

Regulierung von ESG-Ratings bzw. ESG-Ratingagenturen – Bedeutung, Mängel und Handlungsoptionen



Damian Hartmann

M.A. HSG in Law and Economics
Anwaltspraktikant bei schochauer ag



Milan Schéda

B.A. HSG in Law & Economics
Masterstudent; Wissenschaftlicher Assistent
am Lehrstuhl für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht von Prof. Dr. Urs Bertschinger

1. Vorwort

ESG-Ratings bzw. ESG-Ratingagenturen sind im Kontext des breiten Themenkomplexes des nachhaltigen Finanzwesens (Sustainable Finance) zu sehen. Bei diesem steht die Frage im Vordergrund, wie der Finanzmarkt zur Erreichung von Nachhaltigkeitszielen beitragen kann. Bei ESG-Ratings geht es um die Einordnung eines Unternehmens oder eines Unternehmenstitels anhand von ESG-Kriterien auf einer Skala. ESG-Ratings sind heute weit verbreitet, auch auf dem Schweizer Finanzplatz. Börsennotierte Unternehmen, Banken, Fondsleitungen, Vermögensverwalter, Versicherer sowie Retail-Anlegerinnen treffen unvermeidbar auf ESG-Ratings. Nicht zuletzt betreffen deren Implikationen aber auch Unternehmen aus der Realwirtschaft und damit deren Oberleitungsorgane. So kann eine Herabstufung des Ratings einen negativen Einfluss auf die Kapitalisierungskosten und die Aktienrendite haben. Aufgrund der steigenden Bedeutung von ESG-Ratings im Finanzmarkt und der mit den ESG-Ratings zusammenhängenden Probleme sowie nicht zuletzt auch wegen den regulatorischen Bemühungen in der EU drängt sich auch in der Schweiz die Frage nach dem Regulierungsbedarf und den regulatorischen Handlungsoptionen auf.

In einem ersten Schritt soll vorliegend die Bedeutung und der Entstehungsprozess von ESG-Ratings beleuchtet werden, wonach auf virulente Problemfelder und den Regulierungsbedarf einzugehen sein wird. In einem weiteren Schritt werden die regulatorischen Handlungsoptionen diskutiert und schliesslich werden die Erkenntnisse in einem letzten Teil zusammengefasst.

2. Bedeutung und Entstehungsprozess von ESG-Ratings

2.1 Bedeutung von ESG-Ratings

Unbestrittenermassen haben ESG-Ratings in den vergangenen Jahren in den Finanzmärkten eine gigantische Bedeutung erlangt. Quantitativ lässt sich deren Bedeutung unschwer erkennen. Insgesamt betrug das Schweizer Investitionsvolumen im Bereich Sustainable Investments im Jahr 2020 CHF 1'520 Mrd., was einem Wachstum von 31% gegenüber dem Vorjahr entspricht.¹

Während die Bedeutung von ESG-Ratings in den Finanzmärkten durch diese Zahlen verdeutlicht wird, ist deren Bedeutung auch in der Realwirtschaft nicht unerheblich. So haben ESG-Ratings bspw. auch eine Auswirkung auf die Kapitalbeschaffungskosten und damit auf den Kapitalzugang börsenkotierter Unternehmen.² So zeigten Studien, dass ein Downgrade eines ESG-Ratings der Agentur MSCI zu einer statistisch signifikanten Negativentwicklung der Aktienrendite bei US-kotierten Unternehmen führt.³

2.2 Entstehungsprozess von ESG-Ratings

Es gibt eine breite Produktpalette im Bereich von ESG-Ratings, wobei das Angebot inhaltlich und terminologisch je nach Anbieterin variiert.⁴ Obwohl der Entstehungsprozess von ESG-Ratings, ESG-Scorings oder ESG-Rankings keineswegs einheitlich ist, kann er dennoch in drei grobe Phasen gegliedert werden:⁵

Datenbeschaffung: ESG-Ratingagenturen verwenden hauptsächlich Daten, welche von Unternehmen selbst (freiwillig oder aufgrund einer Berichterstattungspflicht) offengelegt werden, aber auch unstrukturierte Daten, wie z.B. Daten von Medien oder NGOs.⁶ Von den Unternehmen freiwillig offengelegte Daten werden zum Teil mittels Fragebögen durch die ESG-Ratingagenturen erhoben.⁷ Teilweise wird auf Daten von Drittanbietern abgestellt, welche diese Daten auf ähnliche Weise erheben.⁸ Es existiert hier keine trennscharfe Abgrenzung.⁹

