

MAXIMILIAN STUMPP

Nachhaltigkeits- ratingagenturen

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

96

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

96



Maximilian Stumpp

Nachhaltigkeitsratingagenturen

Haftung und Regulierung

Mohr Siebeck

Maximilian Stumpp, geboren 1993; Studium der Rechtswissenschaften in Hamburg (Bucerius Law School) und Oxford (Brasenose College); Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht und Rechtsvergleichung der Bucerius Law School; 2021 Promotion (LMU München); derzeit Referendar am Hanseatischen Oberlandesgericht, Hamburg.

Dissertation der Ludwig-Maximilians-Universität München

ISBN 978-3-16-161052-3 / eISBN 978-3-16-161053-0

DOI 10.1628/978-3-16-161053-0

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480

(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2022 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von epline in Böblingen aus der Times New Roman gesetzt, von Laupp & Göbel in Gomaringen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Diese Untersuchung hat im Wintersemester 2020/2021 der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertationsschrift vorgelegen. Literatur und Rechtsprechung konnten bis September 2020 berücksichtigt werden.

Besonderer Dank gebührt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil. Für seine wohlwollende und uneingeschränkte Förderung, die weit über die Anfertigung dieser Arbeit hinausreicht, bin ich sehr dankbar. Herzlich bedanken möchte ich mich bei Herrn Prof. Dr. Florian Faust, an dessen Lehrstuhl ich als wissenschaftlicher Mitarbeiter während der Anfertigung dieser Promotionschrift arbeiten durfte. Der von ihm gewährte wissenschaftliche Freiraum und seine Unterstützung haben erheblich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen.

Herrn Prof. Dr. Mathias Habersack danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und seine wertvollen Anmerkungen. Herrn Prof. Dr. Jörn Axel Kämmerer und Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Karsten Schmidt bin ich für die Aufnahme in diese Schriftenreihe zu Dank verpflichtet. Der Druck dieses Buchs wird unterstützt durch ein großzügiges Druckkostenstipendium der Kanzlei Schmidt, von der Osten & Huber in Essen, wofür ich den Anwältinnen und Anwälten der Kanzlei herzlich danke. Ferner möchte ich mich bei den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern des Verlags Mohr Siebeck für die Unterstützung bei der Drucklegung dieser Arbeit bedanken.

Diese Untersuchung wäre nicht möglich gewesen ohne Einblicke in die Ratingpraxis. Besonderer Dank gebührt Herrn Robert Haßler von *ISS-Oekom* in München und Herrn Jan Köpper vom *imug* in Hannover für die viele Zeit und Geduld, mit der sie meine zahllosen Fragen beantwortet haben.

Für anregende Diskussionen und tatkräftige Unterstützung beim Korrekturlesen möchte ich mich herzlich bedanken bei Dr. Benedikt Kruse, Dr. Fabian Schulze, Jenan Fur, Christoph Rathert und Julius Greiner. Tiefer Dank gebührt meinen Eltern Sabine und Georg Stumpp, die mich bei diesem und allen anderen Vorhaben uneingeschränkt unterstützt haben, sowie meiner Partnerin Dr. Anabel Guntermann, deren bedingungsloser Zuspruch mich über Höhen und Tiefen bei der Anfertigung dieser Arbeit getragen hat. Euch ist diese Arbeit gewidmet.

Hamburg, im August 2021

Maximilian Stumpp

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Einführung	1
Teil 1: Erkundung des Forschungsfelds	7
§ 1 Wer sind und was machen Nachhaltigkeitsratingagenturen?	9
A. Anbieterfeld	11
B. Wesentliche Charakteristika	25
C. Zusammenfassende Definition	30
§ 2 Funktionen kapitalmarktgerichteter Nachhaltigkeitsbewertung	31
A. Informationsintermediation	32
B. Normsetzung und Normdiffusion	45
C. Eröffnung und Überwachung des Marktzutritts (gatekeeping)	46
D. Funktionen für die bewerteten Unternehmen	51
§ 3 Die Nachhaltigkeitsratingagenturen in der Kritik	57
A. Kritikpunkte	57
B. Selbstregulierung	61
C. Resümee zu Teil 1	64
Teil 2: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen	67
§ 4 Kapitalmarktrechtliche Regulierung der Nachhaltigkeitsratingagenturen	71
A. Bedeutung des allgemeinen Marktmissbrauchsrechts	71
B. Keine Einordnung als Finanzunternehmen oder Wertpapierfirma	72
C. Anwendbarkeit der europäischen Rating-VO	73
D. Nachhaltigkeitsratingagenturen als Finanzanalysten?	77

<i>E.</i>	<i>Ergebnisse zur kapitalmarktrechtlichen Regulierung von Nachhaltigkeitsratingagenturen</i>	90
§ 5	Die EU-Taxonomie – eine europäische Nachhaltigkeitsklassifikation	91
<i>A.</i>	<i>Die Idee einer einheitlichen Nachhaltigkeitsklassifikation für den Kapitalmarkt</i>	91
<i>B.</i>	<i>Grundsatzfragen</i>	94
<i>C.</i>	<i>Bedeutung für die Nachhaltigkeitsratingagenturen</i>	114
<i>D.</i>	<i>Rechtspolitische Würdigung</i>	117
<i>E.</i>	<i>Ergebnisse zur EU-Taxonomie für nachhaltige Finanzprodukte</i>	119
§ 6	Gesetzliche Vorgaben für Nachhaltigkeitsindizes	121
<i>A.</i>	<i>Anwendbarkeit der Benchmark-VO</i>	122
<i>B.</i>	<i>Interne Konstruktion von Nachhaltigkeitsindizes (Inhouse-Modell)</i> ..	125
<i>C.</i>	<i>Kooperative Konstruktion von Nachhaltigkeitsindizes (Kooperations-Modell)</i>	142
<i>D.</i>	<i>Resümee zu Teil 2</i>	147
Teil 3: Haftungsrechtliche Rahmenbedingungen		149
§ 7	Haftung für Nachhaltigkeitsratings	151
<i>A.</i>	<i>Anwendbares Recht</i>	151
<i>B.</i>	<i>Haftung gegenüber dem bewerteten Unternehmen</i>	153
<i>C.</i>	<i>Haftung gegenüber Abonnenten</i>	167
<i>D.</i>	<i>Haftung gegenüber dem allgemeinen Anlegerpublikum</i>	179
<i>E.</i>	<i>Ergebnisse zu den Haftungsbeziehungen bei Nachhaltigkeitsratings</i> ..	193
§ 8	Haftung für Nachhaltigkeitsindizes	195
<i>A.</i>	<i>Haftung gegenüber dem bewerteten Unternehmen</i>	196
<i>B.</i>	<i>Vertragliche Haftung</i>	197
<i>C.</i>	<i>Haftung gegenüber dem allgemeinen Anlegerpublikum</i>	198
<i>D.</i>	<i>Ergebnisse zu den Haftungsbeziehungen bei Nachhaltigkeitsindizes</i> ..	199
§ 9	Schadensrechtliche Aspekte	201
<i>A.</i>	<i>Problemstellung</i>	201
<i>B.</i>	<i>Anspruchsgrundlagen zum Ersatz des Vertragsabschlussschadens</i>	207
<i>C.</i>	<i>Zulässigkeit des Ersatzes „reiner“ Vertragsabschlussschäden</i>	210
<i>D.</i>	<i>Der Vertragsabschlussschaden bei fehlerhaften Nachhaltigkeitsbewertungen</i>	216
<i>E.</i>	<i>Resümee zu Teil 3</i>	226

