

Absolut|impact

Nachhaltige Perspektiven
für institutionelle Investoren



Beitrag in Ausgabe #02/2023

DR. FABIAN ACKERMANN | Zürcher Kantonalbank **HOLGER KROHN** | Swisscanto

Factor Investing und Zero Carbon mit 130/30-Ansatz

Factor Investing und Zero Carbon mit 130/30-Ansatz





DR. FABIAN ACKERMANN
Leiter Systematic Strategies, IAEQ
Zürcher Kantonalbank
Zürich



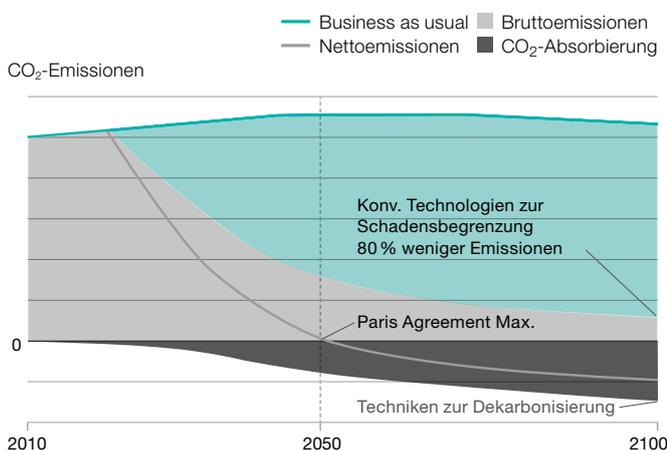
HOLGER KROHN
Leiter Vertrieb Institutionelle Deutschland
Swisscanto
Frankfurt am Main

Für Anleger geht es zunehmend darum, die Unternehmen zu selektieren, die Chancen aus der Dekarbonisierung nutzen können bzw. deren Risiken vermeiden. Die Autoren zeigen, wie es mit einem 130/30-Ansatz gelingen kann, im Portfolio möglichst viele attraktive Aktien zu halten und unattraktive zu shorten, unter Berücksichtigung der CO₂e-Neutralität der gewünschten Sektorgewichte.

Einleitung

Im Klimaabkommen von Paris im Jahr 2015 wurde beschlossen, die globale Erwärmung auf deutlich unter 2° C gegenüber der vorindustriellen Zeit zu begrenzen. Zudem sollen die Anstrengungen intensiviert werden, die Erwärmung auf 1,5° C zu begrenzen. Mit einer Treibhausgasemission (CO₂e) von netto null im Jahr 2050 würde das 2° C-Ziel erreicht werden (vgl. **ABBILDUNG 1**). Dies erfordert einerseits enorme Investitionen in Techniken für die Dekarbonisierung, andererseits aber auch eine massive Reduktion der Bruttoemissionen. Business as usual ist hier kein gangbarer Weg. Die Bruttoemissionen müssen bis ins Jahr 2050 um 80% reduziert werden, was große Veränderungen mit sich bringen wird. Die bisherigen Zusagen der Staaten reichen bei Weitem nicht, weshalb der Privatsektor ebenfalls seinen Beitrag leisten muss.

1 | Notwendige Reduktion der CO₂-Emissionen



Quelle: eigene Darstellung

Auf der Anlagenseite führt dies zu Chancen bei Unternehmen, die sich auf die Dekarbonisierung fokussieren, und zu Risiken bei solchen mit hohen Emissionen. In dem hier vorgestellten Anlagekonzept soll eine Fokussierung auf die Emissionen und somit auf das Management der daraus resultierenden Risiken in Aktienportfolios erfolgen.

1 Reduktion der Carbon Intensity in einem traditionellen Aktienfonds

Im Wissen, dass die Emissionen bis zum Jahr 2050 um rund 80% reduziert werden müssen, ist es sinnvoll, bereits heute das Anlageportfolio entsprechend auszurichten und sich jeweils auf die Unternehmen zu fokussieren, die im Peergroup-Vergleich weniger Emissionen verursachen. Diese Unternehmen weisen weniger Risiken auf in Bezug auf eine zunehmende Regulierung der Emissionen oder steigende CO₂-Preise.

