

VOORZITTER

Marcel Jeucken, SustFin

DEELNEMERS:

Gosse Alserda, TKP Investments

Todd Bridges, State Street Global Advisors

Iancu Daramus, Legal & General Investment Management

Nina Hodzic, Allianz Global Investors

Frank Huitema, Telegraafpensioenfonds

Sebastiaan Masselink, ACTIAM

Matthew Michael, Schroders

Thierry Oeljee, Achmea Investment Management

Sylvia van Waveren, Robeco

Jeroen Wolfs, Aquila Capital

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Achmea Investment Management, ACTIAM, Allianz Global Investors, Aquila Capital, Legal & General Investment Management, Robeco, Schroders, State Street Global Advisors en TKP Investments.

Foto's: Ruben Eschuis Photography



HET ZIJN DE DETAILS DIE TELLEN

Door Arnoud Veilbrief

Beleggen in de thema's klimaatverandering en energietransitie; het is wat je noemt een 'hot topic'. Maar ook enorm complex. Nieuwe technologieën schieten links en rechts uit de grond, maar welke zetten nu de meeste zoden aan de dijk en welke overleven? Dat is maar een van de vele vragen in een zeer uitdagend nieuw beleggingsuniversum dat steeds meer vergt van asset managers en asset owners. 'Als je de grootste kerncentrale van de VS bouwt in de woestijn, moet je vooraf heel goed weten met wie je concurreert om toegang te krijgen tot het koelwater.'



Eerst een algemene vraag, die voor velen nog steeds belangrijk is: staat ESG op gespannen voet met rendement, of niet?

Gosse Alserda: 'Er is veel onderzoek gedaan naar ESG-integratie en we zijn er sterk van overtuigd dat ESG-integratie leidt tot een betere portefeuille en een betere diversificatie.'

Todd Bridges: 'Dat klopt, maar: the devil is in the detail. Mits verstandig gedaan, zetten een paar uitsluitingen geen rem op je rendement. Als je te ver gaat en je sluit te veel items in de portefeuille uit, dan begin je natuurlijk wel rendement in te leveren. Maar in het algemeen zeg ik: ESG-integratie gericht op wezenlijke en doorslaggevende financiële risico's is niet in tegenspraak met risico-rendementsdoelstellingen. Integendeel zelfs.'

Nina Hodzic: 'Wij zijn ervan overtuigd dat de toegevoegde waarde van ESG pas echt tot zijn recht komt met actief beleggen. Daarbij hoort het om zelf in-house ESG-research te doen en om niet zomaar externe ESG-dataproviders te volgen. Het overgrote deel van academische onderzoeken laat zien dat ESG een positief effect heeft op het risico-rendementsprofiel van beleggingen. Ons eigen meest recente whitepaper laat zien dat het managen van ESG-risico's in een portefeuille meer oplevert in termen van rendement dan het overwegen van de best presterende bedrijven op ESG-gebied.'

Iancu Daramus: 'Veel mensen zijn gericht op het feit dat ESG-informatie goede bedrijven kan identificeren. Met andere woorden, op het nastreven van alpha, of betere prestaties. Maar klimaatverandering is een kwestie die de hele markt - met andere woorden: de beta - zal beïnvloeden. Beide aspecten tellen.'

> **Dr. Marcel Jeucken** is oprichter van SustFin, dat onafhankelijk advies biedt op het vlak van het integreren van duurzaamheid in de activiteiten en ambities van financiële instellingen en institutionele beleggers. Jeucken heeft 23 jaar ervaring in de financiële sector en met duurzaamheid, onder andere opgedaan bij Rabobank, Triodos Bank, de Wereldbank, Sustainalytics en PGGM. Hij was onder meer Directeur Verantwoord Beleggen bij PGGM en vice-voorzitter van Eumedion. Jeucken is gepromoveerd op het gebied van duurzaamheid en de financiële sector.





> **Gosse Alserda** begon in 2017 bij TKP Investments als Investment Strategist en is sinds 2018 teamlid van het overkoepelende Client Investment Solutions-team van Aegon Asset Management. In zijn rol als Investment Strategist adviseert hij fiduciaire klanten over de strategische asset allocatie en houdt hij zich bezig met beleggingsonderzoek. Alserda studeerde bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, waar hij ook promoveerde in Finance. Alserda is tevens CFA-charterholder.

