

CO₂-armes Investieren ohne Nebenwirkungen

Investoren setzen sich verstärkt Klimaziele bei der Vermögensanlage. Doch einfache Ausschlussverfahren für CO₂-intensive Unternehmen können zu nicht beabsichtigten Länder-, Sektor- und Stilrisiken führen. Wir zeigen, wie sich diese Risiken für Aktien reduzieren lassen, ohne auf eine deutliche CO₂-Reduktion im Portfolio zu verzichten. Unser Vorgehen eignet sich sowohl für aktiv gemanagte Long-Only-Portfolios als auch für wertgesicherte Portfolios mit Overlay-Strategien und kann damit insbesondere auch für VAG-Investoren interessant sein.

Die Ergebnisse auf einen Blick

- Befeuert von einer zunehmenden Regulierung wächst der Markt für CO₂-arme Investmentlösungen dynamisch.
- Mithilfe einer Portfoliooptimierung können CO₂-arme Portfolios konstruiert werden, die unbeabsichtigte Länder-, Sektor und Stilrisiken reduzieren.
- Optimierte CO₂-arme Portfolios eignen sich als Basis für Wertsicherungsstrategien mit Derivaten und können insbesondere für Versicherungsunternehmen attraktiv sein.

Auf der jüngsten Weltklimakonferenz in Ägypten hat sich die Weltgemeinschaft erneut zum Ziel des Pariser Klimaabkommens von 2015 bekannt, die Erderwärmung auf möglichst 1,5 Grad Celsius im Vergleich zum vorindustriellen Zeitalter zu begrenzen. Damit dies gelingt, muss die Welt bis 2050 klimaneutral sein. Das heißt, alle durch den Menschen verursachten klimaschädlichen Treibhausgas (THG)-Emissionen müssen gebunden und damit ausgeglichen werden. Dieser Zustand wird als „Net-Zero“ bezeichnet. Es ist Konsens, dass das Ziel der Netto-Null-Emissionen nur über eine signifikante Reduktion der THG-Emissionen erreicht werden kann. Um dieses Ziel zu erreichen, haben sich die Länder individuelle Einsparziele gesetzt. Die Europäische Union (EU) sieht sich als Vorreiter im Kampf gegen den Klimawandel: Das Netto-Null-Emissionsziel bis 2050 ist seit 2021 gesetzlich festgeschrieben, be-

reits bis 2030 sollen die Gesamtemissionen der EU-Mitgliedstaaten 55 Prozent unter dem Niveau von 1990 liegen („Fit for 55“). Schwellenländer wie Indien oder China beschreiten dagegen einen langsameren Pfad und streben bis 2070 bzw. 2060 Klimaneutralität an.

Über die Bepreisung von THG-Emissionen versuchen Staaten seit vielen Jahren, den Ausstoß klimaschädlicher Gase zu verringern. Dies geschieht direkt über Steuern oder indirekt über Auflagen und Grenzwerte oder die Einführung von Systemen zum Emissionsrechtehandel.¹ Inzwischen sieht die Politik den größten Hebel zur Bekämpfung der Erderwärmung in Klimataxonomien, um Umweltziele zu konkretisieren und ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten zu klassifizieren.

Die für die EU gültige Taxonomie-Verordnung formuliert insgesamt sechs Umweltziele. „Klimaschutz“ und „Anpassung an den Klimawandel“ werden dabei explizit genannt. Den Anteil der nachhaltigen Geschäftsaktivitäten im Sinne des Klassifizierungssystems zur Erreichung der Ziele müssen europäische Unternehmen zukünftig transparent machen. Das erfolgt über die Offenlegung von Nachhaltigkeitskennzahlen (sog. „Key Performance Indicators“).² Zunächst unterliegen nur diejenigen ca. 11.000 europäische kapitalmarktorientierte Unternehmen der Berichtspflicht, die unter die Non-Financial Reporting Directive (NFRD) fallen. Später soll die Taxonomie auf insgesamt ca. 50.000 Unternehmen erweitert werden.

¹ Als erstes Land führte Finnland 1990 eine CO₂-Steuer ein. Bis heute sind 35 weitere Staaten und Regionen diesem Beispiel gefolgt. Für den Handel mit Emissionszertifikaten existieren derzeit weltweit 32 Systeme, dabei ist ein Trend zur Verknüpfung einzelner Systeme zu beobachten, etwa auf US-Bundesstaatenebene (vgl. Weltbank, „Carbon Pricing Dashboard“). Innerhalb der EU sind viele Energieunternehmen und weite Teile der Industrie zur Teilnahme am Europäischen Emissionshandel (EU-ETS) verpflichtet. Nach Angaben der Deutschen Emissionshandelsstelle (DEHSt) werden über den EU-ETS etwa 40 Prozent der gesamten EU-Treibhausgasemissionen erfasst.

² Grundsätzlich gilt eine Wirtschaftsaktivität gemäß der EU-Taxonomie als ökologisch nachhaltig, wenn sie einen wesentlichen Beitrag zur Erfüllung eines der EU-Umweltziele leistet und kein anderes der Umweltziele erheblich beeinträchtigt. Im Detail werden für die Ziele umfangreiche technische Bewertungskriterien definiert, die die Basis für die Beurteilung der Wirtschaftsaktivitäten hinsichtlich ihrer ökologischen Nachhaltigkeit darstellen. Nichtfinanzunternehmen müssen die prozentualen Anteile der Taxonomie-konformen Umsätze, Investitionsausgaben (CapEx) und Betriebskosten (OpEx) melden, Finanzunternehmen etwa die Green Asset Ratio (GAR).

