Helaba

Im Fokus: Credits

11. Oktober 2023

ESG-Ratings: Relevanz, Regulierung und Reaktionen



Sabrina Miehs, CESGA
Senior Advisor
Sustainable Finance
Tel. 0 69/91 32-48 90

Nachhaltigkeitsratings werden von Investoren immer öfter in den Anlageprozess einbezogen. Daher spielen sie für die Umlenkung der Finanzströme in nachhaltige Finanzierungen eine wichtige Rolle und leisten einen Beitrag bei der Verwirklichung der Green-Deal-Ziele der EU. Allein dieses Jahr flossen 1,1 Bio. USD über den Kapitalmarkt in nachhaltige Finanzierungen[1]. Nachdem in den letzten Jahren Bedenken über die Struktur des ESG-Ratingsektors und Forderungen nach einer Regulierung zugenommen haben, präsentierte die EU Kommission am 13. Juni 2023 im Rahmen des Sustainable Finance-Pakets einen Vorschlag mit Regeln für ESG-Ratinganbieter, der die Transparenz und das Vertrauen in den Markt für Sustainable Investments verbessern soll. Klingt bekannt? Eine ähnliche Regulierung trat in der EU 2011 für die Kreditratingagenturen in Kraft. Die Finanzkrise hatte damals dazu geführt, dass Regulierungsbehörden und Ratingagenturen weltweit Maßnahmen ergriffen, um Transparenz, Genauigkeit und Verantwortlichkeit in der Branche zu verbessern.

Markt für ESG-Ratings und ESG-Datenbereitstellung wächst

Seit Jahren nimmt die Bedeutung von nachhaltigen Aspekten bei Anlageentscheidungen zu. Investoren fehlt es jedoch häufig an Daten und Ressourcen, um die ESG-Risiken der Unternehmen in ihrem Portfolio selber einzuschätzen. ESG-Ratings sind daher – neben Datenpunkten und Kennzahlen aus dem Bereichen Environment, Social, Governance – für Anleger wichtige Hilfsmittel.

Der Markt für ESG-Ratings und -Rankings, ESG-Daten oder -Indizes ist daher enorm gewachsen und dürfte auch weiterhin zulegen. Grund dafür ist zum einen, dass der Gesetzgeber und die Regulierungsbehörden zunehmend darauf achten, wie Finanzmarktteilnehmer ESG-Merkmale bei ihren Investitionen berücksichtigen. Zum anderen steigt die Nachfrage der Anleger nach Produkten, die die Entwicklung einer grüneren und sozialeren Gesellschaft fördern. In der Folge haben sich auf dem globalen Markt für ESG-Ratings und -Datenprodukte **zahlreiche Anbieter** etabliert. Das Spektrum reicht von wenigen großen ESG-Informationsfirmen mit globaler Präsenz bis hin zu einer großen Anzahl von kleineren Anbietern mit regional ausgerichteten oder spezialisierteren Dienstleistungen. Insgesamt dürfte die Anzahl dieser Unternehmen global **weit über 100** liegen.

In den letzten Jahren haben einige der **größeren, etablierteren Marktteilnehmer** – vor allem große Nachhaltigkeitsratingagenturen, große Kreditratingagenturen, Börsen, Daten- und Indexanbieter – begonnen, kleinere ESG-Anbieter zu übernehmen bzw. erhebliche Ressourcen investiert, um ihre eigenen Kapazitäten zu erweitern.

So übernahm etwa **Moody's** im Jahr 2019 eine Mehrheitsbeteiligung an **Vigeo Eiris**, einer führenden Nachhaltigkeitsratingagentur. Die amerikanische ESG-Ratingagentur **MSCI** kaufte 2019 den Schweizer Modell- und Datenanbieter **Carbon Delta**. 2021 übernahm **Morningstar**, ein Unternehmen, das sich auf Finanzdienstleistungen und Investmentanalyse spezialisiert hat, die ESG-Ratingagentur **Sustainalytics**. Ein weiteres Beispiel ist **S&P** – die Kre-

