Bewertung im Vordergrund, sondern die Herstellung einer nachvollziehbaren und konsistenten Entscheidungsgrundlage.

Ein weiterer zentraler Befund ist, dass Unsicherheit selbst als Risikosignal interpretiert werden kann. In Situationen, in denen Nachhaltigkeitsangaben nicht ausreichend verifiziert oder plausibilisiert werden können, neigen institutionelle Investor:innen dazu, restriktiv zu agieren, was dazu führen kann, dass Investitionen nicht zustande kommen. Unsicherheit fungiert damit nicht nur als Herausforderung im Bewertungsprozess, sondern auch als eigenständiger Entscheidungsfaktor.

IV. Welche strukturellen oder praktischen Grenzen weisen ex-ante-Prüfungen im Umgang mit Greenwashing-Risiken auf?

Ein zentraler Befund bezüglich der Grenzen von ex-ante-Prüfungen institutioneller Investor:innen ist, dass es keinen spezifischen Mechanismus gibt, der Greenwashing-Risiken vollständig identifizieren oder ausschließen kann. Zusätzlich erschweren unvollständige,

geschätzte oder zeitlich verzögerte Daten eine verlässliche Bewertung. Auch divergierende ESG-Ratings tragen dazu bei, dass keine einheitliche Einschätzung möglich ist.

Darüber hinaus zeigen die Ergebnisse, dass die Wirkung nachhaltigkeitsbezogener Maßnahmen, etwa im Rahmen von Transformationsprozessen oder Engagement-Aktivitäten, häufig schwer messbar sind. Bewertungen basieren demnach oft auf Annahmen und Interpretationen. Gleichzeitig unterliegen Nachhaltigkeitsverständnisse sowie regulatorische Anforderungen einem kontinuierlichen Wandel, wodurch Bewertungsmaßstäbe nicht statisch bleiben. Die Wirksamkeit der eingesetzten Maßnahmen liegt daher weniger in der vollständigen Vermeidung von Risiken als vielmehr in deren systematischer Erfassung, Bewertung und Begrenzung. Auch auf organisatorischer Ebene zeigen sich Grenzen. Aufgrund der Vielzahl potenzieller Investitionen und gleichzeitig begrenzter zeitlicher sowie personeller Kapazitäten kann eine umfassende Prüfung nicht in allen Fällen in vollem Umfang umgesetzt werden. Dies führt dazu, dass potenzielle Greenwashing-Risiken in der Praxis nicht durchgängig in gleicher Tiefe erfasst werden können.

Abschließend zeigt sich eine weiterer zentrale Grenze der ex-ante-Prüfung in der interpretativen Verarbeitung von Nachhaltigkeitsinformationen. Die Ergebnisse zeigen, dass die Einordnung von ESG-Daten und Unternehmen stark von organisationsspezifischen Perspektiven und Bewertungsansätzen abhängt. Dadurch können identische Informationen unterschiedlich interpretiert werden, was zu abweichenden Einschätzungen führt. Ex-ante-Prüfungen stoßen somit auch dort an ihre Grenzen, wo nicht die Datenverfügbarkeit, sondern deren Auslegung entscheidend ist.

4.3 Einordnung der Ergebnisse in die bestehende Literatur

Die wissenschaftliche Literatur zu Greenwashing und ESG-Investitionen weist auf mehrere strukturelle Herausforderungen bei der Bewertung von Nachhaltigkeitsinformationen hin. Dazu zählen insbesondere Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Investor:innen (Delmas & Burbano, 2011), methodische Divergenzen zwischen ESG-Ratings verschiedener Anbieter (Berg et al., 2022), regulatorischer Druck sowie Unsicherheiten hinsichtlich der Verfügbarkeit, Qualität und Vergleichbarkeit von Nachhaltigkeitsdaten (IOSCO, 2023). Vor diesem Hintergrund geben die vorliegenden Ergebnisse Einblicke in die praktische Ausgestaltung der ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen im Kontext von ESG-

Investitionen und potenziellen Greenwashing-Risiken. Ziel dieses Kapitels ist es, die empirischen Befunde in Beziehung zur bestehenden wissenschaftlichen Literatur zu setzen und zentrale Übereinstimmungen, Ergänzungen sowie mögliche Spannungsfelder zwischen Theorie und Praxis herauszuarbeiten.

Ein zentrales Ergebnis der Interviews besteht darin, dass institutionelle Investor:innen Greenwashing als interpretatives Risikofeld beschrieben, das kontextabhängig bewertet wird und nicht als klar abgegrenzter Tatbestand (vgl. I1; I2; I6). Diese Beobachtung steht im Einklang mit der Literatur, in der Greenwashing als ein vielschichtiges Phänomen gilt, das häufig durch Informationsasymmetrien, unklare Definitionen von Nachhaltigkeit und selektiven Einsatz von Signalen entsteht (Ballan & Czarnecki, 2024; Delmas & Burbano, 2011).

Viele regulatorische und wissenschaftliche Definitionen beschreiben Greenwashing auch als irreführende Nachhaltigkeitskommunikation (Delmas & Burbano, 2011; EBA, 2023). Die Interviews verdeutlichen, dass institutionelle Investor:innen mit dieser begrifflichen Offenheit im praktischen Investitionsprozess umgehen, indem sie potenzielle Greenwashing-Risiken anhand einer kritischen Einordnung von Nachhaltigkeitsinformationen, Erfahrungswerten und kontextuellen Signalen bewerten. In diesem Zusammenhang berichten zum Beispiel mehrere Interviewpartner:innen, dass Nachhaltigkeitsziele kritisch hinterfragt werden, wenn sie als wenig ambitioniert erscheinen oder nicht durch konkrete Maßnahmen, externe Verifizierungen oder nachvollziehbare Zeitpläne gestützt werden (vgl. I3; I9).

Darüber hinaus bestätigen die Ergebnisse die zentrale Rolle von ESG-Ratings und externen Datenquellen im Investitionsprozess institutioneller Investor:innen. Die Interviews verdeutlichen, dass Ratings primär als Einstiegspunkt in die Analyse dienen und selten als alleinige Entscheidungsgrundlage verwendet werden (vgl. I1; I4; I6). Dieses Ergebnis steht im Einklang mit Studien, die ESG-Ratings als wichtiges, jedoch begrenzt aussagekräftiges Instrument beschreiben (Berg et al., 2022; Boffo & Patalano, 2020). Die in der Literatur vielfach diskutierte Divergenz zwischen ESG-Ratings verschiedener Anbieter (Berg et al., 2022) spiegelt sich auch in den empirischen Aussagen wider. Mehrere Interviewpartner:innen berichten von stark unterschiedlichen Bewertungen desselben Unternehmens durch verschiedene Ratingagenturen (vgl. I2; I5; I8), wodurch interne Validierungs- und Interpretationsprozesse notwendig werden. Die Ergebnisse bestätigen damit die Einschätzung

internationaler Aufsichtsbehörden wie IOSCO (2021), dass ESG-Ratings zwar eine wichtige Orientierung bieten, ihre Nutzung jedoch durch zusätzliche Analysen und Kontextualisierung ergänzt werden muss.

Die durchgeführten Interviews bestätigen die Literatur dahingehend, dass auch die regulatorische Aufmerksamkeit gegenüber Greenwashing in den letzten Jahren deutlich zugenommen hat (Delmas & Burbano, 2011; EBA, 2023). Laut den Interviewteilnehmer:innen bedeuten verstärkte regulatorischer Offenlegungspflichten auch, dass zunehmender regulatorischer Druck auf Anbieter:innen nachhaltiger Finanzprodukte. In der Literatur besteht die Auffassung, dass komplexe neue Offenlegungsanforderungen auch zu Folge haben können, dass Investor:innen überfordert sind und keine fundierte Entscheidungen über die tatsächliche Wirkung ihrer Investitionen treffen können (Buttigieg & Pulis, 2024). Diese Theorie bestätigt sich in den Interviews nicht. Während eine befragte Person zwar von einem „Überschießen der Regulatorik“ spricht, werden diese Maßnahmen im Großen und Ganzen trotzdem als positiv bewertet, da „jeder dann gezwungen wurde, sich im Detail auch mit diesen Dingen zu beschäftigen“ (I2_SIM_Generali, Pos. 72).

Ein weiterer zentraler Befund betrifft die Struktur der ex-ante-Prüfung selbst. Die Interviews zeigen, dass institutionelle Investor:innen ihre Prüfprozesse typischerweise als mehrstufige Entscheidungsarchitektur organisieren, in der quantitative Screening-Mechanismen mit qualitativen Bewertungsprozessen kombiniert werden (vgl. I1; I2; I8). Diese Struktur entspricht weitgehend den in der Literatur beschriebenen typischen Bestandteilen von ex-ante-Prüfungen, die eine Kombination aus Screening, Kontroversenmonitoring, Daten-Triangulation und qualitativer Bewertung vorsehen (vgl. Kapitel 2.6.2). Besonders deutlich wird dies in der Rolle von Ausschlusskriterien, Mindestschwellenwerten und vorstrukturierten Anlageuniversen, die bereits früh im Investitionsprozess potenzielle Investitionen filtern. Mehrere Interviewpartner:innen behaupten, dass Ausschlusskriterien in Folge durch weitere analytische Prüfmechanismen ergänzt werden. Eine wichtige Rolle spielt hierbei das Kontroversenmonitoring (vgl. I2; I4; I6; I8). Teilweise kommen dabei Flag-Systeme zum Einsatz, mit denen der Schweregrad einer Kontroverse klassifiziert wird. Kontroversen wirken damit nicht nur als potenzieller Ausschlussmechanismus, sondern auch als Auslöser für weiterführende Prüfungen innerhalb des Investitionsprozesses. Diese Funktion von Kontroversenmonitoring wird auch in der Literatur beschrieben, die solche Systeme als

wichtige Ergänzung standardisierter ESG-Daten hervorhebt (vgl. Berg et al., 2022; IOSCO, 2023).