Teil 4: Eine Regulierung der Nachhaltigkeitsratingagenturen als <i>lex ferenda</i>	227
§ 10 Anlass für eine hoheitliche Regulierung	229
A. <i>Regulierungsdiskussion</i>	230
B. <i>Die Sustainable Finance-Strategie der EU</i>	235
C. <i>Die Rolle der Nachhaltigkeitsratingagenturen</i>	243
D. <i>Ziele einer Regulierung</i>	245
E. <i>Ergebnisse zum Anlass einer Regulierung von Nachhaltigkeitsratingagenturen</i>	249
§ 11 Inhaltliche Regulierung der Bewertungsmethodik	251
A. <i>Anwendung der EU-Taxonomie</i>	251
B. <i>Auf die EU-Taxonomie bezogene Offenlegungspflichten</i>	259
C. <i>Beteiligung an der Ausarbeitung der EU-Taxonomie</i>	262
D. <i>Ergebnisse zur inhaltlichen Regulierung der Bewertungsmethodik</i> ...	264
§ 12 Pflichtenprogramm der Informationsintermediäre	265
A. <i>Grundlegendes</i>	265
B. <i>Pflichteninhalt</i>	276
C. <i>Institutioneller Ordnungsrahmen</i>	294
§ 13 Ergebnisse und Ausblick	299
A. <i>Gegenwart</i>	300
B. <i>Zukunft</i>	302
C. <i>Die Idee eines Europäischen Kapitalmarktgesetzbuchs</i>	303
Zusammenfassung	307
Literaturverzeichnis	313
Sachregister	333

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Einführung	1
Teil 1: Erkundung des Forschungsfelds	7
§ 1 Wer sind und was machen Nachhaltigkeitsratingagenturen?	9
<i>A. Anbieterfeld</i>	11
I. <i>Vigeo Eiris</i>	11
II. <i>Sustainalytics</i>	16
III. <i>ISS</i> (ehemals <i>Oekom Research</i>)	20
IV. <i>MSCI</i>	23
V. Weitere Anbieter	24
<i>B. Wesentliche Charakteristika</i>	25
I. Anlagebezug	26
II. Nachhaltigkeitsbewertung von Unternehmen und Wertpapieren	27
1. Emittentenratings als Regelfall des Nachhaltigkeitsratings	28
2. Regelmäßige Bereitstellung von Nachhaltigkeitsratings und -indizes ..	28
III. Vorherrschen des <i>investor pays</i> -Modells	29
<i>C. Zusammenfassende Definition</i>	30
§ 2 Funktionen kapitalmarktgerichteter Nachhaltigkeitsbewertung	31
<i>A. Informationsintermediation</i>	32
I. Abbau von Informationsasymmetrien	32
II. Senkung von Transaktionskosten	37
III. Legitimation gegenüber Endanlegern („Gütesiegel“-Funktion)	37
IV. Anlagepraxis	39
1. ESG-Screening in aktiv geführten Nachhaltigkeitsfonds	39
2. ESG-Screening in nachhaltigen Indexfonds	43

B.	<i>Normsetzung und Normdiffusion</i>	45
C.	<i>Eröffnung und Überwachung des Marktzutritts (gatekeeping)</i>	46
I.	Nachhaltigkeitsratings und -indizes als Bezugsgrundlage für nachhaltige Finanzprodukte und -kredite	47
II.	Zertifizierung von <i>Green Bonds</i>	48
III.	Nachhaltige Börsensegmente	50
D.	<i>Funktionen für die bewerteten Unternehmen</i>	51
I.	Marketing-Instrument	51
II.	Benchmarking-Instrument, insbesondere „nachhaltige“ Vorstandsvergütung gemäß § 87 Abs. 1 S. 2 AktG	53
§ 3	Die Nachhaltigkeitsratingagenturen in der Kritik	57
A.	<i>Kritikpunkte</i>	57
B.	<i>Selbstregulierung</i>	61
I.	<i>ARISTA-Standard</i>	61
II.	<i>Deep Data Delivery-Standard</i>	62
III.	<i>Global Initiative for Sustainability Ratings (GISR)</i>	63
C.	<i>Resümee zu Teil 1</i>	64
Teil 2: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen		67
§ 4	Kapitalmarktrechtliche Regulierung der Nachhaltigkeitsratingagenturen	71
A.	<i>Bedeutung des allgemeinen Marktmissbrauchsrechts</i>	71
B.	<i>Keine Einordnung als Finanzunternehmen oder Wertpapierfirma</i>	72
C.	<i>Anwendbarkeit der europäischen Rating-VO</i>	73
D.	<i>Nachhaltigkeitsratingagenturen als Finanzanalysten?</i>	77
I.	Anlageempfehlungen im Sinne der MAR	77
1.	Die Finanzanalyse in der MAD und der Richtlinie 2003/125/EG	77
2.	Der Tatbestand der Finanzanalyse in der MAR	78
a)	Informationen über Finanzinstrumente oder Emittenten	81
b)	Für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit bestimmt	82
c)	Direkte oder indirekte Empfehlung für eine Anlageentscheidung ..	83
II.	Finanzanalyse im Sinne der MiFID II	88
E.	<i>Ergebnisse zur kapitalmarktrechtlichen Regulierung von Nachhaltigkeitsratingagenturen</i>	90

§ 5 Die EU-Taxonomie – eine europäische Nachhaltigkeitsklassifikation	91
A. Die Idee einer einheitlichen Nachhaltigkeitsklassifikation für den Kapitalmarkt	91
B. Grundsatzfragen	94
I. Zielsetzung	94
1. Stärkung des Anlegervertrauens in die Nachhaltigkeit von Finanzprodukten	94
2. Lenkung von Finanzkapital zur Erreichung von Nachhaltigkeitszielen	94
II. Nachhaltigkeitsbegriff	95
III. Klassifikationsstruktur und -tiefe	97
1. Die wirtschaftliche Tätigkeit als Bezugspunkt	97
2. „Doing good“ und „do not harm“	98
3. Technische Evaluierungskriterien	100
IV. Erarbeitung, Aktualisierung und Revision	102
V. Adressaten	103
1. Die Mitgliedstaaten und die EU	103
a) Die EU-Taxonomie als Maßgabe der nationalstaatlichen Regulierung von nachhaltigen Finanzprodukten	103
b) Einführung eines EU-Labels für nachhaltige Finanzprodukte	104
2. Anbieter von Finanzprodukten	105
a) Nachhaltige Investitionen	106
b) Finanzprodukte mit ökologischen Merkmalen	108
c) Sonstige Finanzprodukte	109
3. Berichtspflichtige Unternehmen nach der CSR-Reporting-RL	110
VI. Aufsicht und Sanktionierung	111
1. Nationales Aufsichts- und Sanktionsregime	111
2. Produktintervention bei nachhaltigen Finanzprodukten	111
C. Bedeutung für die Nachhaltigkeitsratingagenturen	114
I. Keine Verpflichtung zur Anwendung der EU-Taxonomie	114
II. Indirekte Regulierungswirkung	115
D. Rechtspolitische Würdigung	117
E. Ergebnisse zur EU-Taxonomie für nachhaltige Finanzprodukte	119
§ 6 Gesetzliche Vorgaben für Nachhaltigkeitsindizes	121
A. Anwendbarkeit der Benchmark-VO	122
I. Index (Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 Benchmark-VO)	122
II. Referenzwert (Art. 3 Abs. 1 Nr. 3 Benchmark-VO)	123
III. Übertragbarkeit des Durchsetzungsmechanismus	124

