

Wenn Riesen sich bewegen

BlackRock kündigte vor einem Jahr an, sich aus **Kohleinvestments** zurückzuziehen. Eine gute Gelegenheit für Wissenschaftler zu ergründen, wie es um die Marktmacht der Großen bestellt ist.

Dass BlackRock es mit seiner Nachhaltigkeitsstrategie ernst meint, wurde spätestens durch den letztjährigen Brief von BlackRock-CEO Larry Fink, der am 14. Januar 2020 veröffentlicht wurde, sonnenklar. Im Zuge des Umbaus der Anlagestrategie in Richtung ESG schreckte der Branchenprimus der Asset-Management-Industrie mit mehr als sieben Billionen US-Dollar an Assets under Management auch nicht vor der Ankündigung zurück, aus Investments in Kohleunternehmen binnen Jahresfrist auszusteigen. Betroffen waren davon Unternehmen, die mindestens ein Viertel ihres Umsatzes aus der Produktion von Kraftwerkskohle generieren. Gleichzeitig verlautbarte BlackRock, man werde jene Unternehmen genau

beobachten, die sich auf Kraftwerkskohle (thermische Kohle) als Inputfaktor stützen. Grund genug für Prof. Dr. Alexander Bassen, Chair of Capital Markets and Management an der Universität Hamburg, Daniel Buchholz, wissenschaftlicher Mitarbeiter am Kapitalmarktinstitut der Universität Hamburg, sowie Dr. Thomas Kaspereit, Asso-

ciate Professor of Financial Accounting an der Universität von Luxemburg, zu analysieren, welche Auswirkungen mit Ankündigung und Durchführung der Veräußerung der Kohleinvestments von BlackRock auf den Kapitalmarkt verbunden sind, aber auch welche Konsequenz diese Maßnahme auf den Aktienkurs BlackRocks hat.



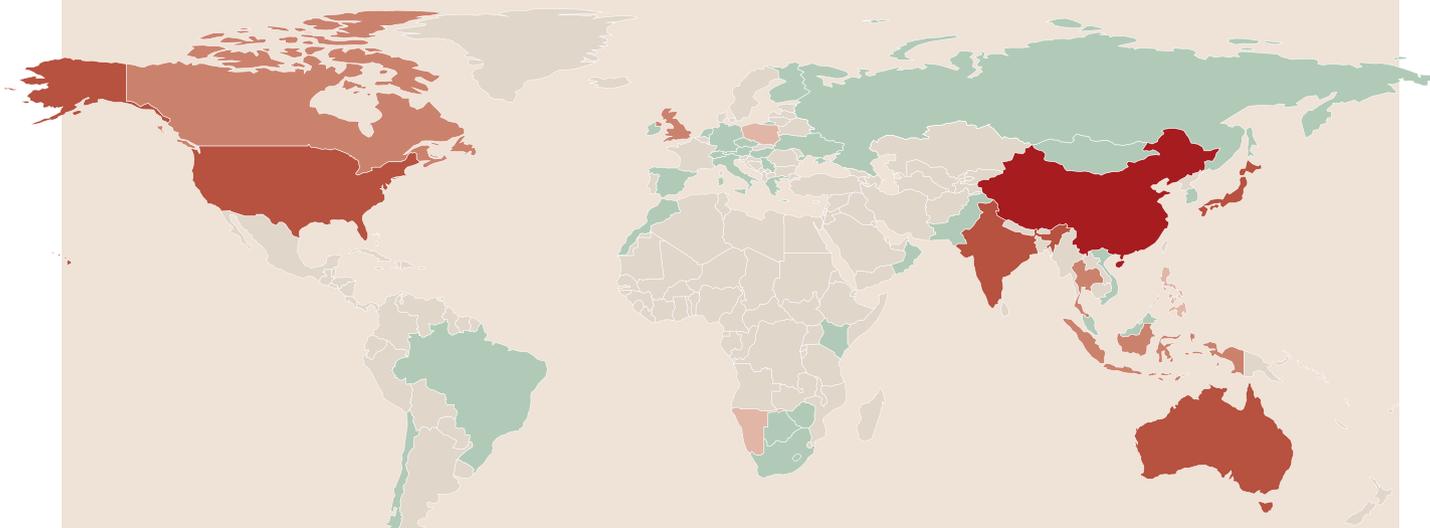
» Der Markt ging zu Recht davon aus, dass die Entscheidung zu einer Wertsteigerung von BlackRock führt.«