Auswertung / Bewertung: Die ESG-Ratingagentur definiert zunächst Indikatoren und ordnet diesen Indikatoren Daten zu. Qualitative Daten werden quantifiziert. Danach werden die quantifizierten Daten anhand einer Peer-Group von Konkurrenzunternehmen bewertet und zum Gesamtrating zusammengefügt.¹⁰

(Vor-)Publikation: Schliesslich kommt es zur Publikation des ESG-Ratings. Selten wird davor noch eine Vorpublikation durchgeführt, bei der die ESG-Ratingagentur das Unternehmen über das Ergebnis informiert und die Gelegenheit einräumt, zusätzliche Informationen zu teilen, welche das Ergebnis beeinflussen könnten.¹¹

1 SSF/CSP: Swiss Sustainable Investment Market Study 2021 (7. Juni 2021), <https://marketstudy2021.sustainablefinance.ch/downloads/SSF_2021_MS_full_144dpi.pdf> (besucht am 27.03.2022), 4.

2 METAXAS JOANNA: Ratings et rankings sociétaux des sociétés, EF 6-7/2016, 504 ff., 507.

3 SHANAEV SAVVA/GHIMIRE BINAM: When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns, Finance Research Letters (10. Juli 2021), <<https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102302>> (besucht am 28.03.2022), 2; DIESELBEN, 5; vgl. auch METAXAS (Fn. 2), 507, wonach ESG-Ratings den Aktienkurs börsenkotierter Unternehmen beeinflussen.

4 EC: Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research (6. Januar 2021), <<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d7d85036-509c-11eb-b59f-01aa75ed71a1>> (besucht am 28.03.2022), 31 f.

5 Vgl. IOSCO: Environmental, Social, Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers, Final Report (November 2021), <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf>> (besucht am 27.03.2022), 28 ff.

6 EC (Fn. 4), 80 ff.; METAXAS (Fn. 2), 507.

7 IOSCO (Fn. 5), 28 f.; EC (Fn. 4), 83 f.; METAXAS (Fn. 2), 507.

8 EC (Fn. 4), 85 f.; vgl. z.B. MSCI: MSCI ESG Ratings, Providing institutional investors with a more robust ESG integration tool designed to support ESG risk mitigation and long term value creations, <<https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/MSCI+ESG+Ratings+Brochure-cbr-en.pdf>> (besucht am 03.04.2022), 1 ff.

9 ABHAYAWANSA SUBHASH/TYAGI SHAILESH: Sustainable Investing – The Black Box of Environmental, Social, and Governance (ESG) Ratings, The Journal of Wealth Management 2021, 52.

10 Zum Ganzen EC (Fn. 4), 93.

11 IOSCO (Fn. 5), 28.

3. Problemfelder und Regulierungsbedarf

3.1 Qualitativer Gehalt von ESG-Ratings

1. Aussage von ESG-Ratings

Eines der grundlegenden Probleme von ESG-Ratings ist auf der Definitions- bzw. Interpretationsebene anzusiedeln. Während sich ein Investor von einer ESG-Anlage einen positiven Einfluss auf die Umwelt-, Sozial- und Governance-Ebene – sprich einen Nachhaltigkeitsbeitrag (impact) – versprechen mag, sagen die meisten ESG-Ratings nicht viel über die effektive Nachhaltigkeit der Anlage aus, sondern viel eher darüber, welche finanziellen Risiken einem Unternehmen aus dem Bereich ESG widerfahren.¹² Dasselbe wird auch von den führenden ESG-Ratingagenturen dargelegt. So lautet etwa die Erklärung von MSCI wie folgt:

«Some think MSCI ESG ratings are like credit ratings. Others think they should be focused on climate or rejuvenating the planet. Both interpretations misconstrue their true purpose. MSCI's ESG ratings are designed for one purpose: to measure a company's resilience to financially material environmental, societal and governance risks. Our ESG ratings provide a window into one facet of risk to financial performance. They are not a general measure of corporate 'goodness,' a barometer on any single issue or a synonym for sustainable investing.»¹³

Dennoch können seitens der Kundinnen Erwartungen resp. Interpretationen von ESG-Ratings dahingehend bestehen, dass diese eine Aussage über die eigentliche Nachhaltigkeit des Unternehmens machen. Man spricht in diesem Fall von sog. doppelter Materialität, d.h., bei einer Anlage sollen nicht nur ESG-Risiken berücksichtigt werden, sondern auch die Wirkung der Anlage (impact).¹⁴

Aufgrund dieser eben dargelegten Erwartungs- oder Interpretationslücke von ESG-Ratings sind diese im Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft grundsätzlich geeignet, Kundeninteressen zu gefährden. Auf mögliche Ansatzpunkte bezüglich des Aspekts des Kundenschutzes wird daher zurückzukommen sein.