Jeroen Wolfs: 'Door ESG-criteria strikt toe te passen en daarmee bepaalde sectoren uit te sluiten, laat je op de korte termijn kansen liggen die niet per se duurzaam zijn. Ik sprak onlangs een Canadese fondsbeheerder die van mening was dat leningen aan de olie- en gassector nu zeer aantrekkelijk zijn. Maar op de langere termijn zou ik zeggen dat je ESG niet kunt negeren wanneer je op zoek bent naar duurzame rendementen.'

Is klimaatverandering zo ingrijpend dat het jullie bestaande beleggingsbeleid en de asset allocatie aanzienlijk verandert?

Matthew Michael: 'Investerings in energietransitie worden gedreven door twee soorten vragen: de eerste betreft de zorg om het milieu, de tweede is financieel-economisch van aard. Mensen zien dat er een reëel winstgroeipotentieel is. En zo wordt de klimaatverandering echt naar de voorhoede geduwd. Ik ben ervan overtuigd dat het onderwerp de komende tien of vijftien jaar in de bestuurskamers, waar de beleggingsbeslissingen worden genomen, zal domineren.'

Sylvia van Waveren: 'Wij voeren veel beleggingsstrategieën uit, van mainstream tot thematisch, en het hangt van de

gehanteerde strategie af of het klimaatrisico in de portefeuilles zo groot is dat het ons bestaande investeringsbeleid verandert. We zijn hard op weg naar het punt dat we serieus nadenken over de mogelijke impact van klimaatrisico's en klimaatkansen in ons beleggingsbeleid.'

Sebastiaan Masselink: 'Klimaatverandering is al jaren een vast thema binnen ons beleggingsbeleid. Wel zijn wij een van de eerste beleggers geweest die de combinatie van energietransitie en private debt aanbood, waar inmiddels al € 150 miljoen aan geëncomeet is. Dat is een mijlpaal in de institutionele wereld.'

Alserda: 'Wat we altijd in gedachten moeten houden, is dat het klimaatrisico slechts een van de risico's is, dat we in evenwicht moeten brengen met alle andere risico's. Zoals het transitierisico: de overgang van een economie op fossiele brandstoffen naar een duurzame economie. We zien dat vooral het transitierisico een financieel risico op korte termijn in de portefeuilles oplevert. Het voldoen aan het Akkoord van Parijs zal leiden tot een herschikking van de winstgevendheid van bedrijven. De olie- en gasindustrie zal harder getroffen worden dan bijvoorbeeld de consumptiegoederenindustrie als geheel. We hebben dit onderzocht en geprobeerd er in een breder perspectief naar te kijken.'

En dat zou leiden tot een verandering in de asset allocatie?

Alserda: 'Ik denk dat dat onvermijdelijk is, ja. De grote vraag is hoe je dat transitierisico afweegt tegenover andere risico's.'

ESG-integratie gericht op wezenlijke en doorslaggevende financiële risico's is niet in tegenspraak met risico-rendementsdoelstellingen. Integendeel zelfs.



Het CO₂- en klimaatvraagstuk is er eentje van timing; het is lastig om goed te bepalen welke technieken over 30 jaar bepalend zullen zijn.

Bridges: 'Het bestaande beleggingsbeleid begint zijn vruchten af te werpen, toch? De herallocatie van assets op basis van klimaatfactoren komt overal op gang. En het is fantastisch om de leiding van het Network for Greening the Financial System, de NGFS, bezig te zien. Centrale banken die gezamenlijk verklaren: klimaatrisico's zijn financiële risico's. Dat verandert dus echt het wereldwijde asset landschap.'

Frank Huitema: 'Ik denk dat veel mensen zien dat de markt niet genoeg doet om de veranderingen te brengen die het Akkoord van Parijs vereist en dat overheden het voortouw moeten nemen bij het invoeren van CO₂-belastingen en dergelijke maatregelen. Want op dit moment zijn de pogingen te versnipperd en proberen landen alleen maar de last naar elkaar door te schuiven. Als die mentaliteit aanhoudt, komen we er nooit.'

Dat is een goed punt. Denken jullie dat de tijd bijna op is?

Huitema: 'Ja. Als je kijkt naar hoe de opwarming van de aarde is versneld en hoe lang het zal duren voordat de opwarming van de aarde afvlakt, zelfs als er geen CO₂-uitstoot meer zou plaatsvinden, dan kun je zeker zeggen dat de tijd bijna op is.'

