

Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung

Positionspapier zur Regulierung von ESG-Rating Providern

Nachhaltigkeits- oder ESG-Ratings und -Scores werden weltweit weitreichend und in den letzten Jahren zunehmend von Investoren, Banken und anderen Finanzakteuren sowie von Unternehmen selbst für Anlageentscheidungen und Finanztransaktionen sowie zur Erstellung von Benchmarks und Vergleichsgruppen genutzt. Sie stellen seit vielen Jahren eine der wichtigsten Grundlagen für nachhaltige Finanzentscheidungen dar.

Seitdem in den letzten Jahren die Nachhaltigkeit verstärkt Einzug in das Mainstream der Finanzwelt gehalten hat, ist auch zunehmend Kritik an Nachhaltigkeitsratings vernehmbar, sowohl in Praxis, bei bewerteten Unternehmen, wie auch bei Finanzmarktakteuren, die die Daten bspw. für Investitionsentscheidungen nutzen – als auch in der Wissenschaft (vgl. zunehmende Anzahl an wissenschaftlichen Publikationen und wissenschaftliche Debatte). In der Diskussion zu ESG-Ratings wird zunächst häufig ein Vergleich zu etablierten und bekannten Kreditratings von Unternehmen gezogen, ohne dass z.B. Unterschiede bezogen auf Historie, Komplexität in der Bewertung von nicht nur quantitativen, sondern auch stark qualitativen Informationen, wie auch Unterschiede in der Bezahlpraxis bzw. Geschäftsmodellen Berücksichtigung bei der Kritik finden.

Zu den wichtigsten Kritikpunkten zählen teilweise stark unterschiedliche Rating-Ergebnisse von Unternehmen und die geringe Vergleichbarkeit von ESG-Ratings, mangelnde Qualität von Methoden sowie der Ruf nach der Einführung von Minimalstandards. Weitere wichtige Kritikpunkte sind die mangelnde Transparenz von ESG-Rating Providern bezüglich ihrer Methodik und Prozesse, sowie das Risiko von Interessenkonflikten der ESG-Ratingagenturen, z.B. wenn Daten oder Beratungsdienstleistungen an bewertete Unternehmen gegen Rechnungsstellung zur Verfügung gestellt werden.

Der Sustainable Finance-Beirat (SFB) der deutschen Bundesregierung sieht die Aufarbeitung und Regulierung von ESG-Ratings in der laufenden Legislaturperiode als sehr wichtig an und hat es im Rahmen der Arbeitsgruppe „Berichterstattung, Messung, Prüfung (BMP)“ für das Jahr 2023 als eine Priorität erklärt, besonders in Anbetracht des Mitte Juni erwarteten Gesetzesentwurfes der EU-Kommission zu ESG-Ratings.

Zur Erstellung des vorliegenden Positionspapiers wurden im April und Mai 2023 verschiedene Arbeitsschritte durchgeführt, unter anderem (A) fünf ausführliche Interviews mit ESG-Ratinganbietern (Imug, ISS ESG, MSCI, Sustainalytics und S&P), (B) eine SFB-interne Umfrage zu den o.g. Kernthemen, (C) verschiedene Diskussionsrunden in der BMP-Arbeitsgruppe und (D) eine finale Kommentierungs- und Abstimmungsrunde im gesamten SFB. Im Folgenden werden die verschiedenen Meinungen des SFBs zur künftigen Regulierung von ESG-Rating Providern in der EU zusammengefasst. Alle Themen wurden intensiv diskutiert. Zu den meisten kristallisierte sich eine Mehrheitsmeinung heraus. Zu anderen gab es verschiedene zum Teil divergierende Meinungen, so dass keine klare Mehrheit zu einer Position vorlag. An den entsprechenden Stellen ist dies im Papier gesondert beschrieben.

Außerdem enthält das Papier einen Anhang mit ausgewählten Literaturquellen, in denen das Thema ESG-Ratings und Herausforderungen ausführlicher diskutiert wird.