B.	<i>Interne Konstruktion von Nachhaltigkeitsindizes (Inhouse-Modell)</i> . . .	125
I.	Organisations- und Verhaltenspflichten	126
	1. Solide Regeln für die Unternehmensführung und Vermeidung von Interessenkonflikten (Art. 4 Benchmark-VO)	126
	2. Etablierung einer dreigliedrigen Governance-Struktur (Art. 5–7 Benchmark-VO)	127
	3. Möglichkeit eines Opt-Out (Art. 25 f. Benchmark-VO)	129
II.	Nachhaltigkeitsratings als Bestandteile der Referenzwert-Methodik	131
	1. Allgemeine methodische Vorgaben (Art. 12 f. Benchmark-VO)	132
	a) Zulässigkeit der Einbeziehung von ESG-Faktoren in Referenzwerten	132
	b) Transparenzpflichten bezüglich der Einbeziehung von ESG-Faktoren	133
	2. Methodische Vorgaben für klimabezogene Referenzwerte (Art. 19a i. V. m. Anhang III Benchmark-VO)	136
	a) Verschärfte methodische Vorgaben und Transparenzpflichten bezüglich der Dekarbonisierungsstrategie	137
	b) Andere Ökologie-, Sozial- und Governance-Faktoren	138
	c) Praktische Bedeutung der neu geschaffenen Referenzwert-Kategorien	140
	3. Angaben in der Referenzwert-Erklärung (Art. 27 Benchmark-VO)	140
C.	<i>Kooperative Konstruktion von Nachhaltigkeitsindizes</i> (Kooperations-Modell)	142
I.	Auslagerung nach Art. 10 Benchmark-VO	143
II.	Eine Personenmehrheit als Administrator <i>eines</i> Referenzwerts?	144
III.	Bewertung	146
D.	<i>Resümee zu Teil 2</i>	147
Teil 3: Haftungsrechtliche Rahmenbedingungen		149
§ 7	Haftung für Nachhaltigkeitsratings	151
A.	<i>Anwendbares Recht</i>	151
B.	<i>Haftung gegenüber dem bewerteten Unternehmen</i>	153
I.	Anspruch aus § 824 BGB	154
	1. Haftung für fehlerhafte Nachhaltigkeitsratings	154
	2. Haftung für fehlerhafte ESG-Informationen	155
II.	Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB	157
	1. Eingriff in den eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb	157
	2. Verletzung des allgemeinen Persönlichkeitsrechts des Unternehmens	158
	3. Anwendbarkeit der Stiftung Warentest-Grundsätze	161

a) Besonderer Stellenwert ökologischer Belange?	162
b) Übertragbarkeit auf Nachhaltigkeitsratings	163
c) Pflichtenausformung	165
4. Darlegungs- und Beweislast	166
III. Anspruch aus § 826 BGB	167
C. <i>Haftung gegenüber Abonnenten</i>	167
I. Der Bezugsvertrag	168
1. Anwendbarkeit des kaufrechtlichen Gewährleistungsregimes	169
2. Neutrales, objektives und sachkundiges Rating als übliche geschuldete Sorgfalt	171
3. Bedeutung von Selbstregulierungsstandards und der EU-Taxonomie ..	172
II. Haftungsbeschränkungen und -ausschlüsse	173
1. Beschaffenheitsvereinbarung des Ratings „as is“	173
2. Regelmäßige Unwirksamkeit der Klauseln	175
III. Gewährleistungsansprüche	176
1. Hauptanwendungsfall: Schadensersatz	176
2. Beweislastumkehr bezüglich der haftungsbegründenden Kausalität? ..	178
D. <i>Haftung gegenüber dem allgemeinen Anlegerpublikum</i>	179
I. Ansprüche aus §§ 823 Abs. 1 und 2 BGB	179
1. Keine Verletzung eines von § 823 Abs. 1 BGB geschützten Rechtsguts	179
2. Betrug nach § 263 StGB	180
a) Individueller Schadenseinschlag	181
b) Zweckverfehlungslehre	182
3. Weitere Schutzgesetze	183
II. Anspruch aus § 826 BGB	184
III. Weitergehende Fahrlässigkeitshaftung gegenüber dem Anlegerpublikum?	185
1. Haftung aus Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte	186
a) Kunden von Abonnenten	186
aa) Leistungsnähe, Einbeziehungsinteresse und Erkennbarkeit ...	187
bb) Schutzbedürftigkeit	187
b) Sonstige Anleger	189
2. Haftung aus § 311 Abs. 3 S. 2 i. V. m. §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB ..	190
E. <i>Ergebnisse zu den Haftungsbeziehungen bei Nachhaltigkeitsratings</i> ..	193
§ 8 Haftung für Nachhaltigkeitsindizes	195
A. <i>Haftung gegenüber dem bewerteten Unternehmen</i>	196
B. <i>Vertragliche Haftung</i>	197
C. <i>Haftung gegenüber dem allgemeinen Anlegerpublikum</i>	198
D. <i>Ergebnisse zu den Haftungsbeziehungen bei Nachhaltigkeitsindizes</i> ..	199

§ 9 Schadensrechtliche Aspekte	201
A. <i>Problemstellung</i>	201
I. Ungesicherte finanzielle Relevanz von Nachhaltigkeitsratings und -indizes	202
1. Unternehmensperspektive	202
2. Anlegerperspektive	205
II. Erwerb nicht-nachhaltiger Finanztitel als individueller Anlegerschaden ..	206
III. Gesamtgesellschaftliche Schadensdimension	207
B. <i>Anspruchsgrundlagen zum Ersatz des Vertragsabschluss Schadens</i>	207
I. §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB	208
II. § 826 BGB	208
C. <i>Zulässigkeit des Ersatzes „reiner“ Vertragsabschlussschäden</i>	210
I. Ersatz immaterieller Schäden nur unter den Voraussetzungen des § 253 BGB	211
II. Verhältnis zur Anfechtung wegen arglistiger Täuschung	211
III. Entgegenstehender Schutzzweck kapitalmarktrechtlicher Delikt norms? 	213
D. <i>Der Vertragsabschluss Schaden bei fehlerhaften Nachhaltigkeitsbewertungen</i>	216
I. Die Grundproblematik: Allokation des allgemeinen Marktrisikos	216
II. Eigener Ansatz	218
1. Befreiung von einer nicht-nachhaltigen Anlage als primärer Inhalt der Schadensersatzansprüche	218
2. Befreiung nur zum tagesaktuellen Kurs	219
3. Kein Ersatz von entgangenem Gewinn	221
4. Kasuistik	222
a) Erwerb aufgrund zu guter Nachhaltigkeitsbewertung	222
b) Veräußerung aufgrund zu schlechter Nachhaltigkeitsbewertung ...	223
c) Absehen vom Erwerb aufgrund zu schlechter Nachhaltigkeitsbewertung	223
d) Absehen von Veräußerung aufgrund zu guter Nachhaltigkeitsbewertung	223
III. Notwendiger Nachweis der Transaktionskausalität	225
E. <i>Resümee zu Teil 3</i>	226