Michael: 'Jullie zijn je er vast van bewust dat er tussen nu en 2050 zo'n 120 biljoen dollar aan investeringen nodig zal zijn om de klimaatverandering tot twee graden te beperken. En dat we vorig jaar meer CO₂ uitgestoten hebben dan ooit tevoren in de menselijke geschiedenis. Dit betekent dus nu al dat we onze uitstoot tegen 2030 met een derde moeten verminderen om weer op schema te komen. Dus er is nog een lange, lange weg te gaan. Dat wordt nu breed erkend en vertaalt zich in de prijzen van assets.'

> **Todd Arthur Bridges, Ph.D.**, is Hoofd ESG Research en Strategy Development bij State Street Global Advisors. Hij maakt deel uit van het Global Equity Solutions-team. Dit team is verantwoordelijk voor onderzoek naar geïndexeerde aandelen, smart beta en klimaat. Het team leidt de thought leadership-inspanningen in deze gebieden door middel van whitepapers, wetenschappelijke artikelen en het ontwikkelen van strategisch onderzoek. Bridges heeft een MA- en Ph.D.-graad van Brown University.



Van Waveren: 'Klimaatverandering is een systeemrisico bij beleggingen. Heel anders dan de risico's waar we gewend waren om rekening mee te houden, zoals het marktrisico, het aansprakelijkheidsrisico, het kredietrisico, noem maar op. We zien het ook als een kans, mits het gepaard gaat met een goed prijsmechanisme dat we nodig hebben voor CO₂ en misschien ook wel voor methaan.'

We willen naar een CO₂-arme economie. Welke uitdagingen zien jullie daarbij in jullie portefeuilles?

Thierry Oeljee: 'Onze klanten zijn pensioenfondsen met overwegend breed gespreide aandelen- en obligatieportefeuilles. Zoals bekend is het CO₂- en klimaatvraagstuk er eentje van timing; het is lastig om goed te bepalen welke technieken over 30 jaar bepalend zullen zijn. Wij zien een belangrijke rol voor onszelf in actief aandeelhouderschap. We spreken ondernemingen aan en bewegen ze om een meer duurzame koers te varen. We zijn overtuigd van het grote potentieel van de private sector en het belang van de dialoog tussen onderneming en investeerder.'





> **Iancu Daramus** is Analist Duurzaamheid bij LGIM en in deze rol met name verantwoordelijk voor low-carbon investmentstrategieën. Hij is tevens betrokken bij de engagement met bedrijven op het punt van klimaatverandering. Daramus is gestart bij LGIM in 2017 na een aantal jaren actief te zijn geweest in communicatie en discussie met beleggers in het Carbon Tracker Initiative, een denktank die klimaatrisico's en de weerslag op kapitaalmarkten onderzoekt. Daramus is afgestudeerd aan de London School of Economics met een graad in filosofie en beleidsstudies.

Is klimaatverandering een wezenlijk ander soort risico? Zijn we niet gewend om systematische risico's af te dekken en aan te pakken? En betekent het ook dat we er veel meer top-down naar moeten kijken?

Oeljee: 'We kijken hier altijd naar vanuit het perspectief van de klant. Hoe ziet de portefeuille eruit, welke risico's zijn er en welke mogelijkheden zijn er om hierop in te grijpen? Die kunnen sterk variëren; de mogelijkheden via een beleggingsfonds zijn anders dan die via een mandaat. We beschikken over de middelen om hierover te adviseren. Dat is nodig, want dit gaat om een combinatie van kennis op het gebied van finance, milieu, wet- en regelgeving, techniek en beleid. Klimaatrisico's zijn bovendien vaak sector- en bedrijfsspecifiek. We laten via stemmen en engagement blijken waar we een risico zien en wat de onderneming zou moeten veranderen.'

Masselink: 'De markt van energietransitiebeleggingen is eigenlijk nog steeds heel klein en gefragmenteerd. Vaak gaat het om nieuwe businessmodellen op basis van nieuwe structuren en/of technologieën. Maar die markt kan snel groter worden als de adoptie van nieuwe businessmodellen accelereert. Dan wordt de

verstorende werking hiervan voelbaar in oude sectoren en een risico in beleggingsportefeuilles. Een goed voorbeeld is wat een paar jaar geleden gebeurde in de Duitse nutssector. De groei van zonne-energie is veel sneller gekomen dan iedereen had verwacht, waarbij de koersen van aandelen sindsdien meer dan gehalveerd zijn en er zelfs onderscheid wordt gemaakt tussen enerzijds 'goede' en aan de andere kant 'slechte' bedrijven, met een potentieel van gestrande activa.'

