



CAP₂ Standpunkt



CO₂-Reduktion in Portfolios: Auswirkungen auf das Asset Management

Ausgabe vom 30.04.2024

Asset-Manager geben Climate-Pledges ab

Viele Asset Manager haben sich in den letzten Jahren dazu verpflichtet, den CO₂-Fußabdruck ihrer Portfolios zu reduzieren. Wer sich beispielsweise mit seinem Portfolio auf einem 1,5-Grad-Pfad bewegen möchte, muss hierfür den CO₂-Fußabdruck seines Portfolios derzeit etwa um acht Prozent pro Jahr reduzieren. Würden sich nun alle Firmen in ihrer wirtschaftlichen Aktivität an dieser Vorgabe orientieren, läge auch die Welt in der Summe auf einem 1,5-Grad Pfad, und der Fußabdruck eines jeden Portfolios würde auch automatisch diesem Pfad folgen. Da dies aber nicht der Fall ist, kann es auch für einen Investor, der mit seinen Investitionen in Anleihen und Aktien Emissionen indirekt verantwortet, sinnvoll und zielführend erscheinen, durch Umschichtung sein Portfolio auf einen 1,5-Grad-Pfad zu trimmen. Denn dann werden vom Investor in der Summe indirekt die Unternehmen finanziert, die mit diesem gewünschten Pfad kompatibel sind.

In den letzten Jahren mehrten sich kritische Stimmen zur CO₂-orientierten Umstrukturierung von Portfolios, wobei nicht die Zielsetzung, sondern der reale Erfolg dieser Maßnahmen infrage gestellt wird. Einige Experten bezweifeln, dass der Kapitalmarkt allein effektive Impulse für die Wirtschaftstransformation setzen kann und schlagen stattdessen staatliche Regelungen und einen globalen Emissionshandel als effektivere Maßnahmen vor. Akademische Studien unterstützen diese Sichtweise und zeigen, dass finanzielle Restriktionen Unternehmen oft zu umweltschädlicheren Produktionsmethoden verleiten. Dies ist besonders relevant für ESG-orientiertes Impact-Investing, da Portfolio-Umschichtungen nur indirekte Effekte über Kapitalkostenverschiebungen haben. Ein kürzlich erschienenes Paper des National Bureau of Economic Research bestätigt, dass eine Erhöhung der Kapitalkosten für umweltschädliche Unternehmen paradoxerweise zu noch schädlicheren Praktiken führen kann. Empirische Belege deuten darauf hin, dass ESG-Investments manchmal geringen klimatischen Nutzen bringen, da sie

Unternehmen bevorzugen, die nur relativ geringe absolute Emissionsminderungen erreichen.

Eine CO₂-Reduktion ist in den ersten Jahren für Investoren sehr einfach

Trotz dieser Entwicklungen besteht immer noch ein breiter Konsens, Portfolios umzustrukturieren, besonders um den CO₂-Fußabdruck zu reduzieren. Viele Asset Manager haben sich bereits zu Klimaschutzziele verpflichtet, was einen Rückzug kaum möglich macht. Doch diese Umschichtungen könnten langfristig weitere Probleme und Herausforderungen mit sich bringen, die vielen Investoren möglicherweise nicht bewusst sind.

Die Reduzierung des CO₂-Fußabdrucks in Portfolios beginnt oft leicht durch den Verkauf besonders CO₂-intensiver Positionen. Doch sobald diese offensichtlichen Schritte unternommen sind, kann es schwieriger werden, die angestrebte strategische Allokation beizubehalten. Dies liegt daran, dass es Unternehmen oft schwerfällt, ihre CO₂-Emissionen kontinuierlich zu reduzieren. Unternehmen, insbesondere schnell wachsende, haben oft Schwierigkeiten, die gewünschten Reduktionsziele zu erreichen. Daher erfordert die Portfoliobereinigung Jahr für Jahr größere Umschichtungen, was langfristig zu Herausforderungen führen kann.

Simulation der Portfolioeffekte durch sukzessive CO₂-Reduktion

Doch wie groß sind diese Herausforderungen? Diese Frage ist nicht leicht zu beantworten, denn niemand kennt die Zukunft. Die Vergangenheit ist aber an Kapitalmärkten kein so schlechter Ratgeber, gerade wenn es um Risiken geht. Unser Versuchsaufbau sieht wie folgt aus: Wir haben die jeweiligen historischen Indexmitglieder des STOXX 600 Europa und des STOXX 600 Nordamerika genutzt, um Portfolios zu simulieren, die tatsächlich exakt so hätten existieren können. In einem ersten Schritt wurden aus den jeweils 600 Aktien der beiden Indizes per Zufallsgenerator pro Region etwa 80-160 Aktien ausgewählt, mit