2. Divergierende Ratings

Ein weiteres grundlegendes Problem von ESG-Ratings ist deren frappante Divergenz.¹⁵ Eine grossangelegte Studie der ESG-Ratings von 1'049 Unternehmen hat eine Übereinstimmung von gerade einmal 19-28% gezeigt.¹⁶

Ein Grund für die Divergenz dürfte nicht zuletzt die Abwesenheit eines einheitlichen Standards sein, was den ESG-Ratingagenturen in Bezug auf die Evaluation der Unternehmen grösstenteils freie Hand lässt. Als weitere Gründe für die Divergenz werden die Heterogenität der zugrundeliegenden Daten und deren Erhebungsmethoden genannt sowie auch die unterschiedliche Granularität der ESG-Ratings und verschiedentliche Biases.¹⁷ Ein Folgeproblem der Divergenz ist die Verwendung von ESG-Ratings für ESG-Indizes.¹⁸

12 Bericht «Wie kann die Schweiz die Finanzmittelflüsse klimaverträglich ausrichten?» des Bundesrates vom 17. November 2021 in Erfüllung des Postulates 19.3966 der Kommission für Umwelt, Raumplanung und Energie des Ständerats UREK-S vom 16. August 2019, <<https://www.bafu.admin.ch/bafu/de/home/themen/klima/mitteilungen.msg-id-85933.html>>, 6.

13 So die Erklärung auf der Webseite von MSCI im zweiten und dritten Absatz des Abschnitts «What MSCI's ESG Ratings are and are not» <<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings/what-esg-ratings-are-and-are-not>> (besucht am 06.04.2022).

14 Vgl. für die Unterscheidung von Risiko und Wirkung Bericht BR (Fn. 12), 6.

15 BILLIO MONICA/COSTOLA MICHELE/HRISTOVA IVA/LATINO CARMELO/PELIZZON LORIANA: Inside the ESG ratings: (Dis) agreement and performance, Corporate Social Responsibility and Environmental Management 28/2021, 1426 ff., 1432.

16 BILLIO et al. (Fn. 15), 1432.

17 WINDOLPH SARAH ELENA: Assessing Corporate Sustainability Through Ratings: Challenges and Their Causes, Journal of Environmental Sustainability 1/2011, 1 ff., 42.

18 BILLIO et al. (Fn. 15), 1432.

Unmittelbare Folge der starken Divergenz der ESG-Ratings ist die mangelnde Vergleichbarkeit zwischen den einzelnen ESG-Ratings. Doch auch innerhalb eines ESG-Ratings derselben ESG-Ratingagentur herrscht mangelnde Vergleichbarkeit, weil gewisse ESG-Ratingagenturen ihre Methodik ohne vorgängige Information ändern.¹⁹

3. Messbarkeit und Skala

ESG-Ratings umfassen zahlreiche Aspekte, welche nicht quantitativ erfasst werden können und somit stark von einer Interpretation abhängig sind.²⁰ Mehrere ESG-Ratingagenturen verweisen ausdrücklich auf die Verwendung von qualitativen Beurteilungen, insbesondere durch die Lektüre von Unternehmens-, Branchen- und NGO-Berichten über Entwicklungen in der Branche, um zu entscheiden, was in der jeweiligen Branche wesentlich ist. Dieses Urteil scheint auch für die Gewichtung der Indikatoren relevant zu sein.²¹ Diese qualitativen Beurteilungen beeinflussen somit die Wesentlichkeitsschwelle diverser Faktoren, was bei inkohärenter Anwendung wiederum zu stark divergierenden ESG-Ratings führt.

