

Schwarzer Peter im Portfolio – Carbon Bubble und Divestment

Ausgangspunkt, Stand und Grenzen der Strategie zum Verkauf der Wertpapiere fossiler Unternehmen und ihr Zusammenhang mit der Carbon Bubble

Der Divestment-Ansatz gewinnt derzeit bei privaten und institutionellen Investoren an Bedeutung. Immer mehr Stiftungen, Pensionsfonds, Städte und Versicherungen verpflichten sich öffentlich dazu, Aktien und Anleihen von Unternehmen zu veräußern, die ihr Geld mit dem Abbau und der Nutzung von fossilen Energieträgern verdienen. Dabei vermischen sich finanzielle mit gesellschafts- und klimapolitischen Motiven. Ausgangspunkt, Stand und Grenzen des Divestment beleuchtet das vorliegende Arbeitspapier.

Der Klimaexperte Prof. Hans Joachim Schellnhuber bezeichnet das Divestment in einer Videobotschaft des Wissenschaftlichen Beirats der Bundesregierung Globale Umweltveränderungen (WBGU) als »eine der ganz großen Bewegungen des 21. Jahrhunderts«. Dahinter steht nach seiner Aussage die Idee, der »Spur des Geldes« zu folgen und als Anleger darauf zu achten, welche Aktivitäten mit den eigenen Kapitalanlagen unterstützt werden. Nun ist der Ansatz, bei der Anlageentscheidung auch darauf zu schauen, wen man mit seinem Kapital unterstützt und womit man in der Folge seine Erträge erzielt, nicht neu, ist dies doch der Markenkern des nachhaltigen Investments, das in den vergangenen 20 Jahren stark an Bedeutung gewonnen hat. Der Klimawandel und seine Auswirkungen auf das Portfolio sorgen derzeit aber für einen neuen Zugang zu und steigende Aufmerksamkeit für diesen Anlageansatz.

Folgt auf den politischen Atom- nun der finanzielle Kohleausstieg?

Divestment ist das Gegenteil von Investment, d. h. der Abzug von Kapital aus Unternehmen, die ihr Geld mit der Ausbeutung oder Nutzung fossiler Energien verdienen. Gelegentlich wird dieser Ansatz auch auf im Atombereich tätige Unternehmen erweitert. Was als Initiative einiger Universitäten und Stiftungen begann, hat heute deutlich an Momentum gewonnen – und dies sowohl im Hinblick auf die Breite der Bewegung als auch auf die Gewinnung exponierter Unterstützer. Zu den gern zitierten Flaggschiffen der Divestment-Bewegung zählen u. a. die Rockefeller Brothers Stiftung aus den USA und der Norwegische Pensionsfonds, aber auch Prominente wie der frisch gekürte Oscar-Preisträger Leonardo DiCaprio. Auch die weltweite Nummer 1 unter den Versicherungskonzernen, die französische AXA, hat im Mai 2015 angekündigt, sich von ihren Beteiligungen an Kohle-Unternehmen zu trennen.

Diesem Beispiel folgte Ende November 2015 die Allianz Versicherung. Sie hat angekündigt, nicht mehr in Unternehmen zu investieren, die mehr als 30 % ihres Umsatzes durch den Abbau von Kohle oder mehr als 30 % ihrer Energieer-



Editorial

Liebe Leserinnen und Leser,

wenn wir als Kinder Schwarzer Peter gespielt haben, hat sich derjenige geärgert, der mit rußgeschwärtzter Nase dasaß, weil er am Ende des Spiels die Karte nicht mehr losgeworden ist. Vergleichbares droht Investoren, die auf Kohle- und Ölkarten sitzen bleiben, wenn das derzeit an Fahrt gewinnende Divestment-Karussell in der Zukunft zum Stillstand kommt. Allerdings drohen anstelle einer schwarzen Nase empfindliche finanzielle Einbußen bis hin zum Totalausfall. Es lohnt sich daher, sich schon heute intensiv mit dem Divestment und der damit eng verbundenen Carbon Bubble auseinanderzusetzen.