Teil 4: Eine Regulierung der Nachhaltigkeitsratingagenturen als <i>lex ferenda</i>	227
§ 10 Anlass für eine hoheitliche Regulierung	229
<i>A. Regulierungsdiskussion</i>	230
I. Gründe gegen eine Regulierung	230
II. Gründe für eine Regulierung	233
<i>B. Die Sustainable Finance-Strategie der EU</i>	235
I. Vorrang des EU-Nachhaltigkeitsbegriffs	237
II. Nachhaltigkeitsbezogene Produkttransparenz	238
III. Harmonisierung der Nachhaltigkeitsberichterstattung	240
IV. Staatliche Produktlabels und -segmente	242
<i>C. Die Rolle der Nachhaltigkeitsratingagenturen</i>	243
I. Eine ungewisse Zukunft vor dem Hintergrund der EU-Taxonomie	243
II. Gründung einer europäischen Nachhaltigkeitsratingagentur?	244
<i>D. Ziele einer Regulierung</i>	245
I. Harmonisierung der Bewertungsmethodik	246
II. Aufrechterhaltung und Kanalisierung des marktlichen Wettbewerbs	246
III. Schutz des Marktvertrauens in die Professionalität der Nachhaltigkeitsratingagenturen	248
<i>E. Ergebnisse zum Anlass einer Regulierung von Nachhaltigkeitsratingagenturen</i>	249
§ 11 Inhaltliche Regulierung der Bewertungsmethodik	251
<i>A. Anwendung der EU-Taxonomie</i>	251
I. Scharfe Variante	251
II. Halbscharfe Variante	254
III. Keine Anwendungsverpflichtung	257
IV. Stellungnahme	258
<i>B. Auf die EU-Taxonomie bezogene Offenlegungspflichten</i>	259
I. Operationelle Transparenz	259
II. Transparenzpflicht mit Begründungspflicht („ <i>comply or explain</i> “)	260
III. Transparenzpflicht ohne Begründungspflicht („ <i>comply or disclose</i> “)	260
IV. Stellungnahme	261
<i>C. Beteiligung an der Ausarbeitung der EU-Taxonomie</i>	262
I. Repräsentanz innerhalb der <i>Plattform für ein nachhaltiges Finanzwesen</i> .	262
II. Austausch mit der Plattform	263

D. Ergebnisse zur inhaltlichen Regulierung der Bewertungsmethodik . . .	264
§ 12 Pflichtenprogramm der Informationsintermediäre	265
A. Grundlegendes	265
I. Regelungszugriff des nationalen oder des europäischen Gesetzgebers? . . .	265
II. Regulierungsstrategie	267
1. Selbstregulierung	267
a) Best Practice Principles for Shareholder Voting & Analysis	268
b) Andere Selbstregulierungsinitiativen	269
2. Kodexbezogene Erklärungspflicht	271
3. Gesetzliches Pflichtenregime	272
III. Anwendungsbereich	273
1. Sachlicher Anwendungsbereich	273
2. Räumlicher Anwendungsbereich	275
B. Pflichteninhalt	276
I. Vermeidung von Interessenkonflikten	278
1. Organisationspflichten	279
a) Governance-Struktur, insbesondere Compliance-Funktion	280
b) Informationsschranken und Vertraulichkeitsbereiche	281
c) Mitarbeiterbezogene Vorgaben	282
d) Interne Rotationspflicht	283
2. Offenlegungspflichten	283
3. Abstandnahmepflichten	285
a) Wirtschaftliche Verflechtungen mit dem bewerteten Unternehmen oder anderen Ratingagenturen	285
b) Beratungs- und Nebendienstleistungen	286
c) Externe Rotationspflicht	287
II. Gewährleistung von Bewertungsqualität	288
1. Eignungsvoraussetzungen für Mitarbeiter	288
2. Informations- und Methodenqualität	289
3. Dialogpflicht mit dem bewerteten Unternehmen	291
III. Transparenz	292
1. Ratingveröffentlichung	292
2. Unternehmenstransparenz	293
C. Institutioneller Ordnungsrahmen	294
I. Reglementierung des Marktzugangs	294
II. Aufsicht und Sanktionierung	295
III. Zivilrechtliche Haftung	295

§ 13 Ergebnisse und Ausblick	299
A. <i>Gegenwart</i>	300
B. <i>Zukunft</i>	302
C. <i>Die Idee eines Europäischen Kapitalmarktgesetzbuchs</i>	303
Zusammenfassung	307
I. Begriffsbestimmung	307
II. Charakteristika von Nachhaltigkeitsratingagenturen	307
III. Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen	308
IV. Haftungsrechtliche Rahmenbedingungen	308
V. Eine Regulierung der Nachhaltigkeitsratingagenturen als <i>lex ferenda</i>	309
Literaturverzeichnis	313
Sachregister	333

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Auffassung
A. A.	Ander(e)r Ansicht
a. a. O.	Am angegebenen Ort
a. F.	alte Fassung
a. M.	am Main
Abb.	Abbildung
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften/Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis (Fachzeitschrift)
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AFEP	Association française des entreprises privées (Verband der französischen Privatunternehmen)
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (Fachzeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
Allg. Meinung	Allgemeine Meinung
Alt.	Alternative
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
arg.	argumentum
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater (Fachzeitschrift)
Bd.	Band
BeckOGK-AktG	beck-online.Großkommentar zum Aktiengesetz
BeckOGK-BGB	beck-online.Großkommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
BeckOK-BGB	Beck'scher Online-Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
Begr.	Begründer/Begründung
BenchmarkÄ-VO	Benchmark-Änderungs-Verordnung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BilMoG	Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (Fachzeitschrift)
BörsG	Börsengesetz
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts

BVerwGE	Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CBI	Climate Bonds Initiative
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators (Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen)
Cir.	Circuit
CSR	Corporate Social Responsibility
dass.	dasselbe
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Fachzeitschrift)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
ders.	derselbe
dies.	dieselbe(n)
DJSI	Dow Jones Sustainability Index
DK	Der Konzern (Fachzeitschrift)
EBA	European Banking Authority (Europäische Bankenaufsichtsbehörde)
EBLR	European Business Law Review (Fachzeitschrift)
ECFR	European Company and Financial Law Review (Fachzeitschrift)
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung)
EIRIS	Ethical Investment Research Service
ESAs	European Supervisory Authorities (Europäischen Aufsichtsbehörden, namentlich EBA, ESMA und EIOPA)
ESG	Environmental, Social (und/and) Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
et al.	et alii/et aliae/et alia (und andere)
ETF(s)	Exchange Traded Fund(s)
EU	Europäische Union
Eurosif	European Sustainable Investment Forum
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EWIR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht (Fachzeitschrift)
f. (ff.)	folgender, folgende (Plural)
FAS	Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FB	Finanzbetrieb (Fachzeitschrift)
Fn.	Fußnote(n)
FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen
FraktionsE	Fraktionsentwurf
FS	Festschrift
GBP	Green Bond Principles
GG	Grundgesetz
GISR	Global Initiative for Sustainability Ratings
GK-AktG	Großkommentar zum Aktiengesetz
GRI	Global Reporting Initiative

h. M.	herrschende(r/n) Meinung
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
HLEG	High-Level Expert Group
Hrsg.	Herausgeber(in)
hrsg. v.	herausgegeben von
i. d. F.	in der Fassung
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
IBIPs	Insurance-Based Investment Products
ICMA	International Capital Market Association
ILO	International Labour Organization (Internationale Arbeitsorganisation)
Int. & Comp. Corp. L. J.	International and Comparative Corporate Law Journal (Fachzeitschrift)
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden)
IRZ	Zeitschrift für internationale Rechnungslegung (Fachzeitschrift)
ISIN	International Securities Identification Number (Internationale Wertpapierkennnummer)
ISS	Institutional Shareholder Services
JuS	Juristische Schulung. Zeitschrift für Studium und Referendariat (Fachzeitschrift)
JZ	Juristenzeitung (Fachzeitschrift)
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KG	Kammergericht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK-WpHG	Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz
KomE	Kommissionsentwurf
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LG	Landgericht
lit.	litera
LK-StGB	Leipziger Kommentar zum Strafgesetzbuch
Ls.	Leitsatz/Leitsätze
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MAD	Market Abuse Directive (Marktmissbrauchs-Richtlinie)
MAD-DRL	MAD-Durchführungs-Richtlinie
MAR	Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchs-Verordnung)
MDR	Monatsschrift für deutsches Recht. Zeitschrift für die Zivilrechts-Praxis (Fachzeitschrift)
MiFID II	Second Markets in Financial Instruments Directive (Zweite Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente)
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation (Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente)
MTF	Multilateral Trading Facility (Multilaterales Handelssystem)
MüKoBGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MüKoHGB	Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch
MüKoStGB	Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch
n. F.	neue Fassung

NGFS	Network for Greening the Financial System
NJOZ	Neue Juristische Online Zeitschrift (Fachzeitschrift)
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Fachzeitschrift)
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report Zivilrecht (Fachzeitschrift)
Nr.	Nummer(n)
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Fachzeitschrift)
o. Ä.	oder Ähnliches
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
OLG	Oberlandesgericht
OTF	Organised Trade Facility (Organisiertes Handelssystem)
OWi	Ordnungswidrigkeiten
PEPP	Pan-European Personal Pension Product
PRIIP	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products
Prot.	Protokolle der Kommission für die zweite Lesung des Entwurfs des Bürgerlichen Gesetzbuchs, Berlin; Bd. II, 1898
RdF	Recht der Finanzinstrumente (Fachzeitschrift)
RegE	Regierungsentwurf
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Fachzeitschrift)
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer(n)
S.	Seite(n)/Satz, Sätze
SDG	Sustainable Development Goals
SE	Societas Europaea
SEC	Securities and Exchange Commission
SLLP	Sustainability Linked Loan Principles
sog.	Sogenannte (n, r, s)
SPO	Second Party Opinion
SRI	Socially Responsible Investment
SSRN	Social Science Research Network
St. Rspr.	ständige Rechtsprechung
StGB	Strafgesetzbuch
TCFD	Task Force on Climate-Related Financial Disclosures
TEG	Technical Expert Group
u. a.	unter andere(m)
u. U.	unter Umständen
UAbs.	Unterabsatz
UN PRI	United Nations Principles for Responsible Investment
UPR	Umwelt- und Planungsrecht (Fachzeitschrift)
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Verf.	Verfasser
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
VersR	Versicherungsrecht. Zeitschrift für Versicherungsrecht, Haftungs- und Schadensrecht (Fachzeitschrift)
vgl.	vergleiche

VO	Verordnung
WBCSD	World Business Council for Sustainable Development
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht (Fachzeitschrift)
WKN	Wertpapierkennnummer
WM	Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Fachzeitschrift)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb (Fachzeitschrift)
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Fachzeitschrift)
ZEuP	Zeitschrift für das Europäische Privatrecht (Fachzeitschrift)
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft (Fachzeitschrift)
ZfU	Zeitschrift für Umweltpolitik & Umweltrecht (Fachzeitschrift)
zfwu	Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik (Fachzeitschrift)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (Fachzeitschrift)
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (Fachzeitschrift)
Ziff.	Ziffer(n)
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Fachzeitschrift)
ZIS	Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik (Fachzeitschrift)
ZPO	Zivilprozessordnung

Einführung

Grün ist die Farbe der Stunde – erst recht in der Finanzbranche. Bei vielen Banken haben die Kunden heute die Wahl, ob sie ihr Geld in „konventionelle“ oder in „nachhaltige“ Finanzprodukte mit ökologischem oder sozialem Fokus anlegen möchten, um – wie dies auch bezeichnet wird – „sozial verantwortungsvoll“ („socially responsible“) zu investieren.¹ *Larry Fink*, CEO des weltgrößten Vermögensverwalters *Blackrock*, prophezeite jüngst gar eine „fundamental[e] Umgestaltung der Finanzwelt“, bei der es zu einer erheblichen Umverteilung von Kapital kommen werde – weg von klimaschädlichen und hin zu ressourcenschonenden Investitionen. In seinem im Januar 2020 veröffentlichten offenen Brief,² kündigte der *Blackrock*-Chef an, das Thema Nachhaltigkeit zukünftig ins Zentrum der eigenen Portfolios und Produkte zu rücken und sich unter anderem von den Wertpapieren von Kohleproduzenten zu trennen.

Mit seinem Fokus auf nachhaltige Kapitalanlagen steht *Blackrock* nicht allein. Mehr als 3.000 institutionelle Investoren weltweit, darunter Vermögensverwalter, Versicherungen und Staatsfonds, haben sich inzwischen den von den Vereinten Nationen initiierten *Principles for Responsible Investment (UN PRI)* angeschlossen und sich im Zuge dessen verpflichtet, bei ihren Investitionsentscheidungen Ökologie-, Sozial- und Governance-Faktoren zu beachten.³ Im Marktjargon gemeinhin unter dem Akronym „ESG“ zusammengefasst, ist diese Trias aus Umwelt- und Sozialaspekten der Geschäftstätigkeit von Unternehmen und ihrer Corporate Governance, also Praktiken guter Unternehmensführung, inzwischen allgegenwärtig am Kapitalmarkt.⁴ Sogar einen „grünen“ *DAX* (die korrekte Bezeichnung des Index lautet: *DAX 50 ESG*) als Auswahl der 50 nachhaltigsten Unternehmen aus dem *DAX*, *MDax* und *TecDAX* gibt es

¹ Mit gutem Überblick über verschiedene nachhaltige Anlageprodukte und -konzepte *H. Schäfer/Mayer*, in: H. Schäfer/Krummrich, Hdb. Nachhaltigkeit, S. 131 ff.; aus juristischer Perspektive *Klos*, in: Bauer/Schuster, Nachhaltigkeit im Bankensektor, S. 289 ff.; *Köndgen*, in: FS K. Schmidt, 2019, Bd. I, S. 671, 672 ff. Monographisch dazu *Scharlau*, Socially Responsible Investment, 2009.