Eine Möglichkeit, die CO₂-Risiken der Unternehmen zu messen, kann der Rückgriff auf die aktuellen CO₂e-Emissionen sein. Gemessen werden diese in der Regel anhand der direkten Emissionen der Unternehmen (Scope 1) und der indirekten Emissionen (Scope 2), die durch die Erzeugung der eingekauften Energie anfallen. Diese CO₂e-Emissionen werden mit dem Umsatz des Unternehmens in Mio. US-Dollar normiert, woraus sich die CO₂e-Intensitätskennzahl ergibt (t CO₂e pro Mio. US-Dollar Umsatz). Mit der Kennzahl CO₂e-Intensität lassen sich die Emissionen der verschiedenen Unternehmen vergleichen und die CO₂e-Risiken einschätzen.

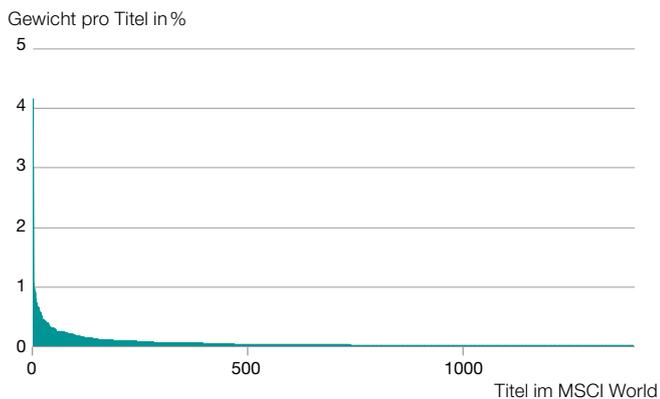
Im Segment Aktien weist beispielsweise der MSCI World Index eine CO₂e-Intensität von rund 145 t CO₂e/Mio. US-Dollar Umsatz per 31. März 2023 auf. **ABBILDUNG 2** verdeutlicht, aus welchen Sektoren sich diese gewichtete Summe zusammensetzt.

2 | CO₂e-Intensität pro Sektor im Aktien Welt Index

GICS-Sektor	Gewicht	CO ₂ e-Intensität	CO ₂ e-Kontribution
Finanzen	13,05%	1,62	1,12%
Industriegüter	10,67%	11,61	7,98%
Gesundheitswesen	13,34%	2,36	1,62%
Informationstechnologie	22,71%	3,59	2,47%
Versorgungsunternehmen	2,97%	52,54	36,12%
Nicht-Basiskonsumgüter	10,80%	4,70	3,23%
Kommunikationsdienstleistungen	6,95%	0,83	0,57%
Basiskonsumgüter	7,60%	3,36	2,31%
Material	4,42%	31,01	21,32%
Immobilien	2,50%	1,57	1,08%
Energie	4,98%	32,28	22,19%
Total	100,00%	145,47	100,00%

Quellen: MSCI für Indexdaten und ISS für CO₂e-Daten (Scope 1 und 2)

3 | Verteilung der Gewichte im MSCI World Index



Quelle: eigene Darstellung

4 | Bausteine eines 130/30-Fonds



Quelle: Swisscanto

Die Unternehmen mit dem höchsten Ausstoß sind somit in den Sektoren Versorgungsunternehmen, Material und Energie zu finden. Da deren Gewicht im Index lediglich 12 % beträgt, sie aber für 80 % der Emissionen verantwortlich sind, wäre ein einfacher Weg, diese Sektoren auszuschließen.