Vermögensverwaltern kommt Schlüsselrolle zu

Die Politik sieht die Fondsindustrie als wichtigen Transmissionsfaktor, um die Klimaziele zu erreichen. Denn neben Unternehmen verpflichtet die EU-Taxonomie auch Vermögensverwalter zur Transparenz: Investmentfonds, die in den Geltungsbereich der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) fallen, müssen ebenfalls Nachhaltigkeitskennzahlen berichten. Speziell für Investmentstrategien, die eine Dekarbonisierung, also eine Abkehr von THG-intensiven Unternehmensaktivitäten anstreben, hat die EU 2019 außerdem zwei Benchmark-Standards ins Leben gerufen: die THG-arme EU-Klima-Benchmark (EU Climate Transition Benchmark, EU CTB) und die vergleichsweise strengere EU-Paris-Aligned-Benchmark (EU PAB).

Die EU-Regulierung hat die Fondsindustrie mit einer Schlüsselrolle bedacht, gleichzeitig werden Investoren ihrerseits aktiv und organisieren sich in sogenannten „Net-Zero-Initiativen“. Darin verpflichten sie sich, bis spätestens 2050 für das gesamte verwaltete Vermögen eine Netto-Null-Emissionsausrichtung zu erreichen.³ Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass der Markt für Klimafonds dynamisch wächst. Nach Berechnungen von Morningstar gab es Ende 2021 weltweit 860 Publikumsfonds, die ein explizites Emissionsreduktionsziel von mindestens 20 Prozent gegenüber ihrem Vergleichsindex verfolgten.⁴ Ende 2021 hatte sich das Volumen dieser Fonds im Vergleich zum Vorjahr auf 408 Mrd. USD mehr als verdoppelt, 80 Prozent davon entfiel auf europäische Fonds. Die laufende EU-Regulatorik dürfte hier zuletzt wie ein Katalysator gewirkt haben.

Emissionsintensive Unternehmen sind also in einer Sandwich-Position. Regulatorisch werden sie zu mehr Transparenz verpflichtet, vonseiten der Investoren droht der Entzug von Kapital. Nicht zuletzt aufgrund des so erzeugten Drucks vollzieht sich in emissionsintensiven Industrien, insbesondere in der Energiewirtschaft, aber auch in der Schwerindustrie ein bemerkenswerter Wandel. Geschäftsmodelle werden umgestellt und viele Unternehmen setzen sich explizite THG-Reduktionsziele. Dabei stehen die Industrien vor einer Herkulesauf-

gabe. Die Nachrichtenagentur Bloomberg schätzte in einer 2021 veröffentlichten Studie, dass allein die zur Erreichung des 1,5-Grad-Zieles nötige Energiewende Investitionen bis zu 173 Bio. USD bis 2050 erfordert.⁵ Das heißt, im Durchschnitt müssten sich die jährlichen Investitionen im Vergleich zum Status quo verdoppeln.

Aus Investorensicht stellt sich die Frage, wie eine emissionsarme Anlagestrategie gestaltet werden sollte. Zunächst gilt es, die Emissionstätigkeit von Unternehmen statistisch zu erfassen. Im Zuge dessen hat sich die sogenannte CO₂-Intensität als Mess- und Vergleichsgröße etabliert. Die CO₂-Intensität misst die direkten („Scope 1“) und indirekten („Scope 2“) THG-Emissionen in CO₂-Äquivalenten im Verhältnis zum Umsatz.⁶ Am Beispiel des MSCI Europe Index, einem breit diversifizierten europäischen Aktienindex mit 415 Unternehmen, der 85 Prozent der europäischen Marktkapitalisierung repräsentiert, zeigt sich, dass wenige Sektoren für den Großteil der CO₂-Intensität verantwortlich sind (vgl. Abbildung 1). Bei konzentrierteren Indizes wie dem europäischen Blue-Chip-Index Euro Stoxx 50, der die nach Marktkapitalisierung 50 größten Unternehmen der Eurozone enthält, fällt die Konzentration noch gravierender aus. Drei Unternehmen – Air Liquide, Linde und CRH – stehen hier aktuell für mehr als 50 Prozent der CO₂-Intensität im Index.

Abb. 1: CO₂-Intensität im MSCI Europe Index

Sektorbezeichnung	CO ₂ -Intensität	Anteil
Grundstoffe	24.723	48,1 %
Versorger	12.862	25,0 %
Industrie	3.868	7,5 %
Energie	3.326	6,5 %
Nichtbasiskonsumgüter	1.766	3,4 %
Basiskonsumgüter	1.621	3,2 %
Gesundheitsversorgung	1.082	2,1 %
Kommunikation	752	1,5 %
Immobilien	697	1,4 %
Finanzwerte	425	0,8 %
IT	317	0,6 %

Quellen: Metzler, MSCI; Stand: 15.10.2022

Aufgrund der Ungleichverteilung der CO₂-Intensität lässt sich über den Verzicht CO₂-intensiver Sektoren oder Unternehmen ohne größeren Aufwand ein CO₂-

³ Allein in der erst im Dezember 2020 gestarteten „Net Zero Asset Managers Initiative“ engagieren sich inzwischen weltweit 273 Vermögensverwalter mit einem verwalteten Vermögen von 61,3 Bio. USD (Stand Mai 2022).

