

CO₂-Ausgleich durch Short-Positionen: Finanziell attraktiv, aber nicht für den Klimaschutz

Carmine de Franco, Ph.D., Head of Research

Es vergeht kaum ein Tag, an dem sich nicht Regierungen, Städte, Unternehmen oder Banken zu dem Ziel bekennen, bis 2050 Netto-Null-Emissionen erreichen zu wollen – ganz im Sinne der Ziele des Pariser Klimaschutzabkommens. Entsprechende Verpflichtungen – sofern rechtlich bindend – sind von großer Bedeutung, wenngleich umstritten ist, ob sie realistisch und ausreichend ambitioniert sind. Insbesondere große und komplexe Strukturen stellen die Entwicklung und Umsetzung von Netto-Null-Strategien vor große Herausforderungen. Doch zumindest in der Theorie lässt sich der Weg hin zum Netto-Null-Ziel in drei Abschnitte untergliedern:

- Bestmögliche Vermeidung jeglicher Emissionen mittels modernster Technologien;
- Überarbeitung interner Prozesse, um unvermeidbare Emissionen auf ein Minimum zu reduzieren;
- Ausgleich der verbleibenden Emissionen.

Was Möglichkeiten zum CO₂-Ausgleich betrifft, gibt es inzwischen reichlich Literatur über Best Practices und Leitlinien. Ein wichtiges Kriterium beim Ausgleich von CO₂-Emissionen ist, dass die Beseitigung von Treibhausgasemissionen wissenschaftlich erwiesen und nachhaltig sein muss. Um den Zeitfaktor richtig einordnen zu können, muss man sich vor Augen führen, dass der natürliche Abbau von CO₂ in der Atmosphäre zwischen 300 und 1.000 Jahren andauert. Es ist daher bemerkenswert, dass die gängigsten Leitlinien und Protokolle für die CO₂-Bilanzierung auf Unternehmensebene – nämlich die UN-Klimarahmenkonvention (UNFCCC), die Science Based Targets Initiative oder das Greenhouse Gas Protokoll (GHG) – Unternehmen ausdrücklich verbieten, das kompensierte Emissionsvolumen im Rahmen der CO₂-Berichterstattung von den Emissionen des Unternehmens abzuziehen.

Wichtig ist, die Netto-Null -Strategien klar zu formulieren, da sie die Grundlage für den Aufbau von Netto-Null-Anlagen darstellen. Eine Möglichkeit besteht darin, gezielt in Unternehmen zu investieren, die eine Strategie zur Erreichung von Netto-Null-Emissionen formuliert haben. Dieser Ansatz ist denkbar einfach und die Fortschritte können bei korrekter Offenlegung der Daten leicht kontrolliert werden. Außerdem wird den auf Netto-Null-Emissionen ausgerichteten Unternehmen signalisiert, dass ihre Aktien oder Anleihen für langfristige orientierte Anleger besonders interessant sind. Dies verspricht wiederum geringere Kapitalkosten. Eine alternative Methode nutzen Short-Positionen: Netto-Null und CO₂-Neutralität sollen über Long-Short-Portfolios erreicht werden, wobei der CO₂-Fußabdruck der „geshorteten“ Unternehmen mit den Portfolioemissionen verrechnet wird und diese so ausgleicht. Einige quantitative Vermögensverwalter verfolgen diesen Ansatz mit dem Ziel, Netto-Null-Portfolios¹ zu erreichen. Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass Short-Positionen in Unternehmen mit hohem Emissionsausstoß unter finanziellen oder Risikoaspekten sinnvoll sein können. Bedenkt man die Geschäfts- und Übergangsrisiken solcher Unternehmen, die sich aus strengerer Regulierung oder höheren Steuern ergeben können, wird schnell klar, dass das Risiko negativer finanzieller Auswirkungen sehr hoch ist. So gesehen machen Short-Positionen rein finanziell betrachtet als Absicherung gegen Emissions- und Übergangsrisiken Sinn. Zur Netto-Null-Herausforderung, die es zu bewältigen gilt, um die Ziele des Pariser Klimaschutzabkommens erreichen zu können, trägt diese Strategie jedoch nicht bei.