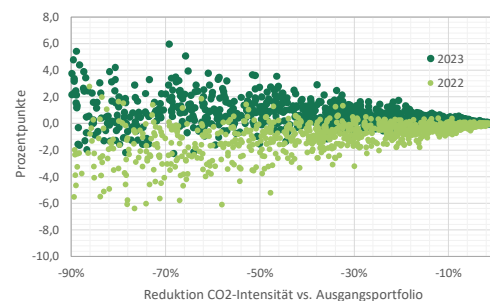
denen die Region im Portfolio abgebildet wird. Die Aktien wurden entsprechend ihrer Marktkapitalisierung gewichtet; die Portfolios waren immer voll investiert. Für jedes dieser so erzeugten Portfolios wurde der CO₂-Fußabdruck bestimmt. In einem zweiten Schritt wurde nun der CO₂-Fußabdruck in einem vom Zufallsgenerator ausgewählten Umfang reduziert. Die Reduktion erfolgte durch Umschichtung oder Verkauf der zuvor ausgewählten Aktien des Ursprungsportfolios ohne CO₂-Restriktion. Die Umschichtungen (und in sehr seltenen Fällen die kompletten Verkäufe) erfolgten jeweils auf eine Art, dass sowohl der zu erwartende Tracking Error zur jeweiligen Benchmark (STOXX 600 Europa oder STOXX 600 Nordamerika) wie auch zum Ursprungsportfolio minimiert wurde. Für jede Region und jedes Jahr wurden jeweils 2.000 Durchläufe berechnet und dabei festgehalten, wie sich die relative Performance zum Ursprungsportfolio, der Tracking Error zur Benchmark und das absolute Risiko im Vergleich zum Ursprungsportfolio als Funktion der CO₂-Reduktion verändert.

Absolute und relative Risiken explodieren förmlich

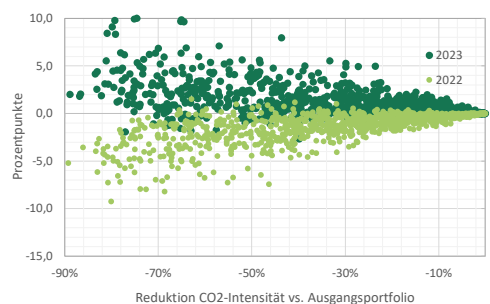
Die Ergebnisse sind über sehr viele Jahre und beide Regionen hinweg sehr konsistent. So zeigt sich, dass Reduktionen des CO₂-Fußabdrucks von mehr als 50 Prozent gegenüber dem Ursprungsportfolio zu massiven Abweichungen in der Performance gegenüber dem Ursprungsportfolio führen. Es gibt Jahre, in denen eine sukzessive CO₂-Reduktion zu einer gewissen Outperformance führt, aber es gibt ähnlich viele Jahre, wo genau das Gegenteil der Fall ist, dann teilweise sogar in sehr erheblichem Ausmaß. In den folgenden Grafiken zeigen wir aus Gründen der Übersichtlichkeit immer nur die Ergebnisse der Jahre 2022 und 2023, die hinsichtlich ihrer Ausprägungen aber auch sehr repräsentativ für die vorherigen Jahre sind.

Beispielsweise haben Portfolios im Jahr 2022 in Nordamerika im Schnitt etwa sechs Prozentpunkte an Performance verloren, wenn man den CO₂-Fußabdruck um 80 Prozent reduziert hat. Unter den 2.000 simulierten Portfolios befanden sich nur sehr wenige Portfoliostrukturen, die in dem Jahr überhaupt von einer CO₂-Reduktion profitierten. Ein ähnliches Bild zeigte sich in Europa; wichtiger als das jeweilige Vorzeichen der Out- oder Underperformance ist vielmehr das gewaltige Ausmaß der Abweichung von der Performance des Ursprungsportfolios in Prozentpunkten schon nach einem Jahr! Vielen Investoren ist vermutlich gar nicht bewusst, in welche relativen Risiken sie sich begeben, wenn sie den Weg hin zu klimaneutralen Portfolios über Umschichtungen beschreiben. Absolute Risiken nehmen ebenfalls zu, sobald CO₂-Restriktionen eingeführt werden. Der Tracking Error zur Benchmark steigt ebenfalls systematisch an, wenn CO₂-Restriktionen greifen, was eine neue unerwünschte Risikodimension schafft.