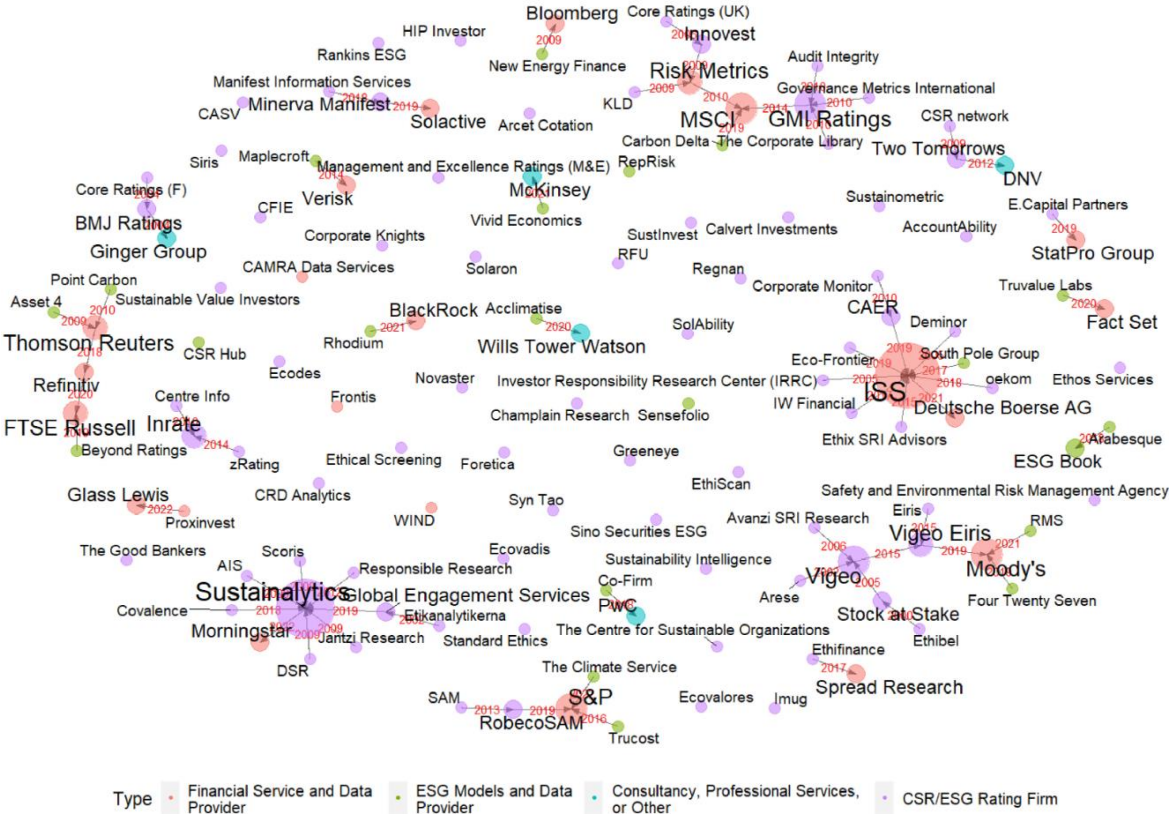
[1] Bloomberg BNEF per 30.09.2023

ditratingagentur übernahm bereits 2016 den britischen Datenanbieter **Trucost** und im Jahr 2019 das ESG-Ratinggeschäft des Schweizer Unternehmens **RobecoSam**. Zu den wichtigsten Veränderungen am Markt für ESG-Ratinganbieter in diesem Jahr zählt die Übernahme von **imug rating** durch die französische **EthiFinance**.

Wir gehen davon aus, dass die Konsolidierungsphase in diesem stark gewachsenen Markt noch nicht abgeschlossen ist. Das harte Ringen um Marktanteile kommt u. E. insbesondere in der hohen Zahl von unaufgefordert erstellten Ratings (Unsolicited Ratings) zum Ausdruck.

Markt für ESG-Rating und -Datenanbieter riesig

Ausgewählte Fusionen und Übernahmen 2002-2022*



*Die Namen der Unternehmen sind schwarz gekennzeichnet, die Daten der Fusionen und Übernahmen sind rot dargestellt. Die Größe der Knoten ist nach dem Grad der Verflechtung geordnet. Die Farben geben die Klassifizierung der Unternehmenstypen an.
Quellen: ScienceDirect, Helaba Research & Advisory

Kleinere Akteure in diesem Segment haben gemäß einem Bericht der IOSCO[2] (International Organization of Securities Commisions) häufig eine spezifische regionale Präsenz und/oder spezialisieren sich auf bestimmte Themen (z. B. Klima, Kontroversen), Universen (z. B. kleine und mittlere Unternehmen, staatliche Emittenten) oder Dienstleistungen (z. B. Zertifizierung, Gutachten, Stellungnahmen und Beratungsdienste). Es gibt auch eine Reihe von **Start-ups und Fintech**-Unternehmen, die neue Produkte auf Basis von Big Data und künstlicher Intelligenz anbieten. Häufig sind Datenplattformen Teil des Angebots, die die Offenlegung und Verwaltung von Daten vereinfachen sollen.

Ein prominentes Beispiel hierfür ist **ESG Book,** ein führender Anbieter von Nachhaltigkeitsdaten und -technologien sowie ESG- und Klimalösungen. Das 2018 gegründete deutsche Unternehmen bietet eine **ESG Datenerhebungs- und Engagement-Plattform** zur Erfassung, Bereitstellung, Analyse und Bewertung von ESG-Daten an. Die Plattform ermöglicht den Zugang zu mehr als 135.000 Unternehmensdaten und den Datenaustausch zwischen Finanzinstituten und Unternehmen. Anfragen von Banken und anderen Stakeholdern können über die ESG-Plattform beantwortet werden. Das FinTech beschäftigt mittlerweile mehr als 200 Mitarbeiter. Zu den Wettbewerben zählen **Greenomy, openESG** und **Dataland**.

[2] IOSCO, ESG Ratings and Data Product Providers, Final Report, Nov. 2021

Regulierung zielt auf ESG-Ratinganbieter ab – ESG-Datenanbieter außen vor

Mit ihrer geplanten **Regulierung zielt** die EU (ebenso wie bei anderen Regulierungsvorhaben, wie z.B. in UK) **ausschließlich auf ESG-Ratingagenturen** (auch Nachhaltigkeitsagenturen genannt) ab. Diese erstellen auf Basis ihrer Analyse eines Unternehmens eine Einschätzung, etwa in Form eines **Ratings oder eines Punktestands**.