⁴ Vgl. Morningstar, 2022, „Investing in Times of Climate Change 2022“.

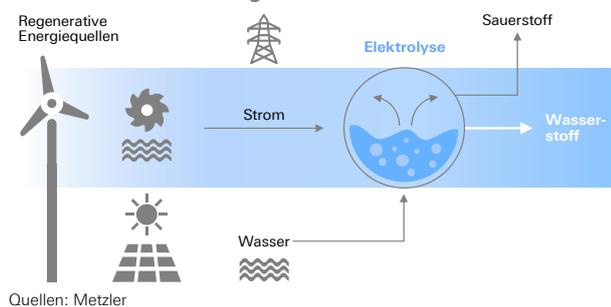
⁵ Vgl. BloombergNEF, 2021, „New Energy Outlook 2021“.

⁶ Weitere vor- oder nachgelagerte Emissionen in der Wertschöpfungskette des Unternehmens („Scope 3“) werden nicht berücksichtigt, da derzeit noch zu wenige Unternehmen detailliert darüber berichten. Verbreitet ist auch eine alternative Normierung der CO₂-Äquivalente mit dem Unternehmenswert. Dabei findet üblicherweise der sog. „EVIC“ Verwendung, der sich (bei börsennotierten Unternehmen) aus der Summe von Marktwert des Eigenkapitals, Buchwert des Fremdkapitals und Kassenbestand berechnet.

armes Portfolio konstruieren. Entscheidet sich der Anleger für dieses pragmatische Vorgehen, setzt er sich jedoch unter Umständen nicht beabsichtigten Länder-, Sektor- und Stilabweichungen im Vergleich zum zugrundeliegenden Index aus.⁷ Diese Abweichungen können erheblich sein und die eigentliche Anlagestrategie, beispielsweise eine aktive Einzeltitelselektion oder ein derivatives Overlay, konterkarieren.

Zusätzlich verhindert eine Dekarbonisierung des Portfolios über Ausschlüsse die Möglichkeit, über Engagement auf Klimawandel einzuwirken. Gleichzeitig ist Anlegern die Chance genommen, an der positiven Entwicklung der Transformationsgewinner der Zukunft zu partizipieren. So treiben CO₂-intensive Unternehmen wie Linde, Iberdrola oder Total Energies überall in Europa Großprojekte zur Produktion von grünem Wasserstoff voran. Mittels Elektrolyse wird dabei Wasserstoff aus erneuerbaren Energien gewonnen (vgl. Abbildung 2).

Abb. 2: Produktion von grünem Wasserstoff



Da über die Produktion von grünem Wasserstoff überschüssiger Strom der erneuerbaren Energien zwischengespeichert werden kann, kommt ihm bei der Energiewende eine zentrale Rolle zu. Allein das Umsatzpotenzial für den Bau von Elektrolyseanlagen wird weltweit auf 410 Mrd. Euro bis 2030 geschätzt.⁸ Mit Blick auf den benötigten Materialeinsatz auf dem Weg zu einer klimaneutralen Wirtschaft erscheint es zudem kontraproduktiv, über Desinvestments die Finanzierungsbedingungen für die Produzenten wichtiger Vorleistungsgüter, wie Stahl, Beton oder Zement, deren Produktion aktuell äußerst CO₂-intensiv ist, zu verschlechtern.

CO₂-arme Portfolios ohne Nebenwirkungen

Bei der Konstruktion CO₂-armer Portfolios bevorzugen wir daher ein Vorgehen, das einerseits keine Kompromisse hinsichtlich einer ausgewogenen Risikostreuung im Portfolio eingeht. Andererseits ermöglicht unser Investmentprozess, den Weg zu Netto-Null-Emissionen aktiv zu begleiten und von sich bietenden Anlagechancen zu profitieren. Die Gewichte der Aktien im Portfolio werden dabei mit dem Ziel bestimmt, möglichst das Rendite-Risiko-Profil des zugrundeliegenden Index (Vergleichsindex) abzubilden. Insbesondere bedeutet das, nur geringe Abweichungen der jeweiligen Renditen im Zeitablauf zuzulassen. Gleichzeitig soll ein relatives oder absolutes Ziel für die CO₂-Intensität auf Gesamtportfolioebene eingehalten werden. Technisch ausgedrückt minimieren wir den sogenannte „Tracking Error“⁹ des Portfolios gegenüber dem Vergleichsindex unter der Nebenbedingung, dass die relative oder absolute CO₂-Intensität des Portfolios ein bestimmtes Niveau aufweist. Weitere Nebenbedingungen formulieren wir unter anderem für die aktiven Gewichte der Sektor- und Ländergewichte und stellen darüber hinaus sicher, dass das Portfolio weitgehend stilneutral aufgestellt ist. Das zu bewältigende Problem der Portfoliooptimierung ist komplex und lässt sich der sogenannten „quadratischen Optimierung“ zurechnen. Wir greifen für die Lösung auf unser proprietäres Risikomodell zur Schätzung der Varianzen und Kovarianzen zurück.¹⁰

Fallbeispiel 1: Halbierung der CO₂-Intensität eines Portfolios auf Basis des Euro Stoxx 50

Ziel ist die Konstruktion eines Portfolios, das 50 Prozent weniger CO₂-intensiv ist als der Euro Stoxx 50, gleichzeitig aber ein möglichst ähnliches Risikoprofil aufweist. Um dieses Ziels zu erreichen, bestimmen wir über wiederholte Portfoliooptimierungen in regelmäßigen zeitlichen Abständen die Gewichte der Aktien. Anders als beim Ausschlussverfahren ermöglicht unser Vorgehen grundsätzlich, dass auch CO₂-intensive Unternehmen Teil des Portfolios sind. Zwar werden sie in der Regel geringer gewichtet als im Euro Stoxx 50, Möglichkeiten

⁷ Vgl. in diesem Zusammenhang auch die Ausgabe 03/2022 unserer [ESG:strategie](#): „CO₂-armes Investieren: Ausschluss von Klimasündern ist kein Königsweg“.