Signalwirkung? Befürworter dieses Ansatzes argumentieren unter anderem damit, man sende mit dem „Shorten“ ein Signal an das Management des Unternehmens – besonders, wenn man den Leerverkauf mit den hohen Emissionen begründet. Diese These wird jedoch durch die physikalischen und technologischen

¹ <https://www.aqr.com/Insights/Perspectives/Shorting-Your-Way-to-a-Greener-Tomorrow>

Beschränkungen untergraben, denen die Wirtschaft unterliegt. Zweifellos besteht großes Verbesserungspotenzial bei den Emissionen. Jedoch darf man nicht vergessen, dass es Wirtschaftssektoren – etwa Stahl, Zement, Luftfahrt, Transport usw. – gibt, die technologiebedingt nicht vollständig entkarbonisiert werden können. Diese Sektoren und ihre Unternehmen zu shorten, mag wegen schlechter Performance-Aussichten bei diesen Unternehmen sinnvoll sein, löst aber das eigentliche Problem nicht. Es gibt keinen klimafreundlichen Zement und auch keinen „grünen“ Stahl zum Bauen. Fakt ist, Fortschritt und Verbesserungen in diesen Sektoren müssen allein von den dort angesiedelten Unternehmen vorangetrieben werden.

Anreiz für Veränderungen? Weiter wird damit argumentiert, dass der durch das Shorten ausgeübte Druck die Unternehmen zum Umdenken zwingen wird. Es lässt sich nur schwer belegen, dass Unternehmen auf zunehmende Short-Spekulationen ihrer Aktien mit Dekarbonisierungsmaßnahmen reagieren. Denkbar ist vielmehr, dass sie den Leerverkäufen eher kurzfristige Strategien entgegensetzen, statt sich langfristig stärker auf Netto-Null zu konzentrieren. Zum einen braucht die Umsetzung von Netto-Null-Strategien Zeit. Zum anderen muss gewährleistet sein, dass solche Vorhaben über Jahrzehnte hinweg die nötige Unterstützung bekommen, selbst bei häufigen Wechseln im Senior Management-Team.

Ein Weg zu mehr aktiver Einflussnahme? Ein drittes Argument betrifft all jene Investoren, die zwar gern in Unternehmen mit hohen Übergangsrisiken (in der Regel Unternehmen mit großem CO₂-Fußabdruck) investieren würden, dies wegen verbindlicher Emissionsziele aber nicht können. Das Shorten ausgewählter Unternehmen mit hohen Emissionen würde diesen Investoren ein Emissionsbudget verschaffen, das sie wiederum für Anlagen in andere Unternehmen nutzen könnten. Diese Vorgehensweise ist zwar nachvollziehbar, allerdings bleibt die Frage offen, warum ein Investor, der in ein bestimmtes Unternehmen investieren möchte, dafür erst Short-Positionen in ein anderes Unternehmen eingehen muss. Anleger, die eine signifikante Klimawirkung erzielen möchten, könnten allein durch die potenziellen Kosten der Short-Positionen abgeschreckt werden. Warum sollte man eine langfristige Strategie zur aktiven Einflussnahme mit Short-Positionen „finanzieren“?

Für Netto-Null ungeeignet! Ja, es ist schwierig mit Long-Only-Portfolios ein Netto-Null-Profil zu erreichen! Doch darin zeigt sich, welche Hürden es für das weltweite Netto-Null-Ziel zu überwinden gilt und wie groß die Herausforderungen sind. Short-Positionen in emissionsintensiven Unternehmen zum Ausgleich von Portfolioemissionen sind lediglich ein Bilanzierungsinstrument, das der Notwendigkeit fundamentaler Änderungen in Wirtschaft und Gesellschaft nicht gerecht wird.