Nicht reguliert werden sollen dagegen:

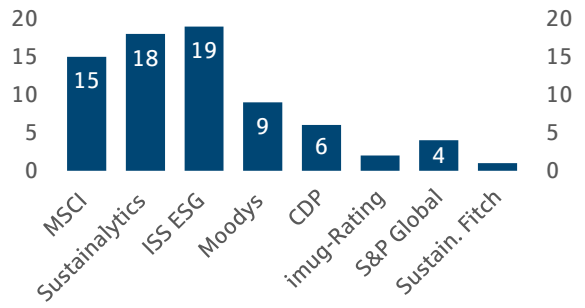
- ESG-Daten, die kein Rating- oder Scoring-Element enthalten und nicht Gegenstand einer Modellierung oder Analyse sind, die zur Entwicklung eines ESG-Ratings führt
- Private ESG-Ratings, die aufgrund eines Einzelauftrags erstellt und ausschließlich dem Auftragsteller zur Verfügung gestellt werden und nicht veröffentlicht oder verbreitet werden
- ESG-Ratings, die von europäischen Finanzunternehmen erstellt und für interne Zwecke bestimmt sind.

Stichprobe: Hohe Abdeckung bei deutschen Banken

Eine Vielzahl von ESG-Ratings steht Investoren auch für deutsche Banken zur Verfügung. Bei den 31 deutschen Pfandbriefemittenten von Benchmark und Sub-Benchmark-Anleihen dominieren die drei großen Ratinganbieter ISS ESG, Sustainalytics und MSCI, die ihre Bewertungen auf Basis öffentlicher Daten durchführen (s. Anhang). Aber auch ESG-Ratings aus dem Hause der bekannten Kreditratingagenturen spielen eine wichtige Rolle, denn immerhin 13 Banken haben sich für ein ESG-Rating aus diesem Anbieterkreis entschieden.

Big 3 mit großem Marktanteil

Anzahl von ESG-Ratings bei deutschen Pfandbriefemittenten*



*31 Benchmark u. Sub-Benchmark-Emittenten
Quellen: Websites der Banken, Helaba Research & Advisory

Nicht selten: 4 oder mehr ESG-Ratings pro Bank

Anzahl von dt. Pfandbriefemittenten* nach Anzahl von ESG-Ratings



*31 Benchmark u. Sub-Benchmark-Emittenten
Quellen: Websites der Banken, Helaba Research & Advisory

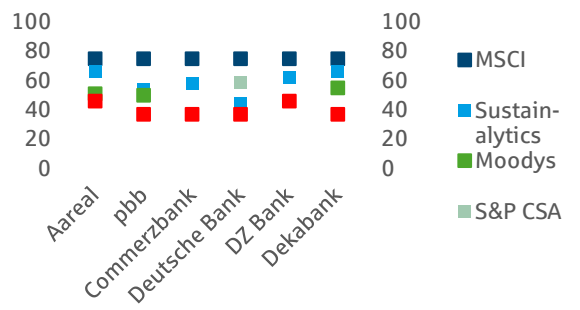
Bei der Betrachtung der Anzahl an ESG-Ratings pro Bank fällt auf, dass vor allem kleinere Institute, wie die Sparkassen, nur selten ein ESG-Rating vorweisen, während große internationale Häuser in dieser Stichprobe mit bis zu sechs ESG-Ratings versehen sind.

Ausgeprägte Methodenvielfalt

Ein wesentlicher Grund für diese im Vergleich zu Kreditratings hohe Zahl an ESG-Einstufungen dürfte die Heterogenität der in der Praxis zum Einsatz kommenden Bewertungsverfahren sein. Während Bonitäts-Noten in der Regel auf die Wahrscheinlichkeit der Schuldenrückzahlung eines Unternehmens abzielen, fehlt bei ESG-Ratings eine einheitliche Ausrichtung. Zu unterschiedlich sind hier die Auffassungen darüber, was die langfristige Nachhaltigkeit eines Unternehmens ausmacht und welche Faktoren wie dazu beitragen. Zudem legen die Ratinganbieter unterschiedliche Schwerpunkte bei der Erfassung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Risiken.

Breite Streuung von ESG-Ratings…

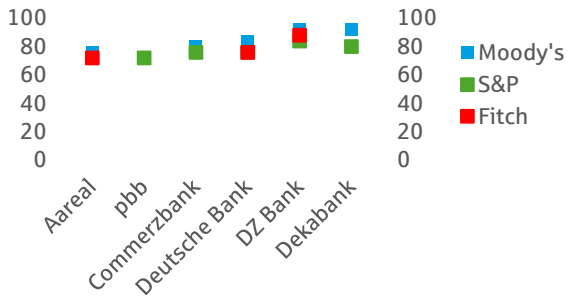
ESG-Ratings ausgewählter Banken



*Die einzelnen Einstufungen wurden auf eine Punkteskala von 0-100 transformiert, wobei 100 dem besten und 0 dem schlechtesten Rating entspricht.
Quellen: Emittenten Websites, Helaba Research & Advisory

…im Gegensatz zu Bonitätsratings

Bonitätsratings ausgewählter Banken



*Die einzelnen Einstufungen wurden auf eine Punkteskala von 0-100 transformiert, wobei 100 dem besten und 0 dem schlechtesten Rating entspricht.
Quellen: Emittenten Websites, Helaba Research & Advisory

Gemäß der Definition des IOSCO-Berichts zu ESG-Ratings und Datendienstleistern umfassen "**ESG-Ratings**", ESG-Scorings und ESG-Rankings und dienen dem selben Ziel, nämlich der Bewertung der Exposition eines Unternehmens, eines Instruments oder eines Emittenten gegenüber ESG-Risiken und/oder Chancen.[3]