² Abrufbar in deutscher Übersetzung unter: <https://www.blackrock.com/ch/privatanleger/de/larry-fink-ceo-letter>, Abruf: 23.9.2020.

³ Zum 23.9.2020 hatten die *Principles for Responsible Investment* insgesamt 3.349 Unterzeichner. Eine Liste aller Unterzeichner ist abrufbar unter: <https://www.unpri.org/directory/>, Abruf: 23.9.2020. Näher zum Inhalt der *UN PRI Spießhofer*, Unternehmerische Verantwortung, S. 364 ff.

⁴ Gleichsinnig *Köndgen*, in: FS K. Schmidt, 2019, Bd. I, S. 671, 673.

seit März 2020 und so überrascht es nicht, dass sich nachhaltige Finanzprodukte wachsender Beliebtheit erfreuen. Anleger definieren *Ausschlusskriterien*, um ihr Geld nicht Unternehmen zu überlassen, die etwa Atomenergie, Rüstungsgüter oder Pelze produzieren, oder sie wollen umgekehrt nur in solche Unternehmen investieren, die sich unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten mit einer innovativen Geschäftsidee (*Pioneer-Screening*) oder im Branchenvergleich (*Best in Class-Ansatz*) besonders hervortun.⁵ Der Branchenverband für den deutschsprachigen Raum, das *Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG)*, schätzt das Marktvolumen nachhaltiger Kapitalanlagen in Deutschland für das Jahr 2019 auf insgesamt 269,3 Milliarden Euro, was einem Anteil von 5,4 Prozent am Gesamtmarkt entspricht.⁶ Im Vergleich zum Vorjahr ist der Markt, dem *FNG* zufolge, um 37 Prozent gewachsen und auch in den Jahren davor waren jeweils zweistellige Wachstumsraten zu beobachten.⁷

Parallel zum gestiegenen Interesse an nachhaltigen Kapitalanlagen haben sich spezialisierte Informationsdienstleister herausgebildet, die vor allem in Form von Ratings bewerten, wie nachhaltig Unternehmen und Wertpapiere sind. Ihre Tätigkeit ist erkennbar an die Tätigkeit der ungleich bekannteren Bonitätsratingagenturen angelehnt, weshalb sie als „ESG-Ratingagenturen“,⁸ „CSR-Ratingagenturen“⁹ oder „Non-Credit Rating Agencies“¹⁰ bezeichnet werden. Im deutschsprachigen Diskurs vorherrschend ist die Bezeichnung „Nachhaltigkeitsratingagentur“,¹¹ die auch in dieser Untersuchung verwendet wird. Mit dieser Begriffswahl soll jedoch ausdrücklich keine Wertung verbunden sein, ob sich mithilfe der Ratings tatsächlich stets „nachhaltige“ Unternehmen identifizieren lassen.¹²

Indem sie die von den Unternehmen kommunizierten Nachhaltigkeitsinformationen sammeln, überprüfen und zu einer leicht verständlichen Note verdichten, sind die Nachhaltigkeitsratingagenturen ein wichtiges Bindeglied zwischen den Unternehmen als Kapitalnehmern und den Anlegern als Kapitalgebern.

⁵ Mit einem Überblick über die bei nachhaltiger Kapitalanlage gebräuchlichen Selektionsmechanismen *H. Schäfer/Mayer*, in: *H. Schäfer/Krummrich*, Hdb. Nachhaltigkeit, S. 131, 137 ff. Siehe auch *Bueren*, ZGR 2019, 813, 842 f.; *Scharlau*, Socially Responsible Investment, S. 16 ff.; zur nachhaltigen Anlagepraxis der Kirchenbanken *Kreuzer*, in: FS Blaurock, S. 253, 271 ff.

⁶ *FNG*, Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2020, S. 8, 9.

⁷ Vgl. die Übersicht des *FNG*, Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2020, S. 8.

⁸ Vgl. *Zetzsche/Preiner*, AG 2014, 685, 687.

⁹ Vgl. *H. Schäfer/Lindenmayer*, Implikationen von CSR-Rating-Systemen, 2007.

¹⁰ Vgl. ESMA, Technical Advice to the European Commission on Sustainability Considerations in the credit rating market, 18.7.2019, ESMA 33–9–321, S. 33 (Ziff. 81): „non-CRAs“.

¹¹ Vgl. *Böning/Häfler*, in: Büschgen/Everling, Hdb. Rating, S. 363, 367; aus dem juristischen Schrifttum *Spießhofer*, Unternehmerische Verantwortung, S. 377 ff.; *Veil et al.*, Nachhaltige Kapitalanlagen, S. 2. Siehe auch *Deipenbrock*, Int. & Comp. Corp. L.J. 9(1) (2012), 18 ff.: „Sustainability Rating Agencies“.

¹² In diesem Sinne aber zwischen ESG- und Nachhaltigkeitsratings unterscheidend *Wulsdorf*, in: *Wendt*, CSR und Investment Banking, S. 519, 528.

Allerdings sind die Nachhaltigkeitsratingagenturen gerade in den letzten Jahren in der wissenschaftlichen¹³ und öffentlichen¹⁴ Diskussion verstärkt in die Kritik geraten. Bemängelt wird, dass ihre Ratings intransparent seien und es an standardisierten Bewertungskriterien fehle, weshalb Unternehmen von verschiedenen Nachhaltigkeitsratingagenturen nicht selten völlig unterschiedlich eingestuft würden.¹⁵ Dadurch trügen sie zum *Greenwashing* am Kapitalmarkt bei, dass also Unternehmen und Anlagetitel nachhaltiger dargestellt werden, als sie in Wahrheit sind. Problematisch sei ferner, dass viele Nachhaltigkeitsratingagenturen weitere Dienste wie Beratungs- und Zertifizierungsleistungen für die bewerteten Unternehmen erbrächten. Durch diese Nebendienstleistungen seien Interessenkonflikte vorprogrammiert und die Unabhängigkeit der Nachhaltigkeitsratingagenturen beeinträchtigt. Ohne eine vertrauenswürdige Wahrnehmung ihrer Intermediärsfunktion würde jedoch dem *Greenwashing* am Kapitalmarkt Vorschub geleistet und der Erfolg nachhaltiger Kapitalanlagen sei insgesamt gefährdet.

