



cric e.V. (Hrsg.)

sustainable FINANCE

Die Zukunft nachhaltigen Investierens –
ein interdisziplinärer Ausblick

ESG-Ratings und -Ratingagenturen: Die europäische ESG-Rating- Verordnung – das Ende der Heterogenität?

Maximilian Guntermann

Abstract

Anbieter von ESG-Ratings unterliegen künftig einer speziellen Regulierung auf EU-Ebene. Die Gesetzgebungsorgane der EU haben sich Anfang 2024 auf eine spezielle ESG-Rating-Verordnung geeinigt, deren meiste Regelungen voraussichtlich bereits ab Mitte 2026 von den ESG-Ratingagenturen anzuwenden sind. Dieser Beitrag gibt einen Überblick über die Tätigkeit der ESG-Ratinganbieter, die Ziele der EU-Regulierung und geht der Frage nach, ob die EU-Verordnung gar das Ende der vielfach beklagten Heterogenität von ESG-Ratings bedeutet.

1. Einleitung

ESG-Ratingagenturen sind Schlüsselakteure für nachhaltige Investments. Sie sammeln ESG-Informationen über Unternehmen und Anlageprodukte und verarbeiten sie zu Ratings, Rankings oder anderen Informationsprodukten, die spezifisch auf das Informationsbedürfnis ihrer Kunden und Nutzer zugeschnitten sind. Damit haben sie eine Schlüsselstellung für das Funktionieren des Marktes für nachhaltige Investments und das Vertrauen der Anleger in die Nachhaltigkeitseigenschaften ihrer Investitionen. Diese spezielle Intermediärfunktion, die rechtlichen Rahmenbedingungen ihrer Erbringung und insbesondere die Frage, ob und in welcher Gestalt ESG-Ratings und -Ratingagenturen einer speziellen Regulierung bedürfen, hat der Verfasser in seiner Ende 2021 (noch unter seinem Geburtsnamen) veröffentlichten Dissertation untersucht (Stumpp 2022, passim). Die Arbeit wurde 2022 mit dem von der Pax-Bank und dem cric e.V. ins Leben gerufenen Sustainable Finance Award ausgezeichnet.

Im Rahmen der Preisverleihungsfeier wurden die prämierten Forschungsarbeiten von den Preisträgern vorgestellt. Zur Arbeit des Verfassers kam dabei

schnell eine lebhafte Diskussion um die zentralen Fragen bezüglich ESG-Ratings und -Ratingagenturen auf: Woran liegt es, dass ESG-Ratings desselben Unternehmens bei unterschiedlichen Ratingagenturen zum Teil so unterschiedlich ausfallen? Wäre hier nicht ein höheres Maß an Standardisierung sinnvoll, und wie kann dies erreicht werden? Wie umgehen mit der Gefahr von Interessenkonflikten, insbesondere mit Blick auf eine parallele ESG-Beratung der bewerteten Unternehmen? Und schließlich wohl die Frage aller Fragen: Wie können Anleger und der Markt insgesamt vor Greenwashing geschützt werden – also fragwürdigen Nachhaltigkeitsbewertungen, bei denen Nachhaltigkeit zum sprichwörtlichen Feigenblatt verkommt?

Als hätte die EU-Kommission der Diskussion in Siegburg »gelauscht«, legte sie nur ein gutes halbes Jahr später einen Entwurf zur Regulierung der ESG-Ratingagenturen vor. Der am 13. Juni 2023 präsentierte Vorschlag für eine EU-Verordnung »über die Transparenz und Integrität von Rating-Tätigkeiten in den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance (ESG)« (nachfolgend: ESG-Rating-Verordnung) markiert einen weiteren Meilenstein im Bereich der Sustainable-Finance-Gesetzgebung. Bereits Anfang Februar 2024 verständigten sich die EU-Kommission, der Europäische Rat und das Europäische Parlament im Trilog-Verfahren auf eine finale Version der ESG-Rating-Verordnung (6721/24 vom 19. Februar 2024). Da bislang keine finale Fassung der ESG-Rating-Verordnung in deutscher Sprache vorliegt, wird im Folgenden für Normverweise und Zitate die Trilog-Fassung vom 19. Februar 2024 verwendet, und wörtliche Zitate werden frei ins Deutsche übersetzt. Mit Veröffentlichung der finalen Verordnung im europäischen Amtsblatt wird bis Ende 2024 gerechnet, sodass sie 18 Monate später, also voraussichtlich ab Mitte 2026, durch die Anbieter von ESG-Ratings verbindlich anzuwenden sein wird (vgl. auch Johannsen 2024).

Nachdem der finale Kompromisstext der ESG-Rating-Verordnung nunmehr vorliegt, liegt eine Untersuchung nahe, welche Anreize und Impulse die Verordnung für eine größere Standardisierung von ESG-Ratings und -Ratingagenturen enthält. Bedeutet die Verordnung gar das Ende der vielfach beklagten Heterogenität der ESG-Ratings? Dieser Frage wird im Folgenden nachgegangen.

2. ESG-Ratingagenturen – ein heterogenes Regulierungssubjekt

Seit 2018 hat die EU ein feines regulatorisches Netz einer speziellen Sustainable-Finance-Kapitalmarktgesetzgebung gesponnen (vgl. dazu im Überblick Veil 2022, S. 24 f., 288 ff., 346 ff.). Den Beginn markierten Entwürfe für die EU-Taxonomie und die SFDR – die beiden den Markt für nachhaltige Investments heute am stärksten prägenden Gesetzesakte. Heute gibt es mit der SFDR spezielle Vorschriften zur Offenlegung der ESG-Eigenschaften von Anlageprodukten (vgl. insb. Art. 6, 8 und 9 SFDR), für die Bereitstellung eines Nachhaltigkeitsindex wie z. B. des DAX-50-ESG-Index (vgl. die durch die Verordnung [EU] Nr. 2019/2089 reformierte EU-Benchmark-Verordnung) und vor allem mit der EU-Taxonomie eine eigenständige Klassifikation, welche Investitionen als (ökologisch) nachhaltig gelten (vgl. dazu Stumpp 2019, S. 71 ff.).