Die empirischen Ergebnisse erweitern die bestehende Literatur, indem sie zeigen, wie ex-ante-Prüfungen im institutionellen Kontext organisatorisch umgesetzt werden. Während viele Studien nachhaltige Investitionsansätze vor allem aus einer analytischen Perspektive betrachten und sich auf Bewertungsmodelle, Kennzahlen oder Portfolioeffekte konzentrieren (Berg et al., 2022; Horn, 2024; Kathan et al., 2025; Sun et al., 2024), verdeutlichen die vorliegenden Ergebnisse, wie diese Prüfprozesse innerhalb von Investitionsorganisationen praktisch umgesetzt werden. Dabei wird deutlich, dass ESG-bezogene Bewertungen im Rahmen der ex-ante-Prüfung häufig arbeitsteilig organisiert sind. ESG-Analyst:innen, Portfoliomanager:innen und Governance-Einheiten übernehmen unterschiedliche Funktionen innerhalb des Prüfprozesses und tragen gemeinsam zur Bewertung der Investitionseignung potenzieller Unternehmen bei (vgl. I1; I2; I6). Diese Rollenverteilung entspricht der in der Literatur beschriebenen funktionalen Trennung zwischen Analyse, Risikokontrolle und Portfolioentscheidung (Ferrarini & Siri, 2023; Orsagh et al., 2018). Aus den Interviews geht außerdem hervor, dass diese Rollenarchitektur in der Praxis nicht strikt linear funktioniert, sondern durch Komiteestrukturen, interne Abstimmungsprozesse und Mehr-Augen-Prinzipien ergänzt wird (vgl. I2; I1). Dadurch wird die Verantwortung für Nachhaltigkeitsbewertungen organisatorisch verteilt und institutionell abgesichert.

Ein weiteres zentrales Ergebnis betrifft den Umgang mit Unsicherheit im ESG-Kontext. Die Interviews verdeutlichen, dass Investitionsentscheidungen häufig unter divergierender Daten, unvollständiger Informationen oder widersprüchlicher Bewertungen getroffen werden müssen (vgl. I3; I4; I6). Dieses Ergebnis bestätigt zentrale Annahmen der Literatur, die nachhaltigkeitsbezogene Informationen als besonders anfällig für Informationsasymmetrien und Datenlücken beschreibt (IOSCO, 2023; Kathan et al., 2025). Institutionelle Investor:innen reagieren auf solche Unsicherheiten häufig mit vorsichtigen Entscheidungsregeln, beispielsweise durch restriktive Interpretationen bei unklarer Datenlage oder durch zusätzliche interne Abstimmungsprozesse.

Aussagen der befragten Personen zeigen ebenfalls eine Übereinstimmung mit der Literatur hinsichtlich der Grenzen von ex-ante-Prüfungen. Trotz umfangreicher Analyseprozesse

betonen mehrere Interviewpartner:innen, dass Greenwashing-Risiken nicht vollständig ausgeschlossen werden können (vgl. I1; I7). Diese Einschätzung deckt sich mit wissenschaftlichen Arbeiten, die darauf hinweisen, dass ESG-bezogene Bewertungen häufig mit Unsicherheiten verbunden sind, etwa aufgrund divergierender ESG-Ratings, begrenzter Datenverfügbarkeit oder unterschiedlicher Bewertungsmethoden (Berg et al., 2022; IOSCO, 2023). Ex-ante-Prüfungen können demnach Risiken reduzieren und Entscheidungsprozesse strukturieren, bieten jedoch keine Garantie dafür, dass Greenwashing vollständig erkannt oder verhindert wird.

Die Ergebnisse zeigen eine weitgehende Übereinstimmung mit zentralen Erkenntnissen der bestehenden Literatur, erweitern diese jedoch, indem sie die konkrete organisatorische Umsetzung dieser Mechanismen im institutionellen Kontext sichtbar machen. Während wissenschaftliche Studien häufig einzelne Instrumente oder Strategien isoliert betrachten, verdeutlichen die Interviews, dass Greenwashing-Risiken in der Praxis vor allem durch das Zusammenspiel verschiedener Mechanismen adressiert werden. ESG-Ratings, Screening-Ansätze, qualitative Analysen und organisatorische Governance-Strukturen zielen dabei gemeinsam darauf ab Nachhaltigkeitsrisiken bereits vor einer Investitionsentscheidung zu identifizieren und zu begrenzen.

4.4 Diskussion der Ergebnisse

Die Ergebnisse der Untersuchung sowie die Literatur weisen auf eine strukturelle Abhängigkeit von externen Datenanbietern hin, deren Einfluss auf Investitionsentscheidungen kritisch eingeordnet werden muss. Unterschiedliche Ratinganbieter verwenden teilweise verschiedene Bewertungsmethoden, Indikatoren und Gewichtungen, wodurch identische Unternehmen sehr unterschiedlich bewertet werden können (Berg et al., 2022). Nachhaltigkeitsbewertungen müssen regelmäßig überprüft und eingeordnet werden, da Datenanbieter bestimmte Entwicklungen erst zeitverzögert berücksichtigen oder unterschiedliche Interpretationen desselben Sachverhalts vornehmen (vgl. I1; I4; I6). Selbst umfangreiche Analysen basieren auf Grundlage der jeweils verfügbaren Informationen, wodurch Nachhaltigkeitsbewertungen zwangsläufig mit Unsicherheiten behaftet bleiben. Mehrere Interviewpartner:innen verweisen in diesem Zusammenhang wiederholt auf den Dieselskandal, bei dem das betroffene Unternehmen trotz später aufgedeckter Verstöße zuvor gute ESG-Bewertungen bekommen hat und dadurch in nachhaltigen Portfolios stark vertreten war (vgl. I1, I5, I8). Dies deutet darauf

hin, dass datenbasierte Bewertungsansätze strukturelle Grenzen in der frühzeitigen Erkennung von Greenwashing-Risiken aufweisen (Berg et al., 2022)

Die Beispiele aus den Interviews verdeutlichen, dass der Verlass auf ESG-Ratings oft nicht ausreicht, um Greenwashing-Risiken vollständig zu erkennen. Mehrere Interviewpartner:innen betont daher, dass ESG-Ratings und standardisierte Nachhaltigkeitsdaten durch zusätzliche qualitative Analysen ergänzt werden müssen, um mögliche Auffälligkeiten besser zu verstehen (vgl. I1; I4; I6). Dazu zählen beispielsweise vertiefte Unternehmensanalysen, die Einordnung von Kontroversen oder die Bewertung der Plausibilität von Nachhaltigkeitsstrategien. Dies kann jedoch ebenfalls zu divergierenden Ergebnissen führen. Identische Unternehmen können von verschiedenen Investor:innen unterschiedlich bewertet werden, da sie zwar auf ähnliche Datenquellen zurückgreifen, diese aber unterschiedlich interpretieren. Damit wird die zentrale Rolle subjektiver Einordnung innerhalb der ex-ante-Prüfung unterstrichen (Boffo & Patalano, 2020).

Obwohl sich in den Interviews die beschriebene Notwendigkeit für zusätzliche Analysen und Untersuchungen bestätigt, stellt sich heraus, dass vertiefte Analysen in den meisten Fällen nicht durchgeführt werden. Mehrere Interviewpartner:innen berichten, dass ESG-Ratings zunächst als erster Orientierungspunkt dienen und detailliertere Prüfungen insbesondere dann erfolgen, wenn Auffälligkeiten oder widersprüchliche Bewertungen auftreten (vgl. I4; I6). Eine befragte Person beschreibt, dass „wenn ex-ante alles passt und keine Kontroverse aufleuchtet, [...] wir uns das nicht noch extra im Detail anschauen“ (I6, Pos. 39). Diese selektive Vertiefung kann aus Gründen der Effizienz und aus eingeschränkten Kapazitäten der Investor:innen zwar nachvollziehbar sein, verweist jedoch zugleich auf eine potenzielle Grenze der ex-ante-Prüfung. Greenwashing-Risiken, die sich nicht unmittelbar in Ratings, Kontroversen oder Datenabweichungen widerspiegeln, können auf diese Weise unidentifiziert bleiben. Die Ergebnisse legen somit nahe, dass die Effektivität von Prüfprozessen nicht nur von der Qualität der Daten, sondern auch von den Kriterien abhängt, die vertiefte Analysen auslösen.

Neben diesen analytischen Herausforderungen zeigen die Interviews außerdem ein Spannungsfeld zwischen Nachhaltigkeitskriterien und finanziellen Investitionszielen. Institutionelle Investor:innen verfolgen grundsätzlich das Ziel, nachhaltige Aspekte in ihre Investitionsentscheidungen zu integrieren. Gleichzeitig bleiben sie jedoch wirtschaftlichen

Zielsetzungen verpflichtet, insbesondere im Hinblick auf Rendite, Risiko und Portfoliostruktur. Mehrere Interviewpartner:innen betonen daher, dass Nachhaltigkeitsbewertungen zwar eine wichtige Rolle im Investitionsprozess spielen, jedoch nicht das alleinige Entscheidungskriterium darstellen (vgl. I1; I4; I8). Ein Unternehmen kann beispielsweise eine positive Nachhaltigkeitsbewertung aufweisen, dennoch aber von einer Investition ausgeschlossen werden, wenn es aus finanzieller oder fundamentaler Perspektive als unattraktiv bewertet wird (vgl. I4). Dies verweist auf einen strukturellen Zielkonflikt zwischen nachhaltigkeitsbezogenen und ökonomischen Entscheidungslogiken (Lopez-de-Silanes et al., 2024).

