

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

75. Jahrgang · 15. August 2022

16-2022

Digitaler
Sonderdruck

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

2022

**INSTITUTIONELLES
ASSET MANAGEMENT**

Volker Kurr / Fadi Zaher

Dekarbonisierung
von Indexstrategien

**S
P
E
Z
I
A
L
S
F
O
N
D
S**

Volker Kurr / Fadi Zaher

Dekarbonisierung von Indexstrategien

Weltweit spielen immer öfter Überlegungen zum Klimaschutz bei der Zusammenstellung von Portfolios eine Rolle. Das Erreichen von Netto-Null-CO₂-Emissionen bis 2050 gilt als der sicherste Weg, um den globalen Temperaturanstieg auf 1,5 Grad Celsius über dem vorindustriellen Niveau zu begrenzen und die schlimmsten Folgen des Klimawandels abzuwenden.¹⁾ Viele Investoren streben heute eine Reduktion der CO₂-Belastung in ihren Indexstrategien an und überlegen, ob und wie sie ihre Portfolios auf einen Netto-Null-Zielpfad ausrichten können.

Richtlinien für den Weg zum Netto-Null-Portfolio

Durch menschliche Aktivitäten gelangen pro Jahr etwa 50 Milliarden Tonnen, also

50 Gigatonnen, Treibhausgase in die Atmosphäre.²⁾ Würde der Netto-Null-Zustand erreicht, wären diese auf null Gigatonnen/Jahr reduziert. Über die 50 Gigatonnen hinaus anfallende Einheiten von Treibhausgasen müssten durch entsprechende Einheiten natürlicher Kohlendioxidbeseitigung oder durch negative Emissionstechnologie (zum Beispiel direkte CO₂-Abscheidung und -Speicherung in der Luft) ausgeglichen werden.

Eine enorme Verringerung des Treibhausgasausstoßes ist allen Netto-Null-Szenarien immanent, da der Abbau von bereits emittiertem CO₂ an Kapazitätsgrenzen stößt und bislang keine verlässliche dauerhafte Lösung bietet.³⁾ Jede Branche hat ihre eigenen spezifischen Emissionsquellen und damit auch ihre eigenen technologischen Lösungsansätze für die De-

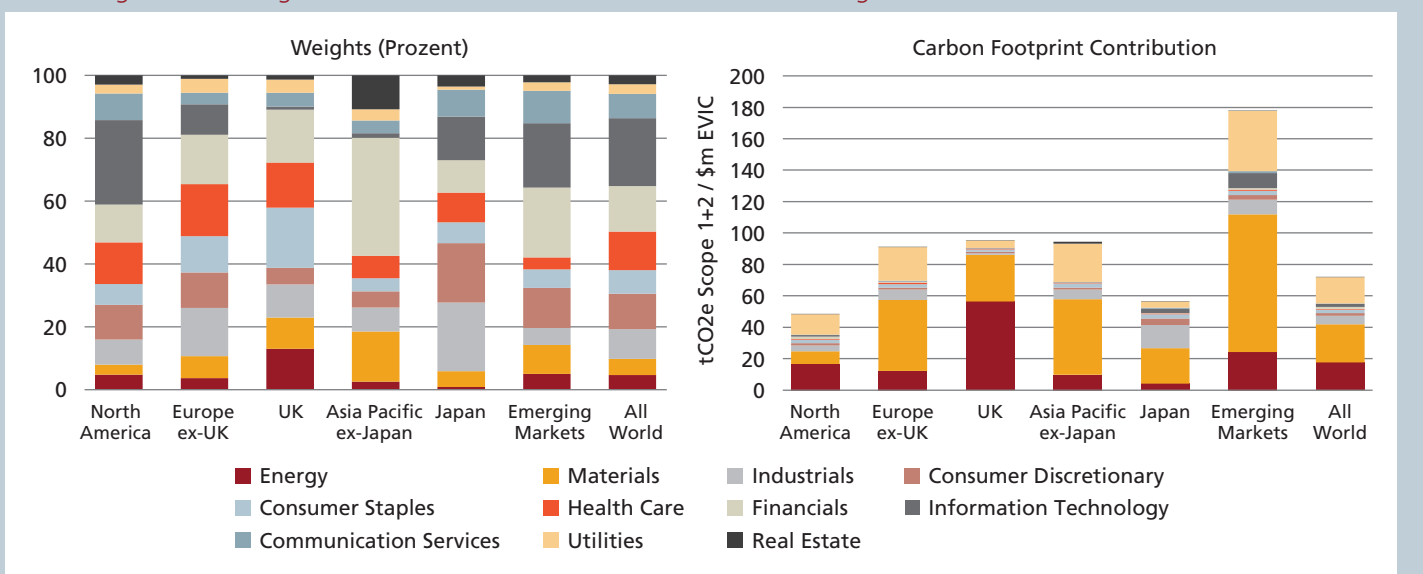
karbonisierung. Selbst innerhalb einer Branche gibt es nicht nur den einen, richtigen Weg zu Netto-Null.

