

Chancen und Risiken des Emissionshandels für Finanzdienstleister

Handelsrisiko Kohlendioxid

Die in Kyoto beschlossenen weltweiten staatlichen Minderungsverpflichtungen prägen immer stärker die energiepolitischen Diskussionen in den Unternehmen. Aufgrund der Zunahme von Schäden aus Naturkatastrophen, der Verschärfung der Umweltgesetzgebung sowie der gestiegenen Ansprüche der Kapitalmärkte kann mittelfristig kein Unternehmen auf das Management des Faktors Klima verzichten. Dies stellt auch Finanzdienstleister vor neue Herausforderungen.

Aus der Sicht von Finanzdienstleistern stellt die Einbindung des Klimarisikos in das Risikomanagement ein weitgehend neues Problemfeld dar (1). Insbesondere der Konkretisierung des Emissionshandels und damit verbunden auch der Einführung der im Protokoll vorgeschlagenen flexiblen Mechanismen Joint Implementation (JI) und Clean Development Mechanism (CDM) kommt auf der Produktseite der Finanzdienstleister eine potenziell bedeutende Rolle zu.

Ab 2008 kann ein internationaler Handel mit Emissionen beginnen. Unabhängig davon hat die EU diesen Schritt bereits vorweg genommen und wird ab 2005 einen europaweiten Kohlendioxidemissionshandel einführen, der rund 4000 bis 5000 Anlagen einbeziehen wird. Rund 40 Prozent der EU-weiten Kohlendioxid-Emissionen sollen damit handelbar werden. Für die Unternehmen – speziell für die, die unter die EU-Richtlinie fallen – bedeutet dies: der ursprünglich auf Vertragsstaatenebene gedachte Emissionshandel wird auf die Ebene der industriellen Emittenten herunter gebrochen. Dabei ist klar, dass nicht der Emissionshandel an sich Emissionsminderungen bewirkt, sondern dies durch Zuteilung der Emissionsmenge über Reduktionsziele erfolgt. Der Emissionshandel garantiert die kosteneffiziente Erreichung des Ziels.

Gegenwärtig entwickelt sich bereits sprunghaft ein internationaler Markt für Treibhausgasemissionsrechte, vorangetrieben durch Handelssysteme in den USA, Großbritannien oder Dänemark. Insgesamt wurden 2002 schätzungsweise bereits 200 Millionen Tonnen Kohlendioxid gehandelt. Die aktuellen Preise differieren mit einer Spanne von ca. ein bis zehn US Dollar pro Tonne Kohlendioxid noch relativ stark. Mittelfristig ist ein Preis von fünf bis zehn Dollar pro Tonne realistisch. Das gesamte Handelsvolumen wird ab dem Jahr 2008

auf mindestens 60 Milliarden Dollar pro Jahr geschätzt. Insgesamt sind folgende Marktcharakteristika zu beobachten:

- Es existieren mittlerweile verschiedene öffentliche und private Handelsinitiativen.
- Es entstehen zunehmend verpflichtende (compliance) Handelssysteme.
- Die Transaktionsformen werden zunehmend diversifiziert (in Form von Options, Forwards, Swaps etc., siehe unten)
- Es ist eine steigende Aktivität am Markt festzustellen.

Für Finanzdienstleister eröffnet ein globaler Emissionshandel einerseits neue Geschäftsfelder, andererseits gehören die direkt vom Handel betroffenen energieintensiv produzierenden Unternehmen zu den Kunden der Finanzdienstleister bzw. es werden Beteiligungen an diesen Unternehmen gehalten. Das heißt: Chancen und Risiken für die vom Emissionshandel direkt betroffenen Unternehmen sind auch Chancen und Risiken für die Banken (2).