Die Interviews deuten zudem darauf hin, dass der tatsächliche Einfluss institutioneller Investor:innen auf unternehmerische Nachhaltigkeitspraktiken häufig erst nach einer Investitionsentscheidung entsteht. Mehrere Interviewpartner:innen betonen, dass Instrumente wie Engagement oder Active Ownership, insbesondere wenn sie gemeinsam mit anderen Investor:innen ausgeübt werden, potenziell einen deutlich stärkeren Einfluss auf Unternehmenspraktiken haben können als rein ex-ante durchgeführte Prüfprozesse. Während ex-ante-Prüfungen in erster Linie dazu dienen, Risiken zu identifizieren und Investitionsentscheidungen vorzustrukturieren, ermöglicht erst der Dialog mit Unternehmen eine direkte Einflussnahme auf strategische oder operative Nachhaltigkeitsmaßnahmen. Dies verdeutlicht, dass die Begrenzung von Greenwashing-Risiken im nachhaltigen Investitionsprozess nicht ausschließlich durch vorgelagerte Prüfmechanismen erfolgt, sondern auch von der späteren aktiven Einflussnahme institutioneller Investor:innen abhängt. Diesbezüglich zeigt sich jedoch auch, dass der Erfolg solcher Engagement-Maßnahmen nur schwer messbar ist und falls überhaupt, dann erst lange Zeit später erkennbar wird.

4.5 Erweiterte Beobachtungen aus den Interviews

Neben den zentralen Ergebnissen dieser Arbeit wurden in den Interviews auch mehrere Themen angesprochen, die nicht unmittelbar Teil der systematischen Analyse waren, jedoch einen breiteren Kontext für aktuelle Entwicklungen im Bereich nachhaltiger Investitionen liefern. Diese Beobachtungen betreffen insbesondere kontroverse Diskussionen über einzelne Branchen, politische Einflüsse auf den ESG-Diskurs, sowie Veränderungen in der Nachfrage nach nachhaltigen Investitionsprodukten.

Ein wiederkehrendes Thema in mehreren Interviews betrifft die Diskussion über Rüstungsunternehmen im Kontext nachhaltiger Investitionen. Mehrere Interviewpartner:innen berichten, dass Investitionen in Waffenproduktion in nachhaltigen Fonds häufig grundsätzlich ausgeschlossen sind, insbesondere wenn entsprechende Kriterien in Nachhaltigkeitsrichtlinien oder Zertifizierungen verankert sind (vgl. I1; I2; I3; I5). Gleichzeitig zeigt sich jedoch, dass die Bewertung dieser Branche zunehmend Gegenstand intensiver Diskussionen ist. Einerseits wird argumentiert, dass die Herstellung von Waffen aus ethischer Perspektive nicht mit nachhaltigen Investitionsprinzipien vereinbar sei, da ihr primärer Zweck in der Zerstörung liege (vgl. I1). Andererseits wird im europäischen Kontext verstärkt auf den gesellschaftlichen Nutzen von Verteidigung verwiesen, da Staaten ein legitimes Recht auf Selbstverteidigung besitzen und entsprechende militärische Infrastruktur benötigen (vgl. I1). Diese Debatte wird zusätzlich dadurch erschwert, dass rechtlich derzeit keine eindeutige Regelung besteht, die Investitionen in Rüstungsunternehmen in nachhaltigen Fonds grundsätzlich verbietet (vgl. I7). Dadurch entsteht ein Spannungsfeld zwischen politischen Entwicklungen, sicherheitspolitischen Argumenten und den traditionellen Nachhaltigkeitskriterien.

Darüber hinaus verdeutlichen die Interviews, dass nachhaltiges Investieren stark von politischen und regionalen Kontexten geprägt ist. Mehrere Interviewpartner:innen weisen darauf hin, dass ESG-Themen international sehr unterschiedlich diskutiert werden. Während westeuropäische Länder häufig als Vorreiter im Bereich nachhaltiger Finanzmärkte wahrgenommen werden, wird insbesondere in den USA eine zunehmende politische Polarisierung des ESG-Diskurses beobachtet (vgl. I3; I5). Einzelne Interviewpartner:innen berichten, dass politische Entwicklungen in den USA zu einer kritischeren Haltung gegenüber ESG-Initiativen geführt haben und Nachhaltigkeitsthemen in Unternehmensberichten teilweise weniger stark betont werden als in europäischen Märkten (vgl. I5). Gleichzeitig zeigen die Interviews, dass auch innerhalb Europas unterschiedliche Auffassungen darüber bestehen können, was als nachhaltig gilt. Ein häufig genanntes Beispiel ist die Bewertung von Atomenergie, die in einigen Ländern als klimafreundliche Energiequelle gilt, während sie in anderen Ländern weiterhin strikt abgelehnt wird (vgl. I8). Solche Unterschiede verdeutlichen, dass Nachhaltigkeitsbewertungen nicht ausschließlich auf objektiven Kriterien beruhen, sondern auch von politischen, kulturellen und regulatorischen Rahmenbedingungen beeinflusst werden.

Ein weiterer Aspekt betrifft mögliche Veränderungen in der Nachfrage nach nachhaltigen Investitionsprodukten. Mehrere Interviewpartner:innen berichten, dass das Interesse an ESG-Investitionen in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen hat, insbesondere bei institutionellen Investor:innen sowie bei jüngeren Kund:innengruppen (vgl. I1; I3; I8). Gleichzeitig deuten einige Aussagen darauf hin, dass sich die Dynamik der Nachfrage zuletzt etwas abgeschwächt haben könnte. Einzelne Interviewpartner:innen beobachten beispielsweise eine temporäre Zurückhaltung bei privaten Anleger:innen oder führen Veränderungen im ESG-Diskurs auf geopolitische Entwicklungen und politische Debatten zurück (vgl. I3; I5; I8). Andere betonen hingegen, dass nachhaltige Investitionen langfristig weiterhin an Bedeutung gewinnen dürften, insbesondere aufgrund regulatorischer Entwicklungen und der zunehmenden Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in Investitionsprozesse (vgl. I8).

Die zusätzlichen Beobachtungen aus den Interviews zeigen, dass nachhaltiges Investieren nicht nur von analytischen Bewertungsmethoden oder regulatorischen Vorgaben geprägt ist. Auch politische Entwicklungen, gesellschaftliche Debatten und Markttrends spielen eine wichtige Rolle. Diskussionen über einzelne Branchen, internationale Unterschiede in der Bewertung von Nachhaltigkeit sowie Veränderungen in der Nachfrage nach ESG-Investitionen machen deutlich, dass sich nachhaltige Finanzmärkte weiterhin im Wandel befinden.

5 Fazit und zukünftige Forschung

Die Ergebnisse dieser Arbeit zeigen, dass institutionelle Investor:innen Greenwashing-Risiken nicht anhand einzelner Kennzahlen identifizieren, sondern im Rahmen strukturierter Prüfprozesse unter Einbezug verschiedener Informationsquellen bewerten. Dabei erfolgt die Analyse typischerweise gestuft: Standardisierte Bewertungen dienen als erste Orientierung, während vertiefte Prüfungen vor allem bei Auffälligkeiten durchgeführt werden. Entscheidend ist dabei weniger die Anwendung einzelner Instrumente als vielmehr deren Zusammenspiel im Rahmen institutioneller Entscheidungsprozesse.

Die qualitative Analyse legt nahe, dass eine ex-ante-Prüfung Greenwashing-Risiken im Investitionsprozess zwar durch verschiedene analytische, organisationale und regulatorische Mechanismen reduzieren kann, Bewertungen jedoch auch an strukturelle Grenzen stoßen. Unsicherheiten in den verfügbaren Daten, unterschiedliche Nachhaltigkeitsbewertungen sowie

limitierte Kapazitäten für vertiefte Analysen erschweren eine eindeutige Beurteilung von Nachhaltigkeitsleistungen. Zudem kommt, dass nach wie vor Begriffe wie „Nachhaltigkeit“ und „Greenwashing“ nicht klar definiert sind. Greenwashing stellt daher kein klar identifizierbares Ereignis dar, sondern ein Risiko, das im Rahmen unsicherer Informationen und interpretativer Bewertungsprozesse eingeordnet werden muss. Ex-ante-Prüfungen dienen dazu, Greenwashing-Risiken im Rahmen institutioneller Entscheidungsprozesse frühzeitig zu erkennen und zu reduzieren, können jedoch nicht garantieren, dass Greenwashing vollständig ausgeschlossen wird.

Die vorliegende Studie weist gewisse Limitationen auf, die bei der Interpretation der Ergebnisse berücksichtigt werden sollten. Erstens basiert die Untersuchung auf einer begrenzten Anzahl qualitativer Interviews mit Expert:innen aus dem institutionellen Investitionsbereich. Obwohl diese Interviews wertvolle Einblicke in praktische Entscheidungsprozesse ermöglichen, lassen sich die Ergebnisse nicht ohne Weiteres auf alle institutionellen Investor:innen übertragen. Zweitens konzentriert sich die Untersuchung primär auf Akteur:innen aus dem europäischen beziehungsweise österreichischen Finanzmarkt. Unterschiede in regulatorischen Rahmenbedingungen, Marktstrukturen oder Investitionspraktiken könnten dazu führen, dass die Ergebnisse in anderen Regionen nur eingeschränkt übertragbar sind.

