

Maximilian Stumpp, Nachhaltigkeitsratingagenturen, Haftung und Regulierung, Tübingen (Mohr Siebeck) 2021 [Rezension]

Thomas M. J. Möllers

Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Möllers, Thomas M. J. 2022. "Maximilian Stumpp, Nachhaltigkeitsratingagenturen, Haftung und Regulierung, Tübingen (Mohr Siebeck) 2021 [Rezension]." *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR)*. Frankfurt am Main: dfv Mediengruppe.
<https://beck-online.beck.de/?typ=reference&y=300&z=ZHR&b=2022&s=467&n=1>.

Nutzungsbedingungen / Terms of use:

licgercopyright

Dieses Dokument wird unter folgenden Bedingungen zur Verfügung gestellt: / This document is made available under these conditions:

Deutsches Urheberrecht

Weitere Informationen finden Sie unter: / For more information see:

<https://www.uni-augsburg.de/de/organisation/bibliothek/publizieren-zitieren-archivieren/publiz/>



Maximilian Stumpp, Nachhaltigkeitsratingagenturen, Haftung und Regulierung, Tübingen (Mohr Siebeck) 2021, XXV, 335 S., 84 Euro

Die Bewältigung des Klimawandels gehört zu den wichtigsten Aufgaben des 21. Jahrhunderts. Die Europäische Union hat sich mit dem *Green Deal* der Aufgabe verschrieben, die Kapitalmärkte zur Bewältigung dieser Mammutaufgabe zu nutzen. Dazu hat sie zahlreiche Regelwerke erlassen, wie etwa die Offenlegungs-VO 2019/2088, die Taxonomie-VO 2020/852 sowie die Benchmark-VO 2016/1011 und die CSR-Richtlinie 2014/95. Die Kapitalmarktteilnehmer müssen von nun an auf die Einhaltung der sich daraus ergebenden Transparenz- und Aufklärungsregime achten. Dass dabei noch einiges im Argen liegt, zeigt eine Klage US-amerikanischer Investoren gegen die Deutsche-Bank-Tochter DWS, welche dieser Irreführung bei der Auflegung von grünen Fonds vorwerfen (*Kowsmann/Ramey/Michaels*, Wall Street Journal v. 25. 8. 2021). Dieses inzwischen auch von der EU anerkannte sog. *Greenwashing* (ErwG 9 Benchmark-VO) ist eine Problematik, welche künftig juristisch weiter beleuchtet werden muss. Damit kommt die vom Münchener Kollegen *Rüdiger Veil* betreute Dissertation von *Maximilian Stumpp* gerade zur rechten Zeit: Nachhaltigkeitsratingagenturen können möglicherweise dieser Irreführung entgegenwirken. Ob dies gelingt, untersucht der Autor *de lege lata* und *ferenda* und gliedert seine Arbeit in vier Teile.

I. Der erste Teil der Arbeit dient der Begriffsklärung. Nachhaltigkeitsratingagenturen bewerten die ESG-Kriterien, die für Environmental, Social and Governance stehen und werten hier öffentliche Informationen über den Emittenten aus. Als klassische Finanzintermediäre verringern sie Informationsasymmetrien und Transaktionskosten. Während die traditionellen Ratingagenturen *Moody's*, *Standard & Poor's* und *Fitch* das Ausfallrisiko eines Unternehmens oder von Staaten bewerten, beurteilen die Nachhaltigkeitsratingagenturen die Nachhaltigkeit von Emittenten. Dabei werden sie häufig von den institutionellen Anlegern und nicht dem Emittenten bezahlt. Der Bearbeiter stellt hier ausführlich Unternehmen wie *Vigeo Eiris*, *Sustainalytics*, *ISS* und *MSCI* vor, die Unternehmen mit Scores von 0–100 auf ihre Nachhaltigkeit hin bewerten. Inzwischen versuchen auch die traditionellen Bonitätsratingagenturen, dieses Geschäftsmodell für sich zu entdecken. Als weitere Märkte entwickeln diese neuen Agenturen Nachhaltigkeitsindizes und schließlich zertifizieren sie auch Green Bonds. Bisher finden sich für diese Ratingagenturen ausschließlich Formen der Selbstregulierung wie die Global Initiative for Sustainability Ratings (GISR).

II. Im zweiten Teil mit dem Titel „Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen“ prüft der Verfasser die einschlägigen europäischen Regelwerke. Die Rating-VO Nr. 1060/2009 greift nur für die traditionellen Bonitätsratings ein. Ratingagenturen sind auch keine Finanzanalysten im Sinne der MAR Nr. 596/2014 und MiFiD II 2014/65/EU und ebenso wenig Finanzunternehmen oder Wertpapierfirmen. Die Taxonomie-VO regelt nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten im Sinn eines Schwarz-Weiß-Schemas, regelt aber ebenso wenig die Nachhaltigkeitsratingagenturen. Allerdings spricht der Bearbeiter zutreffend von einer indirekten Regulierungswirkung, weil die Produktanbieter sich an die Nachhaltigkeitsratingagenturen wenden könnten, um prüfen zu lassen, ob sie die Vorgaben der Taxonomie-VO erfüllen. Überzeugend beschreibt er die Taxono-

mie-VO gleichermaßen als Fluch und Segen, weil Fehlanreize entstehen können (S. 117 ff.; zur fehlenden Technologieoffenheit etwa Möllers, ZHR 185 (2021) 881, 902). Trotz oder gerade wegen der Komplexität der Taxonomie-VO sind auch künftig Nachhaltigkeitsratingagenturen sinnvoll. Immerhin unterfallen Nachhaltigkeitsindizes der Benchmark-VO und ihre Administratoren sind gem. Art. 19a f. Benchmark-VO dazu verpflichtet, die wichtigsten inhaltlichen Parameter offenzulegen. Hier hätten anschauliche Beispiele für die Beantwortung der Frage, ob damit das *Greenwashing* reduziert werden kann, sicherlich geholfen.