Diese Kritik wirft die Frage nach Form und Umfang staatlicher Regulierung auf, wie sie bereits in ähnlicher Weise für Bonitätsratingagenturen, Finanzanalysten, Stimmrechtsberater und andere Informationsintermediäre gestellt wurde.¹⁶ Ziel dieser Untersuchung ist es, die für die Nachhaltigkeitsratingagenturen geltenden privat- und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen zu identifizieren und zu bewerten, ob sie die angeführten Kritikpunkte – also die methodische Intransparenz und mangelnde Standardisierung von Nachhaltigkeitsratings, die Interessenkonflikte vieler Anbieter, insbesondere durch die Erbringung von Nebendienstleistungen, sowie die Gefahr von *Greenwashing* am Kapitalmarkt – angemessen adressieren. Je nachdem wie der Befund im Laufe der Untersuchung ausfällt, wird im Anschluss über die Schaffung eines speziellen Regelungsregimes für Nachhaltigkeitsratingagenturen nachzudenken sein.

Zusammengefasst unter dem Stichwort „*Sustainable Finance*“ werden von politischer Seite große Ziele mit nachhaltigen Kapitalanlagen verknüpft.¹⁷ Als der damalige Generalsekretär der Vereinten Nationen, *Kofi Anan*, am Morgen

¹³ Kritisch aus dem juristischen Schrifttum z. B. *Deipenbrock*, Int. & Comp. Corp. L. J. 9(1) (2012), 18, 31 f.; *Spießhofer*, Unternehmerische Verantwortung, S. 378 ff. Gesammelte Literatur unten in § 3 Fn. 1.

¹⁴ Exemplarisch aus der Tagespresse *Mannweiler*, FAZ vom 27.2.2020, S. 27: „Grün, grüner, am grünsten“; *Kesterton*, Börsen-Zeitung vom 21.3.2020, S. 8: „ESG-Ratings – mehr Sein als Schein?“

¹⁵ Eingehend zu diesen und den nachfolgend genannten Kritikpunkten noch unter § 3 A.

¹⁶ Siehe z. B. *Peters*, Die Haftung und die Regulierung von Rating-Agenturen, 2001; *Wünschmann*, Die Haftung und die Regulierung von institutionellen Stimmrechtsberatern, 2015; akteursübergreifend zu Bonitätsratingagenturen, Finanzanalysten und Abschlussprüfern *Leyens*, Informationsintermediäre, 2017.

¹⁷ Zu den konzeptionellen Grundlagen, Motiven und Hintergründen von *Sustainable Finance* siehe die Beiträge von *Bueren*, ZGR 2019, 813 ff. und *Köndgen*, in: FS K. Schmidt, 2019, Bd. I, S. 671 ff.

des 27. April 2006 die Glocke der New Yorker Börse läutete, um die Verpflichtung von seinerzeit 22 Investoren im Rahmen der *UN Principles for Responsible Investment* zu verkünden, erklärte er:

„The Principles provide a framework for achieving better long-term investment returns, on more sustainable markets. They offer a path for integrating environmental, social and governance criteria into investment analysis and ownership practices. If implemented, they have tremendous potential to more closely align investment practices with the goals of the United Nations, thereby contributing to a more stable and inclusive global economy.“¹⁸

Sustainable Finance wird als ordnungspolitische Programmatik für eine nachhaltige Entwicklung verstanden, bei der Anlegern – in gewisser Analogie zum Verhalten von Konsumenten auf den Produktmärkten – eine verhaltenssteuernde Aufgabe gegenüber den Unternehmen zukommt.¹⁹ Die Anleger selbst sollen den sinnbildlichen Hebel in Bewegung setzen, damit Unternehmen nachhaltiger wirtschaften und dadurch – allen voran – zur Eindämmung des Klimawandels beitragen. Nach Art. 2 des Pariser Klimaabkommens sollen dafür „die Finanzmittelflüsse in Einklang gebracht werden mit einem Weg hin zu einer hinsichtlich der Treibhausgase emissionsarmen und gegenüber Klimaänderungen widerstandsfähigen Entwicklung“.²⁰ Mit ihrem im März 2018 vorgestellten *Sustainable Finance*-Aktionsplan²¹ nahm sich die EU-Kommission unter ihrem damaligen Vorsitzenden *Jean-Claude Juncker* der neuartigen Regulierungsaufgabe an. Seine Nachfolgerin *Ursula von der Leyen* hat sie übernommen und gleich zu Beginn ihrer Amtsperiode im Rahmen ihres „*Green Deal*“ die Förderung und Forcierung von *Sustainable Finance* zu einem ihrer Schlüsselvorhaben erklärt.²² Inzwischen wurden eine ganze Reihe kapitalmarktrechtlicher *Sustainable Finance*-Rechtsakte erlassen und weitere sind in Planung.²³ Zentraler Bestandteil der europäischen *Sustainable Finance*-Konzeption ist die Erarbeitung einer europäischen Nachhaltigkeitsklassifikation, die „EU-Taxonomie“ genannt wird. In der Klassifikation sollen europaweit einheitliche Kriterien festgelegt werden, unter welchen Umständen eine Investition

¹⁸ Im Volltext abrufbar unter: <https://www.un.org/sg/en/content/sg/statement/2006-04-27/remarks-launch-principles-responsible-investment>, Abruf: 23.9.2020.

¹⁹ Instruktiv dazu *Keltsch*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, S. 49 ff.; *Scharlau*, Socially Responsible Investment, S. 8 ff. Vgl. auch *Spießhofer*, Unternehmerische Verantwortung, S. 362 ff. mit Überblick über die politische Diskussion.

²⁰ Art. 2 Abs. 1 lit. c des Übereinkommens von Paris vom 12.12.2015, abgedruckt in: ABL EU L 282 vom 19.10.2016, S. 4 ff.

²¹ EU-Kommission, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM(2018) 97 final vom 8.3.2018.

²² Siehe EU-Kommission, Mitteilung: Der europäische Grüne Deal, COM(2019), 640 final vom 11.12.2019, S. 18 ff.

²³ Zum Stand der Umsetzung der einzelnen *Sustainable Finance*-Vorhaben siehe *Lanfermann*, BB 2019, 2219 ff.; *Lange*, BKR 2020, 216 ff. und 261 ff. sowie die Ausführungen unter § 5 A.

als nachhaltig gilt. Anhand dieser Vorgaben soll zukünftig das private Kapital der Anleger gezielt in nachhaltige Bahnen gelenkt und das Vertrauen der Anleger in die Nachhaltigkeit von Finanzprodukten gestärkt werden.²⁴ Diese legislativen Pläne berühren die Tätigkeit der Nachhaltigkeitsratingagenturen, die sich auf die Bewertung von Unternehmen und Finanzinstrumenten unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten spezialisiert haben, in ihrem Wesenskern. Vor diesem Hintergrund wird die Untersuchung Verbindungslinien zu diesem neuen kapitalmarktrechtlichen Gesetzgebungsprojekt herstellen und untersuchen, wie sich die gegenwärtigen gesetzlichen Rahmenbedingungen für Nachhaltigkeitsratingagenturen darin einfügen.

²⁴ Eingehend zu den rechtspolitischen Zielen der EU-Taxonomie unter § 5 B. I. Vgl. auch *Veil et al.*, Nachhaltige Kapitalanlagen, S. 158 ff.

Teil 1

Erkundung des Forschungsfelds

§ 1 Wer sind und was machen Nachhaltigkeitsratingagenturen?