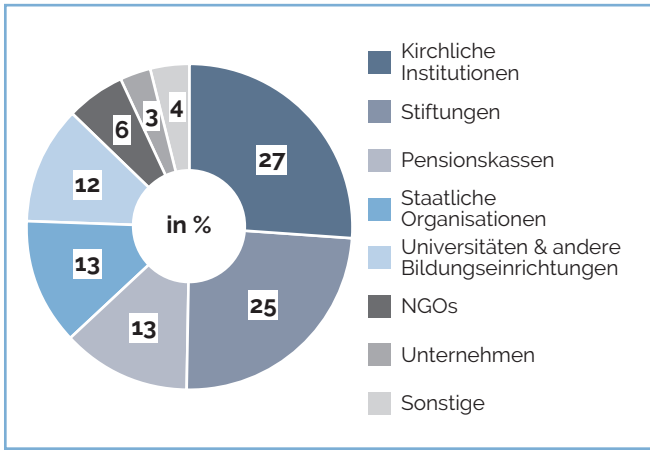
Die Gründe, warum eine steigende Zahl von Investoren die Wertpapiere von fossilen Unternehmen verkauft, sind vielfältig. Neben ethischen und gesellschaftspolitischen Überlegungen spielen auch und gerade finanzielle Gründe eine wichtige Rolle. Unternehmen, die infolge der Post-Paris-Klimapolitik bis zu 60 % ihres Marktwertes verlieren könnten, stellen für jeden Investor ein großes Risiko dar. Dass das Divestment derzeit noch funktioniert, sich also noch Käufer für die Wertpapiere fossiler Unternehmen finden, zeigt, dass noch nicht alle Investoren die Risiken erkannt haben.

Divestoren müssen mit verschiedenen Herausforderungen umgehen, u. a. den Auswirkungen auf die Diversifikation von Portfolios sowie auf Rendite und Risiko ihrer Kapitalanlagen. Gleichzeitig müssen einzelne institutionelle Anleger auch mögliche Reaktionen der divestierten Unternehmen im Blick haben. So wäre es interessant zu wissen, wo die Unternehmen, deren Aktien von AXA, Allianz und Co. aus dem Portfolio geworfen wurden, zukünftig ihre Industrierversicherungen abschließen. Dies ist aber eine der wenigen Fragen zum Thema Divestment, die diese Studie nicht beantworten kann.

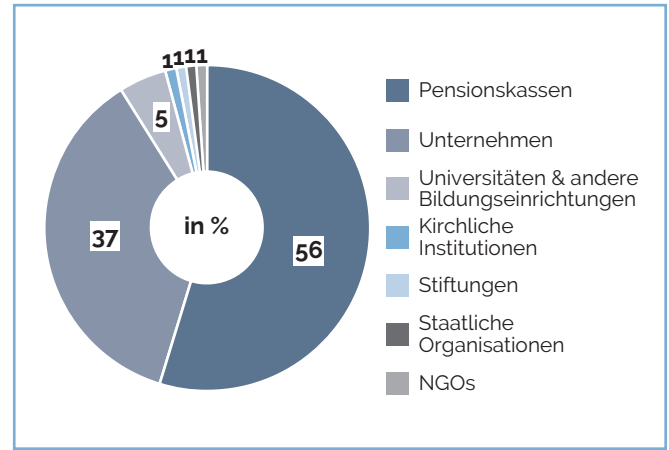
Wir wünschen Ihnen interessante Einsichten und freuen uns über Ihr Feedback!

Ihr

Rolf D. Häbeler



△ Abb. 4: Struktur der Unterstützer der Divestment-Bewegung nach Art der Institution; Quelle: <http://gofossilfree.org/commitments/>



△ Abb. 5: Struktur der Unterstützer der Divestment-Bewegung nach verwaltetem Vermögen; Quelle: <http://gofossilfree.org/commitments/>

Bezogen auf die Anzahl der internationalen Divestoren stammen die meisten Unterstützer aus dem Bereich der Kirchen (27%) und Stiftungen (25%), gefolgt von Pensionskassen (13%) und staatlichen Organisationen wie Städten und Kommunen (13%). Einen universitären Hintergrund haben 12% der Unterstützer (vgl. Abb. 4). Bezogen auf das verwaltete Vermögen haben die Pensionskassen die größte Bedeutung, sie verwalteten 56% des Vermögens aller dokumentierten Divestoren. Hier dürfte der Norwegische Pensionsfonds eine gewichtige Rolle spielen. Auf Rang 2 folgen die Unternehmen mit einem Anteil von 37%, wobei hier die Versicherungen von besonderer Bedeutung sind (vgl. Abb. 5).