Prof. Dr. Alexander Bassen, Chair of Capital Markets and Management an der Universität Hamburg

Wo die Klimasünder sitzen

Verteilung der börsennotierten Produzenten von Kraftwerkskohle

- 50 bis 100 Kraftwerkskohle-Produzenten
- 19 bis 49 Kraftwerkskohle-Produzenten
- 9 bis 18 Kraftwerkskohle-Produzenten
- 5 bis 8 Kraftwerkskohle-Produzenten
- 1 bis 4 Kraftwerkskohle-Produzenten
- keine Daten



Die Grafik zeigt, verteilt nach Ländern, die absolute Anzahl der Unternehmen, die die Autoren in der Studie betrachten. Von diesen Unternehmen sitzen 97 in China, 37 in den USA und 31 in Australien.

Quelle: Studie

FOTO: © UNIVERSITÄT HAMBURG, AGNORMARK | STOCK.ADOBE.COM



Dass sich große Investoren vom Investmentthema „Kohle“ abwenden, hat sowohl auf diese Industrie als auch auf die Vermögensverwalter selbst Auswirkungen. Eine aktuelle Studie beleuchtet die Zusammenhänge.

Klimarisiken

Auf Kohle basierende Geschäftsmodelle stehen bereits seit Längerem auf tönernen Füßen und haben im Westen in Bezug auf ihre gesellschaftliche Akzeptanz zunehmend Schwierigkeiten. Kohleverbrennung zur Stromgewinnung gilt als großer Beitrag zum Global Warming, wie die IEA 2019 im „Global Energy and CO₂ Status Report“ festhielt. Bereits zuvor haben sich große Vermögensverwalter wie etwa die Allianz 2018 und Staatsfonds wie jener Norwegens 2015 zum Kohleausstieg bekannt. Grundsätzlich gibt es mehrere Arten, wie Investoren Klimarisiken adressieren können. Zum einen können sie im Rahmen von Engagement entweder bei privaten Treffen oder auch auf der Hauptversammlung Klimarisiken ansprechen, zum anderen gibt es die Möglichkeit, durch Divestment ein starkes Zeichen zu setzen. Das Autorentrio hält sich zugute, das erste Team von Kapitalmarktwissenschaftlern zu sein, die sich eingehend

mit der Auswirkung von Divestments eines börsennotierten Asset Managers auseinandersetzen, der implizit argumentiert, dass mit Engagement bei bestimmten Sektoren wie thermischer Kohle nichts zu erreichen sei. Die vorliegende Studie ist als Ergänzung der Arbeit von Dordi und Weber mit dem Titel „The Impact of Divestment Announcements on the Share Price of Fossil Fuel Stocks“ zu sehen, die 2019 publiziert wurde. Hier wurden die Ankündigungen von Stiftungen, Kampagnen oder Staatsfonds untersucht, die von der breiten Öffentlichkeit beobachtet werden. Bassen, Buchholz und Kaspereit hingegen gehen davon aus, dass institutionelle Investoren andere Beweggründe haben als private Asset-Eigentümer, sich aus bestimmten Vermögenswerten zurückzuziehen., und zwar aufgrund ihrer Treuhänderfunktion und des Eigeninteresses. Dazu kommt, dass Nachhaltigkeit im Finanzbereich seit dem Pariser Abkommen 2015, mit dem die Erderwärmung beschränkt werden soll, an Bedeu-

tung zweifellos gewonnen hat, die Stichprobe von Dordi und Weber aber kurz danach bereits endet. Nachdem das Erscheinungsdatum von Larry Finks Brief 2020 von BlackRock frei gewählt wurde, geht das Autorentrio von der Annahme aus, dass BlackRock seine Anpassungsschritte in puncto thermischer Kohleinvestments dergestalt vorgenommen hat, dass die Fondsanleger vor den Folgen der Veräußerung möglichst geschützt bleiben.