⁸ Vgl. Boston Consulting Group, VDMA, 2020, „Grüne Technologien für grünes Geschäft“.

⁹ Der Tracking Error misst die Standardabweichung der Renditedifferenzen zwischen Portfolio und Vergleichsindex über einen bestimmten Zeitraum.

¹⁰ Über Nebenbedingungen lässt sich außerdem die Umschlaghäufigkeit des optimierten Portfolios kontrollieren. Dies ist zentral zur Begrenzung der direkten und indirekten Transaktionskosten bei der praktischen Implementierung des Portfolios. Die Kontrolle erfolgt beispielsweise über Turnover-Budgets oder Mindestgrößen für die Handelsvolumina.

ESG:strategie

für aktives Engagement und die Chance auf Partizipation an der positiven Entwicklung von Transformationsgewinnern bleiben aber bestehen.

Abb. 3: Performance CO₂-armes Beispiel-Portfolio vs. Euro Stoxx 50

Kumulierte Wertentwicklung (01/2017 = 100)



Quellen: Metzler, STOXX, MSCI; Zeitraum: 31.01.2017 bis 30.09.2022

Die Abbildung 3 zeigt die Wertentwicklung des optimierten CO₂-armen Portfolios im Vergleich zum Euro Stoxx 50 im Beobachtungszeitraum von Februar 2017 bis September 2022. Wie gewünscht weist das optimierte Portfolio eine ähnliche Entwicklung wie der Vergleichsindex auf: Der Tracking Error beläuft sich auf lediglich 1,1 Prozent, die annualisierte Volatilität beider Zeitreihen fällt mit 19,3 Prozent identisch aus. Ihren maximalen Verlust im Untersuchungszeitraum verzeichnen sowohl das optimierte Portfolio als auch der Euro Stoxx 50 während der Coronakrise am 18. März 2020 mit -37,5 Prozent bzw. -38,2 Prozent. Knapp ein Jahr später, am 8. März 2021, sind die Verluste wieder komplett aufgeholt. Seinen Höchststand erreicht das optimierte Portfolio am 17. November 2021 und damit nur einen Tag später als der Euro Stoxx 50.¹¹

Zur Erreichung des CO₂-Reduktionsziels von 50 Prozent werden Unternehmen aus der Grundstoffindustrie, Versorger und Energiewerte während des Untersuchungszeitraumes im Mittel um 3,2 Prozentpunkte, 3,3 Prozentpunkte und 0,9 Prozentpunkte niedriger gewichtet als im Euro Stoxx 50. Für begrenzte Zeiträume wird auf die Investition in einzelne CO₂-intensive Unternehmen

komplett verzichtet, Desinvestments ganzer Sektoren erfolgen jedoch nicht. Im Betrachtungszeitraum erzielten CO₂-intensive Unternehmen, beispielsweise die Industriegashersteller Air Liquide und Linde, tendenziell eine höhere Performance als der Euro Stoxx 50. Die beabsichtigte systematische Untergewichtung der „Klimasünder“ im optimierten Portfolio geht daher mit einer geringfügigen schlechteren Wertentwicklung von jährlich 0,5 Prozentpunkten einher.

Dass das optimierte Portfolio trotz der Untergewichtung CO₂-intensiver Unternehmen vergleichbare fundamentale Eigenschaften aufweist wie der Euro Stoxx 50, verdeutlicht der Blick auf den aktuellen Stand des Portfolios (vgl. Abbildung 4). Die gezeigten Bewertungs-, Rentabilitäts- und Wachstumskennzahlen unterscheiden sich lediglich in Nuancen. Auch die generelle Nachhaltigkeitsausrichtung des Portfolios, hier gemessen anhand der ESG-Ratings von MSCI, verändert sich nur unwesentlich. Deutlich fällt dagegen der Unterschied bei der CO₂-Belastung aus: Mit einem Wert von 91,8 liegt die CO₂-Intensität des optimierten Portfolios genau bei 50 Prozent der CO₂-Intensität im Euro Stoxx 50. Das Ziel der Halbierung der CO₂-Intensität einhergehend mit einem dem Euro Stoxx 50 vergleichbaren Risikoprofil wurde also erreicht.