Übersicht des Papers:

1	Regulierung von ESG-Ratingagenturen	2
1.1	Allgemeine Position zum Thema Regulierung	2
1.2	Scope der Regulierung	2
2	ESG-Ratingmethodik und -Daten	2
2.1	Unterschiede der Ratingergebnisse und Methodiken	2
2.2	Umgang mit ESG-Daten	3
2.3	Transparenz zu ESG-Ratingmethodiken	3
3	Bewertungsprozesse und Unternehmensdialog	4
3.1	Mindeststandards und Transparenz zu Bewertungsprozessen	4

3.2	Unternehmensdialog und Beschwerdemanagement	4
3.3	Einbezug der Meinungen von Stakeholdern	4
4	Unabhängigkeit und Interessenkonflikte	4
4.1	Geschäftsmodelle „Issuer Pays“ vs. „Investor Pays“	4
4.2	Vertrieb von Produkten an bewertete Unternehmen.....	5
4.3	Handhabung von Interessenkonflikten	5
5	Anhang.....	5

1 Regulierung von ESG-Ratingagenturen

1.1 Allgemeine Position zum Thema Regulierung

Der SFB empfiehlt, dass ESG-Ratingagenturen in der EU grundsätzlich reguliert werden sollten. Die Regulierung soll:

- helfen, die Qualität von ESG-Ratings sicherzustellen,
- dafür sorgen, dass Marktteilnehmer nachvollziehbare und belastbare Informationen zur Verfügung gestellt bekommen und
- Interessenkonflikten seitens der Anbieter von ESG-Ratings vorbeugen.

Im Rahmen der EU-Regulierung sieht der SFB es als wünschenswert an, dass eine vereinheitlichte Terminologie im Bereich ESG-Ratings geschaffen wird. Dies bezieht sich zum einen auf verwendete Kernbegriffe (u.a. Ratings, Scores, Assessments/ Bewertung, Evaluierung) und zum anderen auf die Zielstellung der einzelnen Ratings, inwieweit z.B. ein stärkerer Fokus auf dem finanziellen Risiko, der Frage der Wirkung („*Impact*“) und schließlich der Frage nach der doppelten Materialität („*Double Materiality*“) vorliegt, und wie diese Zielstellungen jeweils definiert werden.

1.2 Scope der Regulierung

Der SFB empfiehlt, dass die Regulierung alle Anbieter von ESG-Ratings und -Scores abdeckt, welche ihre Produkte und Dienstleistungen in der EU anbieten bzw. vertreiben, unabhängig vom Hauptsitz der Unternehmen und Sitz von einzelnen Geschäftseinheiten. Die Regulierung sollte auch keinen Unterschied nach Größe der Anbieter (z.B. Anzahl der Mitarbeiter, Bilanzsumme, Abdeckung des Marktes) machen. Es ist wichtig, dass die Regulierung nicht nur für die Anbieter selbst gilt, sondern auch für Tochterunternehmen innerhalb der Gruppe. Andernfalls besteht die Gefahr von Umgehungsansätzen, wie sie auf dem Kreditratingmarkt beobachtet werden können.

Die Regulierung von ESG-Datenanbietern nebst ihren Produkten und Dienstleistungen erscheint genauso wichtig, wie die Regulierung von reinen ESG-Ratingagenturen. ESG-Daten sind aufgrund der europäischen Nachhaltigkeitsregulierung im zunehmenden Maße zwingend notwendig für Investoren (bspw. Taxonomie, SFDR oder unter Solvency II für Versicherungsunternehmen). Um verlässliche Daten, eine gewisse Standardisierung und Vergleichbarkeit zu erzielen, sollte die Regulierung für reine Datenanbieter bestimmte methodische Anforderungen beinhalten.

Ebenfalls sollten Anbieter von sog. „SPOs“ (Second Party Opinions für grüne/nachhaltige Wertpapiere) in gleicher Art und Weise reguliert werden, ggf. wie von der EU bereits vorgesehen unter dem EU-Green Bond Standard.

Weiterhin wurde im SFB diskutiert, ob auch Investoren von der kommenden Regulierung adressiert werden sollten, wenn sie selbst ESG-Ratings oder -Bewertungen erstellen und in ihren in der EU vertriebenen Fonds und Mandaten verwenden. Grund hierfür ist, dass auch dort ESG-Bewertungen von Unternehmen vorgenommen werden. Zu diesem Thema gingen im SFB (sowie auch bei den befragten ESG-Rating Providern) die Meinungen auseinander.