Ein damit in Verbindung stehendes Problem bezieht sich sodann auf die angewandte Skala. Obwohl die zugrundeliegenden Daten bisweilen (auch) qualitativer Natur sind oder die ESG-Ratings an sich in wesentlicher Weise qualitative Beurteilungen inkorporieren, werden die Ergebnisse oftmals auf einer Skala ausgewiesen, die den Investorinnen von Kreditratings bekannt vorkommt – MSCI verwendet eine Skala von AAA bis CCC, Inrate von A-D – nur beruhen Kreditratings auf auditierten Jahresrechnungen der Unternehmen. Passend erscheint eine ähnliche Skala wie bei den Kreditratings immerhin deshalb, weil ESG-Ratings eine Aussage über ein finanzielles Risiko machen wollen.

19 IOSCO (Fn. 5), 29.

20 Vgl. SCHNECK OTTMAR: Regulierung von Ratingagenturen, ST 5/2014, 455 ff., 455, wonach Ratings, Scorings und Bonitätsprüfungen «Elemente des menschlichen Suchens nach vergleich- und beurteilbaren Urteilen aufgrund vermeintlich messbarer Sachverhalte» sind.

21 OECD: ESG Investing: Practices, Progress and Challenges (2020), <<https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>> (besucht am 03.04.2022), 31.

3.2 Renaissance bekannter Probleme

1. Marktkonsolidierung von ESG-Ratingagenturen

Der Markt für ESG-Ratings ist jung und dynamisch. Wie es in solchen Märkten üblich ist, kommt es allmählich zu einer Marktkonsolidierung der Anbieter und damit zu einer Konzentration der globalen ESG-Ratingagenturen bei gleichzeitigem Verbleib von regionalen spezialisierten ESG-Ratingagenturen.²²

Im Jahr 2020 wurde die Anzahl von ESG-Ratingagenturen auf weltweit 150 geschätzt,²³ während man von 30-40 Agenturen in der EU ausging.²⁴ Global durchgesetzt zu haben scheinen sich die ESG-Ratingagenturen MSCI (USA), Sustainalytics (Morningstar, USA), Moody's ESG Solutions (USA), S&P Global Ratings (USA) und ISS ESG (USA/DE).²⁵ Die genannten ESG-Ratingagenturen sind bereits aus dem Markt für Kreditratings bekannt und sind im Bereich ESG-Ratings durch Akquisitionen von regionalen ESG-Ratingagenturen gewachsen,²⁶ wobei auch diverse Schweizer ESG-Ratingagenturen akquiriert wurden.²⁷

Regional ist für die Schweiz Inrate relevant.²⁸ International zeichnet sich somit allmählich ein Oligopol ab.

22 Zum Ganzen IOSCO (Fn. 5), 6 f.; EC (Fn. 4), 166; WEBER ANNETTE/REUTTER THOMAS U.: CSR und Kapitalmarkt, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XV (Zürich 2020) 87 ff., 97; KÖLBEL JULIAN: The ESG Ratings Jungle, EF 12/2020, 994 ff., 994; vgl. aber auch METAXAS (Fn. 2), 505, wonach der Markt der ESG-Ratingagenturen immerhin weniger konzentriert ist als der Markt der Kreditratingagenturen.

23 KPMG: Sustainable investing: fast-forwarding its evolution (Februar 2020), <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/02/sustainable-investing.pdf>> (besucht am 28.03.2022), 45.

24 EC (Fn. 4), 50.

25 IOSCO (Fn. 5), 7; WEBER/REUTTER (Fn. 22), 97; KÖLBEL (Fn. 22), 994.

26 IOSCO (Fn. 5), 7; EC (Fn. 4), 7 f.

27 Vgl. KÖLBEL (Fn. 22), 994, wonach die Schweiz vor dem Beginn der Marktkonsolidierung eine Pionierstellung bezüglich ESG-Ratingagenturen innehatte.

28 KÖLBEL (Fn. 22), 994.

Das Problem von oligopolistischen Ratingmärkten gab es bereits bei den Kreditratingagenturen.²⁹ Die Oligopolstruktur in Ratingmärkten kann zu verschiedenen Problemen führen. So kann der Anreiz für qualitativ hochwertige Ratings fehlen oder ein Anreiz zur Preisdiskriminierung bei den Ratinggebühren bestehen.^{30,31} Bei der Behandlung dieser Probleme mittels aufsichtsrechtlicher Regulierung ist zu beachten, dass regulatorische Anforderungen kontraproduktiv sein können, soweit dadurch der Markteintritt erschwert und die Oligopolstruktur verstärkt wird.³² Dies ist bei einer allfälligen Regulierung von ESG-Ratings bzw. ESG-Ratingagenturen zu berücksichtigen.