Fraglich ist, ob dies ein sinnvoller Ansatz wäre. Wenn allen Unternehmen in diesen Sektoren die Finanzen entzogen werden, wer beliefert uns dann mit Strom oder mit Öl für die (noch) bestehenden Ölheizungen? Wer liefert die Baustoffe für die Instandhaltung der Infrastruktur und Immobilien? Neben diesen gesellschaftlichen Aspekten wäre diese Vorgehensweise auch aus Renditesicht für Anleger nicht unbedingt sinnvoll, da beispielsweise der Energiesektor im vergangenen Jahr eine Rendite von 78 % erzielt hat, während der Gesamtmarkt bei -18 % lag.

Ein sinnvollerer Ansatz ist daher, pro Sektor jeweils die Unternehmen mit hoher CO₂e-Intensität zu vermeiden und jene mit niedriger CO₂e-Intensität stärker zu gewichten. So werden Unternehmen belohnt, die ihre CO₂e-Effizienz verbessern und gewappnet für die Zukunft sind. Daher sind dann beispielsweise auch Versorgungsunternehmen investierbar, aber bevorzugt jene mit einem höheren erneuerbaren Energiemix.

Eine Reduktion der CO₂e-Intensität um 80 % bei gleicher Sektorallokation wie im Index ist mit einem Tracking Error von 0,40 % möglich, allerdings reduziert sich das investierbare Universum um ein Drittel. Damit wäre das Portfolio bereits heute konform mit dem < 2° C-Ziel. Demgegenüber ist das Ziel einer stärkeren Reduktion im Hinblick auf das 1,5° C-Ziel schwierig zu erreichen, weil der Tracking Error exponentiell steigt und das Universum zu stark eingeschränkt wird. Hier kann das Konzept des 130/30-Fonds weiterhelfen.

2 Funktionsweise eines 130/30-Fonds

Klassische Long-only-Fonds haben das Problem, dass bei vielen Indizes, wie beispielsweise dem globalen Index MSCI World, die Gewichte pro Titel sehr ungleich verteilt sind: Hier machen nur 100 Titel knapp die Hälfte des Indexes aus, da sie ein Gewicht > 0,2 % aufweisen, während die übrigen 1.400 Titel ein sehr niedriges Indexgewicht haben (ABBILDUNG 3). Noch einseitiger ist die Verteilung bei Länderindizes wie MSCI Germany und MSCI Switzerland, in denen 8 bzw. 3 Aktien die Hälfte vom Index für sich beanspruchen.

Bei einer so starken Dominanz der großen Titel haben negative Einschätzungen in kleinen Titeln wenig Einfluss auf das gesamte Portfolio bzw. können nur im Umfang ihres Indexgewichts zum Index untergewichtet werden. Somit können v. a. die attraktiven Titel gekauft werden, während die „Short“-Seite nicht wirklich implementiert werden kann.

Mit einem 130/30-Fonds kann die Short-Seite besser implementiert werden (ABBILDUNG 4). Ein 130/30-Fonds investiert wie ein klassischer Long-only-Fonds 100 % in Direktanlagen. Zusätzlich hat er aber eine 30/30-Long-Short-Komponente, mit der er zusätzliche 30 % Long-Positionen eingehen darf, die über 30 % Short-Positionen finanziert werden. In der Regel wird dieser 30/30-Long-Short-Baustein über Derivate implementiert.

Wir kennen die besten Asset Manager!



Mehr Info



Absolut
research

DIE PLATTFORM FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Daraus ergibt sich ein Brutto-Long-Exposure von 130 %, abzüglich eines Short-Exposures von 30 %, sodass das Netto-Exposure wiederum bei 100 % liegt.

Mittels der Short-Komponente können negative Einschätzungen bei kleineren Titeln Eingang ins Portfolio finden, sodass insgesamt eine deutlich bessere Diversifikation möglich ist. Bei gleichem Risikobudget ist das Potenzial für eine Out-performance entsprechend deutlich höher.