► Die deutsche Diskussion

Die Entwicklung der Kohlendioxid-Emissionen lässt zunehmend Zweifel bezüglich der Erreichung der angestrebten Reduktionsziele für Deutschland aufkommen. Beispielsweise wird der Endenergieverbrauch der Unternehmen für die Erzeugung von Prozesswärme, für das Heizen und den Antrieb von Produktionsmaschinen wieder ansteigen (3). In Deutschland entzündete sich dabei massive Kritik weiter Teile der deutschen Wirtschaft am geplanten Emissionshandel (4), wie etwa in der Chemieindustrie. Allerdings sprachen sich andere Unternehmen wie Shell, BP, Gerling oder die Dresdner Bank für eine Erprobung dieses Instrumentariums aus und sammelten in eigenen Projekten bereits konkrete Erfahrungen.

In diesem Kontext kommt den nationalen Pilotprojekten eine wichtige Bedeutung zu. In Deutschland haben einige Bundesländer Projekte zum Kauf von Kohlendioxid-Minderungen gestartet. Das mengenmäßig bedeutsamste ist der so genannte "Hessen-Tender", eine Kooperation zwischen dem Hessischen Umweltministerium und Partnern aus der Wirtschaft, darunter der Dresdner Bank sowie der Deutschen Ausgleichsbank (5). Als Marktpreis wurden im Zuge einer Auktion hier 6,58 Euro ermittelt; es haben sich jedoch auch die wahrscheinlichen Schwierigkeiten eines solchen Systems offenbart, unter anderem die Frage nach der Handelbarkeit immaterieller Güter und deren vertragsrechtliche Umsetzung.

► Chancen für Finanzdienstleister: Projektfinanzierung...

Für Finanzdienstleister rücken beim Emissionshandel ganz unterschiedliche Geschäftsfelder und Produkte in den Blick.

Der Emissionshandel bietet insbesondere bei Projektfinanzierungen Potenziale. Bei JI/CDM-Projekten sind Emissionszertifikate bzw. ein Emissionsguthaben im Rahmen der Kreditwürdigkeitsprüfung wichtige monetäre Werte, die in die Bonität einfließen und in die Analyse der zu erwartenden Cash flows einbezogen werden müssen. Aber auch bei herkömmlichen Projektfinanzierungen können Emissionszertifikate eine wichtige Rolle spielen, insbesondere mit Blick auf die Risikostruktur. Denn Kosten, die durch Minderungsmaßnahmen oder Zukauf von Emissionszertifikaten entstehen, beeinträchtigen letztlich den Cash flow.

Das Vorhalten von Emissions-Zertifikaten wirkt sich positiv auf die Liquidität des Unternehmens aus, zu wenig Emissions-Zertifikate negativ auf das Eigenkapital. Die Kreditwürdigkeitsprüfung wird um einen wesentlichen Punkt erweitert werden müssen. Eine wichtige Chance für Finanzdienstleister liegt also in der innovativen Anwendung des klimapolitischen Instrumentariums bei Projektfinanzierungen und in der Beratung, zum Beispiel durch Umstrukturierung herkömmlicher Projekte in JI- oder CDM-Projekte. Voraussetzung ist allerdings, dass für die Mechanismen klare staatliche Rahmenbedingungen, das heißt rechtliche Gewährleistungen, gesetzt werden.

► ... Asset Management...

Bereits jetzt werden mit Blick auf den globalen Klimaschutz spezielle Investmentfonds, so genannte Carbon Fonds, aufgelegt. Das Portfolio von Carbon Fonds setzt sich aus Treibhausgas redu-

zierenden JI- bzw. CDM-Projekten zusammen. Seit Januar 2000 sind weltweit sechs Carbon Fonds mit einem Gesamtvolumen von mehr als einer Milliarde US Dollar platziert worden. Vorreiter auf dem Gebiet derartiger Fonds ist die Weltbank mit ihrem Prototype Carbon Fund (PCF) vom Januar 2000. Dieser weist aufgrund der hohen Nachfrage mittlerweile ein Volumen von 180 Millionen Dollar auf. Schwerpunkt des Fonds sind Investitionen in Entwicklungs- und Schwellenländern (6). Im letzten Jahr hat die Weltbank zwei neue Fonds aufgelegt: einen Carbon Fond für kleinere Projekte sowie einen Fond für Senkenprojekte aus dem Bereich Forstwirtschaft (vgl. auch *Ökologisches Wirtschaften* Nr. 1/2003, S. 2).