Frühere Studien

Die Konsequenzen der Veräußerung bestimmter Vermögenswerte aufgrund öffentlichen und politischen Drucks wurden erstmals im Zusammenhang mit Firmen diskutiert, die Geschäfte mit dem Apartheid-Regime in Südafrika machten. Event-Studien dazu legen den Schluss nahe, dass Firmen, die bekanntgaben, sich aus Südafrika zurückzuziehen, während der ersten Jahre des Rückzugs aus dem Land am Kap mit



Im Mittelpunkt des Briefs von Larry Fink, Chief Executive Officer von BlackRock, an die CEOs steht zu Jahresanfang 2021 der globale Übergang zu einer klimaneutralen „Netto-Null“-Wirtschaft – und was dieser Wandel für Unternehmen und Investoren bedeutet. Im Januar 2020 schrieb er unter anderem, dass bei BlackRock das ESG-Risiko bei aktiven Strategien reduziert werde. So habe sein Unternehmen damit begonnen, börsennotierte Wertpapiere von Unternehmen, die mehr als 25 Prozent ihrer Umsätze aus der Kohleproduktion erwirtschaften, aus diskretionären aktiven Anlageportfolios zu eliminieren. Das hat die Wissenschaft auf den Plan gerufen, die Auswirkungen solcher Ankündigungen zu untersuchen.

einer negativen Aktienkursentwicklung konfrontiert waren. Das änderte sich nach dem Rangel Amendment, das verhinderte, dass US-Firmen Steuergutschriften für in Südafrika entrichtete Steuern erhielten. Damit verschwanden die negativen Auswirkungen.

Event-Studien wurden auch im Zusammenhang mit Umwelt Risiken durchgeführt. Mehrere Arbeiten befassen sich mit dem durch einen Tsunami ausgelösten Atomunfall in Fukushima im März 2011, wovon mehrere Kernkraftwerksgesellschaften betroffen waren, da mehrere Länder und Investoren im Zuge dessen begannen, die Risiken von Atomkraft neu einzuschätzen. Zu nennen sind hier insbesondere die Studie „Contagion Effects in the Electric Utility Industry Following the Fukushima Nuclear Accident“ von Basse Mama und Bassen von 2013 sowie jene von Lopatta und Kaspereit aus dem Folgejahr mit dem Titel „The Cross-Section of Returns, Benchmark Model Parameters and Idiosyncratic Volatility of Nuclear Energy Firms after Fukushima Daiichi“. In beiden Papers wird festgehalten, dass sich die Betreiber von Kern-

kraftreaktoren weltweit signifikant negative Aktienrenditen gegenüber sahen und verschiedene Regierungen sich von der Kernenergie abwendeten. Die Analyse des Autorentrios trägt zur wissenschaftlichen Literatur über die Kapitalmarktauswirkungen von Divestments im fossilen Energiebereich als ein Weg bei, die Risiken des Klimawandels anzusprechen. Die Arbeit von Dordi und Weber von 2019 analysiert verschiedene Divestment-Kampagnen und die darauffolgenden Reaktionen an den Kapitalmärkten, gemessen an den Aktienrenditen eines Portfolios fossiler Energietitel. Dordi und Weber fanden Belege für abnormale negative Renditen in zeitlichem Zusammenhang mit den Kampagnen-Events. Analog dazu prognostizieren Bassen, Buchholz und Kaspereit negative Aktienmarktreaktionen bei Kohletiteln nach BlackRocks Ankündigung, sich aus diesen zurückzuziehen.