Sie unterscheiden sich jedoch in

- **der Eindeutigkeit des zu bewertenden Ziels:** Die simultane Bewertung von finanziell materiellen Risiken von E-, S- und G-Faktoren ist somit ebenso möglich wie die isolierte Betrachtung einzelner Faktoren oder die Bemessung der Wirkung eines Unternehmens auf Umwelt und Gesellschaft. So setzt beispielsweise **Sustainalytics** den Fokus auf die finanziell wesentlichen ESG-Risiken (und auf das Risikomanagement) und vergibt ein ESG Risk Rating, während etwa **ISS ESG** eine Bewertung der ESG-Leistung vornimmt und diese in einem zwölfstufigen Notensystem einem Rating zuordnet. **MSCI** bewertet wie Sustainalytics ebenfalls finanziell wesentliche Risiken, bezieht jedoch zudem noch die Chancen aus ESG-Aspekten mit ein.
- **in der verwendeten Methodik,** insbesondere
  - in der Auswahl der Schlüsselfaktoren
  - in der Auswahl der Datenpunkte und Kennzahlen für die Operationalisierung der Schlüsselfaktoren
  - in der Gewichtung von Kategorien, Unterkategorien und Einzelfaktoren
  - in der Gewichtung von quantitativen und qualitativen Analysen
- **in den verwendeten Mitteln,** insbesondere
  - in den Datenquellen (öffentlich verfügbare Daten, Fragebögen, die direkt an das bewertete Unternehmen geschickt werden, Daten von Drittanbietern)
  - in der Art der genutzten Daten: Rohdaten, aggregierte Daten, verarbeitete Daten, geschätzte Daten
  - in der Vorgehensweise bei Datenmangel

Mit dem **Einstieg der traditionellen Kreditratingagenturen** in den ESG-Markt ist die Anzahl von Ansätzen weiter gestiegen. So bieten diese zum einen häufig einen ESG-Score im Rahmen des Kreditratings an, der den Grad des Einflusses von ESG-Themen auf das Kreditrating angibt, und nutzen dabei ihr Wissen über die Finanzpläne eines Unternehmens. Zum anderen erteilen sie reine ESG-Ratings, nutzen ebenfalls ihren Zugang zum Unternehmen und legen dabei unterschiedliche Schwerpunkte, wie z.B. die Bewertung des Nachhaltigkeitsprofils eines Unternehmens unter Berücksichtigung von ausgewählten ESG-Maßstäben.

Einige **prominente Beispiele für ESG-Ratinganbieter** mit ihren jeweiligen Ratings, Skalen, zusätzlichen Einschätzungen und der genutzten Datenbasis haben wir in einer Tabelle zusammengestellt.

[3] Die EU Kommission beabsichtigt gemäß Regulierungsvorschlag sich mit der Definition von ESG-Ratings an die Definiton der IOSCO anzulehnen.

Überblick über 8 ausgewählte ESG-Ratinganbieter

ESG-Ratings	SUSTAINALYTICS	ISS ESG	MSCI ESG Research	ecovadis
Abdeckung Unternehmen	>20.000	12.500	14.000	90.000
Bezeichnung	ESG Risk Rating	ESG Corporate Rating	MSCI ESG Rating	EcoVadis Rating
Skala (Rating/Score)	Basis: Score 0-100	A+ - D- (Prime Status)	AAA-CCC	Basis: Score 0-100
Skala Kategorien	Negligible (0-9,99) Low (10-19,99) Medium (20-29,99) High (30-39,99) Severe (40+)	A- bis A+ = excellent B- bis B+ = good C- bis C+ = medium D- bis D+ = poor	AAA, AA = Leader A, BBB, BB = Average B, CCC = Laggard	Hervorragend (85-100) Fortgeschritten (65-84) Moderat (45-64) Unvollständig (25-44) Ungenügend (0-24)
Rating / Score Besonderheiten	Zusätzlich relatives Ranking zur Branche und aller bewerteter Unternehmen	Prime-Status für Unternehmen, deren Rating über dem Prime-Rating-Schwellenwert liegt; Zusätzlich relatives Ranking im Branchenvergleich nach Dezilen	Ratings vergleichbar innerhalb der Branche, zusätzlich Angabe zur prozentualen Verteilung der Ratings in der Branche	Für Scores ab 50 können Medaillen vergeben werden (Bronze, Silber, Gold, Platin), entsprechen Rankings zu allen bewerteten Unternehmen
Ratingbasis	Öffentlich verfügbare Daten	Öffentlich verfügbare Daten	Öffentlich verfügbare Daten	Fragebogen ergänzt um externe Informationen
Eckdaten				
Hauptsitz	Amsterdam (NL)	Rockville (US)	New York (US)	Paris (F)
Gesellschafter/ Aktionäre	Morningstar (börsennotiert)	80% Deutsche Börse, 20% Genstar Capital	börsennotiert	Management und Private Equity (CVC)
Anmerkung	Morningstar erwirbt Sustainalytics in 2020	Ursprünglich Proxy Advisor, Übernahme von Oekom (dt.) in 2018	Kerngeschäft Kapitalmarkt-Indizes	Ursprüngliches Kerngeschäft Supply Chain Zertifizierung