Die Ergebnisse dieser Arbeit eröffnen zudem mehrere Ansatzpunkte für zukünftige Forschung. Ein möglicher Schwerpunkt könnte auf der tatsächlichen Wirksamkeit bestehender Prüfmechanismen liegen. Während diese Studie gezeigt hat, wie institutionelle Investor:innen potenzielle Greenwashing-Risiken im Investitionsprozess analysieren, bleibt weitgehend offen, in welchem Ausmaß solche Prüfungen tatsächlich dazu beitragen, Greenwashing-Fälle zu vermeiden. Zukünftige Studien könnten daher untersuchen, wie häufig Unternehmen trotz umfangreicher ex-ante-Prüfungen später in Nachhaltigkeitskontroversen verwickelt sind. Darüber hinaus könnten zukünftige Arbeiten stärker analysieren, wie sich organisatorische Entscheidungsstrukturen, beispielsweise die Rollenverteilung zwischen ESG-Analyst:innen und Portfoliomanager:innen oder die Einbindung von Komitees, konkret auf Investitionsentscheidungen auswirken. Ein weiterer Ansatzpunkt könnte darin bestehen, den Einfluss politischer Entwicklungen auf nachhaltige Finanzmärkte genauer zu untersuchen. Insbesondere wäre es interessant zu analysieren, wie nationale und internationale politische Debatten sowie gesellschaftliche Einstellungen gegenüber Nachhaltigkeit die Nachfrage nach ESG-Investitionen und deren Wahrnehmung im Finanzmarkt beeinflussen.

Literaturverzeichnis

Englischsprachige Literatur

- Aburto Barrera, L. I., & Wagner, J. (2023). A systematic literature review on sustainability issues along the value chain in insurance companies and pension funds. *European Actuarial Journal*, 13(2), 653–701. <https://doi.org/10.1007/s13385-023-00349-1>
- Agapova, A., Filatova, U., & Yuk, I. (2025). Positive versus negative ESG portfolio screening and investors' preferences. *The European Journal of Finance*, 1–30. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2025.2585967>
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Alda, M. (2021). The environmental, social, and governance (ESG) dimension of firms in which social responsible investment (SRI) and conventional pension funds invest: The mainstream SRI and the ESG inclusion. *Journal of Cleaner Production*, 298, 126812. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126812>
- Alodat, A. Y., & Hao, Y. (2025). Environmental, social and governance (ESG) disclosure and firm performance: Moderating role of board gender diversity and sustainability committee. *Sustainable Development*, 33(1), 636–651. <https://doi.org/10.1002/sd.3126>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Ang, A. (2012). Asset Owners and Delegated Managers. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2103737>
- Armour, J., Mayer, C., & Polo, A. (2017). Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(4), 1429–1448. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000461>
- Arribas, I., Espinós-Vañó, M. D., García, F., & Tamošiūnienė, R. (2019). Negative screening and sustainable portfolio diversification. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 6(4), 1566–1586. [https://doi.org/10.9770/jesi.2019.6.4\(2\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2019.6.4(2))
- Ballan, B., & Czarnecki, J. J. (2024). Disclosure, Greenwashing, and the Future of ESG Litigation. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4938648>
- Barkemeyer, R., Revelli, C., & Douaud, A. (2023). Selection bias in ESG controversies as a risk for sustainable investors. *Journal of Cleaner Production*, 405, 137035. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.137035>

- Barko, T., Cremers, M., & Renneboog, L. (2022). Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance. *Journal of Business Ethics*, 180(2), 777–812. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04850-z>
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
- Bernow, S., Klempner, B., & Magnin, C. (2017). *From why to why not: Sustainable investing as the new normal* (Private Equity & Principal Investors Practice October 2017). McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/from-why-to-why-not-sustainable-investing-as-the-new-normal>
- Berrone, P., Fosfuri, A., & Gelabert, L. (2017). Does Greenwashing Pay Off? Understanding the Relationship Between Environmental Actions and Environmental Legitimacy. *Journal of Business Ethics*, 144(2), 363–379. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2816-9>
- Bertelli, B., & Torricelli, C. (2024). The trade-off between ESG screening and portfolio diversification in the short and in the long run. *Journal of Economics and Finance*, 48(2), 298–322. <https://doi.org/10.1007/s12197-023-09652-9>
- Boffo, R., & Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. OECD Paris. <https://doi.org/10.1787/b4f71091-en>
- Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R., Hebb, T., Hoepner, A., Klein, C., Krueger, P., Paetzold, F., Scholtens, B., & Weber, O. (2021). Impact investments: A call for (re)orientation. *SN Business & Economics*, 1(2), 33. <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>
- Busch, T., Pruessner, E., Oulton, W., Palinska, A., & Garrault, P. (2024). *Methodology for Eurosif Market Studies on Sustainability-related Investments* [Eurosif Final Report]. Eurosif. https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2024/02/2024.02.15-Final-Report-Eurosif-Classification_2024.pdf
- Buttigieg, C. P., & Pulis, S. (2024). Strategic initiatives to address greenwashing. *ERA Forum*, 25(3), 327–337. <https://doi.org/10.1007/s12027-024-00815-7>
- Capelli, P., Ielasi, F., & Russo, A. (2021). Forecasting volatility by integrating financial risk with environmental, social, and governance risk. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1483–1495. <https://doi.org/10.1002/csr.2180>
- Çelik & Isaksson. (2013). *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?* (OECD Corporate Governance Working Papers No. 11; OECD Corporate Governance Working Papers, Bd. 11). OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en>

- CFA Institute. (o. J.). *What is a Portfolio Manager?* Abgerufen 13. November 2025, von <https://www.cfainstitute.org/programs/cfa-program/careers/portfolio-manager>
- CFA Institute. (2023). *Definitions for Responsible Investment Approaches*. CFA Institute. <https://doi.org/10.56227/23.1.22>
- CFA, P. V. (2014, April 15). Institutional Investors: What Is Their Role as Owners of Public Companies? *CFA Institute Market Integrity Insights*. <https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2014/04/15/institutional-investors-what-is-their-role-as-owners-of-public-companies/>
- Chen, L., Zhang, L., Huang, J., Xiao, H., & Zhou, Z. (2021). Social responsibility portfolio optimization incorporating ESG criteria. *Journal of Management Science and Engineering*, 6(1), 75–85. <https://doi.org/10.1016/j.jmse.2021.02.005>
- Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022). Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. *The Accounting Review*, 97(1), 147–175. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>
- Cicchello, A. F., Marrazza, F., & Perdichizzi, S. (2023). Non-financial disclosure regulation and environmental, social, and governance (ESG) performance: The case of EU and US firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(3), 1121–1128. <https://doi.org/10.1002/csr.2408>
- Clark, G. L., & Monk, A. H. B. (2019). Asset Owners, Investment Management, and Commitment: An Organizational Framework. *The Journal of Retirement*, 6(3), 9–22. <https://doi.org/10.3905/jor.2019.6.3.009>
- Dai, Y., Tan, W., & Yao, D. (Troy). (2025). Addressing CSR Red Flags as a Strategic Response to Economic Policy Uncertainty. *Accounting & Finance*, 65(3), 2778–2804. <https://doi.org/10.1111/acfi.70018>
- Davies, P. (Hrsg.). (2024). *The Global ESG handbook: A guide for practitioners*. Globe Law and Business Limited.
- De Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B., & Soares, G. R. D. L. (2020). Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 32(1), 19. <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>
- Delmas, M. A., & Burbano, V. C. (2011). The Drivers of Greenwashing. *California Management Review*, 54(1), 64–87. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.54.1.64>
- Deloitte. (2024). *2024 ESG in M&A Trends Survey*. <https://www.deloitte.com/global/en/services/consulting-financial/analysis/global-esg-ma-survey.html>

- Dempere, J., Alamash, E., & Mattos, P. (2024). Unveiling the truth: Greenwashing in sustainable finance. *Frontiers in Sustainability*, 5, 1362051. <https://doi.org/10.3389/frsus.2024.1362051>
- Dimson, Karakaş, & Li, X. (2025). Coordinated Engagements. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3209072>
- Dimson, Marsh, & Staunton. (2020a). *Divergent ESG ratings*. <https://doi.org/10.17863/CAM.55949>
- Dimson, Marsh, & Staunton. (2020b). ESG investing. In *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020* (S. 46–64). Credit Suisse Research Institute.
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693–714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- Entman, R. M. (1993). Framing: Toward Clarification of a Fractured Paradigm. *Journal of Communication*, 43(4), 51–58. <https://doi.org/10.1111/j.1460-2466.1993.tb01304.x>
- European Banking Authority. (2021). *EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*. European Banking Authority. <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-report-management-and-supervision-esg-risks-credit-institutions-and-investment-firms>
- European Banking Authority. (2023). *EBA Progress Report on Greenwashing Monitoring and Supervision* (EBA/REP/2023/16). European Banking Authority. https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2023/1055934/EBA%20progress%20report%20on%20greenwashing.pdf
- European Securities and Markets Authority [ESMA]. (2024a). *Final Report – Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms* Autor: European Securities and Markets Authority (ESMA) (Nos. ESMA34-472–440). https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440_Final_Report_Guidelines_on_funds_names.pdf
- European Securities and Markets Authority [ESMA]. (2024b). *Final Report on Greenwashing Response to the European Commission's request for input on “greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies”* (Nos. ESMA36-287652198–2699). <https://share.google/wC4PqKCwn299303gX>
- Farooq, M. B., Azantouti, A. S. A., & Zaman, R. (2024). Non-financial information assurance: A review of the literature and directions for future research. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 15(1), 48–84. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-03-2023-0166>