Drei Hypothesen

Die Autoren erwarten erstens signifikant negative Renditen von Kohleaktien um den

Tag der Ankündigung des BlackRock-Rückzugs. Dafür spricht, dass Hartzmark und Sussman 2019 in „Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows“ berichteten, dass die Ankündigung des Rückzugs aus fossiler Energie bei großen institutionellen Investoren das Bewusstsein erhöht und dazu führen kann, dass andere Kapitalmarktteilnehmer ihr Engagement in fossile Energie zu überdenken beginnen. Da BlackRocks Gewinne von den Asset-Management-Gebühren ganz wesentlich abhängen, erwarten die Autoren, dass ein solcher Schritt von der Börse honoriert wird. Das führt zur zweiten Hypothese, der zufolge BlackRocks Rückzug für dessen Aktionäre wertsteigernd wirkt. Dabei nehmen die Autoren an, dass der Asset-Management-Gigant schon vor der Ankündigung des Rückzugs aus thermischen Kohleinvestments gewisse Adjustierungen seiner Positionen vorgenommen hat, besonders in Bezug auf jene Gesellschaften, die anfällig für negative abnormale Renditen nach der Ankündigung sind. Dies kann damit gerechtfertigt werden,

dass die Gebühren einen Prozentsatz der verwalteten Assets ausmachen, aber auch eine Verantwortlichkeit von BlackRock als Treuhänder im Rahmen des Vermögensverwaltungsauftrags besteht. Die dritte zu testende Hypothese lautet daher: BlackRock verringerte sein Exposure bei den von negativen Auswirkungen betroffenen Unternehmen vor der Ankündigung, diese Positionen zu liquidieren.

Datenbasis

Die Autoren stellen auf die Global Coal Exit List (GCEL) einer deutschen NGO namens „urgewald“ ab, um die Stichprobe der betroffenen Unternehmen zu erhalten. Die Daten beinhalten eine umfangreiche Liste von 2.182 Firmen und deren Tochterunternehmen entlang der Kohlelieferkette. Diese wurde zuletzt im September 2019 aktualisiert. In einem ersten Schritt extrahierte man daraus 370 gelistete Unternehmen in 44 Staaten und schloss private Firmen und solche im Staatsbesitz aus. Davon galt es noch 46 mit nicht ausreichenden Aktienmarktdaten, zwei Firmen, die das Listing verloren hatten, und vier mit nicht zufriedenstellenden Marktindexdaten zu eliminieren, sodass letztlich 318 in der Stichprobe verblieben. Nachdem die GCEL nicht klar zwischen Kraftwerkskohle und allgemeinen Kohlebergbauaktivitäten unterscheidet, zogen die Autoren als zweite Quelle die Liste von Caldecott, Kruitwagen, Dericks, Tulloch, Kok und Mitchell heran, die diese in „Stranded Assets and Thermal Coal: An Analysis of Environment-Related Risk Exposure“ publizierten. Diese Liste fußt auf Daten von 2014 und zeigt die Top 20 gelisteten Kraftwerkskohleproduzenten, die zumindest 30 Prozent ihres Umsatzes in diesem Bereich generieren. Die meisten dieser Firmen finden sich auch in der GCEL, woraus man schließen kann, dass der Umsatzanteil der Kraftwerkskohle über die Jahre ziemlich stabil bleibt. BlackRock hatte ja für sein Veräußerungsprogramm einen 25-prozentigen Anteil der Kraftwerkskohleproduktion an den Firmenumsätzen definiert.