Abb. 4: Kennzahlenvergleich Performance CO₂-armes Beispiel-Portfolio vs. Euro Stoxx 50

Kennzahl	CO ₂ -armes Beispiel-Portfolio	Euro Stoxx 50
Kurs-Gewinn-Verhältnis	14,4	14,4
Unternehmenswert / EBITDA	9,8	9,4
Dividendenrendite	3,5 %	3,5 %
Free Cashflow Yield	5,4 %	5,5 %
Net Debt / EBITDA	74,0 %	77,9 %
Eigenkapitalrendite	15,4 %	15,1 %
EBIT-Marge	20,9 %	20,3 %
Gewinnwachstum	6,4 %	6,6 %
Umsatzwachstum	4,2 %	4,4 %
Dividendenwachstum	1,4 %	2,1 %
ESG-Rating	8,0	8,0
E-Rating	7,3	7,3
S-Rating	5,9	6,0
G-Rating	5,7	5,7
CO ₂ -Intensität	91,8	183,6

Quellen: Metzler, STOXX, MSCI; Stand: 30.09.2022

¹¹ Neben dem Tracking Error signalisieren weitere Kennzahlen einen Gleichlauf der Renditen des optimierten Portfolios mit den Renditen des Euro Stoxx 50: So liegt der Active Share des optimierten Portfolios bei sehr niedrigen 10,8 Prozent, das Bestimmtheitsmaß (R^2) beträgt sehr hohe 99,7 Prozent. Im vorliegenden Fall gibt das R^2 an, welcher Anteil der Renditevarianz des optimierten Portfolios durch die Euro-Stoxx-50-Renditen im Rahmen einer univariaten linearen Regression erklärt werden kann. Der Active Share misst, wie stark die Zusammensetzung eines Portfolios von seinem Vergleichsindex abweicht. Berechnet auf Basis der Differenzgewichte der Aktien in Portfolio und Vergleichsindex schwankt der Active Share zwischen 0 Prozent und 100 Prozent. Auch die europäische Wertpapieraufsicht (ESMA) greift in einer Studie zur Benchmarknähe von Investmentfonds auf die genannten Kennzahlen zurück (vgl. ESMA Working Paper Nr. 02/2020, „Closet Indexing Indicators and Investor Outcomes“).

CO₂-arme Portfolios mit Wertsicherung

Wertsicherungsstrategien haben zum Ziel, potenzielle Verluste zu vermeiden, gleichzeitig aber die Partizipation an Kurssteigerungen zu ermöglichen. Angestrebt wird also eine sogenannte „rechtsschiefe Renditeverteilung“: Positive Renditen sollen möglichst hoch, negative Renditen dagegen möglichst wenig ausgeprägt sein. Die Wertsicherungskosten sollen dabei so gering wie möglich ausfallen. Stopp-Loss-Strategien, bei denen im Sicherungsfall Teile des risikoreichen Portfolios physisch in risikoarme Asset-Klassen oder Kasse umgeschichtet werden, sind in der praktischen Umsetzung häufig teuer und unflexibel. Deshalb kommen zur Portfolioabsicherung in der Regel börsengehandelte Derivate wie Indexfutures oder Indexoptionen zum Einsatz. Mit ausreichender Liquidität sind diese Instrumente jedoch nur für eine begrenzte Anzahl von Märkten und Asset-Klassen verfügbar. Insbesondere gibt es sie nicht für Anleger-spezifische aktive Portfolios. Bei derivativen Absicherungsstrategien für aktive Portfolios muss daher eine hohe Passgenauigkeit zwischen Sicherungsinstrument und abzusicherndem Portfolio gewährleistet sein, um sogenannte „Cross-Hedge-Risiken“ zu vermeiden.

Fallbeispiel 2: Prognosefreie Absicherung des CO₂-optimierten Portfolios auf Basis des Euro Stoxx 50

Mithilfe der zuvor beschriebenen Portfoliooptimierung ließ sich auf Basis der Aktien im Euro Stoxx 50 ein CO₂-armes Portfolio konstruieren, das trotz einer signifikant niedrigeren CO₂-Intensität sehr ähnliche Eigenschaften aufweist wie der Ausgangsindex. Im Folgenden illustrieren wir eine prognosefreie Absicherung dieses Portfolios mit Euro-Stoxx-50-Optionen. Der Einsatz von Optionen hat unter anderem den Vorteil, dass das Gewinn- und Verlustpotenzial des Portfolios im Vorfeld weitgehend feststeht. Zur Absicherung verwenden wir eine Collar-Struktur. Mithilfe dieser Struktur wird ein „Kragen“ um das Portfolio gelegt: Das Verlustrisiko wird begrenzt, gleichzeitig reduzieren sich aber auch die Chance auf Gewinne. Der Collar besteht aus einem Protective Put und einen Covered Call gleicher Laufzeit. Über die Short-Call-Position werden Prämien vereinbart, die im Idealfall die Kosten der Long-Put-Position kompensieren. So lassen sich die Wertsicherungskosten reduzieren. Die Basispreise (sogenannte „Strikes“) der Euro-Stoxx-50-Optionen werden in diesem Fallbeispiel beim Aufbau der Struktur so gewählt, dass sie jeweils 20 Prozent aus dem Geld sind. Als weitere Komponente der Wertsicherung erfolgt eine Zeitdiversifikation, um eine Pfadunabhängigkeit und Stabilität des Sicherungskonzepts zu gewährleisten. Dabei wird die

Collar-Struktur unterjährig rollierend aufgesetzt, so dass das Sicherungs- und Aktienmarkt-Partizipationsniveau regelmäßig rekaliert wird.