Kanon von Motiven

Hinter der Entscheidung, die Wertpapiere fossiler Unternehmen zu verkaufen, stehen ganz unterschiedliche Motive. Einigen Investoren geht es darum, ihre Investments in Einklang mit ihren Werten und Zielen bzw. denen ihrer Organisation zu bringen. Sie wollen nicht durch Zinsen oder Dividenden von der Förderung und Nutzung fossiler Energien profitieren. Dieses Motiv ist aus dem nachhaltigen Investment insbesondere im Zusammenhang mit der Nutzung von Ausschlusskriterien bekannt. Ein anderes Motiv ist, durch das Divestment ein Signal an Politik, Gesellschaft und Wirtschaft zu senden, sich stärker für den Klimaschutz einzusetzen. Im Vorfeld der Pariser Weltklimakonferenz konnte man in diesem Zusammenhang eine deutliche Intensivierung der Öffentlichkeitsarbeit der Divestment-Bewegung registrieren. Inwieweit sie zum Erfolg der Konferenz beigetragen hat, ist aber kaum abzuschätzen. Schließlich kann es Divestoren darum gehen, die Möglichkeiten der Eigen- und Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt für fossile Unternehmen zu beschränken, indem sie den Markt für Aktien und vor allem Anleihen austrocknen, um so Einfluss auf die Geschäftsmodelle zu nehmen und/oder Kapital für Investitionen in zukunftssträchtige Anlagen, insbesondere erneuerbare Energien, freizumachen.

Carbon Bubble als zentrales Argument für den Ausstieg

Haben die Investoren nun also ihr grünes Gewissen entdeckt? Ohne die Motive jedes einzelnen Investors zu kennen, kann man gerade bei institutionellen Investoren davon ausgehen, dass auch (oder sogar vorrangig) finanzielle Überlegungen, konkret der Schutz der eigenen Kapitalanlagen, bei der Trennung von fossilen Wertpapieren eine

entscheidende Rolle spielt. Hier gibt es enge Berührungspunkte mit der Diskussion um die sogenannte Carbon Bubble.

Unter dieser Überschrift wird eine vermeintliche Überbewertung der Vorräte an fossilen Energieträgern in den Bilanzen der Kohle-, Öl- und Gasunternehmen diskutiert. Ausgangspunkt dieses Ansatzes ist die Tatsache, dass nur noch eine begrenzte Menge von CO₂ freigesetzt werden darf, wenn das zuletzt auf der Weltklimakonferenz in Paris bestätigte Ziel einer Begrenzung des weltweiten Temperaturanstiegs auf max. 2 °C erreicht werden soll. Die Organisation Carbon Tracker gibt diese Menge mit rund 565 Gt CO₂ an. Die bestätigten Reserven, die sich in der Hand von privaten und staatlichen Unternehmen sowie Staaten befinden, umfassen derzeit umgerechnet etwa 2.795 Gt CO₂. Insgesamt sind damit, so der Carbon-Bubble-Ansatz, bis zu 80% der weltweit verfügbaren Reserven an fossilen Rohstoffen wertlos, da sie nicht verbrannt werden dürfen. Die Internationale Energie-Agentur (IEA) hat in ihrem World Energy Outlook 2012 festgestellt, dass bis zum Jahr 2050 weniger als ein Drittel der bekannten Reserven an fossilen Rohstoffen verbraucht werden dürfen, wenn das 2 °C-Limit eingehalten werden soll und die Kohlenstoffabscheidung (CCS – Carbon Capture and Storage) in den kommenden Jahren nicht flächendeckend eingeführt wird.

Dies führt insgesamt zu einer Überbewertung der Bonität der Unternehmen sowie der Kohle, Öl und Gas fördernden Staaten, die zu einem Risiko für die Investoren werden kann, die Aktien, Unternehmens- oder Staatsanleihen halten. HSBC kommt in einer 2015 veröffentlichten Studie zu dem Ergebnis, dass 17% der fossilen Reserven der norwegischen Statoil »unburnable«, also nicht zu verwenden sind, 6% der Reserven von BP, 5% bei Total und 2% bei Shell. Gleichzeitig werden nach Einschätzung von HSBC eine verschärfte Klimagesetzgebung und ein verändertes Nachfrageverhalten den Geschäftserfolg der genannten Unternehmen massiv beeinträchtigen. Diese könnten nach Berechnungen von HSBC in der Folge zwischen 40% und 60% ihres Marktwertes verlieren. Sofern das im Paris Agreement ebenfalls genannte Ziel einer Begrenzung des weltweiten Temperaturanstiegs auf max. 1,5 °C die politische Agenda in den kommenden Jahrzehnten bestimmt, könnten die Kohlenstoffblase und damit das finanzielle Risiko für die Anleger noch größer ausfallen.