Zu erwarten ist, dass BlackRocks Ankündigung auf alle Unternehmen, die Kohleaktivitäten aufweisen, ausstrahlt hat. Die GCEL hat eine 30-Prozentschwelle und umfasst alle kohlebezogenen

Geschäftsaktivitäten, nicht nur solche in Bezug auf Kraftwerkskohle. In ihren Regressionsanalysen haben die Autoren die Ergebnisse nicht im Hinblick auf diese leichte Inkongruenz kontrolliert, denn die höhere Schwelle der GCEL würde gegen die Bestätigung der Hypothese der Autoren wirken. Basis der Analysen ist das Dreifaktor-Modell von Eugene Fama und Kenneth French, wobei die abnormale Ren-



» Firmen mit hohem Umsatzanteil von Kohleförderung zeigten eine signifikant negative abnormale Rendite.«

Dr. Thomas Kasperreit, Associate Professor of Financial Accounting
an der Universität von Luxemburg

dite der Differenz zwischen der beobachteten Rendite und deren Prognosewert entspricht. Die zu untersuchende Eventperiode reicht von drei Tagen vor bis zu drei Tagen nach dem Ankündigungstag, also dem 14. Januar 2020.

Ergebnisse

Die durchschnittlichen abnormalen Renditen sowie die kumulierten abnormalen Renditen zeigen, dass die meisten in Teilstichproben zusammengefassten Firmen renditemäßig nicht von der Veräußerungsankündigung betroffen waren. Nur bei der kleinen Gruppe mit starken Kohlebergbauaktivitäten zeigen sich negative abnormale Renditen an den Tagen nach dem Eventdatum. Die erste Hypothese findet somit nur Bestätigung bei jener Stichprobe von notierten Firmen, die hohe Kohlebergbauaktivitäten aufweisen. In einem weiteren Schritt analysierten Bassen, Buchholz und Kasperreit die Stichprobe in Bezug auf geografische Charakteristika. Untersucht wurden hier die Gruppen der Kohleproduzenten mit Sitz in den G7-Staaten, jene mit der Firmenzentrale in den USA sowie die Gruppe der Top 30 nach der Caldecott-Liste mit Firmenzentrale in den USA. Dabei zeigt sich, dass besonders die Firmen mit Headquarter in den USA von der BlackRock-Ankündigung betroffen waren, denn sie wiesen im Schnitt eine abnormale negative Rendite von 2,28 Prozent am Tag nach der Bekanntgabe auf. Diesen Effekt kann man nicht be-

obachten, wenn man auf die Teilstichprobe der Firmen mit Sitz in den G7-Staaten abstellt. Um zu erkennen, ob etwa die Marktakteure diese Ankündigung von BlackRock antizipierten oder die Wichtigkeit dieses Events erst später dem Markt bewusst wurde, analysierten die Autoren die kumulierten abnormalen Renditen. Dabei stellte sich wiederum heraus, dass große Kohleproduzenten mit Sitz in den USA am meisten be-

troffen waren; hier betrug die durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite minus 7,52 Prozent über das Zeitfenster von drei Tagen vor bis drei Tage nach Ankündigung. Vom Ankündigungstag bis inklusive drei Tage danach sind es immerhin auch noch minus 5,88 Prozent, und dies jeweils mit hoher statistischer Signifikanz (Irrtumswahrscheinlichkeit unter einem Prozent). Die anderen Unternehmen bleiben entweder nicht betroffen oder waren von der Ankündigung marginal positiv betroffen. Während also die erste Hypothese – die Erwartung von signifikant negativen Renditen von Kohleaktien um den Tag der Ankündigung des BlackRock-Rückzugs – global gesehen nicht zutrifft, findet sie doch Bestätigung bei großen Kohleproduzenten mit Sitz in den USA. Das steht im Einklang mit der Tatsache, dass sich BlackRock aus Kohleproduzenten zurückzieht, nicht aber auf Unternehmen, die entlang der Lieferkette des Kohlegeschäfts tätig sind.