Zu beachten gilt aber auch, dass nicht jeder Titel leerverkauft werden kann. In der EU sind nur gedeckte Leerverkäufe erlaubt. Somit muss ein Titel ausleihbar sein, weil er technisch erst geliehen und dann verkauft wird. Operativ kann diese Aufgabe an eine Investmentbank ausgelagert werden, sodass der Fonds selbst nur ein Derivat auf den Titel besitzt. Für die Ausleihe muss eine Gebühr bezahlt werden, und je nach Verfügbarkeit kann diese Gebühr bei einigen Titeln zu hoch sein, sodass der Leerverkauf nicht attraktiv ist. Zudem können Leerverkäufe vorübergehend eingeschränkt werden oder sind in einigen Länder gänzlich unmöglich. Erfahrungsgemäß betrifft dies nur wenige der 1.500 Titel vom MSCI World Index, womit dank der Short-Komponente doch eine wesentlich bessere Implementation von negativen Einschätzungen in kleineren Titeln ermöglicht wird.

3 Reduktion der Carbon Intensity mit 130/30-Ansatz

Die Short-Komponente im 130/30-Ansatz ist nicht nur ein hilfreicher Portfoliobaustein bei negativen Einschätzungen von Titeln, sondern auch beim Management der CO₂e-Risiken. Während im klassischen Ansatz unattraktive Titel in Bezug auf die CO₂e-Emissionen lediglich gemäß Indexgewicht reduziert werden können, sind im 130/30-Ansatz auch Short-Positionen möglich. Damit ist eine noch deutlichere Reduktion der CO₂e-Intensität machbar; es ist sogar möglich, diese auf null oder darunter zu reduzieren. Diese Reduktion ist bei gleicher Sektorallokation wie im Referenzindex möglich.

Mögliche Ausprägungen der CO₂e-Intensität der verschiedenen Bausteine sind in **ABBILDUNG 5** schematisch dargestellt. Bereits im Long-only-Baustein wird die CO₂e-Intensität deutlich reduziert. Im 30/30-Baustein muss die CO₂e-Intensität auf der Short-Komponente ausreichend negativ sein, sodass die Long-Seite kompensiert werden kann und das Gesamtportfolio CO₂e-neutral ist.

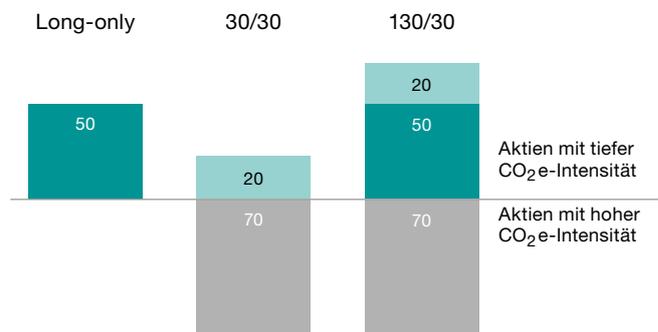
4 Kombination mit Factor Investing

Nachdem das Ziel bestimmt ist, fehlt noch der entscheidende Schritt für sein Erreichen: Wie sollen die Titel gewichtet werden, um ein CO₂e-neutrales Portfolio zu erhalten?

Eine einfache Methode wäre es, jeweils pro Sektor die Titel mit dem höchsten CO₂e-Ausstoß in das Short-Portfolio zu platzieren. Die Beurteilung einer Aktie nur aufgrund des CO₂e-Ausstoßes wäre aber der falsche Ansatz. Eine Aktie sollte immer ganzheitlich analysiert werden.

