



CAP₂ Standpunkt



CO₂-Reduktion in Portfolios aus regulatorischer Sicht

Ausgabe vom 07.02.2024

Mit der Regulatorik ist es nicht immer so einfach. Was von der Politik gut gemeint war, kann zuweilen in der Praxis zu einem gewissen Stirnrunzeln bei Investoren führen, da die noch recht jungen Regelungen nicht in jedem Fall den erforderlichen Reifegrad aufweisen, den man als Investor gerne sehen würde. Ein gutes Beispiel ist die EU-Offenlegungsverordnung. Der Grundgedanke der Offenlegungsverordnung ist leicht erklärt: Es geht im Prinzip darum, Anreize zu setzen, möglichst viel Kapital in Bereiche zu lenken, die eine nachhaltige Wirtschaft ermöglichen oder begünstigen. Die Offenlegungsverordnung hilft dabei, Transparenz über die ESG-Eigenschaften von Portfolios zu erhalten. Damit werden zwei Ziele erreicht. Zum einen geht es darum, sog. „Greenwashing“ zu verhindern. Zum anderen geht es aber auch darum, dem Anleger auf eine möglichst transparente Art verschiedene Anlageoptionen aufzuzeigen und eine Entscheidungsfindung zu unterstützen. Das klingt sinnvoll und plausibel, die Tücken liegen hier jedoch im Detail.

Die EU- Offenlegungsverordnung

Derzeit existieren im Rahmen der Offenlegungsverordnung drei verschiedene Kategorien für Anlageprodukte. Die am wenigsten ambitionierte Kategorie umfasst sie sog. Artikel-6-Finanzprodukte. Hier muss offengelegt werden, inwieweit Nachhaltigkeitsaspekte Teil der Anlageentscheidungen sind; zudem muss aufgezeigt werden, inwieweit im Portfolio Nachhaltigkeitsrisiken existieren, die sich negativ auf die Wertentwicklung des Portfolios auswirken könnten. Diese Transparenz unter Artikel 6 verlangt aber nicht, dass die in den Portfolios gehaltenen Assets selbst in einem hohen Maße Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigen; es geht hier tatsächlich nur um die Transparenzherstellung bezüglich des Inhaltes, aber nicht um eine spezifische Ausgestaltung des Inhalts. Bei den beiden anderen Kategorien, den Artikel-8- und Artikel-9-Fonds, ist das anders. Hier besteht tatsächlich der Anspruch, nicht nur eine hohe Transparenz über die im Portfolio gehaltenen Wertpapiere sowie deren ESG-Eigenschaften herzustellen, sondern eben auch eine erhöhte Anforderung an den Inhalt und die Struktur der Portfolios zu formulieren.

Greenbleaching oder Greenwashing?

Der Unterschied zwischen Artikel-8 und Artikel-9 Finanzprodukten ist facettenreich und lässt sich mit wenigen Worten nicht abschließend erläutern. Ganze Heerscharen von Wirtschaftsprüfern und Juristen versuchen seit Jahren, der tieferen Sinnhaftigkeit von Richtlinien, Detailregelungen und Handreichungen sowie Kommentaren und nicht selten revisionsanfälligen Hilfestellungen der EU in diesem Zusammenhang auf den Grund zu gehen. Grundsätzlich gilt aber, dass Artikel-8-Finanzprodukte damit werben dürfen, dass sie nachhaltige Eigenschaften aufweisen, während Artikel-9-Finanzprodukte tatsächlich umfassende nachhaltige Ziele anstreben. Wenn ein Fonds wiederum eine Artikel-9-Klassifizierung anstrebt, steigen die Anforderungen an den Inhalt und die Struktur des Produktes wesentlich, was in der Vergangenheit dazu geführt hat, dass Assetmanager nicht selten vermieden haben, ihre Portfolios als Artikel-9-Finanzprodukte zu klassifizieren und zu vermarkten, um potenziellen Streitigkeiten aus dem Weg zu gehen. Das hat in den letzten Jahren immer wieder zu der recht kuriosen Situation geführt, dass Assetmanager systematisch Portfolios strukturiert haben, die ohne jeden Zweifel als Artikel-9-Finanzprodukte hätten eingeordnet werden könnten, wenn man zudem den Anspruch geäußert hätte, dass mit dem Finanzprodukt auch nachhaltige Ziele verfolgt werden sollen. Stattdessen hat man es bei einer Artikel-8-Einordnung belassen, was dann wiederum zum interessanten und kuriosen Vorwurf des „Greenbleachings“ führte – quasi als Gegenstück zum Greenwashing, und in beiden Fällen ungern von der EU gesehen.

Die technokratische Sicht der Regulatorik

Aus einer vielleicht etwas grundsätzlichen und ökonomisch motivierten Perspektive kann man sich durchaus kritisch mit der EU-Regulatorik im Kontext der Offenlegungsverordnung auseinandersetzen. Denn der Gesetzgeber scheint tatsächlich zu glauben, dass realwirtschaftliche Effekte dadurch entstehen, indem Portfolios umstrukturiert werden. Anders könnte man nicht erklären, dass Finanzprodukte danach unterschieden werden, ob sie nachhaltige Eigenschaften oder sogar nachhaltige Ziele aufweisen. Hier schwingt offensichtlich die Vermutung mit, dass nachhaltige Ziele in der realen Welt