Strategien zum Umgang mit der Kohlenstoffblase

Wie dargestellt reagiert ein Teil der Investoren auf diese klimabezogenen Risiken mit einem Komplettausstieg aus fossilen Unternehmen. Andere Anleger setzen auf ein Teil-Divestment und veräußern Wertpapiere der Unternehmen, die von der Kohlenstoffblase und den Folgen der internationalen Klimapolitik besonders negativ betroffen sind. Die entsprechende Risikoanalyse umfasst dabei fundamental-analytische Aspekte wie die Kohlenstoffintensität einzelner Branchen und Unternehmen, also die CO₂-Emissionen je Euro Umsatz oder Ertrag, oder den Carbon Footprint der Wertschöpfungskette unter Einbezug der Zulieferer.

Auch auf Portfolioebene macht man sich zunehmend Gedanken um den Kohle-Fußabdruck, wobei Risikoüberlegungen ebenso eine Rolle spielen wie Marketinggesichtspunkte. So haben sich im Rahmen des von den Principles for Responsible Investment (PRI) initiierten Montreal Pledge bereits mehr als 120 institutionelle Investoren mit einem verwalteten Vermögen von mehr als zehn Bill. US-Dollar dazu verpflichtet, den CO₂-Fußabdruck ihrer Kapitalanlagen zu messen und zu veröffentlichen. Ziel der darauf aufbauenden »Portfolio Decarbonization Coalition« ist es, ausgehend von dieser Bestandsaufnahme an der Reduzierung des Carbon Footprints zu arbeiten. Zu den Unterzeichnern des Montreal Pledge gehören aus dem deutschsprachigen Raum u. a. die Erste Asset Management, die Steyler Bank und die Union Asset Management Holding. Verschiedene Dienstleister, darunter South Pole, Trucost und yourSRI, bieten Tools zur Messung und zum Benchmarking des Fußabdrucks an. Die von diesen Instituten vergebenen Zertifikate und Label werden wiederum von einzelnen Fondsanbietern für das Marketing der Produkte verwendet.

Herausforderungen für die Portfoliogestaltung

Institutionelle Investoren und Asset Manager stehen neben der Fundamentalanalyse der Auswirkungen des Klimawandels und der Klimapolitik auf Branchen, Unternehmen und Wertschöpfungsketten bei der Reduzierung der Klimarisiken ihres Portfolios vor weiteren Herausforderungen (vgl. Abb. 6). Unter portfoliotheoretischen Gesichtspunkten sind hierbei insbesondere die Auswirkungen auf die Diversifikation von Portfolios sowie die Nutzung von Derivaten und Absicherungsinstrumenten zu berücksichtigen. Der Ausschluss ganzer Branchen vom Investment führt zu einer Verkleinerung des Anlageuniversums und damit der Möglichkeiten zur Streuung der Kapitalanlagen (vgl. hierzu nächster Abschnitt). Gleichzeitig ist zu berücksichtigen, dass fossile Unternehmen in wichtigen Indizes, die als Benchmark oder als Basis für indexbasierte Produkte dienen, einen bedeutenden Anteil haben. So finden sich

beispielsweise im Dax mit E.on und RWE (noch) zwei fossile Unternehmen, im Euro Stoxx 50 mit E.on, Enel, Engie, ENI und Total ebenfalls eine ganze Reihe von Kohlenstoff-Schwergewichten. Für Divestoren sind damit zahlreiche indexbasierte Produkte (eigentlich) nicht kaufbar.

Schadet Divestment der Rendite?

Angesichts der nachvollziehbaren Carbon-Bubble-Argumente könnte man die Sinnhaftigkeit dieser Renditefrage beinahe in Frage stellen. Allerdings gibt es Stimmen, die auf die Kosten und Risiken des Divestments verweisen. Angeführt werden hier zum einen die Kosten, die durch eine Umschichtung des Portfolios entstehen, zum anderen die potenziellen Risiken, die sich aus einer Verkleinerung des Anlageuniversums und damit einer Einschränkung der Möglichkeiten zur Diversifikation ergeben können. Letzteres Argument wird seit Längerem angeführt, wenn es um Rendite und Risiko nachhaltiger Kapitalanlagen geht. Hier haben zahlreiche statistische Analysen nachgewiesen, dass sich eine Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien bei der Kapitalanlage nicht nur nicht negativ auf deren Rendite und Risiko auswirkt, sondern im Gegenteil sogar die Möglichkeit auf ein »positives Alpha« gegenüber konventionellen Anlagen eröffnet. Allerdings haben sich die Studien bisher nicht oder nur am Rande mit der Wirkung der Nutzung von Ausschlusskriterien auf Anlageerfolg und -risiken beschäftigt. Da auch das Divestment im Kern die Anwendung eines Ausschlusskriteriums – in diesem Fall fossile Energien – umfasst, fehlt noch eine breite empirische Analyse der Risiken dieses Ansatzes.