- FCA. (2022). *ESG integration in UK capital markets: Feedback to CP21/18 (FS22/4)*. Financial Conduct Authority.
- Ferrarini, G., & Siri, M. (2023). Stewardship and ESG in Europe. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4651834>
- Flammer, C. (2015). Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. *Management Science*, 61(11), 2549–2568. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2038>
- Folqué, M., Escrig-Olmedo, E., & Corzo Santamaría, M. T. (2023). Contribution of sustainable investment to sustainable development within the framework of the SDGs: The role of the asset management industry. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(5), 1075–1100. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2022-0044>
- Freshtriana, F., & Kim, S. S. (2025). The Effect of Greenwashing on Company Value. *Owner*, 9(1), 140–148. <https://doi.org/10.33395/owner.v9i1.2511>
- FSB. (2020, November 23). The implications of climate change for financial stability. *Financial Stability Board*. <https://www.fsb.org/2020/11/the-implications-of-climate-change-for-financial-stability/>
- Galletta, S., & Mazzù, S. (2023). ESG controversies and bank risk taking. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 274–288. <https://doi.org/10.1002/bse.3129>
- GIIN *Impact Investing Guide*. (2025). Global Impact Investing Network.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Global Sustainable Investment Review 2024*. (2024). Global Sustainable Investment Alliance.
- Global Sustainable Investment Review 2020*. (2021). Global Sustainable Investment Alliance. <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- González G. Vega, A., Olmo, B. T., & De La Cuesta-González, M. (2025). A multistakeholder approach to impact investing: Focus on institutional investors and key dimensions. *Research in International Business and Finance*, 75, 102766. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.102766>
- Hakim, L., Wahyutomo, D., & Oktayani, D. (2025). Relationship between Financial Performance ESG Score: An Empirical Analysis of Listed Companies on Indonesia Stock Exchange. *Journal of Business Management and Economic Development*, 3(01), 92–102. <https://doi.org/10.59653/jbmed.v3i01.1217>

- Hanson, D., Lyons, T., Bender, J., Bertocci, B., & Lamy, B. (2017). Analysts' Roundtable on Integrating ESG into Investment Decision-Making. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(2), 44–55. <https://doi.org/10.1111/jacf.12232>
- He, R., Chen, H., & Zhu, X. (2025). Corporate hypocrisy and ESG rating divergence. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 32(1), 1122–1146. <https://doi.org/10.1002/csr.3002>
- Höhnke, N., & Homölle, S. (2021). Impact investments, evil investments, and something in between: Comparing social banks' investment criteria and strategies with depositors' investment preferences. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 30(3), 287–310. <https://doi.org/10.1111/beer.12342>
- Horn, M. (2024). The European green deal, retail investors and sustainable investments: A perspective article covering economic, behavioral, and regulatory insights. *Current Research in Environmental Sustainability*, 7, 100241. <https://doi.org/10.1016/j.crsust.2024.100241>
- Huang, H., & Huang, X. (2025). Unlocking ESG Performance: How Qualified Foreign Institutional Investors Enhance Corporate Sustainability in China's Capital Markets. *Sustainability*, 17(18), 8303. <https://doi.org/10.3390/su17188303>
- International Auditing and Assurance Standards Board [IAASB]. (2024). *International Standard on Sustainability Assurance 5000, "General Requirements for Sustainability Assurance Engagements" (ISSA 5000) And "Conforming and Consequential Amendments to Other IAASB Standards Arising from ISSA 5000*. IAASB. <https://ifacweb.blob.core.windows.net/publicfiles/2025-01/IAASB-International-Standard-on-Sustainability-Assurance-ISSA-5000.pdf>
- IOSCO. (2021). *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers* (Final Report FR09/21). International Organization of Securities Commission.
- IOSCO. (2023). *Supervisory Practices to Address Greenwashing* (Bericht / Final Report FR12/23). International Organization of Securities Commissions. <https://www.iosco.org>
- ISS ESG. (2021). *ISS ESG Corporate Rating: Methodology & Research Process*. <https://www.metzler.com/downloads/Metzler/Download-Dokumente-MAM/Nachhaltigkeit/MAM-ISS-ESG-Corporate-Rating-Methodology-2021.pdf>
- Jahnke, P. (2019). Asset Manager Stewardship and the Tension Between Fiduciary Duty and Social License. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3307172>
- Jones, E. (2019). Rethinking Greenwashing: Corporate Discourse, Unethical Practice, and the Unmet Potential of Ethical Consumerism. *Sociological Perspectives*, 62(5), 728–754. <https://doi.org/10.1177/0731121419849095>

- Juravle, C., & Lewis, A. (2008). Identifying impediments to SRI in Europe: A review of the practitioner and academic literature. *Business Ethics: A European Review*, 17(3), 285–310. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2008.00536.x>
- Kallapur, S., Khizer, A., Manchiraju, H., & Vijayaraghavan, R. (2025). Does observability of ratings shopping improve ratings quality? *Journal of Accounting and Economics*, 80(1), 101800. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2025.101800>
- Kathan, M. C., Utz, S., Dorfleitner, G., Eckberg, J., & Chmel, L. (2025). What you see is not what you get: ESG scores and greenwashing risk. *Finance Research Letters*, 74, 106710. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106710>
- Kibet, B. K., & Kimanzi, K. (2025). Investment Strategies and Financial Performance of Pension Schemes in Kenya. *International Journal of Social Science and Humanities Research (IJSSHR)* ISSN 2959-7056 (o); 2959-7048 (p), 3(2), 1–26. <https://doi.org/10.61108/ijsshr.v3i2.183>
- Kim, S., & Li, Z. (Frank). (2021). Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance. *Sustainability*, 13(7), 3746. <https://doi.org/10.3390/su13073746>
- Kochkina, N., Macchia, S., & Floris, M. (2024). Strategic Language Use in Sustainability Reporting: An Empirical Study. *Sustainability*, 16(23), 10229. <https://doi.org/10.3390/su162310229>
- KPMG International. (2024). *Global ESG due diligence study 2024*. <https://kpmg.com/xx/en/our-insights/esg/global-esg-due-diligence-study-2024.html>
- Kronlund, M. (2020). Do Bond Issuers Shop for Favorable Credit Ratings? *Management Science*, 66(12), 5944–5968. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3440>
- Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2020). The Importance of Climate Risks for Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1067–1111. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz137>
- Kubiliūtė, D. (2025). Legal Liability for Greenwashing Activities in the Financial Sector. *Access to Justice in Eastern Europe*, 8(4), 222–241. <https://doi.org/10.33327/AJEE-18-8.4-a000132>
- Lachance, S., & Stroehle, J. C. (2023). The Origins of ESG in Pensions: Strategies and Outcomes. In P. B. Hammond, R. Maurer, & O. Mitchell (Hrsg.), *Pension Funds and Sustainable Investment* (1. Aufl., S. 58–81). Oxford University Press Oxford. <https://doi.org/10.1093/oso/9780192889195.003.0003>
- Lee. (2024). Framing effects on sustainable behavior. *Sustainable Development*, 32(5), 5705–5718. <https://doi.org/10.1002/sd.2988>

- Levchenko, N., & Antonova, L. (2024). Management of sustainable development of companies through the prism of corporate reporting in accordance with the requirements of CSRD and ESRS. *Management and Business*, 25–34. <https://doi.org/10.59214/mb/3.2024.25>
- Li. (2025). Definition, Causes and Solution Approach of Greenwash in ESG Regulation. *Frontiers in Business, Economics and Management*, 19(2), 210–213. <https://doi.org/10.54097/8axw3j49>
- Lin, W. (2022). Corporate Non-Financial Reporting in the UK: Diversions from the EU Sustainability Reporting Framework. *Sustainability*, 14(15), 9134. <https://doi.org/10.3390/su14159134>
- Lin, W. L., Chong, S. C., Pek, C. K., Yong, J. Y., Ming, K. L. Y., & XeChung, N. L. (2025). The Impact of Greenwashing: Risks and Implications for Corporate Performance and Stakeholder Trust. In L. F. Woon & S. Kaur Johl (Hrsg.), *Proceedings of the International Conference on Environmental, Social, and Governance (ICESG 2024)* (Bd. 889, S. 77–94). Atlantis Press SARL. https://doi.org/10.2991/978-2-38476-358-0_8
- Lioui, A., & Tarelli, A. (2021). Chasing The ESG Factor. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3878314>
- Liu, J., Song, Q., Qi, Y., Rahman, S., & Sriboonchitta, S. (2020). Measurement of Systemic Risk in Global Financial Markets and Its Application in Forecasting Trading Decisions. *Sustainability*, 12(10), 4000. <https://doi.org/10.3390/su12104000>
- Lopez-de-Silanes, F., McCahery, J. A., & Pudschedl, P. C. (2024). Institutional Investors and ESG Preferences. *Corporate Governance: An International Review*, 32(6), 1060–1086. <https://doi.org/10.1111/corg.12583>
- Lyon, T. P., & Maxwell, J. W. (2011). Greenwashing: Corporate Environmental Disclosure under Threat of Audit. *Journal of Economics & Management Strategy*, 20(1), 3–41. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2010.00282.x>
- Ma, N. (2023). Integration of ESG Factors in Portfolio Management: International Trends and Practices. *Frontiers in Business, Economics and Management*, 12(2), 149–152. <https://doi.org/10.54097/fbem.v12i2.14778>
- Malecki, C. (2023). The EU proposal for a Regulation on the transparency and integrity of ESG rating activities on 13 June 2023: The missing piece of sustainable finance regulation. *Law and Financial Markets Review*, 17(2), 156–170. <https://doi.org/10.1080/17521440.2024.2347061>
- Marquis, C., Toffel, M. W., & Zhou, Y. (2016). Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing. *Organization Science*, 27(2), 483–504. <https://doi.org/10.1287/orsc.2015.1039>

