

Der CO₂-Preis legt den Turbo ein

Emissionsrechte dürften langfristig teurer werden – eine attraktive, aber auch riskante Option für Anleger

Michael Schäfer

Der Weg hin zu einer CO-neutralen Welt erfordert grosse finanzielle Anstrengungen. In den öffentlichen Diskussionen kommen jedoch zwei Aspekte meist zu kurz. Einerseits, dass es sich dabei nicht um Ausgaben à fonds perdu handelt, sondern um Investitionen. Diese tragen dazu bei, die weitaus höheren Kosten zu begrenzen, die durch die direkten und indirekten Folgen des Klimawandels entstehen, wie einen steigenden Meeresspiegel oder die Zunahme von Hunger und Wassermangel. Andererseits wird oft vernachlässigt, dass der notwendige technologische Wandel zahlreichen Unternehmen Wachstumschancen eröffnet, was nicht zuletzt aus der Perspektive der Anleger interessant ist. Allerdings ist es nicht ganz einfach, jene Firmen zu identifizieren, deren Titel stark von diesen Entwicklungen profitieren werden. Aber warum sich weit auf die Äste hinauswagen, wenn man die Sache auch an der Wurzel angehen kann? Gemeint ist damit der Preis für CO-Emissionen. Ideal wäre es, wenn es einen globalen CO-Preis gäbe, der den durch die Treibhausgasemissionen verursachten finanziellen Schaden reflektiert. Durch diese von Ökonomen geforderte Internalisierung der externen Kosten würde es sich auf einen Schlag lohnen, CO-Emissionen zu reduzieren, etwa durch den Ausbau regenerativer Energiequellen. Von einer globalen Einführung eines CO-Preises ist man zwar noch weit entfernt, aber immerhin gibt es in einigen Ländern Ansätze in diese Richtung, etwa in Form von Steuern oder Lenkungsabgaben. Auch Unternehmen applizieren zunehmend interne CO-Preise, um Anreize zur Reduktion der Emissionen zu schaffen. Schliesslich **nimmt die Bedeutung von Börsen zu, an denen CO-Emissionsrechte gehandelt werden, und an dieser Stelle kommen auch die Anleger ins Spiel.**

Cap and Trade

Derartige Börsen existieren unter anderem in einer Reihe von US-Gliedstaaten, in Japan für die Region Tokio, in Korea und seit kurzem auch in China. Das bedeutendste Emissionshandelssystem ist aber bis anhin jenes der Europäischen Union (EU-EHS). Es wurde 2005 ins Leben gerufen, und seit einem Jahr nehmen daran auch rund 50 schweizerische Firmen teil. Im EU-EHS sind vor allem Unternehmen einbezogen, die Strom und Wärme erzeugen oder energieintensive Produkte wie Industriemetalle, Zement oder Papier herstellen. Sie müssen für die von ihnen emittierten Treibhausgase am Ende des Jahres entsprechende Emissionszertifikate abgeben. **Wichtige Emissionsquellen wie der Automobilverkehr, die Landwirtschaft oder Immobilien sind bisher nicht eingebunden, eine Ausweitung wird aber diskutiert.** Wer überschüssige Rechte besitzt, kann diese an der Börse verkaufen. Umgekehrt müssen jene Zertifikate zukaufen, die über zu wenige verfügen. Der Clou ist, dass der Regulator die Gesamtmenge der CO-Emissionen über eine jährliche Obergrenze limitiert, die er über die Zeit reduziert. Dieser als «Cap and Trade» bezeichnete Mechanismus soll massgeblich dazu beitragen, dass die EU ihren Beitrag zur Erfüllung des Pariser Klimaabkommens leistet. Einer der Vorteile eines solchen Handelssystems ist, dass es marktwirtschaftliche Elemente besitzt. Der Regulator legt die Emissionsmengen fest, die in einer Periode zusätzlich ins System gegeben werden. Die Preisbildung für die Zertifikate wird dann dem Spiel von Angebot und Nachfrage überlassen. Allerdings ist es nicht irrelevant, zu welchem Preis die Emissionsrechte an der Börse gehandelt werden, man kann vielmehr von einer Gratwanderung sprechen. **Sind die Zertifikate nämlich zu billig, fehlen die nötigen Anreize, um die Emissionen zu verringern und in die Entwicklung von CO-armen Technologien zu investieren. Handkehrum droht bei einem zu hohen Preis, dass Unternehmen aus der EU nicht mehr konkurrenzfähig sind, weil ihre Wettbewerber aus anderen Regionen nicht mit vergleichbaren Belastungen konfrontiert sind. Es wäre dann zu befürchten, dass sie ihre Produktion ins Ausland verlagern.**