2 ESG-Ratingmethodik und -Daten

2.1 Unterschiede der Ratingergebnisse und Methodiken

Der SFB empfiehlt keine vorgeschriebene Standardisierung der ESG-Ratingmethodiken. Im SFB und auch bei den befragten ESG-Ratinganbietern herrschte die Meinung vor, dass in gewisser Weise selbstredend bei unterschiedlichen angewandten Methoden unterschiedliche Ratingergebnisse zustande kommen (können), da u.a. verschiedene Ansätze (z.B. Impact vs. finanzielle Materialität) zugrunde gelegt und unterschiedliche Themen und auch Einzelaspekte mit verschiedenen Gewichtungen analysiert werden.

Finanzakteure und andere Nutzer der ESG-Ratings sollten sich daher ausführlich mit den (transparent zu machenden, siehe Abschnitt 2.3) Methodiken auseinandersetzen, um ihre Wahl des Anbieters zu treffen oder nützliche ESG-Informationen über Unternehmen zu erhalten. Es wird darüber hinaus als zu frühzeitig eingeschätzt, die oben genannten Aspekte festzulegen, da sich der Bereich Sustainable Finance und Nachhaltigkeitsreporting und der Markt der ESG-Ratinganbieter und weiterer Akteure derzeit noch dynamisch entwickelt.

Der SFB empfiehlt jedoch, dass klare Mindeststandards für alle regulierte Akteure gesetzt werden, die sich an Qualitätsstandards für Nachhaltigkeitsresearch, und an internationalen Rahmenwerken orientieren (z.B. ILO-Kernarbeitsnormen, Pariser Klimaschutzabkommen...), sowie einen wissenschaftlichen Bezug aufweisen (z.B. SBTi), damit eine gewisse (Mindest-)Qualität der ESG-Ratings gewährleistet wird. Die Benennung dieser Parameter könnte bspw. den Ratings als Standardangabe (im Sinne einer Kurzzusammenfassung) verpflichtend vorangestellt werden.

Zu weiteren in ESG-Ratingreports enthaltenen Kernaspekten sollten unter anderem die folgenden Elemente zählen:

- Ansatz / Philosophie der im ESG-Rating angewandten Methodik,
- Historische Entwicklung / Mehrjahresübersicht der Noten,
- Sektor-Zuordnung und Ranking,
- Unternoten zu den ESG-Themen und Subthemen,
- Zentrale genutzte externe Datenquellen und der Umgang mit Datenlücken.

Es erscheint auch sehr wichtig, dass ESG-Ratingagenturen verpflichtet werden, ihre Ratingergebnisse auf einem aktuellen Stand zu halten im Sinne von regelmäßigen Aktualisierungen bzw. transparent auszuweisen, auf welchem Informationsstand das Rating beruht und zu welchem Datum es durchgeführt wurde.

2.2 Umgang mit ESG-Daten

Der SFB empfiehlt, dass Mindeststandards für genutzte Datenquellen entwickelt werden. Es wird zwar vor allem in Europa eine verbesserte Verfügbarkeit von ESG-Daten beobachtet (s. Verfügbarkeit von EU-Taxonomie-Daten für CO₂-intensive Sektoren). Zusätzlich werden kommende Standards im ESG-Bereich diese Entwicklung voraussichtlich in den nächsten Jahren noch stark vorantreiben (in der EU durch CSRD, international durch ISSB und darüber hinaus durch sektorspezifische Standards). Solange aber noch keine annähernd umfassende und einheitliche ESG-Datenverfügbarkeit vorliegt, ist es wichtig, dass konkrete Mindeststandards für genutzte Datenquellen gesetzt werden. Folgende Aspekte werden hier als wichtig gesehen:

- In Europa sollten vor allem über EU-Gesetzgebung veröffentlichte Unternehmensdaten wie z.B. zukünftig die CSRD oder CSDDD wichtige Datenquellen sein.
- Einige der befragten ESG-Ratingagenturen nutzen Schätzwerte (z.B. Sektormittelwerte), um Datenlücken im Rating zu füllen, wenn es keine veröffentlichten Unternehmensdaten gibt. Andere bewerten fehlende Daten als mangelnde Transparenz eines Unternehmens. Auch hier sollte zumindest transparent dargestellt werden, welche Verfahren vom Anbieter gewählt werden.
- Eines der Qualitätsmerkmale von ESG-Daten ist, wenn diese durch Wirtschaftsprüfer geprüft worden sind. Nur wenige der befragten ESG-Ratingprovider berücksichtigen dies in ihren Ratings. Dies könnte beispielsweise zukünftig als separates Bewertungskriterium in ESG-Ratings mitaufgenommen werden, oder als Aufwertungskriterium bei der Bewertung dieser ESG-Daten genutzt werden.

2.3 Transparenz zu ESG-Ratingmethodiken

Der SFB empfiehlt, dass ESG-Ratingagenturen dazu verpflichtet werden, ihre Methodiken so weit wie möglich öffentlich zugänglich zu machen. Die hier vom SFB als besonders wichtig erachteten Elemente sind:

- Die im ESG-Rating zugrunde gelegte Philosophie (Impact, Performance etc.),
- Eine Beschreibung der Methodik für alle ESG-Produkte (Ratings, Scores, Datensätze, ...),
- Methodik zur Erarbeitung der Bewertung bzw. Noten (Gesamtnote, E-/S-/G-Verteilung, Themenbereiche, Einzelindikatoren) inklusive Gewichtungen,
- Der Umgang mit fehlenden Unternehmensdaten,
- Informationen zu verwendeten Datenquellen (inkl. Veröffentlichungszeitpunkt der Daten).

Weitere vom SFB als für die Veröffentlichung als wichtig erachtete Elemente der ESG-Ratingmethodiken sind:

- Begründungen für gewählte Gewichtungen,
- Eine genaue Beschreibung einzelner Datenpunkte,
- Anforderungen für „Best Practice“-Schwellen,
- Zeitnahe proaktive und öffentlich zugängliche Information zu Methodikänderungen,

- Erläuterung der Sektorzuordnung.

Seitens der ESG-Ratinganbieter herrschte in den geführten Gesprächen eine relativ große Einigkeit, dass Transparenz zu verwendeten Methoden wichtig ist, damit Kunden sowie Unternehmen verstehen können, wie ein Rating aufgebaut ist und wie die Ergebnisse zustande kommen. Allerdings besteht bei den Anbietern auch Konsens, dass nicht alle Details komplett öffentlich zugänglich gemacht werden sollten, da dies eine Offenlegung von Geschäfts- bzw. Industriegeheimnissen darstellen würde.

3 Bewertungsprozesse und Unternehmensdialog

3.1 Mindeststandards und Transparenz zu Bewertungsprozessen

Der SFB empfiehlt, dass ESG-Ratingprovider dazu verpflichtet werden sollten, interne Prozesse zur Qualitätssicherung festzulegen und zu dokumentieren. Diese Prozesse sollten öffentlich transparent gemacht werden. Die hier vom SFB als sehr wichtig erachteten Elemente sind folgende:

- Veränderung in der Ratingmethodik,
- Qualitätskontrolle und Konfliktlösung,
- Existenz Unternehmensdialog / Häufigkeit des Dialoges,
- Aktualität und Updaterhythmus der Ratings,
- Outsourcing der Datensammlung,
- Training und Ausbildung der Analysten,
- Allgemeine Übersicht der Ratingprozesse.

3.2 Unternehmensdialog und Beschwerdemanagement

Der SFB empfiehlt, ESG-Ratingprovider dazu zu verpflichten, vor der Veröffentlichung ihrer Ratings und Scores von Unternehmen Feedback einzuholen. Die Möglichkeit, ihre Ratings zu kommentieren, sollte Unternehmen regelmäßig (mindestens einmal jährlich) gegeben werden.

Außerdem sollte die Einrichtung eines öffentlich zugänglichen Beschwerdemanagements mit Eskalationsprozessen und einer transparenten Anlaufstelle für Beschwerden Pflicht sein.