Nur spezielle Regeln für ESG-Ratings fehlten bislang, ebenso wie eine behördliche Aufsicht über ihre Anbieter in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten (vgl. auch Erwägungsgrund 13 ESG-Rating-Verordnung). Denn die gegenwärtige Kapitalmarktgesetzgebung findet auf ESG-Ratingagenturen keine Anwendung, und auch das privatrechtliche Haftungsregime entfaltet für sie keine nennenswerten Verhaltensanreize (vgl. Stumpp 2022, S. 147 f., 226). Das Fehlen spezieller Regeln für ESG-Ratingagenturen liegt nicht etwa daran, dass die an der Gesetzgebung beteiligten Akteure sich ihrer wichtigen Rolle für nachhaltige Investments bislang nicht bewusst gewesen wären. Bereits die Ende 2016 von der EU-Kommission eingesetzte High-Level Expert Group, auf deren Beobachtungen und Empfehlungen die EU für ihre spätere Sustainable-Finance-Gesetzgebung in großen Teilen aufbaute, erkannte in den »sustainability rating agencies« spezifisch von den Kreditratingagenturen unterscheidbare, eigenständige Marktakteure und widmete ihnen ein eigenes (wenngleich sehr kurzes) Unterkapitel in ihrem Abschlussbericht (High-Level Expert Group on Sustainable Finance 2018, S. 77). Gleichwohl fokussierte sich die EU-Gesetzgebung zunächst auf nachhaltigkeitsbezogene Transparenzpflichten und insbesondere die Erarbeitung der EU-Taxonomie, derweil die Regulierung der ESG-Ratingagenturen in den Hintergrund rückte (kritisch dazu Stumpp 2022, S. 243 ff.).

Ein maßgeblicher Grund für diese regulatorische Zurückhaltung dürfte das ausgesprochen unübersichtliche Anbieterfeld gewesen sein. Denn während es bei anderen Formen der Informationsintermediation eine vergleichsweise überschaubare Zahl prominenter Anbieter gibt, war der Markt der Anbieter

von ESG-Bewertungen bis vor Kurzem ein nahezu undurchdringliches Dickicht unterschiedlicher Anbieter und hat sich erst in jüngster Zeit merklich auf eine Reihe größerer Anbieter reduziert. Unter den Anbietern sind – auch heute weiterhin – Spezialisten für ökologische Ratings, Anbieter mit Fokus auf den Ausschluss bestimmter Aktien unter ethischen Gesichtspunkten oder spezifischen ESG-(Roh-)Informationen, Anbieter ökologischer und/oder ethischer Börsenindizes, Anbieter von ESG-Rankings sowie gemeinnützige wie gewerbliche Anbieter. Viele Ratingagenturen vertreiben ihre Ratings kostenpflichtig an – vorwiegend institutionelle – Investoren (Investor-pays-Modell), aber es gibt auch Anbieter, die sich ihr Rating wie die großen Kreditratingagenturen durch die bewerteten Unternehmen vergüten lassen (Issuer-pays-Modell). Hinzu treten personelle oder inhaltliche Schnittmengen mit anderen Arten von Informationsintermediären, insbesondere den Kreditratingagenturen und den Stimmrechtsberatern (vgl. den Anbieterüberblick bei Stumpp 2022, S. 10 ff.).

Aber nicht nur das amorphe Anbieterfeld, sondern auch die unterschiedlichen Anlageziele, an denen die ESG-Ratingagenturen ihr Informationsangebot ausrichten, tragen zur Komplexität des ESG-Informationsangebots bei. Viele Anbieter haben ein breit gefächertes Tableau unterschiedlicher Informationsangebote und Dienstleistungen entwickelt, passend zu den unterschiedlichen Perspektiven der Anleger auf die ESG-Thematik.

In Anbetracht dieser Vielgestaltigkeit der Informationsprodukte und ihrer Anbieter überrascht es nicht, dass die EU-Kommission vor ihrem Entschluss, die ESG-Ratingagenturen durch eine EU-Verordnung hoheitlich zu regulieren, zunächst einmal eine umfangreiche Marktstudie (vgl. ERM 2021) sowie eine öffentliche Umfrage unter den beteiligten Interessenträgern durchführte. Dies förderte insbesondere die folgenden Kritikpunkte zutage: (1.) die mangelnde Transparenz der Ratingmethodik, (2.) eine fehlende Aktualität und Genauigkeit der zugrunde liegenden ESG-Informationen, (3.) Interessenkonflikte, bedingt insbesondere durch die Aktionärsstruktur der Anbieter sowie die Erbringung weiterer Dienstleistungen für die bewerteten Unternehmen (vgl. ERM 2021, S. 166 ff.; siehe auch Erwägungsgrund 6 ESG-Rating-Verordnung).

3. Die ESG-Rating-Verordnung

Die EU-Kommission hat ihren Vorschlag zur Regulierung der ESG-Ratingagenturen also gut vorbereitet. Denn für nachhaltige Investments spielen die ESG-Ratingagenturen eine nicht zu unterschätzende Rolle: Sie sammeln, strukturieren und verdichten ESG-Informationen zu leicht verdaulichen Ratings und Rankings und ermöglichen es dadurch Anlegern, ökologisch und/oder sozial fundierte Anlageentscheidungen zu treffen (vgl. Erwägungsgrund 10 ESG-Rating-Verordnung; ausführlich dazu Stumpp 2022, S. 31 ff.).

Die ESG-Rating-Verordnung hat ausweislich ihres Artikel 1 zwei Ziele: In mikroprudenzieller Hinsicht soll ein EU-weit einheitlicher Regulierungsrahmen die Integrität, Transparenz, Vergleichbarkeit, Verlässlichkeit, Unabhängigkeit und eine gute Governance der ESG-Ratinganbieter gewährleisten und dadurch zur Transparenz und Qualität von ESG-Ratings beitragen. Zugleich verfolgt die EU auch ein makroprudenzielles Ziel: Die Regulierung von ESG-Ratings soll zur Sustainable-Finance-Strategie der EU insgesamt beitragen, indem sie ein »hohes Niveau des Verbraucher- und Anlegerschutzes« erreicht und insbesondere Greenwashing und »anderen Formen der Missinformation« vorbeugt (vgl. Artikel 1 Satz 2 ESG-Rating-Verordnung).