2. Interessenskonflikte

Der Entstehungsprozess von ESG-Ratings birgt verschiedene Gefahren für Interessenskonflikte. Hervorzuheben ist etwa, dass ESG-Ratingunternehmen oft weitere Dienstleistungen anbieten, welche direkt mit dem erstellten ESG-Rating des Unternehmens zusammenhängen. Solche Dienstleistungen umfassen u.a. die Beratung bei der Corporate ESG-Strategy, die Unterstützung bei der nicht-finanziellen Berichterstattung, welche in die ESG-Ratings miteinfliesst oder die Beratung zur Verbesserung des ESG-Ratings.³³

Ein weiterer Interessenskonflikt lässt sich beim Vergütungsmodell identifizieren. Unterschieden werden die beiden Modelle Issuer pays und Subscriber pays. Bei ersterem bezahlt das Unternehmen eine Gebühr für die Erstellung des Ratings,³⁴ während bei letzterem die Investorinnen über die Abonnementsgebühren die Ratings finanzieren.³⁵

Derzeit ist im ESG-Bereich das Modell Subscriber pays am verbreitetsten.³⁶ Bei diesem besteht die Gefahr, dass die ESG-Ratingagentur ihren Fokus auf Quantität statt Qualität bei ESG-Ratings setzt.³⁷ Hingegen besteht beim Modell Issuer pays aufgrund der finanziellen Abhängigkeit die Gefahr, dass ein zu positives Rating abgegeben wird.³⁸

Diese Interessenskonflikte tauchten in gleicher Form bereits bei Kreditratingagenturen auf. Sowohl in den USA als auch in der EU (und auch in der Schweiz) wurde diesen Interessenskonflikten mittels aufsichtsrechtlicher Regulierung der Kreditratingagenturen begegnet.³⁹

3. Transparenz

Verschiedentlich wird eine fehlende Transparenz im Markt für ESG-Ratings festgestellt. Auf internationaler Ebene wird insbesondere die Intransparenz in Bezug auf die verwendeten Daten, die dem ESG-Rating zugrundeliegenden Definitionen, die Frequenz der Aktualisierung der ESG-Ratings sowie die angewendete Methode bei der Entstehung des ESG-Ratings kritisiert.⁴⁰ Bezüglich der Methodik werden regelmässig die Schlüsselnachhaltigkeitsthemen sowie die Scoring Methode offengelegt, nicht aber die dem ESG-Rating unterliegenden Indikatoren sowie deren Gewichtung.⁴¹ Trotz zunehmender Bemühungen von ESG-Ratingagenturen, Aspekte ihrer Methodik offenzulegen, bleibt die effektive Datenverarbeitungs- und Evaluierungsmethode eine Black-Box.⁴² Dies führt dazu, dass ESG-Ratings schwer verständlich und kaum interpretierbar sind.⁴³

29 NOBEL PETER: Schweizerisches Finanzmarktrecht (4.A. Bern 2019), § 14 Rz. 282; VASELLA DAVID: Die Haftung von Ratingagenturen, Ein Beitrag zur Expertenhaftung, Zürich 2011 (= Diss. Univ. Zürich 2011 = ZStP 236), Rz. 2; MÖLLERS THOMAS M. J.: Regulierung von Ratingagenturen, JZ 18/2009, 861 ff., 863; EMMENEGGER SUSAN: Die Regulierung von Rating-Agenturen, SZW 2006, 32 ff., 33.
30 MÖLLERS (Fn. 29), 870; EMMENEGGER (Fn. 29), 35.
31 EMMENEGGER (Fn. 29), 35.
32 EMMENEGGER (Fn. 29), 39 f.
33 Zum Ganzen IOSCO (Fn. 5), 31; EC (Fn. 4), 68 ff.
34 VASELLA (Fn. 29), Rz. 174; vgl. FRICK JÜRIG/JOST HANNA: Haftung von Ratingagenturen, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XI (Zürich 2017) 131 ff., 137 f., wonach hierfür auch der Begriff «Auftragsrating» verwendet wird.
35 VASELLA (Fn. 29), Rz. 174.