Wolfs: 'Je hebt een goed punt over die relatief kleine en gefragmenteerde markt, maar deze groeit niettemin enorm snel. En ik denk inderdaad dat er meer nodig is dan alleen de goede wil van investeerders en marktpartijen. Overheden moeten volledig op één lijn zitten en sneller in beweging komen om nieuwe technologieën te ondersteunen en marktintegratie te accelereren. Het probleem daarbij is dat de ambtsduur van een gemiddelde politicus vele malen korter is dan de periode waarop zijn of haar beleid invloed heeft, waardoor impopulaire maatregelen vaak niet makkelijk genomen worden en langetermijnbeleid vaak weinig ambitieus is, dan wel te weinig zekerheid biedt. Dat bemoeilijkt de energietransitie. Investeerders en marktpartijen houden immers over het algemeen niet van instabiliteit en onzekerheid. Hierdoor zullen er grote regionale verschillen ontstaan en waarschijnlijk voorlopig ook blijven bestaan.'

Michael: 'Volkomen juist. Maar het universum groeit, met name in accu's en batterijen. Daar gebeuren nu interessante dingen in de opslag. Terugkomend op de vraag naar een top-down benadering: er zijn drijvende krachten achter de transitie. Denk aan beleid, economie en consument. Vooral het beleid verbetert. In de Verenigde Staten gebeurt er op staatsniveau heel veel. Door de retoriek vanuit de huidige federale overheid vergeten we dat nog wel eens. Maar de duurzame ontwikkelingen gaan gewoon door, ook in een oude industriestaat als Pennsylvania. Waarom? Omdat duurzame energie inmiddels gewoon goedkoper en efficiënter is dan het bouwen van een kolencentrale of gasturbine.'

Ik verwacht dat in de opslag en transport de komende jaren de sterkste groei zal plaatsvinden.



Carbon footprinting begint gemeengoed te worden binnen onze industrie, maar klimaat-scenario-analyse staat nog in de kinderschoenen.

Van Waveren: 'We zitten nu midden in het proces om de CO₂-footprint van onze mainstream beleggingsportefeuilles naar beneden te brengen. Hiervoor zijn goede data en heldere doelstellingen nodig. Want wanneer is je portefeuille in lijn met 'Parijs'? Dit is minder makkelijk dan op het eerste gezicht lijkt. Als wij al onze 'fossiele' aandelen verkopen en iemand anders koopt ze weer, wat is de wereld er dan per saldo mee opgeschoten? Je portfolio is groener. Nou, gefeliciteerd. In contact treden met de bedrijven waarin je belegt en hen vragen om echt die energietransitie in te gaan, is veel zinvoller.'

Bridges: 'Het is belangrijk dat elke individuele organisatie haar eigen CO₂-reductiedoelstellingen en klimaatbeleggingsbeleid definieert. Maar ik denk dat de EU, de Europese Commissie en de Technical Expert Group het afgelopen jaar geweldig werk hebben verricht. Ze hebben gespecificeerd hoe een klimaatbenchmark eruitziet. Het kader, de gehanteerde maatstaven, de feitelijke technische richtlijnen voor hoe een Carbon Transition Benchmark of een Paris Aligned Benchmark voor de koolstoftransitie eruitzien. En dat zijn nu dus de uitgangspunten voor veel gesprekken.'

Hoe moet de belegger bij het ontwerpen van beleggingsoplossingen op portefeuilleniveau een evenwicht zien te vinden tussen de verschillende klimaatgerelateerde risico's? Zoals fysieke risico's, beleidsrisico's, het transitie- of overgangsrisico, enzovoort?

Hodzic: 'Dat is geen gemakkelijke vraag. Als grote vermogensbeheerder die wereldwijd opereert en belegt, willen we al deze risico's op de juiste manier kunnen monitoren en meten. Idealiter zou je één geïntegreerd model willen hebben.'



Carbon footprinting begint gemeengoed te worden binnen onze industrie, maar klimaatscenario-analyse staat nog in de kinderschoenen. Wij hebben de modellen van meerdere externe researchproviders op dit gebied getest, maar tot nu toe geen enkele gevonden die een uitkomst oplevert die gemakkelijk kan worden geïnterpreteerd door portfoliomanagers. Het vak van portefeuillebeheerder wordt dus steeds complexer. Aan de andere kant biedt het ook kansen voor innovaties. Zo hebben wij een climate transition fonds dat zich richt op een vooruitkijkende methodologie, wat heel wat anders is dan de vele low-carbonfondsen in de markt doen.'