Dass ESG-Informationen an den Finanzmärkten zuverlässig, schnell und transparent verarbeitet werden, ist für die EU-Kommission auch deshalb so wichtig, weil sie zur Förderung von Sustainable Finance bereits eine ganze Reihe verschiedener ESG-Transparenzpflichten für ESG-Finanzprodukte und ihre Anbieter geschaffen hat (insbesondere durch die SFDR und Benchmark-Verordnung). Ein hohes Transparenzniveau in Bezug auf ESG-Eigenschaften ist ein wichtiger, wenn nicht sogar *der* wichtigste Regulierungsansatz, den die EU innerhalb ihrer Sustainable-Finance-Strategie verfolgt, um privates Kapital gezielt in »grüne« Bahnen zur Begrenzung des Klimawandels und zur Erreichung weiterer ökologischer Schlüsselanliegen zu lenken (vgl. dazu bereits Stumpp 2019, S. 71, 74). Vor diesem Hintergrund ist die Regulierung der ESG-Ratingagenturen ein konsequenter zweiter Schritt: Ein hohes Transparenzniveau bedarf einer robusten Infrastruktur zur Informationsverarbeitung. Diese Rolle übernehmen am Finanzmarkt Informationsintermediäre.

3.1 Sachlicher und personeller Anwendungsbereich

Nach Artikel 1 Abs. 1 ESG-Rating-Verordnung gilt diese für ESG-Ratings, die von in der EU tätigen ESG-Ratinganbietern abgegeben werden. Gemäß Artikel 3 Abs. 1 ESG-Rating-Verordnung ist ein ESG-Rating eine »Stellungnahme, eine Bewertung oder eine Kombination aus beidem in Bezug auf das Profil oder die Merkmale eines bewerteten Objekts in Bezug auf Umwelt-, Sozial- und Menschenrechts- oder Governance-Faktoren oder die Exposition gegenüber Risiken oder die Auswirkungen auf Umwelt-, Sozial- und Menschenrechts- oder Governance-Faktoren, die sowohl auf einer etablierten Methodik als auch auf einem definierten Ranking-System von Bewertungskategorien beruhen, unabhängig davon, ob ein solches ESG-Rating ausdrücklich als »ESG-Rating«, »ESG-Stellungnahme« oder »ESG-Bewertung« bezeichnet wird«.

Schon die Länge der Definition lässt erkennen, dass es sich um eine bewusst weit gefasste Definition handelt, die alle möglichen ESG-Bewertungen erfassen soll, unabhängig von ihrer konkreten Bezeichnung oder Zielrichtung. Zwei Merkmale sind zentral und müssen kumulativ erfüllt sein: Zum einen muss ein ESG-Rating auf einer etablierten Methodik beruhen, also auf abstrakt-generellen Regeln, welche Informationen wie und mit welcher Gewichtung in das ESG-Rating einfließen. ESG-Ratingagenturen verfügen meist über eine sehr umfangreiche Ratingmethodik, wobei sie diese aber nur selten vollumfänglich veröffentlichen, da die genaue Art und Weise der Zusammensetzung und Gewichtung des Ratings ein wichtiges Betriebsgeheimnis der Anbieter darstellt und ansonsten wohl eine gezielte Manipulation des Ratings befürchtet werden müsste (vgl. Stumpp 2022, S. 167). Zum anderen setzt ein ESG-Rating nach der Legaldefinition in Artikel 3 Abs. 1 ESG-Rating-Verordnung ein definiertes Rankingsystem voraus. Damit ist gemeint, dass gesammelte ESG-Informationen in irgendeiner Weise zu einer Bewertung oder Einstufung verdichtet werden – sei es in Form eines Ratings, eines Rankings oder einer Liste.

Das Vorliegen eines »definierten Ranking-Systems« ist weit zu verstehen, wie ein Blick in die Erwägungsgründe der Verordnung verdeutlicht. So genügt beispielsweise auch die Zuordnung eines Elements zu einer Kategorie oder einer Skala, die entweder positiv oder negativ ist, wenn dies auf Grundlage einer etablierten Methodik in Bezug auf ESG-Faktoren oder ESG-Risiken geschieht (vgl. Erwägungsgrund 14c ESG-Rating-Verordnung). Damit fällt unter die Legaldefinition des ESG-Ratings beispielsweise auch die Bereitstellung von Ausschlusskriterien, wie sie viele institutionelle Investoren und Nachhal-

tigkeitsfonds z. B. bezüglich Menschenrechtsverletzungen, Kinderarbeit oder Tierversuchen nutzen, aber auch bezüglich der Einhaltung internationaler Normen und Standards wie des UN Global Compact, der OECD-Richtlinien für multinationale Unternehmen und der ILO-Konventionen zu Kernarbeitsnormen (vgl. dazu Schäfer 2014, S. 2 f.). Das ist sinnvoll, weil hinter einem simplen Negativtest in der Regel eine komplexe Wertung mit vielen diskretionären Spielräumen steht, gerade was die Einhaltung internationaler Normen und Standards angeht. Auch wenn der Wortlaut der Legaldefinition in Artikel 3 Abs. 1 ESG-Rating-Verordnung nur auf »Umwelt-, Sozial- und Menschenrechts- oder Governance-Faktoren« abstellt, sollte man sinnvollerweise auch die Bereitstellung von primär konfessionell motivierten Ausschlusskriterien wie Alkohol, Schweinefleisch und Tabak darunter verstehen, bei denen sich im Prinzip dieselben Probleme stellen.