36 IOSCO (Fn. 5), 18; ESMA Call for Evidence, On Market Characteristics for ESG Rating Providers in the EU vom 3. Februar 2022, 7.
37 IOSCO (Fn. 5), 18.
38 VASELLA (Fn. 29), Rz. 176; MÖLLERS (Fn. 29), 863.
39 Zum Ganzen NOBEL (Fn. 29), § 14 Rz. 283; SCHNECK (Fn. 20), 460; MEIER HEINZ: Regulierung von Ratingagenturen – Auswirkungen auf die Schweiz, ST 12/2009, 945 ff., 945; MÖLLERS (Fn. 29), 864 ff.; EMMENEGGER (Fn. 29), 35 f.; DIESELBE, 40 f.; vgl. für die Schweiz FINMA-Rundschreiben 2012/1 vom 29. Juni 2011 Ratingagenturen, Anerkennung von Instituten zur Bonitätsbeurteilung, Rz. 32 ff.
40 IOSCO (Fn. 5), 26; ESMA letter to EC on ESG ratings vom 28. Januar 2021, 2.
41 EC (Fn. 4), 107; METAXAS (Fn. 2), 508.
42 IOSCO (Fn. 5), 29; vgl. EC (Fn. 4), 167, wonach MSCI ein neues Kommunikationsportal errichtet hat, sowie die Dokumente zur Offenlegung der Methodik aktualisiert hat, aber dennoch nicht die vollständige Methodik preisgibt.
43 IOSCO (Fn. 5), 33; BERG FLORIAN/KÖLBEL JULIAN F./RIGOBON ROBERTO: Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings (14.01.2022), <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533>> (besucht am 29.03.2022), 25; vgl. auch METAXAS (Fn. 2), 505 ff., wonach die ESG-Ratingagenturen ein Interesse daran haben, dass ihre «magische Formeln» nicht öffentlich bekannt wird und dass die einzelnen Indikatoren in jeder Branche verschieden sind.

Bereits bei den Kreditratingagenturen stellte die fehlende Transparenz bezüglich der Ratingmethodik ein Problem dar. Im Zuge der Regulierung der Kreditratingagenturen wurde dem Transparenzproblem mit einer Offenlegungspflicht für die Methoden, Modelle und Annahmen Rechnung getragen.⁴⁴

4. Qualität der ESG-Ratings

Die Qualität eines ESG-Ratings hängt stark von der Verfügbarkeit verlässlicher Daten ab.⁴⁵ Die zunehmenden Pflichten im Bereich der nachhaltigen/nicht-finanziellen Berichterstattung haben möglicherweise einen positiven Effekt auf die Datenqualität und damit auf das ESG-Rating.^{46,47} Andererseits zeigt eine Studie, dass die Zunahme offengelegter Informationen von Unternehmen zu einer stärkeren Divergenz zwischen den ESG-Ratings der verschiedenen ESG-Ratingagenturen führt.⁴⁸ Schliesslich sind die Verfügbarkeit, Konsistenz und das Format der Daten je nach Region und Unternehmen unterschiedlich, was die Vergleichbarkeit und Verlässlichkeit des ESG-Ratings und damit dessen Qualität in Frage stellt.⁴⁹

Auch bei Kreditratings stellte sich bereits die Frage nach deren Qualität. Mit der Regulierung von Kreditratings bzw. Kreditratingagenturen wurden daher qualitative Anforderungen an die Mitarbeitenden sowie den Ratingprozess gestellt, um die Qualität der Kreditratings zu verbessern.⁵⁰

4. Regulatorische Handlungsoptionen

ESG-Ratings und ESG-Ratingagenturen sind derzeit grösstenteils unreguliert. Den obenerwähnten Problemfeldern könnte aber auf mehrere Arten begegnet werden.

Zunächst besteht die Option, auf die staatliche Regulierung von ESG-Ratings bzw. ESG-Ratingagenturen zu verzichten und die Regulierung stattdessen dem Prozess der Selbstregulierung zu überlassen. Der staatliche Regulator beschränkt sich hierbei darauf, ESG-Ratingagenturen zu motivieren, freiwillige Industriestandards oder Codes of Conduct zu entwickeln und diese zu unterstützen.⁵¹ Eine Unterstützung durch die FINMA kann darin bestehen, breit abgestützten Standesregeln eine höhere Bedeutung zu verleihen, indem sie sie als Mindeststandard anerkennt.⁵² Sollten die angesprochenen Problemfelder im Bereich der ESG-Ratings bzw. ESG-Ratingagenturen mittels eines Selbstregulierungsansatzes angegangen werden, läge ein Tätigwerden der IOSCO wohl am nächsten.

