

Duurzame energie-transitie: volop mogelijkheden

Het IEA-rapport van mei jongstleden was een grote verrassing voor politici, klimaatactivisten, beleggers en de oliesector. Het rapport schetst een scenario met betrekking tot de vraag hoe in 2050 de CO₂-uitstoot tot nul kan worden gereduceerd.

Door Foppe-Jan van der Meij en Carl Haarnack

Een van de belangrijkste aanbevelingen uit het rapport en tevens voorwaarde voor het halen van het Klimaatakkoord van Parijs is dat energiebedrijven vanaf 2021 alle nieuwe olie- en gasexploratieprojecten moeten stoppen om de opwarming binnen de perken te houden.

Waarom gaat de transitie niet sneller?

De olie- en gassector blijft achter bij andere sectoren wat betreft het streven om in 2050 netto nul CO₂-uitstoot te hebben.

Ondernemingen in deze sector willen bestaande olievelden niet voor een prikje weg doen (of door een andere investeerder laten overnemen, zodat er per saldo niets verandert). Een ander verhaal is de exploratie van nieuwe olie-

andere aandeelhouders en meer stringente regelgeving.

Dit hoeft niet ten koste te gaan van het rendement. In Figuur 1 is het rendement versus het ingezette kapitaal weergegeven. Dit is weliswaar slechts één variabele en de getoonde bedrijven verschillen onder andere in grootte, financiële strategie en activiteiten, maar het toont wel aan dat er kansen zijn om het rendement op investeringen in duurzame activiteiten op peil te houden.

Oliegiganten Shell, Total en Exxon hebben sinds 2009 gemiddeld een hogere Return on Capital (RoC) per jaar ten opzichte van nutsbedrijven. Nutsbedrijven laten een meer stabiele RoC zien. En belangrijker nog: de olie- en gasondernemingen laten de laatste jaren meer uitschieters naar beneden zien.

Impact op de beleggingsportefeuille

Wij zijn van mening dat er niet in olie- en gasbedrijven moet worden belegd, tenzij deze bedrijven via engagement laten zien dat ze snel genoeg willen en zullen veranderen. Uitsluiting is wel

een laatste 'redmiddel', omdat je dan op het bedrijf geen noemenswaardige invloed meer kunt uitoefenen. Ook gaat dit ten koste van diversificatie en/of wordt extra rendement misgelopen.

De koolstofintensiteit en het gebrek aan verandering bij olie- en gasbedrijven is niet alleen een maatschappelijk probleem, maar ook een financieel risico. Wanneer de assets op enig moment moeten worden afgewaardeerd, beïnvloedt dit de waarde van die bedrijven en daarmee de terugbetalingscapaciteit (kredietwaardigheid). Het is daarom belangrijk om dit risico af te wegen tegen het gemis aan spreiding of extra rendement in de portefeuille.

Om dit inzichtelijk te maken, worden de Iboxx Corporates (Euro-obligaties van minimaal € 500 miljoen van zowel banken als bedrijven met een investment grade rating of hoger) als uitgangspunt genomen. De olie- en gassector vergelijken wij met de zogenaamde non-financials met een vergelijkbare rating en met nutsbedrijven. De vergelijking met de nutssector wordt hier wederom

FIGUUR 1: RETURN ON CAPITAL

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	GEM
O&G													
Royal Dutch Shell PLC	-6,87	6,68	9,13	5,50	2,58	1,73	6,81	7,65	12,95	15,68	11,46	8,02	6,78
TotalEnergies SE	-3,25	7,43	7,70	5,88	4,71	3,69	3,02	8,38	10,67	15,20	10,74	11,63	7,15
BP PLC	-10,98	3,14	6,55	2,70	0,75	-3,50	2,72	14,07	7,24	17,87	-1,99	13,16	4,31
Exxon Mobil Corp	-9,14	6,31	9,28	8,93	4,01	7,89	16,35	17,31	26,52	24,52	21,56	15,85	12,45
Utilities													
Iberdrola SA	5,05	5,32	5,19	5,23	5,08	5,02	5,10	5,40	6,30	6,39	6,45	6,92	5,62
Enel SpA	4,89	5,23	7,95	6,81	5,29	4,86	2,54	5,85	2,18	6,05	6,58	8,30	5,54
EDP - Energias de Portugal SA	5,44	4,98	4,90	7,05	6,22	6,25	6,05	5,85	5,96	6,49	5,92	6,31	5,95
Orsted AS	13,05	7,05	18,42	22,82	10,22	-9,18	-4,72	-0,11	-3,19	5,64	6,99	2,73	5,81

Bron: Bloomberg, Return on Capital.

gemaakt in verband met vergelijkbare projecten waarin zij actief is. De gemiddelde rating van nutsbedrijven is weliswaar lager, maar zij hebben in het algemeen een stabiele en voorspelbare kasstroom door de regulering. De rating is gemiddeld genomen wat lager in verband met de hogere leverage. Desalniettemin wordt deze sector als een relatief veilige categorie gezien.

Wat is de impact op de beleggingsportefeuille wanneer je niet belegt in de olie- en gassector en in plaats daarvan belegt in non-financiële met een vergelijkbare rating of in nutsbedrijven? Het rendement vergelijken wij in Figuur 2.