Milchmädchenrechnung. Abschließend noch ein Blick auf ein weiteres Argument, das die Arithmetik der CO₂-Bilanzierung betrifft. Wenn Short-Positionen nicht berücksichtigt werden, dann geht die CO₂-Rechnung auf Marktportfolioebene nicht auf. Man könnte sich mit dieser Logik einfach abfinden, allerdings verbergen sich dahinter weitreichende Konsequenzen. Zunächst einmal ist das Marktportfolio für die Wirtschaft nicht repräsentativ: Der Großteil der Emissionen entfällt nicht auf börsennotierte Unternehmen. Zur Vereinfachung nehmen wir einmal an, das Marktportfolio bilde eine geschlossene Wirtschaft ab, in der Unternehmen untereinander Produkte und Dienstleistungen austauschen und dabei Treibhausgase emittieren. Wenn wir ein System wollen, bei dem die Summe der einzelnen Emissionen den von der Wirtschaft verursachten Gesamtemissionen entspricht, dann dürfen lediglich die Scope 1-Emissionen² berücksichtigt werden. Scope 2- und Scope 3-Emissionen^{3,4} müssen außen vor bleiben, da es sich dabei um Scope 1-Emissionen anderer Unternehmen im Marktportfolio handelt (z. B. Energie- und Versorgungsunternehmen). Die alleinige Berücksichtigung von Scope 1-Emissionen ist jedoch eine unzulängliche Herangehensweise an das Netto-Null-

² Dazu zählen lediglich die direkten Emissionen aus den Aktivitäten der Unternehmen.

³ Indirekte Emissionen aus der Nutzung eingekaufter Energie zur Herstellung von Produkten und Erbringung von Dienstleistungen.

⁴ Indirekte Emissionen, die entlang der Wertschöpfungskette eines Unternehmens entstehen – sowohl in der vorgelagerten Lieferkette als auch nachgelagert bei der Nutzung ihrer Produkte und Dienstleistungen.

Problem. Deshalb beziehen die meisten Investoren bei der Bewertung von Klimaaspekten (sowohl aus der Risiko- als auch aus der Nachhaltigkeitsperspektive) bereits Scope 1, 2 und 3 ein. Das Shorten von Unternehmen mit hohen Scope 1-Emissionen sorgt für eine systematische Verzerrung im Portfolio, die durchaus überschaubar ist, da unterstellt wird, dass nur die tatsächlich emittierenden Unternehmen für ihre Emissionen verantwortlich sind. Letztlich ist es jedoch dasselbe, als würde man sagen, dass ein Kohlekraftwerk dem Klima zwar schadet (was stimmt), ein großes Rechenzentrum, das den „braunen“ Strom des Kraftwerks nutzt, jedoch nicht!

Zur Verbesserung der Klimawirkung eines Portfolios sind ambitionierte, gut austarierte Maßnahmen zur Reduzierung der Scope 1-, 2- und 3-Emissionen erforderlich, ohne Kompensationsgeschäfte. Gleichzeitig sollten Investoren und Unternehmen gemeinsam an der Verbesserung der Unternehmensführung im Umgang mit Klimafragen arbeiten sowie die Einführung wissenschaftsbasierter Klimaziele fördern. Dies ist der einzig vernünftige Ansatz für Long-Only-Investoren einen signifikanten Beitrag zum Klimaschutz zu leisten.



Carmine de Franco – Head of Research at Ossiam

Carmine de Franco is the head of research at Ossiam. Graduated in Mathematics from the University of Roma II - Tor Vergata and the University Paris VII - Denis Diderot, he holds a PhD in Probability and a master's degree in Financial Random Modelling from the University Paris VII-Denis. Carmine joined Ossiam in May 2012 after working for 4 years at the Faculty of Mathematics of the University of Paris VII (Université Denis Diderot). His domain of expertise spans from mathematics and probability theory to statistics, from financial research to the design of investment strategy and cross-assets portfolio construction. More recently, his research topics have focused on ESG themes, low carbon approaches and biodiversity in financial investments, machine learning and artificial intelligence. He is co-author of several research papers on portfolio insurance, modeling and hedging with stochastic jumps, regime switching models, interest rates, equity, smart beta, ESG, machine learning, Bayesian learning and portfolio construction under uncertainty.



About Ossiam

Ossiam's management team professionals have an extensive expertise in systematic trading strategies, quantitative research and management, multi strategy fund, fund of funds and structured funds management. The team is involved in the design of investment strategies based on quantitative models and fundamental research and the structuring of funds with the integration into the investment process of criteria such as liquidity, tradability and representativity. Ossiam aims to provides access to strategies with variable risk profiles (long only, long/short, variable exposure, guaranteed capital) across all asset classes (equity, fixed income, currency, commodities, inflation linked etc.). We offer clients long-term investment solutions as well as products tailored to their specific needs. The article has been produced by Ossiam.