ESG-Ratings	Moody's ESG Solutions	S&P Global	Sustainable Fitch	imug rating by EthiFinance
Abdeckung Unternehmen	>5.000	>13.000	>400	nb
Bezeichnung	ESG overall score	S&P Global ESG Score (Coporate Sustainability Assessment (CSA)	ESG Rating	Nachhaltigkeitsrating
Skala (Rating/Score)	0-100	0-100	1 (highest) – 5 (lowest) Basis: 0-100	5 Klassen Basis: 0-100
Skala Bedeutung	60-100 = Advanced 50-59 = Robust 30-49 = Limited 0-29 = Weak	100 = hoch 0 = niedrig	1 (87,5-100) = excellent 2 (62,5-87,5) = good 3 (37,5-62,5) = average 4 (12,5-37,5) = sub-average 5 (0-12,5) = poor	91 – 100 = Exzellent 71 – 90 = Sehr gut 51 – 70 = Gut 26 – 50 = Moderat 0 – 25 = Schwach
Rating / Score Besonderheiten	Zusätzlich relatives Ranking zur Branche und aller bewerteter Unternehmen	Zusätzlich relatives Ranking zur Branche, Angabe des Branchendurchschnitts	Basiert auf 3 Säulen: Sub-Scores auf Unternehmens-, Rahmenwerk- und Instrumentenebene.	Basiert auf 3 Bereichen: In jedem Untersuchungsbereich gilt die Skala von 0-100
Ratingbasis	Detaillierte Unternehmensangaben durch umfassende Fragebögen	Kombination aus Abfrage von Unternehmensangaben (Corporate Sustainability Assessment) und Medien- und Stakeholder-Analysen	Öffentliche verfügbare Daten	Öffentliche verfügbare Daten und formalisierte, interne Dokumente, Fragebogen
Eckdaten				
Hauptsitz	New York (US)	New York (US)	New York (US)/London (UK)	Hannover (D)
Gesellschafter/ Aktionäre	börsennotiert	börsennotiert	Hearst Communications Inc.	Management
Anmerkung	Übernahme von Vigeo Eiris (frz.) in 2019	Kerngeschäft Credit Rating; Übernahme SPO-Geschäft von Cicero (norw.) in 2022	ESG Ratings seit 2021	Fokus auf DACH-Region und Mittelstand; Übernahme imug rating durch EthiFinance (frz.) in 2023

Quellen: Websites der Ratinganbieter (Rating-Methoden-Abfrage: Sustainalytics, ISS ESG, MSCI, ecovadis, Moody's, S&P Global, Sustainable Fitch, imug rating), Helaba Research & Advisory

ESG-Scores resultieren in der Regel aus einer quantitativen Analyse, während **ESG-Ratings** sowohl mit quantitativen Modellen als auch qualitativen Analysen erstellt und von Analystenberichten begleitet werden, die die Bewertungen erklären und kommentieren. ESG-Ratings, -Scorings und -Rankings werden in der Regel nicht oder nicht nur in absoluten Werten definiert, sondern sind häufig Bewertungen relativ zu einer Vergleichsgruppe. Schließlich gibt es neben der unterschiedlichen Methodik auch **keine einheitliche** (oder annähernd vergleichbare) **Bewertungsskala für ESG-Ratings,** wie es bei Kreditratings der Fall ist.

Im Ergebnis erschweren diese Unterschiede **die Vergleichbarkeit von ESG-Ratings** deutlich. Die Korrelation der ESG-Ratings eines Unternehmens fällt nicht selten niedrig aus – auch wenn die Bewertungen ein ähnliches Ziel, wie z.B. die Einschätzung von ESG-Risiken und -Chancen, verfolgen.

Einbeziehung der Unternehmen durch ESG-Ratinganbieter noch nicht optimal

Um die Güte und Vollständigkeit der zur Erstellung des ESG-Ratings verwendeten Daten sicherzustellen, dürfte Anlegern an einer regelmäßigen Zusammenarbeit mit dem bewerteten Unternehmen gelegen sein. Bei den Kreditratingagenturen ist dieser Prozess Standard, Treffen mit den Unternehmen finden zudem regelmäßig statt.

Allerdings beziehen gemäß IOSCO-Bericht viele ESG-Ratinganbieter die Unternehmen zwar bei der Datensammlung bereits häufig mit ein, jedoch wird bemängelt, dass die Interaktion in der Bewertungsphase und kurz vor Veröffentlichung des Ratings recht gering ist. Hier fehle Transparenz und häufig die Rückkopplung, um etwaige Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit der Nutzung der Informationen der Unternehmen zu beheben. Das jedoch schaffe ein potenzielles Reputationsrisiko für die bewerteten Unternehmen und dürfte nicht im Interesse von Investoren und ihren Anlageentscheidungen sein.

Ausschluss von Interessenkonflikten

Ein Grund für die geringe Zusammenarbeit mit den Unternehmen dürfte im ursprünglichen Geschäftsmodell der ESG-Ratinganbieter liegen: Typischerweise bezahlen nämlich die Anleger für die Nutzung der ESG-Daten und –Ratings. Dieses System bezeichnet man als Abonnentenmodell oder „**Subscriber pays“-Modell**. Für ESG-Ratinganbieter bedeutet dies: Je höher die Abdeckung, desto attraktiver ist der Anbieter für Investoren. Daher startet der ESG-Ratinganbieter die Bewertungsinitiative häufig selbst, um den Umfang seines Angebots auszubauen. Eine Rückkopplung mit dem Unternehmen steht an zweiter Stelle. Ein Vorteil dieses Modells ist die weitgehende Vermeidung von Interessenkonflikten.