Verschiedene Analysen geben erste Anhaltspunkte für die Beantwortung der Renditefrage, bisher allerdings eher anekdotisch als systematisch. So hat sich HSBC in einer im März 2015 veröffentlichten Studie mit den finanziellen Folgen des Divestments beschäftigt. Analysiert wurden die Auswirkungen eines Divestments bei asiatischen Kohleaktien über einen Zeitraum von fünf Jahren. Die Analyse ergab insgesamt eine bessere Performance für das diversifizierte Portfolio, zeigte allerdings auch einige Risiken, insbesondere im Hinblick auf Dividendenrendite. Im September 2015 hat Trillium Asset Management (USA) eine Analyse für die kalifornischen öffentlichen Pensionskassen vorgelegt. Danach haben diese innerhalb eines Jahres aufgrund der schlechten Performance von fossilen Unternehmen rund fünf Mrd. US-Dollar verloren. Aus dem Oktober 2015 stammt die Studie »Carbon Efficiency: A Strategic Look« von S&P Dow Jones Indices. Ihr Kernergebnis: Gezielte Anlagen in kohlenstoffeffiziente Unternehmen sind kein Hemmnis für die Performance. Über einen Zeitraum von fünf Jahren erzielten Investoren, die auf Kohle, Öl und Gas verzichteten, gegenüber konventionellen Investoren eine jährliche Out-performance von rund 1,2%.

Fundamentalanalyse	Portfoliotheorie	Operative Aspekte
<ul style="list-style-type: none"> ⊙ Auswirkungen des Klimawandels und der Klimaschutzpolitik auf die Nutzbarkeit und Bewertung von fossilen Energien (»Carbon Bubble«) 	<ul style="list-style-type: none"> ⊙ Auswirkungen des Ausschlusses von Branchen auf die Möglichkeiten zur Diversifikation und in der Folge auf Risiko und Rendite eines Portfolios ⊙ Auswirkungen auf die Verfügbarkeit von Derivaten und Absicherungsinstrumenten, z. B. auf Indizes, in denen fossile Unternehmen gelistet sind 	<ul style="list-style-type: none"> ⊙ Kosten der Umschichtung des Portfolios, z. B. in Form von Gebühren beim Verkauf und Kauf von Wertpapieren und Fonds

△ Abb. 6: Entscheidungsdimensionen einer kohlenstofforientierten Investmentstrategie; Quelle: NKI (2016)

Im November 2015 hat das kanadische Researchhaus Corporate Knights eine Analyse der Kapitalanlage von 14 großen Stiftungen veröffentlicht. Darin haben die Analysten errechnet, das 13 von 14 Stiftungen in den vergangenen drei Jahren finanziell erfolgreicher gewesen wären, wenn sie divestiert hätten. Allein die Bill and Melinda Gates Foundation hat nach Berechnungen der Kanadier aufgrund der unterdurchschnittlichen Entwicklung der fossilen Unternehmen im analysierten Zeitraum rund 1,9 Mrd. US-Dollar verloren. Insgesamt hätten die analysierten Stiftungen bei einem Gesamtvermögen von rund einer Bill. US-Dollar bei einer konsequenten Divestment-Strategie rund 22 Mrd. US-Dollar »retten« können.

Grenzen des Divestment-Ansatzes und Alternativen

Der Divestment-Ansatz stößt (bisher) vor allem dort an seine Grenzen, wo er darauf setzt, das Umfeld der fossilen Unternehmen bzw. deren Geschäftsmodell zu beeinflussen. So sind durch das Divestment unmittelbar nur Unternehmen betroffen, die am Kapitalmarkt aktiv sind. Der Verkauf von Aktien und Anleihen dieser Unternehmen kann sich auf deren Kurse auswirken, Unternehmensanleihen sind unter Umständen schwerer oder nur mit einem Renditeaufschlag am Markt zu platzieren. Das Ziel eines Austrocknens der Finanzierungsmöglichkeiten fossiler Unternehmen wird aber nur erreicht werden, wenn zum einen die Zahl der Divestoren und das von ihnen bewegte Kapital noch deutlich ansteigen und zum anderen alternative Finanzierungsmöglichkeiten, etwa die Aufnahme von Krediten, ebenfalls einbezogen werden.