5 Carbon Intensity der 130/30-Komponenten

t CO₂e/Mio. USD Umsatz



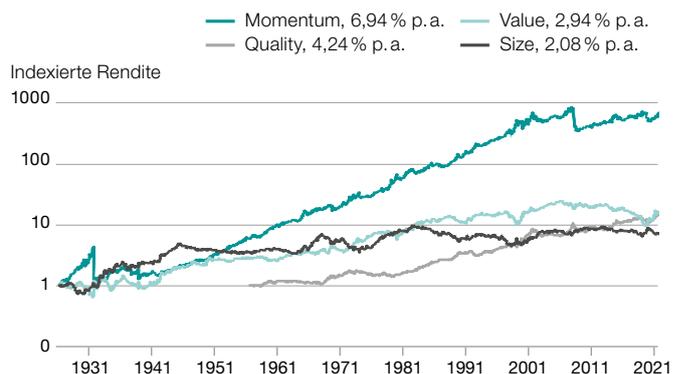
Quelle: Swisscanto (31.3.2023)

Der Weg bis ins Jahr 2050 ist lang und kann viele Überraschungen und Wendungen mit sich bringen, wie es sich beispielsweise im Energiesektor im Jahr 2022 gezeigt hat. Auch CO₂e-intensive Titel können gute Renditen erzielen, wenn sie attraktiv bewertet sind oder eine Preissetzungsmacht haben und es ihnen gelingt, die steigenden CO₂e-Kosten weiterzugeben. Short-Positionen in diesen Titeln wären gefährlich und sollten vermieden werden.

Für eine systematische ganzheitliche Analyse einer Aktie eignet sich ein Multifaktormodell. Dieses erklärt die Renditen von Aktien anhand von einzelnen Faktoren. Ein Beispiel ist das bekannte Dreifaktorenmodell von Eugen Fama und Kenneth French, bestehend aus den Faktoren Markt, Size und Value. Weitere in der wissenschaftlichen Literatur bewährte Renditetreiber sind Quality und Momentum.

Der Marktfaktor entspricht dem nicht diversifizierbaren Risiko des Aktienmarktes. Der MSCI World Index ist somit ein guter Repräsentant des Marktrisikos. Die übrigen Faktoren erklären systematische Renditen, die nicht durch das Marktrisiko erfasst sind. Beim Value-Faktor zeigt sich, dass tief bewertete Titel eine überdurchschnittliche Rendite ausweisen. Quality-Titel zeichnen sich durch ein überzeugendes und robustes Businessmodell aus und erzielen damit

6 Empirische Rendite der Faktoren Size, Value, Quality und Momentum



Quellen: AQR, Swisscanto (31.1.2023)

eine Überrendite. Momentum-Titel punkten schließlich mit ihrer momentanen Beliebtheit bei den Marktteilnehmern. Kleinkapitalisierte Size-Titel haben eine tiefere Liquidität, aber dafür oftmals eine bessere Rendite als die großkapitalisierten Unternehmen. In **ABBILDUNG 6** ist der Kursverlauf von Long-Short-Portfolios in diesen Faktoren über die letzten knapp 100 Jahre ersichtlich. Dies entspricht somit der relativen Rendite dieser Faktoren gegenüber dem Aktienmarkt.

5 Portfoliokonstruktion

Bevorzugt werden somit diejenigen Aktien, die im Aggregat aller Faktoren möglichst gut beurteilt werden. Ziel ist es, im Portfolio möglichst viele attraktive Aktien zu halten und unattraktive zu shorten, während gleichzeitig die CO₂e-Neutralität berücksichtigt wird und die Sektorgewichte dem Referenzindex entsprechen. Diese Optimierungsfunktion lässt sich per Algorithmus lösen.

Die Optimierungsaufgabe kann dabei folgendermaßen beschrieben werden: Maximiere die Exposition in attraktiv beurteilten Aktien unter der Nebenbedingung, dass die CO₂e-Intensität maximal bei null liegt, die Sektorgewichte dem Referenzindex entsprechen, die Summe der Long-Positionen bei 130 % und die Summe der Short-Positionen bei -30 % liegt sowie einem Risikobudget, das in Form des Tracking Errors gegenüber dem Referenzindex definiert wird.