Dass Emittenten die ESG-Ratinganbieter bezahlen, ist ein neuerer Trend und entspricht dem **„Issuer pays“-Modell** für Kreditratings. Dieser Ansatz trägt vor allem der Forderung nach einer besseren Zusammenarbeit zwischen bewertetem Unternehmen und Ratinganbieter Rechnung. Einige Rating-Anbieter erbringen für die Unternehmen allerdings zusätzlich Beratungsdienstleistungen, die etwa auf die Verbesserung von ESG-Scores oder -Ratings abzielen. Zur Förderung des Vertrauens in den ESG-Rating-Markt ist daher – entsprechend der Regelung für Kreditratingagenturen – der regulatorische Ausschluss von potenziellen Interessenkonflikten Teil des Regulierungsvorschlags.

EU will ESG-Rating-Markt stärker regulieren

Eine lange Liste der Bedenken über die Mängel im ESG-Rating-Markt hat die Forderungen nach einer Regulierung des ESG-Ratingsektors zunehmen lassen. Anleger und Unternehmen verweisen seit Jahren auf **die mangelnde Verlässlichkeit der Ratings und die eingeschränkte Transparenz der Methodik.** Zu oft blieben Umfang der zugrundeliegenden Daten, Zeitpunkt der Datenerhebung, Häufigkeit der Überprüfung und Aktualisierungen der Ratings im Dunkeln. Zudem wird auf die **Vielzahl der unaufgeforderten Ratingerstellungen** (unsolicited ratings) sowie auf die unterschiedlich starke Einbeziehung des bewerteten Unternehmens durch den Ratinganbieter hingewiesen. Die Folge: Vergleiche und Interpretation der Ratings werden erschwert, das Vertrauen in den ESG-Rating-Markt ist angekratzt und Greenwashing-Vorwürfe wurden laut.

> *Wir haben also keine Klarheit darüber, wie diese Ratings zustande kommen oder was sie messen. Und es scheint tatsächlich Probleme mit Interessenkonflikten bei ESG-Ratinganbietern zu geben.*
>
> *Mairead McGuinness, EU Kommissarin bei der Pressekonferenz am 13. Juni 2023 zur Veröffentlichung des Sustainable Finance Pakets*

Dass die EU nun reagiert und wie bei den Kredit-Ratingagenturen nach der Finanzkrise einschreitet, kommt daher nicht überraschend. So präsentierte die EU Kommission am 13. Juni 2023 im Rahmen des **Sustainable Finance-Pakets** einen Vorschlag mit Regeln für ESG-Ratinganbieter.

Ziel: Qualität der ESG-Ratings verbessern

Eines gleich vorweg: Der Regulierungsvorschlag unternimmt **keine** Schritte in Richtung einer **Standardisierung von Ratings.** Die vorgeschlagene Verordnung versucht nicht, in die Art und Weise einzugreifen, wie die ESG-Ratingagenturen ihre Methoden gestalten oder die konkurrierende Bedeutung verschiedener Nachhaltigkeitsfaktoren abwägen.

Ziel ist vielmehr eine Erhöhung der Transparenz über die Art und Weise, wie die Anbieter zu ihren Ergebnissen kommen, wo sie ihre Daten herbekommen und wie sie gewährleisten, dass sie nicht durch Interessenkonflikte beeinflusst werden können. Somit strebt die EU mit ihrem Regulierungsvorhaben an, die **Qualität der Informationen über ESG-Ratings zu verbessern** und so das Vertrauen in die Tätigkeiten der ESG-Ratinganbieter zu fördern[4].

> *Unser heutiger Vorschlag zielt also darauf ab, ESG-Ratings transparent, vergleichbar und zuverlässig zu machen.*
>
> *Mairead McGuinness, EU Kommissarin bei der Pressekonferenz am 13. Juni 2023 zur Veröffentlichung des Sustainable Finance Pakets*

Um die Qualität, Vergleichbarkeit und Zuverlässigkeit ihrer Dienstleistungen sicherzustellen, werden die Anbieter von ESG-Ratings gemäß den EU-Vorschlägen zukünftig von der **ESMA** (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) im Auge behalten. Die Behörde beaufsichtigt ebenso alle in der EU ansässigen **Kreditratingagenturen**, nachdem für diese 2011 zum ersten Mal eine Regulierung mit ähnlichen Zielen, zur Verbesserung von Transparenz, Integrität und Verlässlichkeit aber auch von Finanzstabilität eingeführt wurde.

Der Regulierungsvorschlag – wenig Überraschungen

Die aktuell vorgeschlagenen Regulierungsmaßnahmen decken sich zu großen Teilen mit den Vorgaben für Kreditratingagenturen. Bei der Transparenz liegt der Fokus auf klaren Angaben zu dem zu bemessenden ESG-Ratingziel, zur Methodik und zu den Überprüfungsprozessen sowie zu Datenquellen und Datenverarbeitung. Aus aktuellem Anlass kommt die Forderung nach Erläuterungen zum Einsatz von künstlicher Intelligenz hinzu.
Wie schon bei den Kreditratingagenturen wird die Verordnung auch bei ESG-Ratinganbietern zu erheblichen zusätzlichen Berichts- und Aufzeichnungspflichten führen, um Ratingentscheidungen und die Anwendung der offengelegten Methodik bzw. Abweichungen nachvollziehen zu können.