Gleichzeitig zeigen Studien, dass das Unternehmensverhalten durch die Nutzung von Ausschlusskriterien kaum beeinflusst wird. So ergab beispielsweise eine Umfrage des NKI aus dem Sommer 2015, dass der Best-in-Class-Ansatz und die Nutzung des Engagement-Ansatzes die Strategien und Maßnahmen der Unternehmen sehr viel stärker beeinflussen als der Ausschluss von Unternehmen vom Investment. Die Divestment-Bewegung verweist in diesem Zusammenhang darauf, dass die Divestment-Kampagne durch den Abzug von Kapital aus multinationalen Unternehmen entscheidend dazu beigetragen hat, das Apartheidregime in Südafrika zu destabilisieren und schließlich zu beseitigen. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es aus Sicht der betroffenen Unternehmen meist darum ging, begrenzte Aktivitäten in Südafrika, beispielsweise einzelne Werke, einzustellen. Es wurde aber nicht das Geschäftsmodell an sich in Frage gestellt wurde, wie es bei den fossilen Unternehmen häufig der Fall ist. Investoren, die darauf setzen, das Unternehmensverhalten und deren Geschäftsmodell zu beeinflussen, sollten daher ggf. ihre Aktien und Anleihen behalten und den Dialog mit den Unternehmen suchen.

Fazit: Wer bekommt den Schwarzen Peter?

Neben ethischen und gesellschaftspolitischen Aspekten spielen gerade nach den Entscheidungen der Weltklimakonferenz in Paris ökonomische Gesichtspunkte bei einem Ausstieg aus fossilen Unternehmen eine zunehmend wichtigere Rolle. Dabei können drei Entscheidungsdimensionen unterschieden werden: eine fundamentalanalytische, eine portfoliotheoretische und eine operative Dimension. In der Gesamtschau dieser Dimensionen muss jeder Investor selbst entscheiden, welche Konsequenzen er aus dem Klimawandel für sein Portfolio zieht und zu welchem Zeit-

punkt er aktiv wird. Klar ist: Die Beschlüsse von Paris haben ein Platzen der Kohlenstoffblase wahrscheinlicher gemacht. Die Wertpapiere fossiler Unternehmen könnten für Investoren, die darauf keine strategische Antwort finden, im Depot zu einem »Schwarzer Peter« werden.



Quellen

- Arabella Advisors (2015):
Measuring the Growth of the Divestment-Movement
- Carbon Tracker Initiative (2011):
Unburnable Carbon – Are the world's financial markets carrying a carbon bubble?
- Carbon Tracker Initiative and the Grantham Research Institute (2013): Unburnable carbon 2013: Wasted capital and stranded assets
- Corporate Knights (2015):
<http://www.corporateknights.com/reports/portfolio-decarbonizer/fossil-fuel-investments-cost-major-funds-billions-14476536/>
- Divest-Invest Philanthropy. Doing Good. Performing Better. Beat your Benchmarks. Beat Climate Change;
http://divestinvest.org/philanthropy/wp-content/uploads/sites/3/2016/01/12.22_Divest-Invest-Brief_web2.pdf
- <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/050/1805056.pdf>
- <http://gofossilfree.org/de/>
- HSBC Global Research (2012):
Coal & Carbon, Stranded assets: assessing the risk
- HSBC Global Research (2015):
Stranded assets: what next? How investors can manage increasing fossil fuel risks
- International Energy Agency (2012):
World Energy Outlook 2012
- NKI Research, Ausgabe 1 (2015):
Dialogstrategien nachhaltiger Investoren in der Praxis – Ergebnisse einer Befragung von börsennotierten Unternehmen aus dem deutschsprachigen Raum zu Erfahrungen mit Engagement und Stimmrechtsausübung durch nachhaltige Investoren
- S&P Dow Jones Indices (2015):
Carbon Efficiency: A Strategic Look
- Trillium Asset Management (2014):
Extracting Fossil Fuels from your Portfolio

IMPRESSUM

NKI – Institut für nachhaltige Kapitalanlagen GmbH,
Corneliusstraße 10, D-80469 München
Redaktion: Rolf D. Häbeler
(rolf.haessler@nk-institut.de)
<http://www.nk-institut.de/>