Eine Reihe weiterer Wesensmerkmale, die ein ESG-Rating im Sinne der Verordnung ausmachen, ergibt sich erst im Wege einer Negativabgrenzung aus Artikel 2 Abs. 2 ESG-Rating-Verordnung. Aus dem Blickwinkel des Kapitalmarktrechts sind nur solche ESG-Ratings relevant, die einen Anlagebezug aufweisen, sich also an die Kapitalmarktteilnehmer richten und dazu bestimmt sind, in Kapitalanlageentscheidungen berücksichtigt zu werden (vgl. Stumpp 2022, S. 26 f., 273). Folgerichtig sind daher private ESG-Ratings, die nicht zur Veröffentlichung oder zur öffentlichen Verbreitung bestimmt sind, vom Anwendungsbereich der ESG-Rating-Verordnung ausgenommen (vgl. Artikel 2 Abs. 2 lit. a ESG-Rating-Verordnung). Ebenso ausgenommen sind rein (gruppen-)interne ESG-Ratings sowie die Bereitstellung von ESG-Informationen oder -daten ohne darauf basierende Ratings (vgl. Artikel 2 Abs. 2 lit. b und c ESG-Rating-Verordnung). Auch das ist sinnvoll, weil sich in beiden Fällen nicht die wesentypischen Gefahren des Ratings, insbesondere diskretionäre Wertungsspielräume, stellen.

Mit der Ausnahme gruppeninterner ESG-Ratings blendet man jedoch ein Problem aus, das sich zwar nicht aus der Bereitstellung, aber bei der Nutzung von ESG-Ratings ergibt und aktuell teils gravierende Folgen zeitigt. Denn viele Banken knüpfen die Vergabe von Krediten mittlerweile zunehmend an interne ESG-Ratings und ESG-Kennzahlen. Dabei ist für kreditsuchende Unternehmen mitunter schlicht nicht nachvollziehbar, was und wie hier bewertet wird. Die Folge ist, dass inzwischen auch mittelständische Unternehmen befürchten müssen, unter Verweis auf angeblich schlechte ESG-Kennzahlen in den Bewertungssystemen der Banken einen Kredit entweder gar nicht oder nur zu schlechteren Konditionen zu erhalten – insbesondere, wenn sie bislang über keine systemati-

sche ESG-Berichterstattung verfügen. Wie in Erwägungsgrund 14b hervorgehoben wird, sollen durch die ESG-Rating-Verordnung die Erstellung, Verbreitung und Veröffentlichung von ESG-Ratings reguliert werden, nicht aber ihre Verwendung. Insofern wird man hoffen dürfen und müssen, dass sich die EU der geschilderten Problematik in einem anderen Zusammenhang annimmt.

Hervorzuheben sind zwei weitere Negativabgrenzungen, die gerade mit Blick auf die vielfach beklagte Vielgestaltigkeit von ESG-Bewertungen – phänomenologisch wie terminologisch – Ordnung für die Regulierungsdiskussion versprechen: Erstens gilt die ESG-Rating-Verordnung explizit nicht für ESG-Labels und -Siegel, wie sie von staatlicher wie privater Seite für Finanzprodukte verliehen werden, wie z. B. das ISR-Label in Frankreich oder das Siegel des Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) in Deutschland (eingehend dazu Veil et al. 2019, S. 171 ff.). Solche Siegel sind keine kapitalmarktgerichteten Nachhaltigkeitsbewertungen, wenngleich sie aus Sicht von Endanlegern, insbesondere Privatanlegern, durchaus ähnliche Signalwirkungen besitzen (vgl. Stumpp 2022, S. 38).

Auch die externe Überprüfung von Green Bonds durch Second Party Opinions fällt als Dienstleistung nicht unter die ESG-Rating-Verordnung, vorausgesetzt, die Second Party Opinion enthält kein ESG-Rating, das vom Anbieter der Second Party Opinion erstellt wurde (vgl. Artikel 2 Abs. 2 lit. f ESG-Rating-Verordnung). Sorge aus regulatorischer Perspektive bereitet hier vor allem die Unabhängigkeit der Agenturen, denn Second Party Opinions werden von den bewerteten Unternehmen selbst bezahlt. Sie laufen also konträr zum bei ESG-Ratings vorherrschenden Bezahlmodell (näher Stumpp 2022, S. 60 f., 286 f.). Die hierbei auftretenden Interessenkonflikte werden allerdings vom Europäischen Green-Bond-Standard adressiert (Verordnung [EU] Nr. 2023/2631), der bereits im November 2023 im europäischen Amtsblatt veröffentlicht wurde und ab dem 21. Dezember 2024 europaweit Geltung beansprucht. Insbesondere darf gemäß Artikel 35 Abs. 2 EU-Green-Bond-Standard ein Anbieter keine externe Prüfung von Green Bonds vornehmen, wenn er feststellt, dass ein tatsächlicher Interessenkonflikt vorliegt und er nicht in der Lage ist, Maßnahmen zur Behebung oder Handhabung dieses Interessenkonflikts umzusetzen. Die Aufsichtspraxis wird zeigen, wie streng diese Abstandnahmepflicht gehandhabt werden wird.

In personeller Hinsicht gilt die ESG-Rating-Verordnung für ESG-Rating-Anbieter, die ihren Sitz in der EU haben und ihre ESG-Ratings innerhalb der EU auf ihrer Webseite oder auf anderem Wege veröffentlichen oder wenn sie ihre ESG-Ratings an regulierte Finanzunternehmen vertreiben (vgl. Artikel 2 Abs. 1 lit. a ESG-Rating-Verordnung). Damit knüpft die Definition alternativ an die Veröf-

fentlichung des ESG-Ratings oder Bereitstellung an (institutionelle) Investoren im Rahmen von Abonnements oder einer ähnlichen vertraglichen Beziehung an und erfasst dadurch beide derzeit von ESG-Ratingagenturen praktizierten Bezahlmodelle: das Issuer-pays-Modell und das Investor-pays-Modell (vgl. Erwägungsgrund 12 ESG-Rating-Verordnung).