Obwohl die Nachhaltigkeitsratingagenturen erst seit kurzer Zeit im Fokus der öffentlichen Diskussion stehen, liegen ihre historischen Anfänge deutlich weiter zurück. Als erste Nachhaltigkeitsratingagentur wird gemeinhin der 1983 im Vereinigten Königreich gegründete *Ethical Investment Research Service (EIRIS)* angesehen.¹ Von Methodisten und der *Religious Society of Friends* finanziert, wollte *EIRIS* seinen Sponsoren, denen es aus religiösen Gründen untersagt war, in Alkohol, Tabak, Glücksspiel und Rüstungsgüter zu investieren, den Ausschluss dieser sogenannten „sin stocks“ bei der Kapitalanlage ermöglichen. Weitere Anbieter kamen vor allem in den 90er Jahren hinzu und bezweckten mit ihren Informationsdiensten nicht länger nur die Verwirklichung religiöser und ethischer Vorstellung, sondern auch die Förderung des politischen Leitgedankens einer nachhaltigen Entwicklung, wie ihn 1987 die Brundlandt-Kommission formuliert hatte.² In den Fokus rückten ökologische und soziale Aspekte der Unternehmenstätigkeit. Sogenannte „Öko-Ratings“, „ethisch-ökologische Ratings“ oder „sozial-ökologische Ratings“ kamen auf den Markt und weckten alsbald auch das Interesse der – vorwiegend wirtschaftswissenschaftlichen – Forschung.³

Der Markt wuchs schnell. Erste Studien zu Beginn des neuen Jahrtausends zählten im deutschsprachigen Raum bereits ein gutes Dutzend verschiedener Anbieter sozial-ökologischer Unternehmensbewertungen in Gestalt von selbstständigen Ratingagenturen, spezialisierten Research Teams von Kreditinstituten und Anbietern von nachhaltigen Börsenindizes wie dem *FTSE4Good* oder

¹ Vgl. auch zum Folgenden *Sandberg et al.*, *Journal of Business Ethics* 87 (2009), 519, 524; *Sparkes*, *Socially Responsible Investment*, S. 27 f., 282 ff.

² Näher zu dieser Entwicklung *H. Schäfer/Preller*, *Sozial-ökologische Ratings am Kapitalmarkt*, 2003, S. 22 ff.; siehe auch *Bauer/Stegmeier*, in: *Bauer/Schuster*, *Nachhaltigkeit im Bankensektor*, S. 6 ff.

³ Monographisch *Figge*, *Öko-Rating*, 2000; *Schoenheit*, *Markttransparenz im Socially Responsible Investment*, 2004. Mit frühen Marktstudien *H. Schäfer/Preller*, *Sozial-ökologische Ratings am Kapitalmarkt*, 2003; *H. Schäfer et al.*, *Transparenzstudie*, 2004; *H. Schäfer/Lindenmayer*, *Sozialkriterien im Nachhaltigkeitsrating*, 2004; *H. Schäfer et al.*, *Who is who in CSR Rating?*, 2006. Siehe ferner den Beitrag zum „ethisch-ökologische[n] Rating“ von *Holmolka/Nguyen-Khac*, in: *Büschgen/Everling*, *Hdb. Rating*, 1. Aufl. 1996, S. 675 ff.

dem *Natur-Aktien-Index*.⁴ Ein knappes Jahrzehnt später, im Oktober 2010, identifizierte die Nichtregierungsorganisation *SustainAbility* im Zuge einer umfangreichen Marktanalyse weltweit bereits 108 Anbieter sozial-ökologischer Unternehmensbewertungen, von denen nach ihrer Zählung nur 21 bereits im Jahr 2000 existierten.⁵ Das Marktumfeld war nicht nur sehr dynamisch, sondern auch außerordentlich amorph. Die einzelnen Anbieter unterschieden sich zum Teil erheblich, was das Nachhaltigkeitsverständnis, die Kriteriendefinition oder das zugrunde liegende Geschäftsmodell betraf. Manche Anbieter waren gar als *non-profit*-Organisationen verfasst.⁶

Im vergangenen Jahrzehnt hat das Feld der Anbieter von sozial-ökologischen Unternehmensbewertungen einen grundlegenden Wandel erfahren. Parallel zur konzeptionellen Erweiterung der Ratings um eine Governance-Komponente zum „ESG-“ bzw. „Nachhaltigkeitsrating“⁷ betraten bereits mit anderen Finanzdienstleistungen profilierte Unternehmen den Markt und lösten eine Entwicklung der Professionalisierung und Konsolidierung aus, die bis heute andauert.⁸ Zu diesen „etablierten“ Dienstleistern, die sich in den letzten Jahren dem Nachhaltigkeitsrating zuwandten, zählen unter anderem der bekannte Indexanbieter *MSCI*, der Stimmrechtsberater *Institutional Shareholder Services (ISS)* und der Börseninformationsdienstleister *Thomson Reuters*. Als Reaktion auf das immens gestiegene Interesse von Investoren, Ökologie-, Sozial- und Governance-Belange in die Kapitalanlage zu integrieren, haben sie – vor allem durch die Übernahme kleinerer Anbieter⁹ – sukzessive ihre Kompetenzen und Informationsangebote zur nichtfinanziellen Unternehmensbewertung neben ihrem eigentlichen Kerngeschäft ausgebaut.

Obwohl das heutige Marktumfeld durch ständig neue Informationsprodukte, Übernahmen und Kooperationen weiterhin eine große Dynamik besitzt und eine jüngst veröffentlichte Studie sogar von über 600 verschiedenen Anbietern ausgeht,¹⁰ haben sich im globalen Wettbewerb vor allem einige wenige An-

⁴ H. Schäfer/Preller, Sozial-ökologische Ratings am Kapitalmarkt, 2003, S. 37 ff. mit insgesamt 15 deutschsprachigen Anbietern. Global zählten H. Schäfer et al., Transparenzstudie, 2004, S. 21 ff. nur wenig später 23 Anbieter sozial-ökologischer Ratings und Indizes.

⁵ Sadowski et al., Rate the Raters, Phase Two: Taking Inventory of the Ratings Universe, October 2010, S. 4.

⁶ Siehe dazu monographisch Lindenmayer, Nichtregierungsorganisationen, 2008, insb. die Übersicht auf S. 156 f. Allgemein zum damaligen Marktumfeld Döpfner/Schneider, Nachhaltigkeitsratings auf dem Prüfstand, 2012; Escrig-Olmedo et al., International Journal of Sustainable Economy 2(4) (2010), 442 ff. sowie die in Fn. 3 genannten Studien von H. Schäfer.

⁷ Näher und kritisch zur konzeptionellen Erweiterung nachhaltiger Kapitalanlagen um die Governance-Thematik Köndgen, in: FS K. Schmidt, 2019, Bd. I, S. 671, 684.

⁸ Siehe Novethic, Overview of ESG Rating Agencies, 2014, S. 3: „trend [of] a growing integration of extra-financial services by traditional financial data providers“.

⁹ Siehe für umfangreiche Schilderung der Übernahmehistorie von *MSCI* und *Thomson Reuters* sowie weiterer Anbieter Novethic, Overview of ESG Rating Agencies, 2014, S. 3 ff.

¹⁰ Wong, Rate the Raters 2018: Ratings Revisited, March 2018, S. 3.