Um dies zu verhindern, teilt die EU den Unternehmen eine gewisse Menge der Zertifikate kostenlos zu, der Rest wird versteigert. Die Quote der zugeteilten Rechte wird schrittweise reduziert, 2013 betrug sie noch 80%, im vergangenen Jahr lag sie nur noch bei 30%. Darüber hinaus hat die EU noch weitere Möglichkeiten, in das System einzugreifen, etwa indem sie zusätzliche Zertifikate in den Markt gibt oder Zertifikate zurückhält.

Doch was bedeutet all das für die Anleger? Lange Jahre war das EU-Handelssystem von Kinderkrankheiten geprägt. Eine zentrale Unzulänglichkeit lag darin, dass den Unternehmen in den frühen Jahren viel zu viele Zertifikate zugeteilt wurden, was vor allem in der Finanzkrise auf den **Preis der Emissionsrechte drückte. Seit einigen Jahren zieht dieser aber spürbar an, wozu gleich mehrere Faktoren beigetragen haben. So wird die Obergrenze der in einem Jahr zur Verfügung stehenden Zertifikate stetig reduziert. Zwischen 2013 und 2020 wurde sie alle zwölf Monate um 1,74% vermindert, ab diesem Jahr werden es 2,2% sein. Darüber hinaus wurden die Emissionsmengen in den Jahren 2014 bis 2016 um insgesamt 900 Mio. Zertifikate zusätzlich gekürzt, die dem Markt teilweise dauerhaft entzogen werden. Schliesslich hat die EU im Dezember beschlossen, ihre CO-Emissionen gegenüber 1990 nicht wie zunächst vorgesehen bis 2030 um 40%, sondern um 55% zu senken.** Eine Aussicht auf Erfolg besteht wohl nur dann, wenn die jährlichen Reduktionen nochmals spürbar verschärft werden. Das eine oder andere Unternehmen hat dies zum Anlass genommen, sich noch möglichst günstig mit Zertifikaten einzudecken, um sie später zu nutzen. Die genannten Faktoren haben zu mehr als einer Verdopplung der CO-Emissionsrechte innert Jahresfrist beigetragen. Am Montag notierten sie bei knapp 65 € – ein neuer Höchstwert. Dass dies noch lange nicht reichen wird, um die nötigen Investitionen anzustossen, ist wenig umstritten; was der **«richtige» bzw. zielführende Preis** ist, dafür umso mehr. **Der Versicherer Swiss Re, der selbst vergleichsweise nur wenig CO-Emissionen verursacht, wendet derzeit einen internen Verrechnungspreis von 100 \$/t an und will ihn bis 2030 sukzessiv auf 200 \$/t erhöhen. Das deutsche Umweltbundesamt empfiehlt bereits für 2021 einen Ansatz von rund 200 €/t. Allerdings müsste dann die nächste Generation einen grösseren Teil der Kosten tragen. Bei einer Gleichgewichtung des Wohlfahrtsverlustes zwischen der heutigen und der künftigen Generation liege der Preis bei rund 700 €/t.** In dieser Grössenordnung bewegen sich denn auch die Forderungen so mancher Nichtregierungsorganisation. Christian Goller von der Universität Toulouse hat vor einem Jahr berechnet, dass der CO₂-Preis, ausgehend vom heutigen Niveau, bis 2035 auf rund 150 £ steigen müsste, was einer Rendite von über 6% entsprechen würde. Man braucht nicht allzu viel Phantasie, dass das für manchen Anleger nach einer Art garantierten Rendite klingt, die zudem noch weit über dem liegt, was man heutzutage mit risikoarmen Anleihen erzielen kann. Ganz so einfach ist die Angelegenheit jedoch nicht. Auch wenn der Preis der CO-Emissionsrechte an einer Börse zustande kommt, hängt er stark vom durch die Politik vorgegebenen Rahmen ab. Dieser wird nicht nur durch den Willen der EU bestimmt, ihre Klima-Verpflichtungen einzuhalten, sondern auch von der bereits angesprochenen Gefahr der Benachteiligung von Firmen, die Emissionszertifikate abgeben müssen. Die EU beabsichtigt deshalb, für möglichst gleich lange Spiesse zu sorgen, indem Güter, die in einer Region mit einem niedrigeren CO-Preis produziert wurden, beim Import mit einem entsprechenden Zoll belegt werden sollen.