Voraussetzung ist zudem, dass der Anbieter gewerbsmäßig handelt, denn Non-Profit-Organisationen, die mit ihren ESG-Ratings nichtkommerzielle Zwecke verfolgen, fallen nicht unter die ESG-Rating-Verordnung (vgl. Artikel 2 Abs. 2 lit. dc ESG-Rating-Verordnung). Insofern hat man sich offenbar an der Regulierung der Stimmrechtsberater orientiert, was gerade in Anbetracht des strengen gesetzlichen Pflichtenprogramms, das die ESG-Rating-Verordnung statuiert (dazu sogleich), zu begrüßen ist (vgl. Stumpp 2022, S. 274 f.).

Auch ESG-Ratinganbieter mit Sitz außerhalb der Europäischen Union fallen in den Anwendungsbereich der Verordnung, wenn sie ihre ESG-Ratings auf Basis von Abonnements an regulierte Finanzunternehmen innerhalb der EU vertreiben (dazu sogleich unter 4.). Außerhalb der EU ansässige Anbieter, die ihre ESG-Ratings lediglich auf Basis eines Issuer-pays-Modells veröffentlichen, fallen hingegen auch bei Bewertung von EU-Unternehmen nicht in den Anwendungsbereich der ESG-Rating-Verordnung (vgl. auch Johannsen 2024).

3.2 Regulatorisches Pflichtenprogramm

Die ESG-Rating-Verordnung statuiert Verhaltens- und Offenlegungspflichten für die ESG-Ratingagenturen. Bei der Ausgestaltung des Pflichtenprogramms konnte die EU als Blaupause auf die bereits bestehenden Regelungen für andere Informationsintermediäre wie Kreditratingagenturen, Finanzanalysten, Indexanbieter und Stimmrechtsberater zurückgreifen. Denn auch wenn die Regelungen zur Regulierung dieser verschiedenen Informationsintermediäre des Kapitalmarkts keineswegs identisch sind und ihnen zum Teil sehr unterschiedliche Regulierungskonzepte zugrunde liegen, lässt sich dennoch bei systematisch-vergleichender Betrachtung ein gemeinsamer Kernbestand an Regelungen und Strukturprinzipien ausmachen. Insofern bildet die Gewährleistung von Unabhängigkeit, Qualität und Transparenz gewissermaßen den Kern einer jeden Regulierung von Informationsintermediären (monografisch dazu Leyens 2017, passim).

Im Vergleich zur Regulierung dieser anderen Informationsintermediäre verfolgt die EU mit der ESG-Rating-Verordnung einen bemerkenswert strengen Regulierungsansatz. Anders als z. B. bei den Stimmrechtsberatern, deren Regu-

lierung maßgeblich auf einem »weichen« Branchenkodex beruht, gelten für die ESG-Rating-Agenturen fortan »harte« gesetzliche Wohlverhaltens- und Offenlegungspflichten.

Schon die EU-Kommission wählte in ihrem Entwurf der ESG-Ratingagenturen jeweils den schärfsten Regulierungsansatz: Zur Regulierung der Anbieter schlug sie ein Zulassungserfordernis, grundsatzbasierte regulatorische Anforderungen und eine risikobasierte Aufsicht vor. In Bezug auf den Umfang der Transparenzanforderungen und deren Methoden befürwortete sie Mindestoffenlegungspflichten gegenüber der Öffentlichkeit sowie umfassendere Offenlegungspflichten gegenüber Kunden von ESG-Ratingagenturen und den bewerteten Unternehmen (vgl. den Kommissionsentwurf vom 13. 6. 2023, COM (2023) 314 final, S. 8 f.). Bei dieser konzeptionellen Weichenstellung ist es auch nach Abschluss des Trilog-Verfahrens geblieben.

3.2.1 Organisations- und Wohlverhaltenspflichten

Artikel 14 ESG-Rating-Verordnung enthält eine Auflistung von 14 »Grundprinzipien«, welche die ESG-Ratingagenturen zur Gewährleistung einer guten Governance künftig beachten müssen. Demnach müssen ESG-Rating-Anbieter künftig unter anderem:

- ◆ die Unabhängigkeit ihrer Ratingaktivitäten von politischen und ökonomischen Einflüssen oder Hindernissen sicherstellen (Nr. 1);
- ◆ interne Regelungen und Abläufe etablieren, um die Abgabe, Veröffentlichung und Verbreitung ihrer Ratings im Einklang mit der ESG-Rating-Verordnung zu gewährleisten (Nr. 2);
- ◆ über angemessene und wirksame Systeme, Ressourcen und Verfahren verfügen, um ihren Verpflichtungen nach der ESG-Rating-Verordnung nachzukommen (Nr. 3);
- ◆ ihre Ratingprinzipien und Abläufe schriftlich niederlegen (Nr. 4);
- ◆ zur Unabhängigkeit von ihren anderen Geschäftsinteressen interne Sorgfaltsrichtlinien und -verfahren einführen und umsetzen (Nr. 5);
- ◆ über solide Verwaltungs- und Rechnungslegungsverfahren, interne Kontrollmechanismen sowie wirksame Kontroll- und Sicherheitsvorkehrungen für Informationsverarbeitungssysteme verfügen (Nr. 6);
- ◆ über strenge, systematische, unabhängige und begründbare Ratingmethoden verfügen und diese Ratingmethoden kontinuierlich auf transparente Weise anwenden (Nr. 7);

- ◆ ihre Ratingmethoden kontinuierlich, mindestens einmal im Jahr, überprüfen (Nr. 8);
- ◆ eine ständige, unabhängige und wirksame Aufsichtsfunktion einrichten und unterhalten, die über die erforderlichen Ressourcen und Fachkenntnisse, Zugriff auf alle benötigten Informationen sowie einen direkten Zugang zum Leitungsorgan des ESG-Ratinganbieters verfügt (Nr. 10);
- ◆ alle erforderlichen Maßnahmen ergreifen, um sicherzustellen, dass die Informationen, die sie bei der Vergabe von ESG-Ratings verwenden, von ausreichender Qualität sind und aus zuverlässigen Quellen stammen (Nr. 11); sowie
- ◆ klar und deutlich darauf hinweisen, dass ihre ESG-Ratings ihre eigene Meinung darstellen (Nr. 11).