III. In einem dritten Kapitel widmet sich der Autor der zivilrechtlichen Haftung. Hier wirkt die Arbeit recht national, etwa wenn sie mit der Prüfung von § 824 BGB beginnt. Er möchte hierfür die Warentest-Grundsätze übertragen und die Nachhaltigkeitsratingagenturen zu einer neutralen, objektiven und sachkundigen Erstellung ihrer Ratings verpflichten. Bei der Thematik hätte es sich aufgedrängt, die Frage nicht nur national, sondern auch im europäischen Kontext zu klären. Ließen sich vergleichbare Grundsätze aus den europäischen Regeln über Finanzanalysen herauskristalisieren (Möllers, NZG 2018, 649, 652) und diese dann auf Ratingagenturen übertragen? Oder könnte man auf Art. 8 Abs. 2 der Rating-VO abstellen? Der Bearbeiter konzentriert sich stattdessen auf die schwierig zu beweisenden Voraussetzungen des Schadenserzatzanspruches und möchte den Vertragsabschlussschaden bejahen. Es überrascht, dass er den deutlich weniger komplexen Unterlassungsanspruch aber auslässt. Ein solcher wurde gerade für die Werbung mit Nachhaltigkeit in den letzten Jahren schon öfters von Verbraucherverbänden geltend gemacht (etwa LG Frankfurt a.M. v. 31. 5. 2016 – 3–06 O 40/15, juris – 100 % klimaneutraler Tiefkühl-Spezialist; Thier, Dekan nimmt „Impact-Rechner“ vom Netz, SZ v. 25. 2. 2021). Immerhin nennt der Bearbeiter ein Verfahren vor dem LG München I (S. 164). Schließlich hätte sich aufgrund der Klage gegen die DSW auch ein Blick auf das US-amerikanische Recht angeboten.

IV. Der letzte Teil der Arbeit widmet sich einem künftigen Regulierungsregime. Die Aussage, es fehle an öffentlichkeitswirksamen Skandalen, ist vielleicht doch zu euphemistisch. Eine Studie des Flossbach von Storch Research Institute (v. 28. 11. 2019, abrufbar unter www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com, S. 9 f.) zu Nachhaltigkeitsratingagenturen zeigt deutlich, dass sich Ergebnisse zum Teil deutlich widersprechen, wenn etwa MSCI Volkswagen mit „0“ und Tesla mit „65“ bewertet und Robeco-Sam Volkswagen mit „65“ und Tesla mit „13“. Gerade weil Ratingagenturen eigene Produkte entwickeln und dann bewerten, besteht wie bei den herkömmlichen Bonitätsratings ein klassischer Interessenkonflikt, den der Gesetzgeber dann mit Art. 6 Abs. 2 i.V.m. Anh. I Abs. B Nr. 5 der Rating-VO angegangen ist, indem er Beratung und gleichzeitige Bewertung untersagt. Hier geht die Arbeit auf die Taxonomie-VO ein, welche Parameter für Nachhaltigkeit einfordert. Der Bearbeiter geht davon aus, dass die Nachhaltigkeitsratingagenturen diese Parameter über kurz oder lang übernehmen werden. Der Gesetzgeber solle den Nachhaltigkeitsratingagenturen keine Bewertungsparameter vorschreiben; es reiche ein *Comply-or-explain*-Mechanismus für die Anwendung der Parameter der Taxonomie-VO. Ob das wirklich reicht, erscheint mir gerade wegen der schlechten Erfahrungen der traditionellen Ratingagenturen in der Finanzkrise 2007/2008 zweifelhaft. Zu Recht weist er darauf hin, dass neben dem ökologischen Parameter noch die sozialen und Governance-Gesichtspunkte bewertet werden müssen. Inhaltlich möchte er sich dann am Regelwerk der Rating-VO orientieren.

Dieses stellt auf die Vermeidung von Interessenkonflikten ab, ohne die Problematik der Irreführung zu lösen. Auslöser waren bekanntermaßen die Triple-A-Benotungen der komplexen US-amerikanischen Finanzprodukte wie RMBS und CDOs (Möllers, JZ 2009, 861 ff.). Abschließend fordert der Bearbeiter noch ein europäisches Kapitalgesetz – allerdings bleiben die Ausführungen hierzu doch recht allgemein.

V. Der Verfasser geht selbst auf die Problematik ein, dass das *Greenwashing* nicht gebannt ist, wenn Nachhaltigkeitsagenturen zu ganz unterschiedlichen Bewertungen kommen (S. 57 ff.). Der Hinweis, dass das schon die Taxonomie-VO regelt, überzeugt mich so noch nicht. Denn diese konzentriert sich ausschließlich auf die ökologischen Aspekte, ohne die Komplexität und mögliche Spannung von E, S und G aufzulösen, etwa wenn man *Volkswagen* als ökologisch einstuft, aber noch Optimierungsmöglichkeiten bei der Governance-Struktur feststellt. Die Arbeit hätte aber ohne weiteres noch gewonnen, wenn anschauliche Beispiele gezeigt hätten, wie diese Problematik durch die Nachhaltigkeitsratingagenturen gelöst werden kann. So bleibt Raum für weitere Forschung. Immerhin hat der Bearbeiter schon rein rechtstatsächlich umfangreich Neuland beschritten; daran lässt sich anknüpfen. Ihm ist, auch sprachlich, eine lesenswerte Arbeit gelungen, welche für die weitere Beschäftigung mit dem *Green Deal* der Europäischen Union wichtige Impulse gibt.