De olie- en gassector (rating: A-) wordt sinds de uitbraak van de COVID-19-pandemie boven zowel de non-financiële als de nutsbedrijven verhandeld, terwijl ze daarvoor ongeveer op een vergelijkbaar niveau werden verhandeld. Het verschil tussen olie- en gasbedrijven en bedrijven uit de nutssector was voor de uitbraak negatief door de lagere gemiddelde rating van nutsbedrijven. De eerste conclusie is dat circa 30 basispunten verloren gaan als beleggingen verplaatst worden van de olie- en gasbedrijven naar non-finan-

ciële met een vergelijkbare rating.

Is dat het complete beeld? Nee. Om een goede afweging te maken, moet ook worden gekeken naar de reden achter het verschil en de risicokarakteristieken.

Het verschil kan verklaard worden doordat:

- olie- en gasbedrijven meer cyclisch zijn. Daarom was de uitslag ook groter tijdens de eerste twee maanden van de COVID-19-pandemie;
- olie- en gasbedrijven een relatief hoog aandeel hybride (achtergestelde) obligaties hebben en een laag aandeel in start-ups of bedrijven die nieuwe producten of technologieën introduceren; en
- de karakteristieken van bedrijven uit de olie- en gassector afwijken. Bijna de helft van deze bedrijven bestaat uit de relatief veilige grote, vaak geïntegreerde bedrijven die de gemiddelde rating omhoog brengen en een stuk krappere handelen. Deze bedrijven hebben de macht en kunde om in kosten te snijden om ook bij een lagere olieprijs uit de rode cijfers te blijven. De rest van de bedrijven bestaat uit kleinere namen en toeleveranciers met een

lagere rating (en tegenover die hogere spread staat een hoger risicoprofiel).

De meer genuanceerde conclusie is dat er meer is dan het rendement, de spread en de rating. Een dieper begrip van de sector (verschillen) is daarom belangrijk. Wanneer je niet wilt beleggen in olie- en gasbedrijven vanwege de koolstofintensiteit (en de daaruit voortvloeiende risico's), betekent het niet perse dat rendement wordt opgegeven. Om de hogere spread op olie- en gasbedrijven te compenseren, kan worden gekozen voor een grotere allocatie naar hybride obligaties binnen non-financiële en een lagere allocatie naar 'CSPP eligibles' (obligaties die door de ECB worden opgekocht en krappere worden verhandeld), zodat de gemiddelde spread van de portefeuille toeneemt. Bovendien hebben de bedrijven die niet als groot worden bestempeld een ander risicoprofiel. Wanneer alleen wordt gekeken naar de grote, vaak geïntegreerde bedrijven, ga je er in spread op vooruit.

Implementatie

Zoals eerder aangegeven, beleggen wij niet in olie- en gasbedrijven, tenzij. We kiezen ervoor ondernemen met een duidelijke be-



Foppe-Jan van der Meij

Senior Portefeuillemanager
Fixed Income, ACTIAM



Carl Haarnack

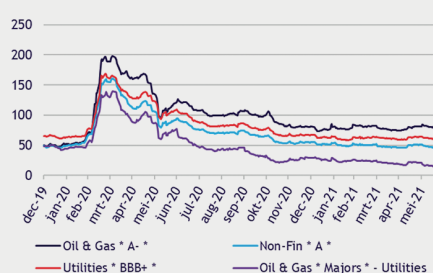
Senior Trader, ACTIAM

drijfsstrategie en -visie over hoe de CO₂-intensiteit te verminderen in de beleggingsportefeuille op te nemen.

Een goed alternatief is het beleggen via duurzame obligaties. Onderdeel van deze asset class zijn de populaire green bonds. Deze worden als minder geschikt gezien voor de olie- en gassector. Duurzame investeringen kunnen worden gealloceerd naar een dergelijke obligatie, maar tegelijkertijd is de emitent van de obligatie nog actief in olie- en/of gasprojecten. Een geschikter alternatief voor de olie- en gassector zijn Sustainability-Linked bonds (SLBs).

Olie- en gasbedrijven moeten een duidelijke strategie formuleren met betrekking tot de vraag hoe zij willen werken naar uiteindelijk netto nul uitstoot. Duurzame obligaties zoals SLBs zijn daarbij een goed middel om commitment te tonen. ■

FIGUUR 2: VERGELIJKING RENDEMENT



	Rating	% in CORP BM	Hybrids %	Spread	Duration	CSPP ELIG
Oil&Gas	A-	5,13%	17,76%	76,65	5,97	51,09%
Oil&Gas Ex, Hybrids	A-	4,22%		51,53	6,12	62,07%
Oil&Gas Majors Ex, Hybrids	A+	2,45%		39,01	6,68	59,99%
Non-Fins	BBB+	59,88%	5,29%	51,72	5,70	55,35%
Non-Fins Ex, Hybrids	BBB+	56,72%		45,12	5,76	58,45%
Non-Fins A	A	19,67%		51,72	6,09	57,55%
Utilities	BBB+	9,84%	9,76%	54,38	5,79	74,87%
Utilities Ex, Hybrids	BBB+	8,88%		44,43	5,93	83,14%

Bron: Iboxx, ACTIAM.