Die Einführung von Unternehmensfeedbacks führt einerseits zu einer Erhöhung der Qualität der Ratings, da fehlende Daten ergänzt und fehlerhafte Daten korrigiert werden können. Andererseits könnten Unternehmen somit stets über bestehende Ratings informiert werden und offene Fragen zum Ansatz, Bewertung oder gar Missverständnisse geklärt werden. Insgesamt könnte dies darüber hinaus zu einer grundsätzlich höheren Akzeptanz von ESG-Ratings führen.

3.3 Einbezug der Meinungen von Stakeholdern

ESG-Ratingprovider beurteilen soziale Auswirkungen unternehmerischen Handelns. Der SFB hat die Frage intensiv diskutiert, inwieweit Unternehmen dazu verpflichtet werden sollten, die betroffenen Stakeholder (abgesehen vom Unternehmen auch Mitarbeiter, Konsumenten, Gemeinden) miteinzubeziehen.

Der SFB empfiehlt, dass es nachweislich regelmäßige Konsultationen mit den betroffenen Stakeholdergruppen geben sollte (z.B. durch Einbezug in Beiräte, öffentlich zugängliche Marktkonsultationen, oder sogar die Möglichkeit, Ratings einzusehen und zu kommentieren). Dadurch entstehen zwar entsprechende Mehraufwände, welche aber auch zu qualitativ besseren Ratingergebnissen führen können und nicht zuletzt auch zu einer grundsätzlich höheren Stakeholder-Akzeptanz.

4 Unabhängigkeit und Interessenkonflikte

4.1 Geschäftsmodelle „Issuer Pays“ vs. „Investor Pays“

Der SFB hat diskutiert, inwieweit das dominierende „Investor Pays“ Modell (Banken, Investoren und andere Finanzkunden bezahlen für die ESG-Ratingdaten) durch ein „Issuer Pays“ Modell (bewertete Unternehmen zahlen für das ESG-Rating) abgelöst werden sollte. Es hat sich weder eine klare Mehrheit dafür noch dagegen ausgesprochen.

Aus Sicht der befragten ESG-Ratinganbieter wäre ein „Issuer Pays“ Modell zwar einträglicher, und einige Provider bieten auch entsprechende Lösungen für interessierte Unternehmen an. Eine großflächige Umsetzung scheint allerdings mittelfristig nicht darstellbar zu sein, insbesondere vor dem Hintergrund, dass im Vergleich zu Kreditratings die Größe des bewerteten Universums, d.h. die Anzahl der jeweils vom Ratinganbieter bewerteten Unternehmen, u.a. für eine Benchmark-Bewertung im Vergleich zu individuellen Bewertungen, deutlich wichtiger ist. Nur ein kleiner Teil der Unternehmen scheint heute bereit zu sein, für ein ESG-Rating zu bezahlen. Durch das Investor Pays-Modell ist zudem eine größere Unabhängigkeit von den bewerteten Unternehmen (zur Reduktion möglicher Interessenkonflikte) gegeben.

4.2 Vertrieb von Produkten an bewertete Unternehmen

Der SFB empfiehlt, weitere Beratungs- und Vertriebsaktivitäten von ESG-Ratingagenturen an Unternehmen zu regulieren. Hintergrund ist, dass das Thema Interessenkonflikte als kritisch angesehen wird.

Besonders die entgeltliche Beratung von bewerteten Unternehmen (u.a. auf die Verbesserung der Noten abzielend) wird vom SFB weitestgehend abgelehnt und eine strenge Regulierung solcher Beratungsaktivitäten wird mehrheitlich befürwortet. ESG-Ratingagenturen sollte es allerdings erlaubt sein, andere Produkte oder Dienstleistungen anzubieten (z.B. Benchmarkprodukte, SPOs, Supply-Chain-Datenbanken...).

4.3 Handhabung von Interessenkonflikten

Der SFB empfiehlt zur weiteren Vermeidung von Interessenkonflikten eine Verpflichtung der Ratinganbieter zur Einrichtung sogenannter „Chinese Walls“ durch entsprechende Organisationsstrukturen oder Prozesse, wenn sie Unternehmen entgeltliche Produkte oder Dienstleistungen anbieten.