Für die Risikoschätzung des Tracking Errors kommt das Risikomodell von MSCI Barra zur Anwendung. Dadurch entsteht ein Portfolio, das auf der Long-Seite Titel mit attraktivem Faktor-Exposure und relativ tiefem CO₂e-Exposure aufweist, während sich auf der Short-Seite Titel mit unattraktivem Faktor-Exposure und relativ hohem CO₂e-Exposure befinden. Somit werden die CO₂e-Emission und das Faktor-Exposure integral beurteilt.

Die Portfoliokonstruktion mit der Risikooptimierung hat zudem den Vorteil, dass problemlos weitere Nebenbedingungen integriert werden können. Oft werden einzelne Positionen begrenzt, in der absoluten Gewichtung oder relativ zum Referenzindex. Immer populärer werden auch Nachhaltigkeitskriterien, beispielsweise soll das ESG-Profil des Portfolios eine Mindestschwelle erreichen oder kontroverse Titel können komplett ausgeschlossen werden. Für eine effiziente Bewirtschaftung des Portfolios über die Zeit ist es zudem sinnvoll, die Transaktionskosten zu berücksichtigen. Diese können begrenzt werden, indem Turnover-Limite festgelegt werden, die nicht überschritten werden dürfen, oder ein Transaktionskostenbudget mitgegeben wird. So wird sichergestellt, dass die Transaktionskosten nicht aus dem Ruder laufen und nur die wichtigsten Transaktionen, also jene mit dem höchsten Nutzen, umgesetzt werden

6 Klimaschutz mit Engagement

Für den effektiven Klimaschutz ist ein Engagement bei den Unternehmen unabdingbar. Hier ist Engagement, also die aktive Aufforderung der Unternehmen, ehrgeizige CO₂e-Reduk-

tionsziele zu formulieren und konsequent umzusetzen, das Mittel der Wahl. Dafür stehen drei Optionen zur Auswahl, die je nach Situation eingesetzt werden können:

Direkter Dialog: Wichtig ist es, direkt mit den Unternehmen zu kommunizieren und den Wandel einzufordern. Es soll eine Strategie zur Reduzierung der Treibhausgasemissionen festgelegt werden und entsprechende KPIs in die Vergütungssysteme eingebunden werden. Dies ist insbesondere dann möglich, wenn die Beteiligung ausreichend groß ist.

Kollaboration: Wenn Anleger gemeinsame Ziele haben wie die Senkung der Emissionen, sind kollaborative Engagements sinnvoll. Diese finden vorwiegend über die UN-PRI-Plattform statt. Eine andere Möglichkeit ist die Unterstützung von klimarelevanten Initiativen wie Climate Action 100+, TCFD und Climate Bonds Initiative.

Globales Engagement: Um sich weltweit bei allen Unternehmen zu engagieren, bieten sich darauf spezialisierte Dienstleister an wie beispielsweise Sustainalytics. Über diese Dienstleister können die Anforderungen gebündelt und weltweit platziert werden.

Zudem kann über die Stimmrechtsausübung Einfluss auf die Klimapolitik der Unternehmen genommen werden. Wir sprechen Unternehmen aktiv auf das Thema Klimawandel an und fordern sie auf, eine ehrgeizige Strategie zur Reduzierung der Treibhausgasemissionen festzulegen, darüber eine Rechenschaftspflicht in den Verwaltungsräten zu etablieren und entsprechende ESG-KPIs in die Vergütungssysteme einzubinden.

Fazit

Die Erwartungen an ein CO₂e-neutrales Portfolio dürfen nicht überstrapaziert werden. Das Hauptziel eines CO₂e-neutralen Portfolios ist die Reduktion der Anlegerrisiken. Mit möglichst wenig CO₂e-Exposure wird das finanzielle Risiko bei steigender Regulierung und steigenden CO₂e-Preisen begrenzt. Investitionen in teure Unternehmen, die noch hohe Investitionen für die Transition tätigen müssen, werden vermieden.