Aus Sicht der Autoren genügt es nicht, ein Portfolio nach dem heutigen Wissens- und Kenntnisstand zu konstruieren und dann sich selbst zu überlassen. Notwendig ist eine fortlaufende Überprüfung, ob mit der gewählten Strategie tatsächlich die erstrebte Dekarbonisierung erreicht wird oder ob Anpassungen, auch bedingt durch neue technologische Entwicklungen, erforderlich sind.

Bei der Konstruktion und des Managements eines Netto-Null-Portfolios sollten fünf Faktoren berücksichtigt werden:

- Zielfestlegung von Netto-Null-Treibhausgasen bis 2050.

Abbildung 1: Verteilung der Emissionsintensität nach Branchen und Regionen



Quelle: LGIM, ISS, MSCI, Solactive, Stand: 29. April 2022

– Dekarbonisierungsmechanismen zur Verbesserung der Ausrichtung eines Portfolios auf den 1,5-Grad-Celsius-Zielpfad im Laufe der Zeit.

– Zusammenarbeit mit Unternehmen und politischen Entscheidungsträgern bei Klimainitiativen.

– Ausschluss falsch ausgerichteter Unternehmen, die keine ausreichenden Fortschritte machen und nicht willens oder fähig zu Strategieänderungen sind.

– Stärkung „grüner Chancen“, indem der Anteil CO₂-armer Anlagen im Portfolio so weit wie möglich erhöht wird.⁴⁾

„Ausschluss“ als Mittel nicht unproblematisch

Das Ausschlussverfahren – oder negatives Screening – ist historisch betrachtet die am weitesten verbreitete Vorgehenswei-

se, um bestimmte Aktien aus einem Index zu verbannen. Geächtete Güter sind typischerweise Tabak, Alkohol, Glücksspiel, fossile Brennstoffe und kontroverse Waffen. Das Ausschlussverfahren ist transparent, klar definiert und für Anleger geeignet, die größten Wert auf die Meidung bestimmter Branchen legen.

stark verändert. Je mehr Werte ausgeschlossen werden, desto mehr weicht der neue Index von seiner zugrunde liegenden Benchmark und dem marktüblichen Risiko-Ertrag-Profil ab. Letzteres entspricht in der Regel nicht dem Wunsch der Investoren. Außerdem werden dadurch nicht unbedingt die Anforderungen an eine Dekarbonisierung in der Realität erfüllt und dem Investor wird die Möglichkeit genommen, auf die Unternehmen im Sinne einer Verhaltensänderung Einfluss auszuüben.⁵⁾

Der Dekarbonisierungspfad

Bei Indexstrategien ist es üblich, zur Reduzierung der CO₂-Emissionen die CO₂-Intensität des Portfolios um einen festen Prozentsatz im Vergleich zur jeweiligen Benchmark zu reduzieren und dann die Dekarbonisierung um weitere Prozentpunkte pro Jahr fortzusetzen. Das Portfolio könnte beispielsweise bis 2030 nur

„Aggressive Ausschlüsse führen dazu, dass sich das Profil des Portfolios stark verändert.“

noch 50 Prozent der CO₂-Emissionen des Vergleichsindex verursachen. Im Anschluss daran wären die CO₂-Emissionen bis 2050 um jeweils 7 Prozent zu senken. Je geringer die Dekarbonisierungsrate am Anfang ausfällt, desto höher müssen die jährlichen CO₂-Reduzierungen bis 2050 sein.