- Meng, X., & Shaikh, G. M. (2023). Evaluating Environmental, Social, and Governance Criteria and Green Finance Investment Strategies Using Fuzzy AHP and Fuzzy WASPAS. *Sustainability*, 15(8), 6786. <https://doi.org/10.3390/su15086786>
- Mervelskemper, L., & Streit, D. (2017). Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise? *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 536–549. <https://doi.org/10.1002/bse.1935>
- Montgomery, A. W., Lyon, T. P., & Barg, J. (2024). No End in Sight? A Greenwash Review and Research Agenda. *Organization & Environment*, 37(2), 221–256. <https://doi.org/10.1177/10860266231168905>
- Moreira, L., Santos, I. L. D., & Gonzalez, P. H. (2025). Portfolio Optimization for Pension Purposes: Literature Review. *Journal of Economic Surveys*, joes.12702. <https://doi.org/10.1111/joes.12702>
- MSCI Inc. (2025). *MSCI Controversies and Global Norms Methodolog* (RESEARCH INSIGHTS MSCI SUSTAINABILITY AND CLIMATE). MSCI Inc.
- Nemes, N., Scanlan, S. J., Smith, P., Smith, T., Aronczyk, M., Hill, S., Lewis, S. L., Montgomery, A. W., Tubiello, F. N., & Stabinsky, D. (2022). An Integrated Framework to Assess Greenwashing. *Sustainability*, 14(8), 4431. <https://doi.org/10.3390/su14084431>
- NGFS. (2022). *NGFS Scenarios for central banks and supervisors*. Network for Greening the Financial System.
- OECD. (2017). Responsible business conduct for institutional investors: Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. OECD. <https://doi.org/10.1787/8b9e240a-en>
- OECD (2023), OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/81f92357-en>.
- OECD. (2025a). Annual Survey Of Investment Regulations Of Pension Provider. OECD Publishing.
- OECD. (2025b). *Institutional Investor Engagement and Stewardship*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/a4902cee-en>
- OECD. (2025c). *Protecting and empowering Consumers in the green Transition: Misleading green Claims* (No. 375; OECD Digital Economy Papers). OECD Publishing. https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/05/protecting-and-empowering-consumers-in-the-green-transition_c23ea601/12f28e4f-en.pdf

- Oehler, A., & Neuss, C. (2025). ESG disclosure vs. ESG ratings: Consistent information value? *International Review of Financial Analysis*, 107, 104623. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104623>
- Orsagh, Allen, Sloggett, Bartholdy, Georgieva, Abo Dehman, & Sofronova,. (2019). *CFA Institute ESG Integration in Europe, the Middle East, and Africa: Markets, Practices, and Data*. CFA Institute & PRI.
- Orsagh, M., Allen, J., Sloggett, J., Georgieva, A., Bartholdy, S., & Douma, K. (2018). *CFA Institute guidance and case studies for ESG integration: Equities and fixed income* (CFA Institute, Hrsg.). CFA Institute & PRI.
- Pacelli, V., Pampurini, F., & Quaranta, A. G. (2023). Environmental, Social and Governance investing: Does rating matter? *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 30–41. <https://doi.org/10.1002/bse.3116>
- Pearson, J. (2010). Turning Point. Are We Doing the Right Thing? Leadership and Prioritisation for Public Benefit. *Journal of Corporate Citizenship*, 2010(37), 37–40. <https://doi.org/10.9774/GLEAF.4700.2010.sp.00006>
- Perrini, F., Castaldo, S., Misani, N., & Tencati, A. (2010). The impact of corporate social responsibility associations on trust in organic products marketed by mainstream retailers: A study of Italian consumers. *Business Strategy and the Environment*, 19(8), 512–526. <https://doi.org/10.1002/bse.660>
- Pillai, R., Islam, Md. A., Sreejith, S., & Al-Malkawi, H. A. (2025). Comparative analysis of environmental, social and governance (ESG) ratings: Do sectors and regions differ? *Journal of Management and Governance*, 29(1), 69–109. <https://doi.org/10.1007/s10997-023-09692-7>
- Porteu De La Morandière, A., Vaucher, B., & Bouchet, V. (2025). Do ESG Exclusions Have an Effect on Portfolio Risk and Diversification? *The Journal of Impact and ESG Investing*, 5(4), 159–199. <https://doi.org/10.3905/jesg.2025.1.128>
- PRI. (2024). [Annual Report]. Principles for Responsible Investment.
- Principles for Responsible Investment [PRI]. (2026). *PRI REPORTING & PATHWAYS GLOSSARY*. PRI Association Limited (2025). https://dwtyzx6upklss.cloudfront.net/Uploads/x/e/s/2026_pri_reporting_pathways_glossary_pdf_637481.pdf
- Prisandani, U. Y. (2025). GREENWASHING AS CONTRACTUAL FRAUD: EXAMINING ITS LEGAL IMPLICATIONS AND IMPACT ON CONTRACT VALIDITY UNDER INDONESIAN LAW. *Diponegoro Law Review*, 10(1), 68–84. <https://doi.org/10.14710/dilrev.10.1.2025.68-84>

- Qureshi, F. A. (2025). Enhancing Fund Governance to Combat Greenwashing in ESG Securities under Delaware Law. *The Undergraduate Law Review at UC San Diego*, 3(1). <https://doi.org/10.5070/LR3.47418>
- Reber, B., Gold, A., & Gold, S. (2022). ESG Disclosure and Idiosyncratic Risk in Initial Public Offerings. *Journal of Business Ethics*, 179(3), 867–886. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04847-8>
- Reuters. (2025). Deutsche Bank-owned asset manager DWS fined \$27 million for greenwashing. *Reuters*. <https://www.reuters.com/sustainability/german-asset-manager-dws-fined-25-mln-eur-greenwashing-case-2025-04-02/>
- Ringe, W.-G. (2023). Investor Empowerment for Sustainability. *Review of Economics*, 74(1), 21–52. <https://doi.org/10.1515/roe-2023-0016>
- Ruttloff, M. (2023). ESG-Compliance und Greenwashing-Prevention. In T. Mann, K. Mainzer, P. Kersandt, & M. Spieler (Hrsg.), *Recht und Verantwortung* (S. 309–326). Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. <https://doi.org/10.5771/9783748917403-309>
- Samset, K., & Christensen, T. (2017). Ex Ante Project Evaluation and the Complexity of Early Decision-Making. *Public Organization Review*, 17(1), 1–17. <https://doi.org/10.1007/s11115-015-0326-y>
- Sandberg, J., & Nilsson, J. (2015). Do ethical investors want purity or effectiveness? An exploratory study on the ethical preferences of mutual fund investors. *Journal of Financial Services Marketing*, 20(1), 34–45. <https://doi.org/10.1057/fsm.2015.3>
- Sangiorgi, F., Sokobin, J. S., & Spatt, C. S. (2009). Credit-Rating Shopping, Selection and the Equilibrium Structure of Ratings. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1363899>
- Sanz-Prieto, I., de-la-fuente-Valentín, L., & Ríos-Aguilar, S. (2021). Technical due diligence as a methodology for assessing risks in start-up ecosystems: An advanced approach. *Information Processing & Management*, 58(5), 102617. <https://doi.org/10.1016/j.ipm.2021.102617>
- Schmalz, M. C. (2021). Recent Studies on Common Ownership, Firm Behavior, and Market Outcomes. *The Antitrust Bulletin*, 66(1), 12–38. <https://doi.org/10.1177/0003603X20985804>
- Schneider-Maunoury, G. (2023). Is Greenwashing a Definition or only a Hinderance of Sustainable Finance? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4507184>
- Serafeim, G. (2014). Integrated Reporting and Investor Clientele. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2378899>

- Serafeim, G. (2018). Investors as Stewards of the Commons? *Journal of Applied Corporate Finance*, 30(2), 8–17. <https://doi.org/10.1111/jacf.12294>
- Siano, A., Vollero, A., Conte, F., & Amabile, S. (2017). “More than words”: Expanding the taxonomy of greenwashing after the Volkswagen scandal. *Journal of Business Research*, 71, 27–37. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.11.002>
- Smismans, S. (2015). Policy Evaluation in the EU: The Challenges of Linking *Ex Ante* and *Ex Post* Appraisal. *European Journal of Risk Regulation*, 6(1), 6–26. <https://doi.org/10.1017/S1867299X00004244>
- Sneideriene, A., & Legenzova, R. (2025). Greenwashing prevention in environmental, social, and governance (ESG) disclosures: A bibliometric analysis. *Research in International Business and Finance*, 74, 102720. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102720>
- Society of Trust and Estate Practitioners. (2023, November 1). *Investment terminology*. STEP. <https://www.step.org/responsible-stewardship/investment-terminology>
- Spaans, L., Derwall, J., Huij, J., & Koedijk, K. (2024). Sustainable Finance Disclosure Regulation: Voluntary Signaling or Mandatory Disclosure? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4722820>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- SSF, & SFAMA. (2020). *Sustainable Asset Management: Key Messages and Recommendations of SFAMA and SSF*. Swiss Funds & Asset Management Association & Swiss Sustainable Finance.
- Sun, H., Li, F., Xu, Y., Zhang, Y., & Du, Y. (2024). Development and application of ex-ante performance evaluation framework for health projects in China. *Scientific Reports*, 14(1), 27188. <https://doi.org/10.1038/s41598-024-78882-6>
- Sustainalytics. (2024a). *Controversy Ratings* (1.0; Methodology Version 1.0). Morningstar Sustainalytics.
- Sustainalytics. (2024b). *Methodology Abstract ESG Risk Ratings—Version 3.1*. https://www.sustainalytics.com/docs/knowledgehublibraries/default-document-library/sustainalytics_-esg-risk-ratings_-version-3-1_-methodology-abstract_-june-2024.pdf
- TCFD. (2017). *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures* [Final Report]. Task Force on Climate-related Financial Disclosures. <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>
- Testa, F., Boiral, O., & Iraldo, F. (2018). Internalization of Environmental Practices and Institutional Complexity: Can Stakeholders Pressures Encourage Greenwashing?