Eine weitere Option ist eine Bewilligungspflicht sowie eine laufende Aufsicht über ESG-Ratingagenturen. Einen Orientierungsrahmen hierfür bieten die Empfehlungen der IOSCO, welche den Regulator sowie die Aufsichtsbehörden bei der Entwicklung einer Regulierung von ESG-Ratings bzw. ESG-Ratingagenturen unterstützen sollen.⁵³ Sobald eine Bewilligungspflicht und eine Aufsicht über ESG-Ratingagenturen besteht, können die oben angesprochenen Problemfelder folgendermassen angegangen werden: Pflicht zur Offenlegung und Vermeidung von Interessenskonflikten, Transparenzpflichten bezüglich der Ratingmethode sowie der verwendeten Daten, Pflicht zur Sicherstellung von qualitativ hochwertigen ESG-Ratings, Pflicht zur Definition der Aussagekraft von ESG-Ratings sowie eine Pflicht zur Verwendung einer bestimmten Skala.⁵⁴

44 Zum Ganzen NOBEL (Fn. 29), § 14 Rz. 283; MÖLLERS (Fn. 29), 866; vgl. für die Schweiz FINMA (Fn. 39), Rz. 40.

45 IOSCO (Fn. 5), 16; DIESELBE, 32.

46 Vgl. für eine Übersicht über die legislativen Entwicklungen im Bereich der nachhaltigen/nicht-finanziellen Berichterstattung BÜHLER CHRISTOPH B.: Nichtfinanzielle Berichterstattung nach dem Gegenvorschlag zur Konzernverantwortungsinitiative und ihre Bedeutung für den Finanzsektor, SZW 2021, 716 ff. (für die EU und die Schweiz) sowie WEBER DANIEL S./LIENHARD STEPHANIE: Gegenschlag zur KVI – Compliance mit den neuen nichtfinanziellen Berichterstattungs- und Sorgfaltspflichten, RR-COMP 3/2021, 2 ff. (für die Schweiz).

47 IOSCO (Fn. 5), 32.

48 CHRISTENSEN DANE/SERAPEIM GEORGE/SIKOCHI ANYWHERE: Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings, The Accounting Review 97/2022, 147 ff., 169.

49 IOSCO (Fn. 5), 17.

50 Zum Ganzen NOBEL (Fn. 29), § 14 Rz. 283; SCHNECK (Fn. 20), 461; MÖLLERS (Fn. 29), 868; vgl. für die Schweiz FINMA (Fn. 39), Rz. 2; DASSELBE, Rz. 28; DASSELBE, Rz. 48.

51 IOSCO (Fn. 5), 35; ferner EC (Fn. 4), 173 f.

52 Vgl. Art. 7 Abs. 3 FINMAG i.V.m. Art. 12 Abs. 1 Verordnung zum Finanzmarktaufsichtsgesetz vom 13. Dezember 2019 (SR 956.11). Zu beachten ist jedoch, dass eine Anerkennung nur im Rahmen der Aufsichtstätigkeit der FINMA stattfindet.

53 IOSCO (Fn. 5), 34.

54 Vgl. zum Ganzen IOSCO (Fn. 5), 35.

Die radikalste Option stellt sodann ein Verbot von ESG-Ratings dar. Vor dem Hintergrund, dass die Schweiz über einen international renommierten Finanzplatz verfügt, dürfte ein Verbot von ESG-Ratings hingegen ein negatives Licht auf die Schweiz werfen.⁵⁵ Schliesslich ist auch nicht erkennbar, wie ein Verbot von ESG-Ratings juristisch vernünftig begründet werden könnte. Da die Nachteile in einem Missverhältnis zu den Vorteilen stehen dürften, erscheint ein Verbot von ESG-Ratings zum aktuellen Zeitpunkt realitätsfern.