Es gibt keine verbindlichen Vorgaben des Weltklimarates (Intergovernmental Panel on Climate Change, kurz IPCC) zur Erreichung des Netto-Null-Ziels. Daher können die anfänglichen Dekarbonisierungsniveaus in den verschiedenen Indizes variieren. Das Konzept einer jährlichen Reduzierung der Emissionsintensität um 7 Prozent basiert auf der Benchmark der Technischen Expertengruppe der EU, die mit dem 1,5-Grad-Celsius-Ziel des IPCC übereinstimmt.⁶⁾ Deren Dekarbonisierungsrate ähnelt der in dem Emissions Gap Report der Vereinten Nationen,⁷⁾ in dem empfohlen wird, dass die Länder

ihre Treibhausgasemissionen um 7,6 Prozent pro Jahr einschränken. Damit sich ein Index für die Ziele des Pariser Abkommens qualifizieren kann, muss ein Indexportfolio also diesen skizzierten Dekarbonisierungsraten (direkte anfängliche und jährliche Reduktionen) entsprechen.

Aggressive Ausschlüsse führen allerdings dazu, dass sich das Profil des Portfolios

in der Praxis ist die zukünftige Emissionsintensität der zugrunde liegenden Benchmark unbekannt. Mangels Kenntnis des Vergleichswerts kann eigentlich auch nicht bestimmt werden, welche



Volker Kurr

Head of Europe, Institutional, Legal & General Investment Management (LGIM), Frankfurt am Main

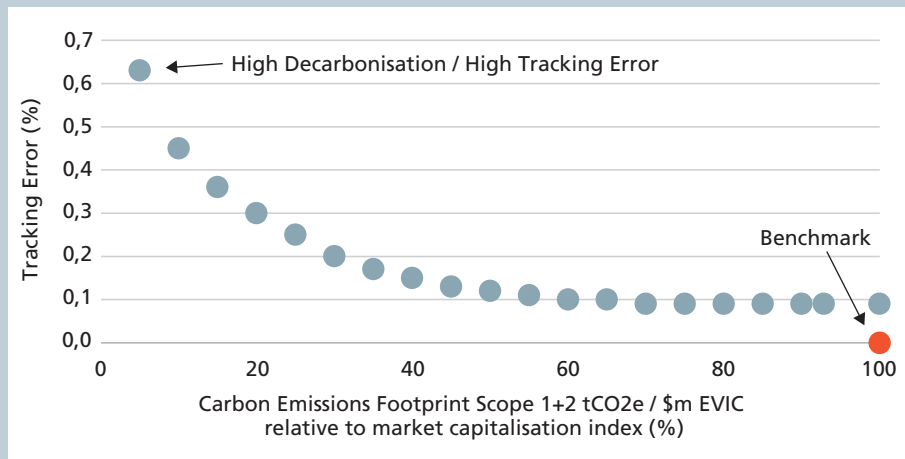


Fadi Zaher

Head of Index Solutions, Legal & General Investment Management (LGIM), London

Viele Investoren streben eine Verringerung der CO₂-Belastung in ihren Indexstrategien an und überlegen, ob und wie sie ihre Portfolios auf einen Netto-Null-Zielpfad ausrichten können. Dabei genügt es aus Sicht der Autoren nicht, ein Portfolio nach dem heutigen Wissens- und Kenntnisstand zu erstellen und dann sich selbst zu überlassen. Vielmehr sei eine fortlaufende Überprüfung notwendig, ob die angestrebte Dekarbonisierung erreicht wird oder ob Anpassungen, beispielsweise aufgrund technologischer Entwicklungen, nötig sind. Kurr und Zaher identifizieren fünf Faktoren, die bei der Konstruktion eines Netto-Null-Portfolios berücksichtigt werden müssen. Dazu zählen unter anderem die Zusammenarbeit mit Unternehmen und politischen Entscheidungsträgern und der Ausschluss falsch ausgerichteter Unternehmen. Der Ausschluss von Unternehmen ist auch historisch betrachtet die am weitesten verbreitete Methode. (Red.)