Die Abbildung 5 zeigt die Wertentwicklung des abgesicherten CO₂-armen Portfolios im Vergleich zur nicht-wertgesicherten Variante. Im Mittel errechnet sich für das abgesicherte Portfolio im Untersuchungszeitraum eine Aktienquote von 68,2 Prozent, eine Quote von 100 Prozent wird zu keinem Zeitpunkt erreicht. Gleichzeitig lässt sich jedoch eine erhebliche Risikoreduktion beobachten. Zeiten eines sehr starken Kursanstiegs an den Aktienmärkten können als Refinanzierungsphasen des Puts angesehen werden, da der verkaufte Call die Aktienmarkt-Partizipation der Strategie bremst, dafür jedoch eine Prämie vereinnahmt wird. Durch die zeitliche Diversifikation der umgesetzten Sicherungsstrategie wird auf Portfolioebene eine Pfadunabhängigkeit erreicht. Dieser Vorteil der Wertsicherung zeigt sich während der Coronakrise im März 2020: Die schnelle Reduktion der Aktienquote sorgt hier für eine deutliche Verlustbegrenzung. Obgleich die Partizipation durch die Short-Call-Position begrenzt ist, lässt sich von der rasch folgenden Kurserholung gut profitieren.

Abb. 5: Performance wertgesichertes CO₂-armes Beispiel-Portfolio vs. ungesichertes Vergleichsportfolio



Quellen: Metzler, STOXX, MSCI; Stand: 30.09.2022

Die beschriebene Absicherungsstrategie auf Basis einer Collar-Struktur kann im Rahmen von Spezial- oder Masterfonds individuell für den Anleger ausgestaltet werden. So empfiehlt sich hinsichtlich der konkreten Parametrisierung des Collars eine Orientierung an der Risikotragfähigkeit des Kunden. Vorbehaltlich der Verfügbarkeit liquider Indexoptionen ist ein Investment in alternative Aktienmärkte zum Beispiel in den DAX 40, S&P500 oder FTSE 100 möglich; ebenso ist eine Kombination machbar. Auch hinsichtlich der Aufnahme aktiver Strategiebausteine sind über die hier dargestellte CO₂-Reduktion Alternativen denkbar, beispielsweise im Hinblick auf eine möglichst hohe Vereinnahmung ordentlicher Erträge.

Sonderfall VAG-Anleger

Das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) verpflichtet Versicherungsgesellschaften im Rahmen der europäischen Solvency-II-Regulierung dazu, stets über anrechnungsfähige Eigenmittel mindestens in Höhe der Solvabilitätskapitalanforderungen („Solvency Capital Requirement“, SCR) zu verfügen. Bei den SCR handelt es sich um einen erforderlichen Kapitalpuffer, mit dem sichergestellt werden soll, dass Leistungen an Versicherungsnehmer auch bei Eintritt von Extremrisiken geleistet werden können. Vereinfacht dargestellt ergibt sich die Höhe der SCR aus dem Vergleich der Eigenmittelausstattung vor und nach dem Eintreten der sehr unwahrscheinlichen Risikoereignisse.

Versicherungsgesellschaften müssen eingegangene Risiken aus dem Geschäftsmodell oder der Kapitalanlagestrategie also mit Eigenkapital unterlegen. Dabei gilt: Je riskanter Kundengelder investiert werden, desto mehr Eigenkapital muss vorgehalten werden. Für börsennotierte Aktienanlagen wie in unserem zuvor beschriebenen Fallbeispiel wird eine Eigenkapitalunterlegung von 39 Prozent verlangt. Das macht Aktienanlagen aus der Sicht von Versicherungsgesellschaften vergleichsweise unattraktiv und dürfte einer der Gründe sein, warum Aktien in den Portfolios von Versicherern unterrepräsentiert sind.¹²

Wertgesicherte Aktienanlagen bieten eine Möglichkeit, die SCR-Kapitalanforderungen im Vergleich zu einem ungesicherten Vergleichsportfolio erheblich zu senken. Mit Blick auf die Gesamtheit der Kapitalanlagen, die in der Regel sehr Anleihe-lastig sind, lässt sich über die Aufnahme von wertgesicherten Aktienanlagen außerdem ein Diversifikationseffekt erzielen. Die Höhe der SCR-Reduktion hängt dabei vom gewählten Sicherungsniveau ab. Die verwendeten Sicherungsinstrumente müssen bestimmten Anforderungen genügen: Beim Einsatz von Optionen darf die Restlaufzeit des Derivats einen bestimmten Zeitraum nicht unterschreiten. Außerdem muss eine direkte Hedgebeziehung zwischen Basisinvestment und Sicherungsinstrument bestehen. Dass sich dies auch für eine CO₂-arme Investitionsstrategie darstellen lässt, zeigt die vorangegangene Analyse. VAG-Anleger müssen sich bei wertgesicherten Aktienanlagen also nicht auf die Investition in Standardindizes beschränken.

Praxisbeispiel: Versicherungsgesellschaften und CO₂-armes Investieren



Fünf Fragen an Natalia Geng, Senior Managerin von Gothaer Asset Management AG

Über die Integration von Nachhaltigkeitskriterien in die Kapitalanlage und den damit einhergehenden Herausforderungen für Versicherungsgesellschaften sprach **Natalia Geng**, Senior Managerin bei der Gothaer Asset Management AG mit **Daniel Sailer**, Leiter Sustainable Investment Office bei Metzler Asset Management. Metzler Asset Management verwaltet im Auftrag der Gothaer Asset Management ein optimiertes CO₂-armes Aktienportfolio mit Wertsicherung.