Ob sich diese Pläne verwirklichen lassen werden und wie das konkret funktionieren soll, steht aber noch in den Sternen. Damit dürfte der langfristige «sichere» Anstieg der CO-Emissionspreise zumindest im genannten Ausmass noch auf ziemlich wackligen Füßen stehen. Darüber hinaus kann auch die kurzfristige Entwicklung sehr volatil ausfallen. Was die verfügbaren Anlageprodukte angeht, hat deren Zahl jüngst zugenommen, sie bewegt sich aber noch in einem überschaubaren Rahmen. Die Société Générale bietet ein Trackerzertifikat auf CO-Emissionsrechte an, Wisdom Tree einen ETC (Exchange-Traded Commodity) auf den Solactive-Carbon-Emission-Allowances-Rolling-Futures-Index und die UBS einen ETC auf den UBS-Bloomberg-CMCI-Emissions-Index.

Grundsätzlich wird in die Emissionsrechte via Futures investiert, wobei das UBS-Produkt verspricht, die sonst schon vergleichsweise geringen Rollkosten (bei den Emissionsrechten entfallen Lagerkosten, die etwa beim Erdöl stark zu Buche schlagen können) nochmals zu optimieren. Neben diesen Produkten, die die Preisentwicklung der Emissionsrechte eins zu eins abbilden, gibt es auch eine Reihe von Hebelprodukten. Zu diesen zählen drei Mini-Futures von Vontobel, wovon zwei auf steigende Kurse setzen und eines auf fallende. Auch Goldman Sachs sowie Morgan Stanley bieten gehebelte Produkte an. Durch den Hebel nimmt die Volatilität der Anlage aber nochmals zu, die Gefahr eines Totalverlusts steigt, und auch die Kosten sind in der Regel höher und schwerer nachvollziehbar als bei den Produkten, die eine Eins-zu-eins-Abbildung anstreben. Sie eignen sich deshalb nur für kurzfristige Wetten, nicht aber für langfristige Investments. Bei allen genannten

Lösungen handelt es sich um strukturierte Produkte, womit Anleger ein Emittentenrisiko tragen. Bei Zahlungsunfähigkeit des Emittenten droht ein Totalverlust, unabhängig von der Entwicklung des CO-Preises. Beim Produkt von Wisdom Tree wird dieser Nachteil durch eine Hinterlegung mit Sicherheiten minimiert. Unter dem Strich bilden CO-Emissionsrechte eine interessante Anlage für langfristig orientierte Investoren. Allerdings sind die Risiken nicht zu unterschätzen, nicht zuletzt, weil Angebot und Nachfrage innerhalb des Rahmens funktionieren, den die Politik vorgibt. Wie dieser Rahmen in den nächsten fünf, zehn oder fünfzehn Jahren aussehen wird, ist alles andere als klar, auch wenn die Pläne der Politiker noch so ambitioniert sind.

Aus dem E-Paper vom 28.09.2021