

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
A. Anbieterfeld	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
B. <i>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
C. <i>Zusammenfassende Definition</i>	30
§ 2 Funktionen kapitalmarktgerichteter Nachhaltigkeitsbewertung	31
A. <i>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

<i>B. Normsetzung und Normdiffusion</i>	45
<i>C. 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
<i>D. 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
<i>A. Kritikpunkte</i>	57
<i>B. Selbstregulierung</i>	61
I. <i>ARISTA</i> -Standard	61
II. <i>Deep Data Delivery</i> -Standard	62
III. <i>Global Initiative for Sustainability Ratings (GISR)</i>	63
<i>C. Resümee zu Teil I</i>	64
Teil 2: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen	67
§ 4 Kapitalmarktrechtliche Regulierung der Nachhaltigkeitsratingagenturen	71
<i>A. Bedeutung des allgemeinen Marktmissbrauchsrechts</i>	71
<i>B. Keine Einordnung als Finanzunternehmen oder Wertpapierfirma</i>	72
<i>C. Anwendbarkeit der europäischen Rating-VO</i>	73
<i>D. 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
<i>E. Ergebnisse zur kapitalmarktrechtlichen Regulierung von Nachhaltigkeitsratingagenturen</i>	90

§ 5 Die EU-Taxonomie – eine europäische Nachhaltigkeitsklassifikation	91
<i>A. Die Idee einer einheitlichen Nachhaltigkeitsklassifikation für den Kapitalmarkt</i>	91
<i>B. Grundsatzfragen</i>	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
<i>C. Bedeutung für die Nachhaltigkeitsratingagenturen</i>	114
I. Keine Verpflichtung zur Anwendung der EU-Taxonomie	114
II. Indirekte Regulierungswirkung	115
<i>D. Rechtspolitische Würdigung</i>	117
<i>E. Ergebnisse zur EU-Taxonomie für nachhaltige Finanzprodukte</i>	119
§ 6 Gesetzliche Vorgaben für Nachhaltigkeitsindizes	121
<i>A. Anwendbarkeit der Benchmark-VO</i>	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

<i>B. Interne Konstruktion von Nachhaltigkeitsindizes (Inhouse-Modell)</i> . . .	125
<i>I. Organisations- und Verhaltenspflichten</i>	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
<i>II. Nachhaltigkeitsratings als Bestandteile der Referenzwert-Methodik</i>	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
<i>C. Kooperative Konstruktion von Nachhaltigkeitsindizes (Kooperations-Modell)</i>	142
<i>I. Auslagerung nach Art. 10 Benchmark-VO</i>	143
<i>II. Eine Personenmehrheit als Administrator eines Referenzwerts?</i>	144
<i>III. Bewertung</i>	146
<i>D. Resümee zu Teil 2</i>	147
 Teil 3: Haftungsrechtliche Rahmenbedingungen	149
 § 7 Haftung für Nachhaltigkeitsratings	151
<i>A. Anwendbares Recht</i>	151
<i>B. Haftung gegenüber dem bewerteten Unternehmen</i>	153
<i>I. Anspruch aus § 824 BGB</i>	154
1. Haftung für fehlerhafte Nachhaltigkeitsratings	154
2. Haftung für fehlerhafte ESG-Informationen.	155
<i>II. Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB</i>	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
<i>A. 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
<i>B. Anspruchsgrundlagen zum Ersatz des Vertragsabschlusschadens</i>	207
I. §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB	208
II. § 826 BGB	208
<i>C. Zulässigkeit des Ersatzes „reiner“ Vertragsabschlusschäden</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 Deliktsgesetze? ..	213
<i>D. Der Vertragsabschlusschaden 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
<i>E. 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
I. Gründe gegen eine Regulierung	230
II. Gründe für eine Regulierung	233
B. <i>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
C. <i>Die Rolle der Nachhaltigkeitsratingagenturen</i>	243
I. Eine ungewisse Zukunft vor dem Hintergrund der EU-Taxonomie	243
II. Gründung einer europäischen Nachhaltigkeitsratingagentur?	244
D. <i>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
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
I. Scharfe Variante	251
II. Halbscharfe Variante	254
III. Keine Anwendungsverpflichtung	257
IV. Stellungnahme	258
B. <i>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
C. <i>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.	<i>Ergebnisse zur inhaltlichen Regulierung der Bewertungsmethodik</i> . . .	264
§ 12	<i>Pflichtenprogramm der Informationsintermediäre</i>	265
A.	<i>Grundlegendes</i>	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 Erklärungsspflicht	271
	3. Gesetzliches Pflichtenregime	272
III.	Anwendungsbereich	273
	1. Sachlicher Anwendungsbereich	273
	2. Räumlicher Anwendungsbereich	275
B.	<i>Pflichteninhalt</i>	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.	<i>Institutioneller Ordnungsrahmen</i>	294
I.	Reglementierung des Marktzugangs	294
II.	Aufsicht und Sanktionierung	295
III.	Zivilrechtliche Haftung	295

§ 13 Ergebnisse und Ausblick	299
A. Gegenwart	300
B. Zukunft	302
C. Die Idee eines Europäischen Kapitalmarktgesetzbuchs	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