Um zu verstehen, ob der Kapitalmarkt diese Ankündigung als wertsteigernd für die BlackRock-Aktie einordnet, wurde analog vorgegangen. Am Tag nach der Ankündigung erfuhr die Aktie eine positive abnormale Rendite von 2,24 Prozent, woraus man schließen kann, dass der Kapitalmarkt dieses Vorgehen BlackRocks tatsächlich als wertstiftend einschätzt. Damit ist die zweite Hypothese (Wertsteigerung für BlackRock) bestätigt. Mithilfe der 13F-Quartalsmeldungen von allen US-Asset-Managern mit mehr als 100 Millionen Assets unter Ma-

nagement in US-Aktien an die SEC von Dezember 2017 bis März 2020 wurden 30 US-Firmen aus der GCEL ausfindig gemacht, in die BlackRock während dieser drei Jahre investiert war. Die *Doppelgrafik „Teilstichproben geben Aufschluss“* illustriert die Entwicklung von BlackRocks Aktienbeständen bestimmter Teilstichproben in diesem Zeitfenster, indem jeweils der Median der kumulierten Änderungen logarithmisch dargestellt ist. Links sind die Veränderungen des Aktienbestands an den Firmen dargestellt, die die von BlackRock gesetzte 25-Prozentschwelle an Kohleumsätzen gebrochen haben, im Vergleich zu jenen, die dies nicht taten. Dabei erkennt man, dass erstere Positionen mehr oder weniger stagnieren, während zweitere zulegen. Noch deutlicher fallen die Ergebnisse im rechten Teil der Doppelgrafik aus: Hier sind die Veränderungen von BlackRocks Beständen an großen US-Kraftwerkskohle-Förderunternehmen dargestellt, die seit Juli 2018 sukzessive reduziert und damit schon deutlich vor dem Ankündigungstag, dem 14. Januar 2020, abgebaut wurden.

t-Tests zeigen, dass die Unterschiede zwischen den Bestandsveränderungen von Firmen mit mehr als 25 Prozent Umsatz aus Kohleförderungen gegenüber jenen mit einem Umsatzanteil unter diesem Schwellenwert generell statistisch nicht signifikant sind. Jedoch zeigt sich ein signifikanter Unterschied beim Abbau großer US-Kohle-

förderer, speziell im Quartal vor der Ankündigung des Ausstiegs. Somit scheint der Nachweis gelungen, dass BlackRock im Interesse seiner Kunden handelte, als man die wohl am meisten von dieser Entscheidung betroffenen Aktien bereits zuvor deutlich abbaute. Damit ist die dritte Hypothese, dass BlackRock frühzeitig gehandelt hat, bestätigt.



» BlackRocks Divestment-Ankündigung ließ viele Kurse von Kohleunternehmen unbeeindruckt.«

Daniel Buchholz, wissenschaftlicher Mitarbeiter am Kapitalmarktinstitut der Universität Hamburg

Fazit

Während sich die meisten Firmen keinen abnormalen Renditen um den Ankündigungstag von BlackRocks Rückzug aus den Aktien thermischer Kohleproduzenten gegenüber sahen, war eine kleine Stichprobe, nämlich jene großer US-Kohleförderer, sehr wohl von statistisch signifikanten negativen Renditen nach der Ankündigung betroffen. Des Weiteren zeigte sich, dass der Kapitalmarkt antizipierte, dass die Veräußerung dieser Kraftwerkskohleproduzenten wertsteigernd für den Verkäufer BlackRock sein würde, und dass der Asset Manager wert-

dazu beitragen, dass sich institutionelle Investoren in ihrer Haltung zu Umweltfragen bestätigt sehen und daraus einen Wettbewerbsvorteil ableiten können. Die Kapitalmarktforschung könnte künftig analysieren, ob bestimmte Länder- oder Eigentümercharakteristika die beobachteten Auswirkungen verringern und ob die Höhe des Aktienanteils des abbauenden Investors die Reaktion des Kapitalmarktes verstärkt. Weitere Untersuchungen könnten sich auf die Konsequenzen solcher Divestments für den CO₂-Ausstoß, die betroffenen Unternehmen und die Wirtschaft als Ganzes beziehen.

DR. KURT BECKER