Ein CO₂e-neutrales Portfolio ist somit ein Baustein für Netto-Null im Jahr 2050, der sich auf die Anlagerisiken fokussiert. Das Weltklima kann mit diesem Mittel allein nicht gerettet werden, und es ist umstritten, ob ein Verkauf von CO₂e-intensiven Unternehmen einen positiven Effekt auf die globalen Emissionen hat. Für die effektive Reduktion der Emissionen ist Engagement bei den Unternehmen essenziell.

Absolut|impact

Nachhaltige Perspektiven
für institutionelle Investoren

artikel

Erfahrungsbericht Investor

Verantwortungsbewusstes Investieren

MANUELA GUILLEBEAU, KARIN EGGER | Pensionskasse des Bundes PUBLICA

Asiatische Anleihen:

Netto-Null-Investments und gerechte Transition

GEOFFREY LUNT, SONJA KIMMESKAMP | HSBC

Factor Investing und Zero Carbon mit 130/30-Ansatz

DR. FABIAN ACKERMANN | Zürcher Kantonalbank | HOLGER KROHN | Swisscanto

Nachhaltige Transformation:

Klimakennzahlen und zukünftige Emissionen

DR. JIEYAN FANG-KLINGLER, DR. MAXIMILIAN STROH, FREDERIK WISSER
| Quoniam Asset Management

Greenwashing und Transformation

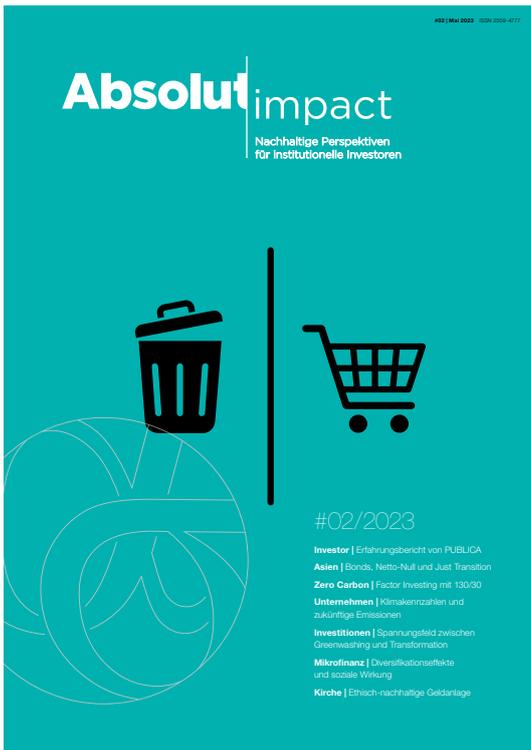
MICHAEL SCHMIDT | Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung / LAIQON
ELMAR SCHOBEL | KPMG | DR. CHRISTIAN WAIGEL | Waigel Rechtsanwälte

Soziale Wirkung und Diversifizierungseffekte von Mikrofinanzanlagen

MICHAEL ZINK, DR. MORITZ ISENMANN | Invest in Visions
LEON CEURSTEMONT | TH Köln

Der Leitfaden für ethisch-nachhaltige Geldanlage in der evangelischen Kirche

DR. KARIN BASSLER, ANTJE SCHNEEWEIß | AKI - EKD
KLAUS BERNSHAUSEN | Evangelische Ruhegehaltskasse



kommentare

Maik Haufe

IDEAL Lebensversicherung

Matt Lawton

T. Rowe Price

perspektiven

Michael Dittrich

Stellvertretender Generalsekretär, Abteilungsleiter Finanzen und Verwaltung
Deutsche Bundesstiftung Umwelt

Grünes Geld für den globalen Süden

Leseexemplar

Hier können Sie ein kostenloses Leseexemplar des Absolut|impact #02|2023 anfordern.

Absolut
research