Hinzu kommen eine ganze Reihe weiterer Organisations- und Verhaltensvorgaben, von denen zwei besonders hervorzuheben sind. So macht die ESG-Rating-Verordnung in Artikel 15 sehr strikte Vorgaben zur Trennung des Ratinggeschäfts von weiteren (Neben-)Dienstleistungen. Die Vorgaben sollen die Unabhängigkeit der Ratings und der damit befassten Mitarbeiter (vgl. Artikel 16 ESG-Rating-Verordnung) sicherstellen. So dürfen ESG-Ratinganbieter unter anderem keine Beratungsleistungen für Investoren erbringen, keine Benchmarks wie z. B. Börsenindizes entwickeln und keine Finanzdienstleistungen im Sinne der MiFID II erbringen. Allerdings gelten diese Abstandnahmepflichten nur für den jeweiligen Ratinganbieter als Rechtssubjekt und nicht konzernweit (vgl. Barling und Toms 2024). Für einige Dienstleistungen kann das Verbot unter bestimmten Umständen aufgehoben werden, z. B. wenn ein Anbieter spezielle Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergriffen oder eine gesonderte Zulassung durch die ESMA erhalten hat (vgl. Artikel 15 Abs. 1a – 1c ESG-Rating-Verordnung). Auch andere als die in Artikel 15 Abs. 1 ESG-Rating-Verordnung genannten Dienstleistungen dürfen die Anbieter nur erbringen, wenn dies keine Risiken von Interessenkonflikten im Rahmen ihrer ESG-Ratingtätigkeiten birgt; anderenfalls müssen sie hiervon absehen (vgl. Artikel 15 Abs. 2 ESG-Rating-Verordnung). Die Strenge der Vorgaben macht deutlich, welch hohen Stellenwert der europäische Gesetzgeber der Unabhängigkeit der ESG-Ratingagenturen insgesamt zumisst.

Zur Gewährleistung der Qualität und Richtigkeit der den Ratings zugrunde liegenden ESG-Informationen schreibt die ESG-Rating-Verordnung ein spezielles Dialogverfahren mit dem bewerteten Unternehmen vor Veröffentlichung des Ratings vor. Denn eine strukturelle Schwäche unbeauftragter Ratings –

was ESG-Ratings im Regelfall sind – ist, dass ihre Informationsbasis tendenziell schlechter ist als bei beauftragten Ratings, da kein Austausch mit dem bewerteten Unternehmen stattfindet (vgl. Stumpp 2022, S. 291f.). Vor diesem Hintergrund schreibt Artikel 14 Nr. 11a ESG-Rating-Verordnung eine verpflichtende Kontaktaufnahme mit dem bewerteten Unternehmen vor. Demnach müssen ESG-Ratinganbieter mindestens zwei volle Arbeitstage vor der ersten Abgabe des ESG-Ratings das bewertete Unternehmen informieren und ihm im Rahmen eines strukturierten und kostenfreien Review-Prozesses die Möglichkeit geben, den ESG-Ratinganbieter auf etwaige sachliche Fehler hinzuweisen. Ob diese Möglichkeit von den bewerteten Unternehmen tatsächlich genutzt werden wird, bleibt abzuwarten. Denn viele Unternehmen sehen sich bereits heute einer regelrechten Flut von Informationsanfragen von ESG-Ratinganbietern ausgesetzt und sind daher »survey fatigue«. Praktisch scheitert damit der Informationsaustausch weitaus häufiger an den Kapazitäten der Unternehmen als an Anfragen der ESG-Ratinganbieter (vgl. Stumpp 2022, S. 291).

Für kleinere ESG-Ratinganbieter sieht die ESG-Rating-Verordnung zur Gewährleistung einer gewissen Regulierungsproportionalität die Möglichkeit vor, auf Antrag von der zuständigen europäischen Aufsichtsbehörde ESMA von gewissen Governance-Vorgaben ganz oder teilweise befreit zu werden (vgl. Artikel 20 ESG-Rating-Verordnung). Zudem sieht Artikel 4a ESG-Rating-Verordnung für »kleine« Ratinganbieter mit Sitz in der Europäischen Union, die bestimmte Schwellenwerte nicht überschreiten, einen Übergangszeitraum von drei Jahren vor, innerhalb dessen sie lediglich ein stark eingeschränktes Pflichtenprogramm beachten müssen.

3.2.2 Offenlegungspflichten

Ferner sind die ESG-Ratinganbieter zu einer Mindesttransparenz gegenüber der Allgemeinheit verpflichtet (Artikel 21 ESG-Rating-Verordnung) sowie zu einer umfassenderen Transparenz gegenüber den Nutzern und Abonnenten ihrer ESG-Ratings und den bewerteten Unternehmen (Artikel 22 ESG-Rating-Verordnung). Der Umfang dieser Offenlegungspflichten wird in Annex III der ESG-Rating-Verordnung im Einzelnen festgelegt.

Gegenüber der Allgemeinheit müssen die ESG-Ratinganbieter auf ihrer Webseite und über den European Single Access Point (ESAP) die Grundzüge ihrer Ratingmethodik und -modelle sowie ihrer Datenquellen offenlegen, wobei die ESG-Rating-Verordnung hierzu spezifische Vorgaben macht. Gefordert werden unter anderem Informationen darüber, ob die Ratinganalyse vergangenheits-

oder zukunftsgerichtet ist und welchen Zeithorizont sie abdeckt. Die verwendete Industrieklassifikation muss erläutert werden, z. B. durch Verweis auf die NACE-Klassifikation, die der EU-Taxonomie zugrunde liegt (vgl. Stumpp 2019, S. 71, 76 f.). Es muss eine Information über die Datenquellen gegeben werden, einschließlich der Angabe, ob die Daten aus der ESG-Berichterstattung von Unternehmen nach der CSR-Reporting-Richtlinie (künftig: CSRD) oder SFDR stammen. Zudem muss offengelegt werden, ob die Datenquellen öffentlich oder nicht öffentlich sind, sowie ein Überblick über Datenprozesse, etwaige Schätzungen bei Nichtverfügbarkeit von Daten und die Frequenz der Datenaktualisierung erfolgen. Wenn ein ESG-Rating aus allen drei ESG-Kategorien besteht, ist ferner eine Erläuterung der Gewichtung erforderlich. Auch müssen die ESG-Ratinganbieter innerhalb der einzelnen ESG-Kategorien explizit erläutern, inwieweit ihre Ratingthemen mit den Themenbereichen der European Sustainability Reporting Standards (ESRS) übereinstimmen. Zudem müssen die ESG-Ratinganbieter Angaben zu ihrer Eigentümerstruktur machen.