Abbildung 2: Verhältnis Dekarbonisierung und Tracking Error



Anmerkungen: Wertpapierbeschränkungen +/-3%, Branche +/-3% und regional neutral. Minimale Ausschlüsse: Kraftwerkskohle, UNGC-Verletzer, die 1,2 % des Gesamtgewichts eines globalen Marktuniversums (Industrie- und Schwellenländer) ausmachen. Die Berechnungen basieren auf: Qontigo. Portfoliobestände und Risikomodell zum 29/04/2022. Der globale Aktienindex mit breiter Marktkapitalisierung basiert auf dem MSCI ACWI, Solactive.
Quelle: LGIM, MSCI, ISS, Refinitiv. Carbon Footprint gemessen als tCO₂e Scope 1 + Scope 2 / \$m EVIC.

Dekarbonisierung im Index jährlich erforderlich wäre. Die Unsicherheit bezüglich der Benchmark lässt sich jedoch beseitigen, indem man für den Index ein Basisjahr setzt. Die geplante anfängliche Reduktion der Emissionen muss dann im Zeitraum zwischen dem Basisjahr und 2030 erfolgen. Anschließend erfolgt bis 2050 die Phase der jährlichen Dekarbonisierung, wobei die Bezugsgröße der eigene Vorjahreswert des Index ist. Ein Index mit einem Basisjahr ab Dezember 2019 müsste beispielsweise bis 2030 um mindestens 50 Prozent dekarbonisiert werden und dann den CO₂-Ausstoß jährlich um 7 Prozent im Vergleich zu seinem Vorjahreswert mindern.

Diese europäischen Normen definieren einen Dekarbonisierungsprozess, der auf die 1,5-Grad-Celsius- und 2050-Netto-Null-Ziele ausgerichtet ist. Die PAB beinhalten Ausnahmen, die von den maximalen Einnahmen abhängen, die ein Unternehmen aus verschiedenen Aktivitäten mit fossilen Brennstoffen erzielen kann.

Der Schwellenwert für die Einnahmen in den PAB-Leitlinien der Europäischen Union wird damit begründet, dass der Anteil

„Bestimmte Branchen und Regionen erzeugen überdurchschnittliche Emissionsmengen.“

Standards der EU

Die Europäische Union hat Standards für Benchmark-Indizes festgelegt, die mit dem Pariser Abkommen verknüpft werden sollen und oft als EU Climate Transition Benchmarks (CTB) und EU Paris-aligned Benchmarks (PAB) bezeichnet werden.⁹⁾ Der Zweck dieser Benchmark-Regeln ist es, den Anlegern mehr Klarheit zu verschaffen und das „Greenwashing“ zu bekämpfen, da die Zahl der Produkte, die für Anleger rund um das Thema Nachhaltigkeit entwickelt werden, ständig steigt.

der fossilen Brennstoffe an der Energieversorgung im 1,5-Grad-Celsius-Szenario des IPCC sinken muss. Unter den fossilen Brennstoffen werden verschiedene Energiequellen je nach ihrem Beitrag zur globalen Erwärmung und ihrer Fähigkeit, in einer Übergangsphase genutzt zu werden, klassifiziert. So soll der Verbrauch von Kohle, Öl und Gas zwischen 2020 und 2050 dramatisch sinken.⁹⁾

In einem typischen (nach Marktkapitalisierung gewichteten) Index für Industrieländer können die Ausschlüsse von PAB etwa 15 bis 20 Prozent der gesamten In-

dexgewichte ausmachen, wobei ein Großteil der Ausschlüsse aus dem Bereich der fossilen Brennstoffe stammt.

Dekarbonisierung durch Verlagerung der Gewichtung

An globalen Indizes, die nach Marktkapitalisierung ausgerichtet sind, kann man erkennen, dass der Beitrag einer Aktie zum Gesamt-CO₂-Ausstoß eines Portfolios von der CO₂-Intensität der Aktie und deren Gewichtung im Index abhängt. Ein Wertpapier mit geringer Intensität und hoher Gewichtung kann sich genauso stark auswirken wie eines mit hoher Intensität, aber geringerer Gewichtung.

Dabei ist zu beachten, dass ein nach Marktkapitalisierung gewichteter Index tatsächlich nicht das globale oder sogar regionale Emissionsvolumen widerspiegelt. Der Agrarsektor und der Wohnimmobiliensektor sind deutlich unterrepräsentiert, Technologie- und Finanzwerte dagegen überrepräsentiert. Technologien mit negativen CO₂-Emissionen sind in den meisten Indizes bisher noch gar nicht vertreten.