- Journal of Business Ethics*, 147(2), 287–307. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2960-2>
- The Investment Association. (2018). *Stewardship in Practise* [IA Stewardship Survey]. https://www.theia.org/sites/default/files/2019-04/Stewardship_survey2018_FINAL_3.pdf
- Transition Plan Taskforce. (2024). *Asset Owners Sector Guidance*. IFRS Foundation.
- Treepongkaruna, S., Au Yong, H. H., Thomsen, S., & Kyaw, K. (2024). Greenwashing, carbon emission, and ESG. *Business Strategy and the Environment*, 33(8), 8526–8539. <https://doi.org/10.1002/bse.3929>
- UN PRI. (2006). *Principles for Responsible Investment*. <https://www.unpri.org/about-PRI/what-principles-for-responsible-investment>
- United Nations Global Compact & International Finance Corporation. (2004). *Who Cares Wins – Connecting Financial Markets to a Changing World*. International Finance Corporation. <https://www.unepfi.org/industries/investment/global-compact-leaders-summit/>
- Utz, S. (2019). Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: Evidence from an international sample. *Review of Managerial Science*, 13(2), 483–511. <https://doi.org/10.1007/s11846-017-0256-x>
- Utz, S., Wimmer, M., & Steuer, R. E. (2015). Tri-criterion modeling for constructing more-sustainable mutual funds. *European Journal of Operational Research*, 246(1), 331–338. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2015.04.035>
- Uzozie, O. T., Onukwulu, E. C., Olaleye, I. A., Makata, C. O., Paul, P. O., & Esan, O. J. (2023). Sustainable Investing in Asset Management: A Review of Current Trends and Future Directions. *International Journal of Multidisciplinary Research and Growth Evaluation*, 4(1), 1049–1054. <https://doi.org/10.54660/IJMRGE.2023.4.1.1049-1054>
- 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>
- Velte, P. (2023). Which institutional investors drive corporate sustainability? A systematic literature review. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 42–71. <https://doi.org/10.1002/bse.3117>
- Velte, P., & Obermann, J. (2021). Compensation-related institutional investor activism – a literature review and integrated analysis of sustainability aspects. *Journal of Global Responsibility*, 12(1), 22–51. <https://doi.org/10.1108/JGR-10-2019-0096>

- Venture ESG. (2024). *Unlocking ESG value. 27 Case Studies of Hands-On Collaboration Between VCs and Their Portfolios* (Portfolio Support Case Study Booklet). Venture ESG.
- Voráček, S. (2025). A Historical Overview of Non-Financial Reporting. *Business & IT*, *XV*(1), 56–73. <https://doi.org/10.14311/bit.2025.01.05>
- Wei, L., & Chengshu, W. (2024). Company ESG performance and institutional investor ownership preferences. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, *33*(3), 287–307. <https://doi.org/10.1111/beer.12602>
- Wen, L., Li, J., Sheng, J., & Zhang, Y. (2025). Active portfolio management in the face of ESG uncertainty: An agile framework for adaptive investment strategies. *The North American Journal of Economics and Finance*, *75*, 102295. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102295>
- Widyawati, L. (2020). A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business Strategy and the Environment*, *29*(2), 619–637. <https://doi.org/10.1002/bse.2393>
- Wiedemann, I., & Pobuda, P. (2024). *Compliance in der Forschung: Praxisnahes Grundwissen von der Risikoanalyse über effektive Präventionsmaßnahmen zu einem wirksamen System*. Springer Fachmedien Wiesbaden. <https://doi.org/10.1007/978-3-658-45728-0>
- Xue, R., Wang, H., Yang, Y., Linnenluecke, M. K., Jin, K., & Cai, C. W. (2023). The adverse impact of corporate ESG controversies on sustainable investment. *Journal of Cleaner Production*, *427*, 139237. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.139237>
- Yan, S., Ferraro, F., & Almandoz, J. (John). (2019). The Rise of Socially Responsible Investment Funds: The Paradoxical Role of the Financial Logic. *Administrative Science Quarterly*, *64*(2), 466–501. <https://doi.org/10.1177/0001839218773324>
- Yu, E. P., Luu, B. V., & Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, *52*, 101192. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101192>
- Zervoudi, E. K., Moschos, N., & Christopoulos, A. G. (2025). From the Corporate Social Responsibility (CSR) and the Environmental, Social and Governance (ESG) Criteria to the Greenwashing Phenomenon: A Comprehensive Literature Review About the Causes, Consequences and Solutions of the Phenomenon with Specific Case Studies. *Sustainability*, *17*(5), 2222. <https://doi.org/10.3390/su17052222>
- Zhang, C., & Wu, X. (2023). Analyst Coverage and Corporate ESG Performance. *Sustainability*, *15*(17), 12763. <https://doi.org/10.3390/su151712763>

Zhu, Z., Tian, Y., Zhao, X., & Huang, H. (2025). Green Washing, Green Bond Issuance, and the Pricing of Carbon Risk: Evidence from A-Share Listed Companies. *Sustainability*, 17(11), 4788. <https://doi.org/10.3390/su17114788>

Deutschsprachige Literatur

Bayaz, D., Emrich, A., & Philipp, F. (2025). Sustainable Finance am Praxisbeispiel von Baden-Württemberg. In cric e.V. (Hrsg.), *Die Zukunft nachhaltigen Investierens – ein interdisziplinärer Ausblick*. oekom Verlag, S. 245-257. <https://doi.org/10.14512/9783987264160>

Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818 der Kommission vom 17. Juli 2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Mindeststandards für EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel und für Paris- abgestimmte EU-Referenzwerte, Legislation No. (EU) 2020/1818 (2020).

Delegierte Verordnung (EU) 2023/2772 vom 31. Juli 2023 zur Ergänzung der Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung, Legislation No. (EU) 2023/2772 (2023).

Europäische Union. (o. J.). *Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)*. European Union. Website der Europäische Union. Abgerufen https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-securities-and-markets-authority-esma_de

Flick, U. (2022). Gütekriterien qualitativer Sozialforschung. In N. Baur & J. Blasius (Hrsg.), *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung* (S. 533–547). Springer Fachmedien Wiesbaden. https://doi.org/10.1007/978-3-658-37985-8_34

FMA-LEITFADEN ZUM UMGANG MIT NACHHALTIGKEITSRISIKEN (No. 01/2025). (2025). Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA).

Guntermann, M. (2025). ESG-Ratings und -Ratingagenturen: Die europäische ESG-Rating Verordnung – das Ende der Heterogenität? In cric e.V. (Hrsg.), *Die Zukunft nachhaltigen Investierens – ein interdisziplinärer Ausblick*. oekom Verlag, S. 391-406. <https://doi.org/10.14512/9783987264160>

Kuckartz, U., & Rädiker, S. (2024). *Qualitative Inhaltsanalyse: Methoden, Praxis, Umsetzung mit Software und künstlicher Intelligenz* (6., überarbeitete und erweiterte Auflage). Beltz Juventa.

Lamnek, S. (2010). *Qualitative Sozialforschung: Mit Online-Materialien* (5. Auflage). Beltz.

- Mayring, P. (2015). *Qualitative Inhaltsanalyse: Grundlagen und Techniken* (12., vollständig überarbeitete und aktualisierte Aufl). Beltz.
- Meuser, M., & Nagel, U. (1991). ExpertInneninterviews — vielfach erprobt, wenig bedacht: Ein Beitrag zur qualitativen Methodendiskussion. In D. Garz & K. Kraimer (Hrsg.), *Qualitativ-empirische Sozialforschung* (S. 441–471). VS Verlag für Sozialwissenschaften. https://doi.org/10.1007/978-3-322-97024-4_14
- Piazolo, D. (Hrsg.). (2023). *Immobilien Asset Management*. Springer Fachmedien Wiesbaden. <https://doi.org/10.1007/978-3-658-40879-4>
- Reichertz, J. (2022). Empirische Sozialforschung und soziologische Theorie. In N. Baur & J. Blasius (Hrsg.), *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung* (S. 69–86). Springer Fachmedien Wiesbaden. https://doi.org/10.1007/978-3-658-37985-8_4
- Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, Legislation No. (EU) 2022/2464 (2022).
- Schmitt, C. (2025). ESG-Indexing und die Divergenz von ESG-Ratings: Herausforderungen und Lösungsansätze. In Eckstein, Liebetrau, Nolte, & Rasch (Hrsg.), *Insurance & Innovation 2025* (S. 87–94). VVW. https://doi.org/10.33283/978-3-86298-893-8_12
- Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (SFDR), Legislation No. (EU) 2019/2088 (2019). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088>
- Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, Legislation No. (EU) 2020/852 (2020). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>
- Verordnung (EU) 2024/3005 des Europäischen Parlaments und des Rates über die Transparenz und Integrität von Rating-Tätigkeiten in den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) und zur Änderung der Verordnungen (EU) 2019/2088 und (EU) 2023/2859, Legislation No. (EU) 2024/3005 (2024).
- Wimmer, K. (2023). *Bankkalkulation und Risikomanagement: Steuerung und Controlling in Kreditinstituten* (4., neu bearbeitete und wesentlich erweiterte Auflage). Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG. <https://doi.org/10.37307/b.978-3-503-21112-8>

Anhang

Anhang A: Interviewleitfragen

1. Rolle und Einordnung von ESG im Arbeitskontext

- Welche Funktion üben Sie aus und welche Rolle spielen ESG-Themen in Ihrer täglichen Arbeit?