Gegenüber den Abonnenten ihrer Ratings sowie den bewerteten Unternehmen müssen die ESG-Ratinganbieter im Wesentlichen noch detailliertere Angaben zu jenen Aspekten machen, die bereits gegenüber der Öffentlichkeit nach Artikel 21 ESG-Rating-Verordnung offenzulegen sind. Darüber hinaus müssen sie, wenn ihr Rating ökologische Aspekte, also den »E-Faktor«, abdeckt, erläutern, ob und inwieweit ihr ESG-Rating mit den Vorgaben der EU-Taxonomie korreliert oder mit anderen internationalen Vereinbarungen übereinstimmt, zusammen mit einer Erläuterung aller wesentlichen Abweichungen davon. Hervorzuheben ist, dass die Nachhaltigkeitsratingagenturen die EU-Taxonomie nicht beachten *müssen* (vgl. Stumpp 2022, S. 114 f.). Dabei bleibt es auch nach der ESG-Rating-Verordnung. Denn inhaltliche Vorgaben zu den Bestandteilen oder Methoden des ESG-Ratings trifft sie nicht, wie Artikel 26 ESG-Rating-Verordnung ausdrücklich betont: »Bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben im Rahmen dieser Verordnung greifen die ESMA, die Kommission oder die Behörden eines Mitgliedstaats nicht in den Inhalt von ESG-Ratings oder -Methoden ein.«

Mit einer auf die EU-Taxonomie bezogenen Offenlegungspflicht adressiert die ESG-Rating-Verordnung dennoch das Problem der divergierenden Nachhaltigkeitsmodelle der ESG-Ratinganbieter, und zwar durch eine »weiche« Transparenzpflicht, die gleichwohl eine erhebliche verhaltenssteuernde Wirkung verspricht (ausführlich dazu Stumpp 2022, S. 251 ff.). Denn die ESG-Ratinganbieter sehen sich einer zunehmenden Nachfrage nach taxonomiekonformen

Bewertungen ihrer Kunden ausgesetzt, welche die EU-Taxonomie – anders als die ESG-Ratinganbieter – bei der Entwicklung und dem Vertrieb von Finanzprodukten beachten müssen. An dieser Nachfrageseite setzt die Transparenzpflicht an und fordert von den ESG-Ratinganbietern zwingend Angaben gegenüber ihren Kunden, ob und inwieweit ihre ESG-Ratings mit den Vorgaben der EU-Taxonomie übereinstimmen. Es wird hier also ein geordneter Informationskanal geschaffen, damit für Investoren leichter sichtbar ist, ob und inwieweit ein ESG-Rating mit den Vorgaben der EU-Taxonomie übereinstimmt. Nun wird abzuwarten sein, ob und inwieweit die ESG-Ratingagenturen ihre Ratingmodelle an den Nachhaltigkeitskriterien orientieren werden, ohne zu ihrer Anwendung verpflichtet zu sein.

4. Zulassung und Aufsicht

Die Einhaltung und Kontrolle von gesetzesverbindlichen Verhaltens- und Offenlegungspflichten lassen sich nur mit einem institutionellen Aufsichtsrahmen gewährleisten (vgl. Stumpp 2022, S. 294f.). Daher reglementiert die ESG-Rating-Verordnung den Marktzugang durch ein Zulassungserfordernis, an das die Einhaltung der materiellen Verhaltensvorgaben der ESG-Rating-Verordnung geknüpft ist (vgl. Artikel 4 ESG-Rating-Verordnung). Gemäß Artikel 5 ESG-Rating-Verordnung müssen ESG-Ratinganbieter mit Sitz innerhalb der Europäischen Union künftig eine Zulassung bei der ESMA beantragen, wenn sie ihre ESG-Ratings innerhalb der EU veröffentlichen oder an Investoren vertreiben.

Auch außerhalb der EU ansässige Ratinganbieter müssen über eine solche Zulassung verfügen, wenn sie ihre Ratings an Investoren auf vertraglicher Grundlage vertreiben möchten. Hierfür ist gemäß Artikel 9 ESG-Rating-Verordnung insbesondere ein »Gleichwertigkeitsbeschluss« der EU-Kommission erforderlich, wonach der Rechtsrahmen und die Aufsichtspraxis des betreffenden Drittlandes im Vergleich zur ESG-Rating-Verordnung im Wesentlichen »gleichwertig« sind. Da das Verfahren hierfür sehr aufwendig ist und auch keine Rechtssicherheit besteht, dass die Anerkennung der Gleichwertigkeit über die Zeit bestehen bleibt, steht zu vermuten, dass die großen ESG-Ratinganbieter ihre Dienste in der EU künftig über ein lokal in der EU ansässiges Tochterunternehmen erbringen werden (vgl. Barling/Toms 2024). Damit würden sie sich dann »freiwillig« der europäischen Regulierung unterwerfen. Ein solcher Kunstgriff ist der EU bereits auf diese Weise mit den großen amerikanischen Kreditratingagenturen geglückt (vgl. Stumpp 2022, S. 76, 294). Entscheidend wird sein,

dass man die Verwendung von ESG-Ratings registrierter Ratinganbieter für aufsichtsrechtliche Zwecke privilegiert.