Daniel Sailer: Frau Geng, wer ist die Gothaer Asset Management und in welchem Verhältnis steht die Gesellschaft zur Gothaer Versicherung?

Natalia Geng: Gothaer wurde vor über 200 Jahren gegründet und ist eines der traditionsreichsten Versicherungsunternehmen in Deutschland. Die Geschäftspolitik des Gothaer Konzerns richtet sich nicht am schnellen Erfolg aus, sondern ist langfristig ausgelegt. Werte wie Kontinuität und Verlässlichkeit sind daher wichtige Teile der Geschäftspolitik. Die Gothaer Asset Management AG ist eine 100%ige Tochter des Gothaer Konzerns und somit bilden diese Werte auch die Basis für die Verwaltung der Kapitalanlagen. Aktuell managen wir rund 34 Mrd. Euro an Kapitalanlagen für den Gothaer Konzern.

Daniel Sailer: Welche Rolle spielen ESG-Kriterien im Asset-Management der Gothaer Asset Management AG?

Natalia Geng: Aufgrund unserer auf Langfristigkeit ausgelegten Geschäftspolitik sind für uns die Themen Environmental, Social und Governance (ESG) wichtiger und zentraler Bestandteil der Kapitalanlagepolitik.

¹² Der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) berichtet für Erstversicherer durchschnittliche Aktienquoten von 5,5 Prozent für Lebensversicherer. Schaden- und Unfallversicherer kommen auf einen Anteil von 7,1 Prozent, bei Krankenversicherern liegt die Quote bei 7,8 Prozent (Stand 31.12.2021).

ESG:strategie

Unser Nachhaltigkeitskonzept beruht auf einem ganzheitlichen Ansatz, der sich auf Umwelt, Soziales und Unternehmensführung gleichermaßen konzentriert und Risiken in der Kapitalanlage reduzieren soll, um das Leistungsversprechen gegenüber unseren Kunden zu stärken.

Daniel Sailer: ESG-Kriterien zu berücksichtigen, hat sich unter den Versicherungen zum Standard entwickelt. Sie gehörten zu den ersten Versicherungen in Deutschland, die sich entschieden haben, der Net-Zero Asset Owner Alliance beizutreten. Was hat Sie dazu bewegt?

Natalia Geng: Als Marktführer bei der Versicherung von Windenergieanlagen ist es unser Ziel, die Prämien unserer Kunden verantwortungsbewusst anzulegen. Mit unserem Beitritt bekräftigen wir, dass wir unseren Beitrag zum 1,5-Grad-Ziel des Pariser Klimaschutzabkommens leisten und die Transformation zu einer Net-Zero-Wirtschaft aktiv unterstützen wollen. Die Mitarbeiter der Gothaer Asset Management AG arbeiten aktiv daran durch Impact bzw. thematische Investitionen sowie weitere ausgewählte ESG-Ansätze, die Ziele der Net-Zero Asset Owner Alliance voranzutreiben.

Daniel Sailer: Worin liegen die Herausforderungen in der Umsetzung der ambitionierten CO₂-Reduktionsziele?

Natalia Geng: Für Investoren sind dies gewaltige Herausforderungen, denn wir müssen beim Umbau in Richtung Klimaneutralität auch weiterhin eine auskömmliche Rendite erwirtschaften. Entsprechend wichtig ist eine ökonomisch sinnvolle Implementierung der CO₂-Reduktionsziele in der Portfoliokonstruktion unserer eigenen In-

vestments und in der Zusammenarbeit mit externen Asset-Managern. Eine weitere Herausforderung liegt in der Messung der Emissionen eines Investments. Das ist bei großen börsennotierten Aktiengesellschaften aufgrund der immer besser werdenden Datenlage relativ einfach. Deutlich schwieriger ist dies zum Beispiel bei alternativen Anlagen wie Private Capital oder bei Pfandbriefen. Nicht zuletzt wollen wir das eigentliche Ziel der Dekarbonisierung der Realwirtschaft nicht aus den Augen verlieren.

Aus diesem Grund sind schnelle Desinvestitionen von energieintensiven Unternehmen, die eine rasche Reduktion der Treibhausgasintensität des Portfolios bewirken, oft nicht zielführend. Denn beim Verkauf verliert man die Möglichkeit, Einfluss auf die für die Transformation der Realwirtschaft wichtigsten Unternehmen zu nehmen. Das bedeutet wiederum, dass wir als Investor zu einem gewissen Grad auf die Dekarbonisierungsbemühungen der investierten Unternehmen aber auch geeignete politische Rahmenbedingungen angewiesen sind und können diese nur indirekt beeinflussen.

Daniel Sailer: Zum Abschluss noch eine persönliche Frage. In welcher Form begleitet Sie das Thema Nachhaltigkeit im privaten Umfeld?

Natalia Geng: Als Mutter von drei Kindern versuche ich überall dort, wo es im Privaten möglich ist, meinen CO₂-Fußabdruck zu minimieren, damit auch meine Kinder eine lebenswerte Zukunft haben. Auf der anderen Seite spreche ich mit meinen Kindern bereits heute darüber, wie wichtig die Natur und die soziale Gerechtigkeit für uns Menschen sind. Es ist erstaunlich, wie viel die Kinder bereits in so einem jungen Alter verstehen können und wie interessiert sie an dem Thema sind.