2. Verständnis von Greenwashing und Risikowahrnehmung

- Wie begegnet Ihnen Greenwashing in der Praxis?
- Welche typischen Warnsignale oder Indikatoren nehmen Sie wahr?

3. Ex-ante-Prüfung und eingesetzte Mechanismen

- Wie sollte aus Ihrer Sicht eine ex-ante-Prüfung nachhaltiger Investitionen ausgestaltet sein?
- Welche Daten, Indikatoren oder Mindestinformationen prüfen Sie dabei?
- Welche Rolle spielen externe ESG-Ratings oder Prüfungen?

4. Umgang mit Unsicherheiten und divergierenden Bewertungen

- Wie gehen Sie mit Abweichungen zwischen unterschiedlichen ESG-Datenanbietern um?
- Wie gehen Sie mit unvollständigen oder schwer vergleichbaren Daten um?

5. Entscheidungsprozesse und Integration

- Wie fließen ESG-Bewertungen in konkrete Investitionsentscheidungen ein?

6. Grenzen und zukünftige Entwicklungen

- Wo sehen Sie aktuell den größten Handlungsbedarf im Umgang mit Greenwashing-Risiken?
- Welche Entwicklungen oder Mechanismen werden Ihrer Einschätzung nach künftig an Bedeutung gewinnen?
- Wo sehen Sie Risiken, Chancen oder Verbesserungsbedarf bei Unternehmen, Datenanbietern oder regulatorischen Rahmenbedingungen?

Der Leitfaden wurde auf Basis der Forschungsfragen entwickelt und im Interview flexibel angewendet.

Anhang B: Kategoriensystem der qualitativen Inhaltsanalyse

Tabelle 2: Kategoriensystem der qualitativen Inhaltsanalyse (eigene Darstellung)

Hauptkategorie	Unterkategorie	Beschreibung	Ankerbeispiel
Verständnis von Greenwashing	Greenwashing als Risiko	Greenwashing wird primär als wirtschaftlich relevantes Risiko verstanden, das mit Fehlbewertungen, Reputationsverlusten und Governance-Problemen verbunden sein kann.	"...der Treiber von uns, was Nachhaltigkeit betrifft, ist eigentlich, dass Nachhaltigkeit ein Risikofaktor ist." (I8, Pos. 69)
	Ambivalente Definitionen und Interpretationsspielräume	Greenwashing wird als schwer abgrenzbares Phänomen beschrieben, dessen Bewertung von individuellen, organisatorischen und methodischen Perspektiven abhängt.	"Natürlich, so wie auch beim Begriff Nachhaltigkeit oder so, es ist auch Greenwashing nicht vollkommen ausdefiniert, was Greenwashing ist. Das fängt für den einen viel früher an, als für den anderen." (I1_SRI_Analyst_EAM, Pos. 20)
	Auslösende Signale für Skepsis	Zweifel an der Glaubwürdigkeit entstehen durch die Kombination verschiedener Signale wie unplausible Zielsetzungen, Kontroversen oder mangelnde Transparenz.	"... da muss man schon schauen, um Greenwashing-Gefahr zu vermeiden, wie plausibel ist das Unternehmen, wie ambitioniert sind diese Ziele." (I3, Pos. 69)
Die Ex-ante-Prüfung institutioneller Investor:innen	ESG-Ratings als Einstieg	ESG-Ratings werden als initialer Orientierungspunkt genutzt, dienen jedoch primär als strukturierender Filter und werden durch interne Bewertungen und zusätzliche Analysen ergänzt.	"... wir verwenden Datenanbieter wie ISS-ESG und MSCI und machen daraus einen eigenen Indikator, der für das Investment maßgeblich ist." (I4, Pos. 12)
	Mehrstufige qualitative Prüfmechanismen	Die ex-ante-Prüfung erfolgt in einem mehrstufigen Prozess, in dem standardisierte Filter mit selektiven qualitativen Analysen, wie Unternehmensdialogen und vertiefenden Recherchen, kombiniert werden.	„... ein Unternehmen muss diesen Investmentprozess durchlaufen ... wir haben ... diese ESG-Sektoreinschätzung ... dann haben wir unseren ESG-Unternehmenswert ... da verwenden wir Datenanbieter ... aber wir bewerten auch diese Unternehmenskontakte ...“ (I4, Pos. 8–16)

Entscheidungslogiken und -praktiken	Regelbasierte Abwägungen und Ausschlusslogiken	Investitionsentscheidungen werden durch vordefinierte Ausschlusskriterien, Schwellenwerte und Mindestanforderungen strukturiert, innerhalb derer Greenwashing-Risiken als Ausschluss- oder Abwägungsgrund berücksichtigt werden.	„Das ist für uns absolutes Ausschlusskriterium... bevor wir uns überhaupt über irgendwelche Kennzahlen Gedanken machen.“ (15, Pos. 20-22)
	Rollenverteilung und Entscheidungszuständigkeiten	Die Bewertung von Nachhaltigkeitsaspekten erfolgt arbeitsteilig, wobei ESG-Funktionen die Investitionseignung definieren und das Portfoliomanagement innerhalb dieser Vorgaben ökonomische Entscheidungen trifft.	„... die Bewertung der Nachhaltigkeitsleistung eines Unternehmens ist in der Nachhaltigkeitsabteilung ... und der Fondsmanager darf sich nur die Unternehmen aussuchen, die nicht durchgefallen sind ...“ (11, Pos. 68)
	Entscheidungen unter Unsicherheit	Investitionsentscheidungen erfolgen trotz unvollständiger oder widersprüchlicher Informationen und basieren auf interpretativen Abwägungen, wobei Unsicherheit selbst als Risikofaktor berücksichtigt wird.	„... die Unternehmen reporten diese Daten oft nicht ... dann muss man Werte schätzen ... dadurch entsteht eine große Unschärfe.“ (14, Pos. 52–53)
Institutionelle Spannungsfelder im Umgang mit Greenwashing-Risiken	Limitationen von Daten, Ratings und Messbarkeit	Die Bewertung von Nachhaltigkeitsaspekten ist durch unvollständige, verzögerte oder geschätzte Daten sowie durch divergierende ESG-Ratings begrenzt, wodurch die Vergleichbarkeit und Verlässlichkeit eingeschränkt wird.	"... da wird ganz, ganz wenig offengelegt ... bei MSCI und ISS werden auch voll oft Daten geschätzt. (16, Pos. 66)
	Spannungsfelder zwischen Standardisierung, Wirkung und Normativität	Nachhaltigkeitsbewertungen bewegen sich im Spannungsfeld unterschiedlicher Interpretationen, schwer messbarer Wirkungen und sich wandelnder normativer sowie regulatorischer Anforderungen.	" Ich will die Divergenz gar nicht schlecht reden, weil manche haben teilweise unterschiedliche Methoden mit unterschiedlichem Fokus und gerade wenn es um Nachhaltigkeit geht, ist das ein multidimensionales Feld." (17, Pos. 44)
	Grenzen der Wirksamkeit von ex-ante-Prüfungen	Ex-ante-Prüfungen können Greenwashing-Risiken strukturieren und reduzieren, sind jedoch aufgrund von Unsicherheiten, Interpretationsspielräumen und begrenzten Ressourcen nicht vollständig wirksam.	"... aber jetzt also so einen richtigen Greenwashing-Screen-Filter, das können wir nicht leisten. Das glaube ich, kann auch niemand leisten, auch wenn es schön wäre. Das halte ich nicht für machbar. (11, Pos. 92)

Abstract

Diese Masterarbeit untersucht, wie institutionelle Investor:innen mit dem Risiko von Greenwashing im Kontext nachhaltiger Investitionen umgehen. Der Fokus liegt auf der ex-ante-Prüfung, also der Phase vor einer Investitionsentscheidung, in der Unternehmen hinsichtlich ihrer ESG-Leistung bewertet werden. Auf Basis qualitativer Interviews wird analysiert, wie Greenwashing erkannt, bewertet und in Entscheidungsprozesse einbezogen wird. Die Ergebnisse zeigen, dass Greenwashing zwar als relevantes Risiko wahrgenommen wird, seine Identifikation jedoch durch unvollständige Daten, widersprüchliche ESG-Ratings und mangelnde Transparenz erschwert wird. Investor:innen greifen daher auf eine Kombination verschiedener Informationsquellen zurück, darunter ESG-Ratings, interne Analysen und direkte Unternehmensinteraktionen. Gleichzeitig wird deutlich, dass die ex-ante-Prüfung trotz ihrer zentralen Bedeutung strukturellen Grenzen unterliegt. Die Arbeit zeigt, dass Greenwashing nicht nur ein Kommunikationsproblem ist, sondern tief in den Strukturen nachhaltiger Finanzmärkte verankert ist, und trägt damit zum Verständnis von Entscheidungsprozessen im Bereich ESG-Investitionen bei.

This master's thesis explores how institutional investors deal with the risk of greenwashing in sustainable investments. It focuses on the ex-ante assessment, that is, the stage before an investment decision where companies are evaluated based on their ESG performance. Drawing on qualitative interviews, the study examines how investors identify and assess greenwashing and how it influences their decision-making. The findings suggest that, although greenwashing is widely seen as a relevant risk, identifying it remains challenging due to incomplete data, inconsistent ESG ratings, and limited transparency. To address these challenges, investors rely on a mix of information sources, including ESG ratings, internal analyses, and direct engagement with companies. At the same time, the results highlight that ex-ante assessments, despite their importance, face structural limitations. Overall, the study shows that greenwashing is not just a communication issue but is embedded in the broader structures of sustainable financial markets, contributing to a deeper understanding of decision-making in ESG investments.