Der SFB hält es jedoch mehrheitlich für zu weit gehend, dass solche „Chinese Walls“ für eine noch stärkere Vermeidung von Interessenkonflikten durch getrennte juristische Geschäftseinheiten materialisiert werden, obwohl vor allem aus Wissenschaftssicht Studien solche Forderungen unterstützen.

ESG-Ratingprovider sollten allerdings unbedingt dazu verpflichtet werden, ihren Umgang mit Interessenkonflikten offenzulegen.

Für Nachfragen zu diesem Positionspapier kann die Geschäftsstelle des Beirats per E-Mail kontaktiert werden: SFB-Geschaefsstelle@bmf.bund.de.

5 Anhang

Folgende weiterführende Publikationen setzen sich mit dem Thema ESG-Ratings auseinander:

- Berg, Fabisiks and Sautner (2021) - https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3722087
- Berg, Florian and Fabisik, Kornelia and Sautner, Zacharias, Is History Repeating Itself? The (Un)Predictable Past of ESG Ratings (August 24, 2021). European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper 708/2020, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3722087>
- Berg, Florian; Kölbel, Julian; Rigobon, Roberto (2019): Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. In: SSRN Journal 68 (6), S. 2435. DOI: 10.2139/ssrn.3438533
- Berg, Kölbel and Rigobon (2019) - https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533
- Billio, Monica; Costola, Michele; Hristova, Iva; Latino, Carmelo; Pelizzon, Lorian (2021): Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. In: Corp Soc Responsib Environ Manag 28 (5), S. 1426–1445. DOI: 10.1002/csr.2177
- Busch, Timo; Johnson, Matthew; Pioch, Thomas (2022): Corporate carbon performance data: Quo vadis? In: Journal of Industrial Ecology 26 (1), S. 350–363. DOI: 10.1111/jiec.13008

- Chatterji, Aaron K.; Durand, Rodolphe; Levine, David I.; Touboul, Samuel (2016): Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. In: *Strat. Mgmt. J.* 37 (8), S. 1597–1614. DOI: 10.1002/smj.2407
- Dimson, Elroy; Marsh, Paul; Staunton, Mike (2020): Divergent ESG Ratings. In: *JPM* 47 (1), S. 75–87. DOI: 10.3905/jpm.2020.1.175
- Dorfleitner, Gregor; Halbritter, Gerhard; Nguyen, Mai (2015): Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches. In: *J Asset Manag* 16 (7), S. 450–466. DOI: 10.1057/jam.2015.31
- Drempeć, Samuel; Klein, Christian; Zwergel, Bernhard (2020): The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. In: *J Bus Ethics* 167 (2), S. 333–360. DOI: 10.1007/s10551-019-04164-1
- Dumrose, Maurice; Rink, Sebastian; Eckert, Julia (2022): Disaggregating confusion? The EU Taxonomy and its relation to ESG rating. In: *Finance Research Letters* 48 (6545), S. 102928. DOI: 10.1016/j.frl.2022.102928
- Fabisik, Kornelia and Schäfer, Larissa and Steffen, Sascha, Do Debt Investors Care about ESG Ratings? (February 11, 2022). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4032923>
- Gibson, Rajna; Krueger, Philipp; Riand, Nadine; Schmidt, Peter Steffen (2019): ESG Rating Disagreement and Stock Returns. In: *SSRN Journal* 18 (3), S. 875. DOI: 10.2139/ssrn.3433728
- Gyönyörová, Lucie; Stachoň, Martin; Stašek, Daniel (2021): ESG ratings: relevant information or misleading clue? Evidence from the S&P Global 1200. In: *Journal of Sustainable Finance & Investment* 44 (4), S. 1–35. DOI: 10.1080/20430795.2021.1922062
- Li, Lou and Zhang (2022) - https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4190204
- Rzeźnik, Aleksandra and Hanley, Kathleen Weiss and Pelizzon, Lorian, Investor Reliance on ESG Ratings and Stock Price Performance (July 27, 2022). SAFE Working Paper No. 310, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3801703>
- SustainAbility (2023) - <https://www.sustainability.com/thinking/rate-the-raters-2023/>