Fazit

Investoren streben bei ihren Kapitalanlagen zunehmend einen Netto-Null-Emissionsgrad ihrer Portfolios bis 2050 an. Um dieses Ziel zu erreichen, können auf Basis einer Portfoliooptimierung CO₂-arme Portfolios konstruiert werden, die nicht beabsichtige Länder-, Sektor und Stilrisiken mit hoher Konfidenz minimieren. Werden diese Portfolios so konstruiert, dass sie niedrige Cross-Hedge-Risiken zu Standardindizes aufweisen, eignen sie sich auch als Basis für derivative Wertsicherungsstrategien. Diese können zur SCR-Reduktion insbesondere für VAG-Anleger attraktiv sein.

ESG:strategie

Ihre Ansprechpartner

Sustainable Investment Office



Daniel Sailer
Leiter Sustainable Investment Office
Daniel.Sailer@metzler.com
☎ +49 69 2104-1627



Dr. Philipp Finter
ESG Integration & Research
Philipp.Finter@metzler.com
☎ +49 69 2104-1632



Philipp Linke
ESG Reporting
PLinke@metzler.com
☎ +49 69 2104-1105



Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Sustainable Investment Office
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
sustainableinvestments@metzler.com
www.metzler.com/esg

Weitere Informationen
auf unserer Webseite:



**Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH.
Information für professionelle Kunden – keine Weitergabe an Privatkunden.**

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Metzler kann keine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben, dass eine Wertuntergrenze gehalten oder eine Zielrendite erreicht wird. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten können. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat.

Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden. Die Nachhaltigkeitsberichte und weitere Informationen zur CSR-Strategie der Metzler-Gruppe sind einsehbar unter www.metzler.com/konzern-nachhaltigkeit. Informationen zu Nachhaltigkeit bei Metzler Asset Management unter www.metzler.com/esg.

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, der geltenden wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts. Diese und alle anderen relevanten Pflichtunterlagen, einschließlich des Prozesses zur Beilegung von Beschwerden über den Fonds sind auf www.metzler.com/download-fonds und www.universal-investment.com/en/Corporate/Compliance/Ireland/ verfügbar.

Dem Anleger steht das Recht auf eine Musterfeststellungsklage nach § 606 ZPO und auf Durchführung eines Ombudsverfahrens vor dem BVI zu. Es gilt das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG). Es kann jederzeit beschlossen werden, die Vereinbarungen über den grenzüberschreitenden Vertrieb zu beenden. In einem solchen Fall werden die Anleger über diese Entscheidung informiert und erhalten die Möglichkeit, ihre Anteile zurückzugeben.

ESG:strategie

Die Verwaltung der irischen OGAW-Sondervermögen obliegt der Universal-Investment Ireland Fund Management Limited in Dublin. Die Verwaltungsgesellschaft hat bei der Erstellung der Werbeunterlage nicht mitgewirkt und ist für deren Inhalte auch nicht verantwortlich, vorbehaltlich aller anwendbaren Gesetze und aufsichtsrechtlichen Anforderungen.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Sonstige Hinweise zu verwendeten Indizes, Ratings und sonstigen Kennzeichnungen

Die Fondskennzahlen und -ratings („die Informationen“) von MSCI ESG Research LLC („MSCI ESG“) liefern Umwelt-, Sozial- und Governance-Daten in Bezug auf die zugrunde liegenden Wertpapiere in mehr als 31.000 Multi-Asset-Klassen-Publikumsfonds und ETFs weltweit. MSCI ESG ist ein eingetragener Anlageberater gemäß dem US Investment Advisers Act von 1940. Die Materialien von MSCI ESG wurden weder bei der US-amerikanischen SEC noch bei einer anderen Aufsichtsbehörde eingereicht oder von diesen genehmigt. Keine der Informationen stellt ein Angebot dar zum Kauf oder Verkauf oder eine Werbung oder Empfehlung eines Wertpapiers, eines Finanzinstruments oder eines Produkts oder einer Handelsstrategie, noch sollten sie als Hinweis oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung, Analyse, Prognose oder Vorhersage angesehen werden. Keine der Informationen kann dazu verwendet werden, um zu bestimmen, welche Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen sind oder wann sie zu kaufen oder zu verkaufen sind. Die Informationen werden in der vorliegenden Form zur Verfügung gestellt, und der Nutzer der Informationen übernimmt das volle Risiko, das mit der Nutzung der Informationen oder der Erlaubnis hierzu verbunden ist.

Das europäische Transparenz-Logo für Nachhaltigkeitsfonds kennzeichnet, dass der Fondsmanager sich verpflichtet, korrekt, angemessen und rechtzeitig Informationen zur Verfügung zu stellen, um Interessierten, insbesondere Kunden, die Möglichkeit zu geben, die Ansätze und Methoden der nachhaltigen Geldanlage des jeweiligen Fonds nachzuvollziehen. Ausführliche Informationen über die Europäischen Transparenzleitlinien finden Sie unter www.eurosif.org. Informationen über die nachhaltige Anlagepolitik und ihre Umsetzung in den einzelnen Fonds finden Sie unter: www.metzler.com/download-fonds. Die Transparenzleitlinien werden von Eurosif, einer unabhängigen Organisation, verwaltet.

Alle Rechte am CSI 300 Index („Index“) liegen bei der China Securities Index Company („CSI“). „CSI 300®“ ist eine Marke von CSI. CSI übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Daten und haftet nicht für Fehler im Index. CSI übernimmt keine Haftung gegenüber dem Fonds.