Bestimmte Branchen und Regionen erzeugen überdurchschnittliche Emissionsmengen. So ist die CO₂-Intensität in den

Schwellenländern beispielsweise höher als in anderen Regionen und ein großer Teil des Klimarisikos konzentriert sich auf Unternehmen in Branchen wie Industrie, Bergbau, und Energieversorgungsunternehmen (siehe Abbildung 1).

Zur Dekarbonisierung eines Index schon zu seiner Auflegung ist es nötig, die CO₂-Intensitätsdaten der Unternehmen im Basisjahr zu bestimmen. Die CO₂-Intensität ist aber volatil, wirtschaftliche Bedingungen oder zufällige Schwankungen können den Vergleich zwischen Unternehmen verzerren. Trotzdem ist es sinn-



voll, selbst Schätzungen heranzuziehen, um die Gewichtung CO₂-intensiver Aktien im Index zu reduzieren.

Bei dieser Vorgehensweise wissen die Anleger, dass die späteren prozentualen Treibhausgas-Einsparungen pro Jahr nicht einfach durch die Streichung CO₂-intensiver Werte, sondern durch tatsächliche Minderungen bei den in den Index aufgenommenen Unternehmen erreicht werden. Der Dekarbonisierungspfad kann zwar auch synthetisch dargestellt werden, indem jedes Jahr kleine Mengen der CO₂-intensivsten Werte verkauft werden. Im Sinne des Klimaschutzes und der Transparenz gegenüber den Investoren ist der Methode, die kritischen Unternehmen gleich zu Anfang auszuschließen und danach eine reale Dekarbonisierung anzustreben, jedoch den Vorzug zu geben.

Dekarbonisierung und Tracking Error

Ein weiterer Ansatz arbeitet mit einem dynamischen Ziel, bei dem die Dekarbonisierung des gesamten Portfolios von den Prognosen der CO₂-Intensität der einzelnen Indexbestandteile oder der Temperaturanpassung auf Portfolioebene abhängt. Das „Temperature Alignment“ ist eine Kennzahl, mit der die Klimaleistung im Vergleich zu einem Referenzwert für jeden Wirtschaftssektor bestimmt werden kann.

Ziel beider Ansätze ist die Verlagerung des Engagements von CO₂-intensiven zu CO₂-armen Aktien unter Berücksichtigung verschiedener Anlagebeschränkungen, wie Tracking Error und Wertpapier- oder Branchenabweichungen von der zugrunde liegenden Benchmark. Infolgedessen kann ein dekarbonisierter Index von der Benchmark in Bezug auf die Titel oder deren Gewichtung abweichen.

Die Absicht der meisten Investoren ist es, die CO₂-Intensität zu reduzieren, ohne das Risiko-Ertrag-Profil zu verändern und die gewünschten finanziellen Ergebnisse zu gefährden. Die Maßnahmen zur Dekarbonisierung des Portfolios können jedoch zu einer Über- oder Untergewichtung

von Wertpapieren, Branchen oder Regionen im klimafreundlichen Index führen. Um das zu vermeiden, müssen Auflagen bei der Bildung des Index das erforderliche Engagement in die betroffenen Titel sichern. Auf diese Weise kann der gewünschte Tracking Error gegenüber der zugrunde liegenden Benchmark erhalten bleiben.

Noch ein Gedanke zum Ausschlussprinzip: Das Exposure zu Branchen, die Teil des Übergangs zu einer klimafreundlichen Wirtschaft sein könnten, sollte aus Sicht der Autoren mit einem gewissen Anteil erhalten bleiben.¹⁰⁾ Sektoren wie Forstwirtschaft, Landwirtschaft, Verkehr und sogar Energie können somit nicht gänzlich ausgeschlossen werden. Einige Indexstrategien behalten die relative Gewichtung dieser Wirtschaftsbereiche im Vergleich zu ihrer zugrunde liegenden Benchmark bei. In der Regel wird dies in der Anlagestrategie als Deckelung des Aktienengagements angewandt, um den Sektor beeinflussen zu können.

Es ist möglich, einen globalen Index mit einem geringen Tracking Error zu dekarbonisieren (siehe Abbildung 2). Insbesondere kann eine Reduzierung der CO₂-Intensität um 50 Prozent mit einem Tracking Error von etwa 15 Basispunkten erreicht werden. Allerdings steigt der Tracking Error tendenziell stark an, wenn die Dekarbonisierung 50 Prozent übersteigt. Je nach Region und Konzentration der Indizes können diese Werte variieren.