Zur Aufsicht über die ESG-Ratinganbieter ist die europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA berufen, die nicht nur über die Gewährung und den Entzug der Zulassung entscheidet, sondern auch zu Informationsanfragen, Durchsuchungen und sogar Vor-Ort-Inspektionen ermächtigt wird. Im Falle von Verstößen kann die ESMA Bußgelder in Höhe von bis zu zehn Prozent des jährlichen Nettoumsatzes verhängen (Artikel 34 ESG-Rating-Verordnung). Insgesamt ähnelt dieses strenge Aufsichts- und Sanktionsregime damit stark demjenigen für die Kreditratingagenturen nach der EU-Rating-Verordnung.

5. Fazit

Bedeutet die ESG-Rating-Verordnung damit das Ende der Heterogenität von ESG-Ratings und ESG-Ratinganbietern? Die Antwort auf diese Frage muss gemischt ausfallen. Einerseits enthält die ESG-Rating-Verordnung zweifelsohne gewichtige Anreize für eine weitergehende Homogenisierung von ESG-Ratings und insbesondere der ESG-Ratinganbieter. Künftig gilt in der EU ein sehr detailliertes Rechts- und Aufsichtsregime, das dieses junge und dynamische Anbieterfeld einer vergleichsweise scharfen Regulierung unterwirft. Den umfangreichen und teils sehr fordernden Vorgaben werden nicht alle Anbieter gewachsen sein, gerade auch weil die ESG-Rating-Verordnung, abgesehen von der Zeitschiene, kaum Privilegierungen für kleinere Anbieter bei der Anwendung der Verhaltens- und Transparenzpflichten vorsieht. Es steht daher zu erwarten, dass die ESG-Rating-Verordnung die bereits heute zu konstatierende Konsolidierungstendenz noch weiter verstärken wird.

Auf der anderen Seite erfolgt durch die ESG-Rating-Verordnung keine inhaltliche Regulierung der Bewertungsmethodik. Insbesondere werden die ESG-Ratingagenturen nicht zur Anwendung der Kriterien der EU-Taxonomie in ihren Ratings verpflichtet. Stattdessen setzt der europäische Gesetzgeber hier im Einklang mit seiner bisherigen Sustainable-Finance-Strategie auf umfangreiche Transparenzpflichten. Das ist sinnvoll, weil bereits die heute bestehenden Pflichten für die Anbieter nachhaltiger Finanzprodukte hier eine erhebliche harmonisierende Wirkung versprechen. Bereits aus eigenem Antrieb werden die Investoren und Kunden der ESG-Ratinganbieter verstärkt darauf hinwirken, dass sie vermehrt ESG-Ratings erhalten, die sich am Schema der EU-Taxonomie orientieren.

Insgesamt markiert die ESG-Rating-Verordnung einen weiteren Meilenstein innerhalb der Sustainable-Finance-Gesetzgebung. Nach speziellen Gesetzesakten für die Anbieter von nachhaltigen Finanzprodukten, nachhaltigen Börsenindizes, nachhaltigen Anleihen und weiteren Akteuren des Marktes für nachhaltige Investments folgen nun spezielle Regeln für die zentralen Informationsintermediäre: die ESG-Ratingagenturen. Auf viele der Kritikpunkte, welche die Teilnehmer der Preisverleihung des Sustainable Finance Awards in Siegburg im Herbst 2022 äußerten, hat die EU in der ESG-Rating-Verordnung überzeugende Antworten gefunden. Sie stößt damit weit in die Zukunft vor und eröffnet ein neues Kapitel innerhalb der EU-Kapitalmarktgesetzgebung – nicht nur für die ESG-Ratinganbieter, sondern für den Markt für nachhaltige Investments insgesamt. Denn damit ist dieses spezielle Marktsegment nun über weite Teile innerhalb von nur wenigen Jahren reguliert worden und von der sprichwörtlichen Nische ins Zentrum der Aufmerksamkeit von Anlegern und der Gesetzgebung gerückt. Die Aufgaben des cric e.V. als Informationsplattform und Kompetenzzentrum zur Förderung des ethisch-nachhaltigen Investments im deutschsprachigen Raum sind damit heute wichtiger denn je.

Literaturverzeichnis

- Barling, S., Toms, S. (2024, 9. Juli). EU Adopts Legislation To Regulate ESG Rating Providers. <https://www.skadden.com/insights/publications/2024/07/eu-adopts-legislation> (abgerufen am 14. 09. 2024).
- Environmental Resources Management Ltd (ERM) (2021, 6. Januar). Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/esg-rating-activities_en (abgerufen am 25. 11. 2024).
- High-Level Expert Group on Sustainable Finance. Final Report 2018. https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg_en (abgerufen am 24. 08. 2024).
- Johannsen, S. (2024, 15. Mai). Einigung über die ESG-Rating-Verordnung erzielt. <https://www.heuking.de/de/news-events/newsletter-fachbeitraege/artikel/einigung-ueber-die-esg-rating-verordnung-erzielt.html> (abgerufen am 24. 08. 2024).
- Leyens, P. (2017). Informationsintermediäre des Kapitalmarkts. Private Marktzugangskontrolle durch Abschlussprüfung, Bonitätsrating und Finanzanalyse, Mohr Siebeck.
- Schäfer, H. (2014). Ausschlusskriterien in der nachhaltigen Geldanlage – eine ökonomische Analyse. https://cric-online.org/images/individual_upload/publikationen/Ausschlusskriterien_konom._H.Schfer.pdf (abgerufen am 25. 08. 2024).
- Stumpp, M. (2019). Die EU-Taxonomie für nachhaltige Finanzprodukte – Eine belastbare Grundlage für Sustainable Finance in Europa? Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2019 (1), S. 71–80.
- Stumpp, M. (2022). Nachhaltigkeitsratingagenturen, Mohr Siebeck.
- Veil, R. (2022). Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Mohr Siebeck.
- Veil, R., Kämmerer, J. A., Deckert, K., Voigt, C. (2019). Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung. Reformkonzepte im deutsch-französischen Rechtsvergleich, Mohr Siebeck.

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

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

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

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

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