► ... Wertpapierhandel ...

Der Handel mit Emissionszertifikaten unterscheidet sich nur wenig vom Handel mit anderen Wertpapieren. Banken können sich als Broker für Emissionszertifikate auf ihre Erfahrungen im Wertpapierhandel stützen. Allerdings ist hierfür spezielle Expertise notwendig. Inwiefern Banken in Konkurrenz zu spezialisierten Brokerhäusern eine eigene Marktbeobachtung aufbauen wollen, hängt sicherlich auch davon ab, inwieweit Synergieeffekte im Zusammenhang mit Erfahrungen in der Projektfinanzierung genutzt werden können. Beim Handel spielen auch Derivate als wichtiges Finanzprodukt zur Risikodiversifizierung eine Rolle. Strom- bzw. Wetterderivate sind bereits entwickelte Produkte. Für die Absicherung der Risiken beim Handel mit Emissionen kommen unterschiedliche Derivattypen in Frage. Eine Möglichkeit bietet der Kauf von in der Zukunft zu liefernden Zertifikaten zu einem heute festgelegten Preis (Forwards).

Optionen garantieren dagegen das Recht, innerhalb eines definierten Zeitraumes Zertifikate zu einem fixen Preis kaufen oder verkaufen zu können. Zudem können Zahlungsverpflichtungen getauscht werden, d.h. verschiedene "Zertifikatswährungen" ausgetauscht werden (Swaps). Ein aktuelles Beispiel für einen Swap ist der Tausch von Zertifikaten aus dem britischen und dem dänischen Emissionshandelssystem zwischen Shell und dem dänischen Stromerzeuger Elsam.

► ... und Haftungs- und Versicherungsprodukte

Die Weiterentwicklung solcher Produkte wird eng mit den Risiken des geplanten Emissionshandels zusammenhängen. Zum einen könnte die Umwelthaftpflichtversicherung auf Schadensfälle wie Pro-

duktionsausfälle ausgedehnt werden, die entstehen, wenn Emissionszertifikate für die Produktion fehlen. Natürlich kann auch eine spezielle Versicherungspolice kreiert werden. Zum anderen können haftungsrechtliche Produkte entwickelt werden, die den Schaden beim Kauf oder Verkauf "nicht gedeckter" Emissionszertifikate regeln.

Letztlich ist es auch denkbar, dass Finanzdienstleister direkt am Zertifikatehandel beispielsweise als Käufer und Verkäufer von Kohlendioxid-Lizenzen teilnehmen. Auch wenn die Finanzdienstleister von der Selbstverpflichtungserklärung der deutschen Wirtschaft (noch) ausgenommen sind, haben viele Banken und Versicherungen sich eigene anspruchsvolle Kohlendioxid-Minderungsziele gesetzt. Diese können oft nicht mehr durch Energieeinsparungen im Geschäftsbetrieb, aber durch den Kauf von Kohlendioxid-Zertifikaten erreicht werden.

► Emissionshandel und Risikomanagement

Vorbereitungen auf einen Handel mit Emissionen klimarelevanter Gase sind ganz wesentlich Teil des Risikomanagements der Finanzdienstleister. Dabei muss vor allem die Liquidität des Marktes sichergestellt sein. Mengen- und Preisrisiko sind direkter Ausdruck der Liquidität. Im Rahmen einer Risikostrategie zeichnen sich dabei Einzelrisiken ab, die die Liquidität oder gar das Zustandekommen eines Marktes gefährden können:

* Politische Risiken: Inwieweit auf internationaler Ebene das Kyoto-Protokoll völkerrechtlich verbindlich in Kraft treten kann, hängt von Russland ab. Alle übrigen Voraussetzungen sind geschaffen. Doch auch ein in Kraft treten des Kyoto-Protokolls sagt noch nichts darüber aus, welchen Weg die Unterzeichnerstaaten wählen werden, um ihre Kohlendioxid-Emissionen zu senken. Emissionshandel ist nur eine, wenn auch derzeit zentrale Option des Klimaschutzes. Ebenso ist die Ausgestaltung eines europäischen Emissionshandels noch offen. Generell stellt sich die Frage wie hoch die Transaktionskosten eines zukünftigen Handelssystems sind. Dabei gilt: Je höher der Grad der Standardisierung des Emissionshandels, desto niedriger die Transaktionskosten. In diesem Zusammenhang stellt sich ebenso die Frage nach der Fungibilität verschiedener nationaler Handelssysteme. Von der Art und Weise der Beantwortung dieser Fragen hängen direkt die Liquidität der Emissionshandelsmärkte, die Werthaltigkeit der gehandelten Zertifikate, und letztlich auch die Preisentwicklung pro Tonne Kohlendioxid ab.

● Risiken bei der Einbindung von JI- und CDM-Projekten: Bislang werden noch die Regularien erarbeitet, mit deren Hilfe JI- und CDM-Projekte in den Emissionshandel integriert werden können. Derartige Projekte werden auch direkte Wirkung auf das Handelsvolumen und damit den Preis haben.

● Spezifische Risiken für die Unternehmen: Darüber hinaus müssen Finanzdienstleister im Falle eines verpflichtenden Handels künftig die Risiken und Geschäftschancen der einzelnen Branchen, die dem Handel unterliegen, erfassen. Im Rahmen der Ratings werden Aspekte wie energieintensive Produktionsweise, Wetterabhängigkeit oder Maßnahmen und Projekte zur Energieeffizienz eine wichtigere Rolle spielen.

Generell gilt: Alle Marktteilnehmer sind gut beraten, sich mit einer carbon-restrained future vertraut zu machen und ihre unternehmerischen Strategien darauf auszurichten. Klimaschutz wird somit unverzichtbarer Bestandteil des Risikomanagements werden.

Anmerkungen

- (1) Vgl. UNEP: CEO briefing: Climate risk to global economy. UNEP, Geneva 2002; PwC Deutsche Revision: Klima im Handel. Unternehmerische Perspektiven im Klimaschutz. Frankfurt a.M. 2002.
- (2) Sandhövel, A.: Geld verdienen mit CO₂-Zertifikaten? Emissionshandel aus Finanzdienstleistersicht. In: *ew*, Nr. 14 (2002), S. 44-47.
- (3) Meyer, B.: Prognose der CO₂-Emissionen in Deutschland bis zum Jahre 2010. Osnabrück 2002.
- (4) Vgl. z.B. Lafeld, S./ Sandhövel, A.: Germany Riven Over Emissions Trading. In: *Environmental Finance*, March 2002 oder Ströbele, W./ Hillebrandt, K.: Zertifikatehandel auf dem Prüfstand. Ausgestaltungsprobleme des Vorschlags der EU für eine Richtlinie zum Emissionshandel. Münster, Essen 2002; siehe auch den Beitrag von Rudolph, S.: Noch viel offene Fragen. In *Ökologisches Wirtschaften*, Nr. 6/2002, S. 5.
- (5) Vgl. Spiegel (Hrsg.) hierzu ausführlich HMULF 2001: Hessen Tender für CO₂-Zertifikate, Wiesbaden 2001; zum Baden-Württembergischen Modellprojekt vgl. Ehrhart, K.M. et al.: Mehr als nur ein Spiel. In: *Ökologisches Wirtschaften*, Nr. 1/2003, S. 27.
- (6) PCF: Prototype Carbon Fund. A Public Private Partnership. Annual Report 2002, Washington D.C. 2002.

Der Autor

Dr. Armin Sandhövel ist Leiter der Corporate Sustainability-Abteilung der Dresdner Bank.
Kontakt: Dresdner Bank AG, Weserstraße 31, 5. OG, 60301 Frankfurt.
E-Mail: armin.sandhoevel@dresdner-bank.com

(c) 2010 Authors; licensee IÖW and oekom verlag. This is an article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial No Derivates License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/>), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.