Hinzu kommen die **Informationen zur Organisationstruktur,** zu Qualitätskontrollen und internen Überprüfungsverfahren. Diese sollen den Marktteilnehmern ein besseres Verständnis der Struktur, des Schlüsselpersonals, der Verfahren und der Politik der Ratinganbieter vermitteln, was wiederum dazu beiträgt, das Vertrauen in die Branche zu fördern. Gleiches gilt für die **Etablierung von besonderen Strukturen,** wie Compliance-Funktionen, deren Ziel die Stärkung der Unabhängigkeit und Transparenz der Institute und die Verbesserung der Qualität der Ratings ist.

[4] Zu diesem konnten **bis zum 1.9.2023** Rückmeldungen abgegeben werden. Alle eingegangenen Rückmeldungen werden von der Europäischen Kommission zusammengefasst und dem Europäischen Parlament und dem Rat vorgelegt, damit sie in die legislative Debatte einfließen können.

Wesentliche Vorgaben des Regulierungsvorschlags:

Regulierungsthemen (Vorschlag)	Details
Transparenz über Rating-Methodik	- Ratingziele und Bewertungsziele - behandelte Themen - Datenquellen und Datenverarbeitung - Angabe ob und wie sich die Methodik auf wissenschaftliche Erkenntnisse stützt - Erläuterung der Gewichtungsmethode im Modell, einschl. der Gewichtung der drei übergreifenden ESG-Faktorenkategorien - Erläuterung des Einsatzes von Künstlicher Intelligenz (KI) im Ratingprozess
Information zur Organisation	- Eigentümerstruktur - Identität der Mitglieder der Geschäftsleitung - Verfahren und Methoden zur Abgabe und Überprüfung von Ratings - Strategien für den Umgang mit Interessenkonflikten, Auslagerungsvereinbarungen und anderen Aktivitäten außerhalb von ESG-Ratings
Ausschluss von Geschäftsaktivitäten	- kein Angebot von Beratungsdiensten, Kreditratings, Benchmarks, Anlagetätigkeiten, Wirtschaftsprüfung, Bankgeschäfte, Versicherungen und Rückversicherungen
Etablierung von besonderen Organisationsstrukturen	Zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zur Gewährleistung einer hohen Qualität der Ratings: - Etablierung von internen Strategien und Verfahren wie die Einführung von Kontroll-mechanismen und Compliance-Funktionen - Umfassende Pflichten zur Einhaltung der Vorschriften für ESG-Ratinganalysten
Umfangreiche Aufzeichnungspflichten	- Identität der ESG-Ratinganalysten und Analysten, die eine Rating-Methode entwickelt haben - Unterlagen über die von Abonnenten und bewerteten Unternehmen gezahlten Gebühren - Interne Aufzeichnungen, externe Kommunikation, einschließlich nicht-öffentlicher Informationen und Arbeitspapiere, die einer Ratingentscheidung zugrunde liegen - Alle Änderungen und Abweichungen von Standardverfahren und -methoden

Quellen: EC, Helaba Research & Advisory

Vorgeschlagene Regulierung dürfte Markt und Geschäftsmodelle tiefgreifend verändern

Einige der vorgeschlagenen Regeln dürften den **Markt für ESG-Ratings** und die bestehenden Geschäftsmodelle der Ratinganbieter **tiefgreifend verändern**.

Zum einen wird es ESG-Ratinganbietern **untersagt** sein, **andere Dienstleistungen**, wie etwa Beratung, Kreditratings oder Versicherungen, anzubieten. Diese Beschränkungen sollen die Unabhängigkeit, Objektivität und Integrität der ESG-Ratinganbieter wahren und sicherstellen, so dass ihre Bewertungen ausschließlich auf den ESG-Informationen der bewerteten Unternehmen beruhen und nicht durch andere Geschäftsbeziehungen oder Interessen beeinflusst werden.

Zum anderen erfordern die Ausweitung von Transparenz und Qualitätskontrollen **mehr Ressourcen** und führen zu steigenden Kosten. Bei den Kreditratingagenturen wurde Anfang der 2010er Jahre aufgrund der neuen Regulierung insbesondere in den Bereichen Qualitätskontrolle, Compliance und der Kommunikation der Personalbestand deutlich auf- oder ausgebaut.

Zudem dürfte die Nicht-Regulierung von ESG-Datenanbietern in der Folge zu einem veränderten Angebot der Institute führen, die sich für diesen Weg entscheiden.

Die Rückmeldungen der Marktteilnehmer[5] zum aktuellen Regulierungsvorschlag könnten noch einige Veränderungen nach sich ziehen. So fordern diese u.a.

- die Möglichkeit für bewertete Unternehmen, faktische Fehler zu korrigieren – oder konkret die Einholung einer Rückmeldung zum Ratingbericht beim bewerteten Unternehmen, unabhängig davon, ob das Rating unaufgefordert oder aufgefordert erstellt wurde
- eine Vorgabe zur Offenlegung der Definition der Vergleichsgruppe eines bewerteten Unternehmens, wenn das Rating relativ definiert wurde
- eine Offenlegung des Anteils extern bestätigter Daten am gesamten Dateninput

[5] European Savings and Retail Banking Group, Norges Bank Investment Management, Financial Executives Association, Deutsches Aktieninsitut, German Chemical Industry Association (VCI), Swedish Securities Markets Association, ReclamFinace

- stärkere Transparenz des Rating-Aktualisierungsprozesses
- detaillierte Ausführungen zur Verbindung mit anderen regulatorischen EU-Initiativen zur Offenlegung von Nachhaltigkeitsaspekten und zur Anforderung, dass die ESG-Ratinganbieter offenlegen sollen, inwieweit das ESG-Rating die doppelte Wesentlichkeit (double materiality) berücksichtigt
- weitere Klarstellung zur Abgrenzung zwischen ESG-Daten- und Ratinganbietern und zur Vermeidung des Interessenkonflikts bei ESG-Ratinganbietern und Kreditratinganbietern eines Hauses.