Bridges: 'Met dit complexe vraagstuk hebben we de afgelopen twee jaar geworsteld. Het moet worden ontrafeld om een samenhangend inzicht te krijgen. Zo hebben we bijvoorbeeld de afgelopen tweeënhalve jaar voor het bedrijf een ESG-data-architectuur ontworpen die ongeveer 4.000 meeteenheden oplevert die alle aspecten van duurzaam beleggen bestrijken. Scope 1, scope 2, scope 3, fossiele brandstoffen, ontbossing, water, noem maar op. De klant kan daaruit zelf een selectie maken en anders komen we wel met kant-en-klare oplossingen.'

> **Nina Hodzic** is Director ESG Strategy and Integration bij Allianz Global Investors sinds 2017. Hodzic leidt verschillende projecten op het gebied van ESG-strategie, ESG-integratie en ESG-marktpositionering. Ze heeft meer dan 15 jaar ervaring in de financiële sector en werkte eerder bij ING Group en NN Investment Partners in Nederland en België. Hodzic is lid van de adviesraad van LeaderXXchange en lid van de Steering Committee WBCSD Aligning Retirement Assets with Sustainability. Ze heeft een Master of Science in Financial Econometrics van de Erasmus Universiteit in Rotterdam en heeft tevens gestudeerd aan de University of Technology in Sydney, Australië.





> **Frank Huitema** is Macro-Econoom met ruim 20 jaar werkervaring in de financiële sector. Hij begon in 1999 bij Nokia Networks op het gebied van Corporate Treasury. Vanuit zijn functie als Corporate Treasurer bij Mediahuis Nederland, werd hij lid van de beleggingscommissie van Telegraafpensioenfondsen (Tpf). Sinds 2012 is hij CIO van Tpf. In 2017 – 2018 heeft hij meegeschreven aan de Dutch Stewardship Code.

Oeljee: ‘Klimaatverandering kent twee belangrijke risico’s: de fysieke risico’s van klimaatverandering en de risico’s die de energietransitie met zich meebrengt. Deze twee zijn complementair. Als er veel werk van de energietransitie wordt gemaakt, zullen de fysieke effecten van klimaatverandering waarschijnlijk lager zijn. Anderzijds zijn de fysieke effecten naar verwachting sterker als we nu niets doen. In het ontwerpen van oplossingen op portefeuilleniveau moet een belegger eerst inzicht proberen te krijgen in de impact van klimaatverandering op de portefeuille. Bijvoorbeeld met een klimaatcrisis-scenario. Dit beschrijft een situatie waarin klimaatverandering leidt tot economische en financiële schade. Zo ontstaat inzicht in de beleggingscategorieën en in regio’s die het meest gevoelig zijn

Klimaatverandering kent twee belangrijke risico’s: de fysieke risico’s van klimaatverandering en de risico’s die de energietransitie met zich meebrengt. Deze twee zijn complementair.

voor beide typen risico. Daarna volgt het inzicht in de gevoeligheid van beleggingen voor klimaatverandering. Dit doe je via de CO₂-footprint en CO₂-intensiteit. Omgekeerd geeft een regio-analyse inzicht in de gevoeligheid voor fysieke risico’s. De combinatie van beide biedt portefeuille-opties om de uitdagingen van klimaatverandering aan te gaan.’

Masselink: ‘Het is een groot verschil of je kijkt naar liquide publieke markten of naar meer illiquide private debt en equity. In private markten is veel aan de hand op het gebied van aanpassingen van de energie-infrastructuur. Kijk maar naar de gevolgen van de installatie van grootschalige wind- en zonne-energieparken of van batterijen en energieopslag. Het interessante daarbij is dat je uiteindelijk veel joint ventures ziet ontstaan tussen grote, gevestigde bedrijven en kleine, nieuwe spelers. Grote bedrijven moeten mee in de transitie en hebben kleinere bedrijven daarbij hard nodig. Je kunt de markt voor energieopslag van nu vergelijken met de fase waarin zonne-energie zich in 2003 bevond.’

Moet je een zekere risicobereidheid hebben om die stap daadwerkelijk te maken, omdat je vroeg in de markt komt?

Masselink: ‘Ja, de timing is natuurlijk heel belangrijk. Je moet echt rechtstreeks in contact staan met de markt om te zien waar de kansen en de risico’s van dat moment zitten.’