Langfristige Reallokation von Kapital

Neben dem Umwelt- beziehungsweise Klimaziel möchten manchen Anleger auch soziale oder Governance-Elemente in ihr Portfolio aufnehmen. Die zusätzliche Integration von ESG-Faktoren in das genannte Indexbeispiel könnte jedoch den Tracking Error erhöhen. Dessen Anstieg hängt vom Ausmaß der Auswirkungen auf die ESG-Gesamtwertung oder auf spezifische Kennzahlen ab.

Der Prozess der Dekarbonisierung von Indexportfolios könnte eine Kombination

aus minimalen Ausschlussanforderungen und einer Umverteilung der Kapitalallokation zwischen Vorreitern und Nachzüglern beinhalten. Denn immer mehr Investoren wollen ihre Portfolios auf einen Netto-Null-Pfad ausrichten und die potenziellen finanziellen und klimatischen Risiken in verschiedenen Regionen erkennen.

Zudem werden Klimathemen wie Biodiversität sowie soziale und Governance-Faktoren zur Ergänzung einer Netto-Null-Index-Strategie zunehmend Beachtung finden. Umso wichtiger wird es für Investoren, sich mit den unterschiedlichen Methoden zur Reduzierung beziehungsweise Anpassung der CO₂-Emissionen in Indizes zu beschäftigen.

Fußnoten

- 1) Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC): Special Report on Global Warming of 1.5°C (2018)
- 2) Our World in Data: <https://ourworldindata.org/>
- 3) Task Force on Scaling Voluntary Carbon Markets: <https://www.iif.com/tsvcm>
- 4) Die Berücksichtigung grüner Anlagen oder Erträge (je nach Datenabdeckung) kann in eine Klimaindexlösung als Teil des Übergangs zu einer CO₂-armen Wirtschaft integriert werden. Aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit ist die Anwendung des Kriteriums grüner Erträge in einigen Regionen und Indizes nur begrenzt möglich.
- 5) In vielen Ländern sind Versorgungsunternehmen als regulierte Monopole tätig – ein extremes Beispiel für Unternehmen, die während der gesamten Übergangsphase unabhängig von der Höhe der Eigenkapitalkosten unverändert weiter operieren. Ein Engagement-Ansatz könnte hier eine größere reale Wirkung haben.
- 6) Das 1,5°C-Szenario des IPCC wird beispielsweise als „keine oder begrenzte Überschreitung“ der CO₂-Emissionen modelliert. AR6 Climate Change 2021: The Physical Science Basis – IPCC. Allerdings spiegeln die Indexstrategien börsennotierter Unternehmen die Gesamtemissionen der Welt nicht vollständig wider, da ein großer Teil der globalen Emissionen häufig von Regierungen, Einzelpersonen und Privatunternehmen verursacht wird.
- 7) Rogelj, J.; den Elzen, M., Huppmann, D. & Luderer, G. (2019) ‚The emissions gap‘. In: Emissions Gap Report 2019 [Kapitel 3]. Nairobi: United Nations Environmental Program.
- 8) Diese sind auch als EU Low Carbon Benchmarks Regulation (EU BMR) bekannt.
- 9) Intergovernmental Panel on Climate Change: Climate Change 2022 Impacts, Adaption and Vulnerability
- 10) In den EU-Leitlinien für Benchmarks für den Übergang zu CO₂-armen Technologien werden neun klimarelevante Sektoren beschrieben, die typischerweise in den am Pariser Abkommen orientierten Benchmarks verwendet werden. Diese Sektoren werden anhand der NACE-Sektoren kategorisiert: (1) Landwirtschaft, Forstwirtschaft und Fischerei; (2) Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden; (3) Verarbeitendes Gewerbe; (4) Energieversorgung; (5) Wasserversorgung, Abwasser- und Abfallentsorgung und Beseitigung von Umweltverschmutzungen; (6) Baugewerbe; (7) Groß- und Einzelhandel, Reparatur von Kraftfahrzeugen und Motorrädern; (8) Verkehr und Lagerwesen; und (9) Immobilienwesen.