Zwar äußern sich ESG-Ratinganbieter besorgt darüber, dass zu strenge Regulierungen ihre Geschäftsmodelle und ihre Fähigkeit beeinträchtigen könnten, schnell auf sich ändernde Marktbedingungen zu reagieren. Die aktuelle Entwicklung mit Transparenzmangel und Misstrauen motivierte jedoch gerade große Investmenthäuser umso mehr, eigene Ratingsysteme zu entwickeln und damit ihre Investmentprozesse zu ergänzen. Doch transparente ESG-Ratings tragen – ähnlich wie Kreditratings – zu einem reibungslosen Funktionieren der Märkte bei. Denn die Möglichkeit, ein eigenes Ratingsystem zu entwickeln, dürfte mittelgroßen und kleineren Investoren nicht zur Verfügung stehen. So zeigen die Rückmeldungen auf ältere EU-Konsultationen –bereits 2022 hatte die EU eine erste Konsultation zur Gewinnung eines Einblicks in den ESG-Ratingmarkt durchgeführt – eine deutlich breite Billigung des Regulierungsvorhabens sowie des nun vorgelegten Vorschlags.

Nächste Schritte

Zum jetzigen Regulierungsvorschlag von ESG-Ratingaktivitäten konnten Marktteilnehmer bis zum 1.9.2023 Rückmeldungen abgeben. Alle eingegangenen Rückmeldungen werden von der Europäischen Kommission zusammengefasst und dem Europäischen Parlament und dem Rat vorgelegt, damit sie in die legislative Debatte einfließen können. Es ist aus unserer Sicht **unwahrscheinlich, dass der Vorschlag noch in diesem Jahr** angenommen wird. Die technischen Einzelheiten (wie Sanktionen und Geldbußen) werden nach der Annahme der Verordnung in einem delegierten Rechtsakt geregelt.

Regulierung findet starke Unterstützung bei Interessenvertretern

Die Interessenvertreter begrüßen mehrheitlich die Entscheidung der EU, ESG-Ratinganbieter schärfer zu regulieren, und lassen keinen Zweifel an der großen Bedeutung von ESG-Ratings für die Lenkung von Investitionen in eine nachhaltige Wirtschaft. Viele Marktteilnehmer verweisen auf den Erfolg der Regulierung von Kreditratingagenturen und setzen diese als Benchmark an. Mit dem Hinweis auf die zahlreichen offenen Punkte zeigen sie jedoch auch, dass der gewünschte Grad an Transparenz, Klarheit und Strenge noch nicht ganz erreicht ist. Andererseits muss die Aufsicht auch das Aufrechterhalten des Wettbewerbs und die Belastung von ESG-Ratinganbietern und bewerteten Unternehmen im Blick behalten.

Der jetzt vorgelegte Entwurf dürfte die Märkte also noch eine Weile beschäftigen. Das Ziel der Verbesserung von Transparenz und Qualität der ESG-Ratings sowie die Förderung von Vertrauen in den ESG-Ratingmarkt ist diese Mühe jedoch zweifellos wert.

Anhang: Überblick über die Stichprobe der 31 deutschen Pfandbriefemittenten und die Abdeckung durch die jeweiligen ESG-Ratinganbieter

	MSCI	Sustainalytics	ISS ESG	Moody's	CDP	imug rating	S&P Global	Sus-taina-ble Fitch	Zur Website/ ESG-Ratings
Aareal Bank	X	X	X	X	X				Link
Bausparkasse Schwäbisch Hall			X						Link
Bayerische Landesbank	X	X	X	X					Link
Berlin Hyp	X	X	X						Link
Commerzbank	X	X	X		X				Link
DekaBank	X	X	X	X					Link
Deutsche Bank	X	X	X		X		X		Link
Deutsche Kreditbank			X						Link
Deutsche Pfandbriefbank	X	X	X	X					Link
Dt. Ärzte- und Apothe-kerbank		X							Link
DVB									Link
DZ BANK	X	X	X	X	X				Link
DZ HYP		X							Link
Hamburg Commercial Bank	X	X	X	X					Link
Hamburger Sparkasse		X							Link
Helaba	X	X	X						Link
ING-DiBa	X	X					X		Link
KSK Köln			X						Link
Landesbank Berlin									Link
Landesbank Saar			X						Link
LBBW	X	X	X			X		X	Link
MünchenerHyp		X	X						Link
Natixis Pfandbriefbank									Link
NORD/LB	X		X						Link
Oldenburgische Landesbank							X		Link
Santander Consumer Bank	X	X	X	X	X				Link
Sparkasse Hannover						X			Link
Sparkasse Pforzheim Calw									Link
Sparkasse München									Link
UniCredit Bank AG	X	X	X	X	X		X		Link
Wüstenrot Bausparkasse									Link

Quellen: Websites der Emittenten, Helaba Research & Advisory



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Autor
Sabrina Miehs, CESGA

Mitarbeit
Erik Schönherr

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Stefan Rausch
Head of Corporate Research & Advisory

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
T +49 69 / 91 32 – 20 24

Internet: www.helaba.com

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.