Schliesslich kann den oben erläuterten Missständen unter geltendem Recht zumindest vorübergehend dadurch begegnet werden, dass der Umgang mit Nachhaltigkeitsratings am Point of Sale – also im Vermögensverwaltungs- und Anlageberatungsgeschäft von Finanzdienstleistern – konkretisiert wird. Es wäre denkbar, dass die Finanzdienstleister für Transparenz sorgen und die Kundin über die (Grenzen der) Aussagekraft von ESG-Ratings aufklären (müssen). Entsprechende Bestrebungen in diese Richtung finden sich bereits in den Richtlinien und Leitsätzen der SBVg und der AMAS.⁵⁶ Die FINMA liess aber verlauten, dass spezifische nachhaltigkeitsbezogene Transparenzpflichten sowie wirksame aufsichtsrechtliche Grundlagen für ein Vorgehen am Point of Sale derzeit noch fehlen.⁵⁷ Wesentliche Vorteile dieses Vorgehens bestehen darin, dass die bestehenden aufsichtsrechtlichen Strukturen nicht ausgebaut und andererseits keine neuen Subjekte der direkten Aufsicht unterstellt werden müssten.

55 Statt vieler NOBEL (Fn. 29), § 2 Rz. 1.

56 Vgl. AMAS: Position zu Greenwashing, <https://www.am-switzerland.ch/assets/content/files/Artikel/Position-Greenwashing_V2.pdf> (besucht am 03.04.2022), 1 ff., wo die AMAS das Greenwashing-Risiko am Point of Sale diskutiert, jedoch nicht spezifisch auf die Problematik von ESG-Ratings eingeht. Vgl. auch SBVg: Leitfaden für den Einbezug von ESG-Kriterien in den Beratungsprozess für Privatkunden (Juni 2020), <https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/1/8/1/c/181c804ca4ca251ce7e1da9d167f4c824e7815f/SBVg_Leitfaden_Einbezug_ESG_Kriterien_in_Beratungsprozess_%C3%BCr_Privatkunden_DE.pdf> (besucht am 26.03.2022), 9, wo diese Problematik nicht explizit thematisiert wird, aber dennoch die Finanzdienstleister dazu angehalten werden, ihre Kundenberater so zu schulen, dass diese in der Lage sind, die Kundin darüber aufzuklären, inwiefern eine Beziehung zwischen der Anlage in ein Finanzinstrument und den mit dem Klimawandel verbundenen Herausforderungen besteht.

57 FINMA Risikomonitor 2021 vom 11. November 2020, <<https://www.finma.ch/de/dokumentation/finma-publikationen/berichte/risikomonitor/>>, 20.

5. Zusammenfassung

Die Bedeutung von ESG-Ratings im Finanzmarkt nimmt stetig zu. ESG-Ratings entstehen üblicherweise, indem Daten beschafft, Indikatoren zugeordnet und schliesslich ausgewertet werden. International zeichnet sich bezüglich ESG-Ratings bzw. ESG-Ratingagenturen eine Regulierungslücke ab. So empfiehlt die IOSCO den Aufsichtsbehörden, einen stärkeren Fokus auf die Regulierung von ESG-Ratings bzw. ESG-Ratingagenturen zu werfen.

Es zeigt sich, dass verschiedene Problemfelder rund um ESG-Ratings bzw. ESG-Ratingagenturen bestehen. Einerseits kann der Gehalt von ESG-Ratings falsch aufgefasst werden, indem eine Aussage über die Nachhaltigkeit erwartet wird. Zudem weisen ESG-Ratings eine starke Divergenz auf und es stellt sich die Frage, wie gut die zugrundeliegenden Sachverhalte messbar sind. Sodann zeigt sich, dass eine Marktkonsolidierung bei den ESG-Ratingagenturen eingesetzt hat sowie Transparenz- und Qualitätsprobleme bestehen. Auch sind verschiedene Interessenskonflikte auszumachen. Viele dieser Probleme sind bereits von Kreditratingagenturen bekannt.

Mögliche Regulierungsoptionen sind ein umfassendes Verwendungsverbot von ESG-Ratings, eine Anerkennung der Regulierung im Ausland oder eine Selbstregulierung der ESG-Ratingagenturen. Angesichts der Vor- und Nachteilsanalyse zeigt sich, dass die Anerkennung der Regulierung von ESG-Ratings bzw. ESG-Ratingagenturen im Ausland wohl die geeignetste Massnahme für die Schweiz wäre. Doch auch unter geltendem Recht gibt es Handlungsoptionen. So können den Kundenschutzbedenken anhand einer Regulierung mit den bestehenden Mechanismen am Point of Sale begegnet werden.