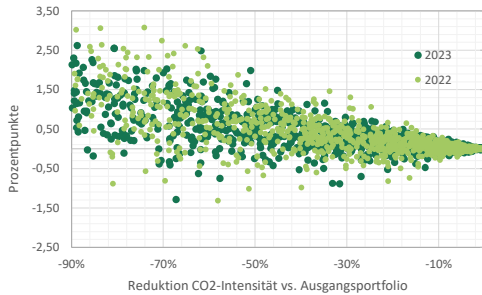
Europa: Veränderung der Performance durch CO₂-Reduktion



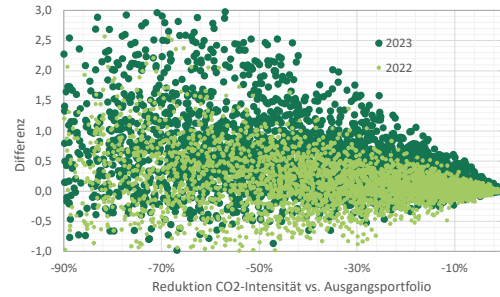
USA: Veränderung der Performance durch CO₂-Reduktion



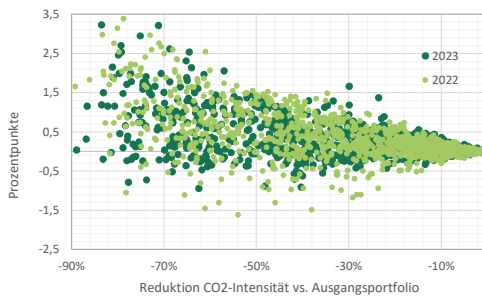
Europa: Veränderung des Tracking Errors durch CO₂-Reduktion



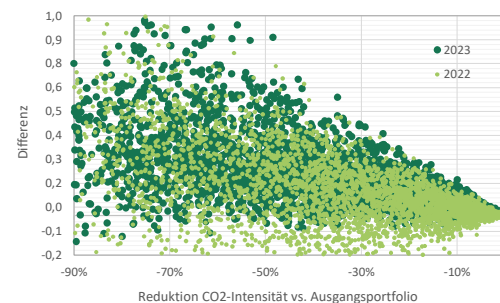
Europa und Nordamerika: Veränderung der Eigenkapitalrendite durch CO₂ Reduktion



USA: Veränderung des Tracking Errors durch CO₂ Reduktion



Europa und Nordamerika: Veränderung der Eigenkapitalrendite durch CO₂ Reduktion



Die Dramatik der Verschiebung fundamentaler und statistischer Eigenschaften von Portfolios durch CO₂-induzierte Umschichtungen wird auch dadurch deutlich, dass sich Faktorskylines durch diese Umschichtungen komplett ändern. Damit entstehen „Wetten“ in Investmentstilen gegenüber ursprünglich angestrebten Investmentstilen, die so im Zweifel nie vom Investor gewollt waren. Wir haben über 2.000 Portfolios für Europa und Nordamerika simuliert und festgestellt, dass die Eigenkapitalrendite deutlich steigt, wenn der CO₂-Fußabdruck reduziert wird. Eine solche Erhöhung mag zunächst positiv erscheinen, aber in Aufschwungphasen können vor allem weniger profitable Werte besser abschneiden. Ähnliche Verbesserungen in Kennzahlen zur Bilanzqualität gingen mit einer höheren Portfolio-Bewertung einher. Diese Veränderungen, die oft einer halben Standardabweichung oder mehr entsprechen, bedeuten eine beträchtliche Umgestaltung des Portfolioprofils.

CAP2 statt Portfolioumschichtungen

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Entscheidung, sich als Investor allein durch Portfolioumschichtungen auf den Pfad einer CO₂-Reduktion zu begeben, nicht nur vor dem Hintergrund aktueller theoretischer und empirischer Forschungsarbeiten einer kritischen Würdigung bedarf. Wie unsere Simulationen deutlich nahelegen, werden Investoren schon bald auch ganz praktisch auf Grenzen der Portfoliokonstruktion stoßen und über Alternativen in ihrer Vorgehensweise nachdenken müssen.

CAP2 bietet die Lösung für diese Problem. Mit unserem Ansatz bestimmen wir den Fußabdruck eines Portfolios, kaufen im selben Umfang Europäischen Emissionsrechte und legen diese still. Auch ist es möglich, dem Portfolio Wertpapiere beizumischen, die einen dezidiert negativen CO₂-Fußabdruck aufweisen, indem dieser Emissionsrechte verbrieft wird. Der Vorteil unserer Methodik liegt auf der Hand: Man gewinnt seine Freiheitsgerade in der Portfoliokonstruktion zurück, läuft nicht Gefahr, sich

gezwungenermaßen von seiner angestrebten strategischen Allokation zu entfernen und kann seinen Möglichkeitenraum bis hin zum Rand der Effizienzkurve ausnutzen.



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 ■ Email: mail@cap2.eu ■ Website: www.cap2.eu
Registergericht Hamburg ■ HRB 163656 ■ Geschäftsführer Prof. Dr. Hanjo Allinger