erreicht werden können, indem am Sekundärmarkt Transaktionen stattfinden. Das ist eine mehr als gewagte These. Man gewinnt bei der Lektüre der relevanten Texte zuweilen den Eindruck, dass die Urheber der regulatorischen Vorgaben tatsächlich der impliziten Fehlinterpretation unterliegen, dass von Transaktionen am Sekundärmarkt Allokationseffekte ausgehen. Das ist allenfalls nur indirekt und marginal der Fall – letztlich ändern sich nur Eigentumsverhältnisse; für jeden Verkäufer gibt es einen Käufer, für jeden Käufer gibt es einen Verkäufer. Dem Unternehmen sind diese Transaktionen weitgehend egal. Natürlich ließe sich argumentieren, dass kollektive Verkäufe von Positionen zu fallenden Kursen führen und so langfristig einen Effekt auf die Kapitalkosten ausüben. Das hätte dann tatsächlich über viele Jahre hinweg einen gewissen Allokationseffekt – allerdings in eine ungewünschte Richtung. Denn die Kapitalkosten stiegen dann vor allem bei den Unternehmen, die den größten Transformationsbedarf, aber auch den größten positiven Hebel auf ESG-Themen hätten. Das ist vollkommen absurd; die Implementation der EU-Regulatorik befördert direkt keine der gewünschten Effekte und kann unmöglich direkt Ziele erreichen, erschwert aber indirekt den Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt, die eigentlich unter Transformationsgesichtspunkten den bestmöglichen Zugang zum Kapitalmarkt bräuchten. Um es mal auf den Punkt zu bringen: Wenn eines Tages Artikel-9-Finanzprodukte nur noch Softwareunternehmen in ihren Portfolios halten, da diese unter ESG-Gesichtspunkten besonders gut abschneiden, freuen sich diese Unternehmen sicherlich angesichts ihrer niedrigen Refinanzierungskosten, während gleichzeitig den Stahl- und Zementunternehmen die finanzielle Puste ausgeht, den notwendigen Transformationsbedarf zu stemmen. Es verwundert ein wenig, dass dies nicht öfter thematisiert wird.

CO₂-reduzierte Portfolios: Artikel 8 oder Artikel 9?

Diese fundamentale Kritik an der EU-Regulatorik war für CAP2 immer schon eine Motivation, etwas anders zu machen. Statt auf Veränderungen in Portfoliostrukturen zu setzen, die nur einen buchhalterischen Effekt aufweisen, ist es mit CAP2 möglich, einen echten Impact in der realen Welt zu erzielen, indem im Umfang, in dem man CO₂-Emissionen

verantwortet, diese reduziert werden. Und zwar nicht buchhalterisch, sondern real über die Stilllegung europäischer Emissionsrechte. Es stellt sich nun die Frage, wie aus regulatorischer Brille Finanzprodukte einzuordnen sind, die diese Dienstleistung implementieren. Hier kommt es darauf an, wie der Assetmanager das Finanzprodukt positionieren möchte. Steht für den Assetmanager das klar definierte Ziel im Vordergrund, eine CO₂-Reduktion erreichen zu wollen, führt kein Weg an einer Artikel-9-Einordnung vorbei (selbst wenn er es nicht möchte – es handelt sich dann glasklar und unabwendbar um ein Artikel-9-Finanzprodukt). Dann muss sich der Assetmanager aber auch sämtlichen anderen Anforderungen an Artikel-9-Finanzprodukte „unterwerfen“, es sei denn, die Portfoliostruktur wäre mit Anforderungen an eine EU-definierte Paris-aligned Benchmark kompatibel – dann gäbe es tatsächlich sogar große Freiheitsgrade in der Portfoliokonstruktion. Allerdings streben die meisten Portfolios, die die Dienstleistung von CAP2 implementieren, bewusst gerade eben keine Kompatibilität mit strikten klimaspezifischen EU-Benchmarkvorgaben an, so dass die theoretische Möglichkeit einer Artikel-9-Einordnung ohne die komplette Berücksichtigung anderer Artikel-9-Anforderungen jenseits von klimarelevanten CO₂-Themen eher nur von theoretischer Natur ist. Aus diesem Grund ist für viele Assetmanager eine Artikel-8-Einordnung eine zielführende und sinnvolle Alternative. Dem steht nichts im Wege, solange die CO₂-Reduktion nicht als spezifisches nachhaltiges Ziel des Finanzproduktes, sondern als eine Eigenschaft (ggf. neben anderen Eigenschaften) des Finanzproduktes beschrieben wird.



Prof. Dr. Hanjo Allinger

Allinger@cap2.eu

+49 (0) 40 64419362



Dr. Christian Jasperneite

Jasperneite@cap2.eu

+49 (0) 40 60559352



Disclaimer / Rechtshinweis

Die Publikation „Standpunkte“ der CAP2 GmbH enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten, die als zuverlässig gelten und mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurden. Die CAP2 GmbH hat die Information jedoch nicht zwingend auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der CAP2 GmbH für Schäden gleich welcher Art. Die hier getroffenen Aussagen stellen zudem niemals Anlageempfehlungen oder eine Finanzberatung dar. Dementsprechend stellen die hier publizierten Analysen auch niemals ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Veröffentlichungen (auch von Teilen) dieser Publikation bedürfen einer vorherigen Genehmigung der CAP2 GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

CAP2 GmbH ■ Johannes-Beckmann-Weg 1b ■ 22359 Hamburg

Tel.: +49 (0) 40 64419362 ■ E-Mail: mail@cap2.eu ■ Website: www.cap2.eu

Registergericht Hamburg ■ HRB 163656 ■ Geschäftsführer Prof. Dr. Hanjo Allinger