Michael: ‘De verwachte groei in het gebruik van elektrische voertuigen en de vervanging van olie door elektriciteit als gevolg daarvan is aanzienlijk. Een olievervanging van 7 miljoen vaten per dag in 2040 komt neer op minstens 2000 TWh extra elektriciteit. Dit komt overeen met driemaal de omvang van de totale huidige Duitse elektriciteitscapaciteit. En ik ben het verder eens met wat je zegt over transport en opslag. Ik verwacht dat in de opslag en transport de komende jaren de sterkste groei zal plaatsvinden. Daar gaan dus interessante dingen gebeuren. Netten waarin de elektriciteit twee richtingen op stroomt; je kunt afnemen en teruggeven aan het net; nieuwe accutechnologie. Bestaande transportsystemen voor stroom zijn vaak zeer inefficiënt. Er is meestal een verlies van 15 tot 20 procent van de elektriciteit die wordt opgewekt aan de bron. In



Klimaatverandering is een systeemrisico bij beleggingen. Heel anders dan de risico's waar we gewend waren om rekening mee te houden.

opkomende markten kan dat verlies wel 60 procent zijn. Dus in dat hele gebied liggen grote kansen.'

Daramus: 'In het Verenigd Koninkrijk is er veel druk op pensioenfondsen om te investeren in infrastructuur, maar ze zullen niet snel naar Afrika gaan. Ze zijn op zoek naar fondsen die minder politieke en valutarisico's met zich meebrengen, wat vaak betekent dat er in ontwikkelde markten - zoals windmolenparken in de Noordzee - volwassen technologieën worden gebruikt. We hebben regeringen en multilaterale ontwikkelingsagentschappen nodig om een deel van het risico in een vroeg stadium te helpen dragen en de koolstofarme infrastructuur aantrekkelijk te maken voor institutionele beleggers.'

Wolfs: 'Nog niet zo lang geleden was duurzame energie een heel overzichtelijk gebied. Het ging voornamelijk over subsidies voor individuele projecten. Inmiddels zijn die subsidies in het grootste deel van Europa verdwenen, heeft de technologie enorme sprongen gemaakt en zijn er nieuwe technologieën bijgekomen. De smart grid, decentrale opwekking, energiemeters, opslag, van alles. Dat zorgt voor een heel ander risico-rendementsprofiel. Bovendien is het nagenoeg onmogelijk om nog naar een individueel project te kijken; verscheidene externe

Het hele duurzame energielandschap verandert constant, met nieuwe plannen en nieuwe ideeën, en daarmee verandert ook het risico-rendementsprofiel.

> **Sebastiaan Masselink** is Senior Portefeuillemanager Impact Investing bij ACTIAM. Masselink is sinds 2017 in dienst bij ACTIAM, waar hij verantwoordelijk is voor de beleggingen in energietransitie-niches in Europa voor institutionele investeerders. Daarvoor was hij strategisch adviseur van de board van verschillende duurzame technologiebedrijven en was hij vanaf 2011 manager van de Global Cleantech-operaties van Kempen & Co. Masselink was tevens CEO van Kempens Noord-Amerikaanse activiteiten in New York. Zijn carrière begon in 1997 bij ABN AMRO, waar hij diverse rollen op het gebied van aandelen bekleedde.



factoren spelen nu een grotere rol en netintegratie is van wezenlijk belang. Door aanzienlijk meer niet-controleerbare capaciteit in de opwekking kunnen de stroomprijzen gedurende de dag flink dalen en is het patroon over het algemeen grilliger, met gevolgen voor het rendement. Jullie noemden verder ontwikkelingen in accu's, waarbij iedereen zich met name richt op lithium-ionbatterijen. Wij richten ons ook op 'waterbatterijen', waarmee we stuwmeren voor waterkracht bedoelen. Ik bedoel maar, zo kun je ook naar een stuwmeer kijken, als een enorme accu. Dan kun je zeggen dat het potentieel voor nieuwe stuwmeren beperkt is, omdat ze door natuurlijke omstandigheden zijn ontstaan. Dat is waar, maar er zijn ook plannen voor kunstmatige stuwmeren met de turbine diep onder de grond. Het hoogteverschil wordt gecreëerd door de diepte in te gaan. Enfin, we moeten zien of dat ook gaat gebeuren. Maar het illustreert mijn boodschap: het hele duurzame energielandschap verandert constant, met nieuwe plannen en nieuwe ideeën, en daarmee verandert ook het risico-rendementsprofiel.'

Huitema: 'Dat maakt erin investeren overigens best lastig, zeker voor kleinere institutionele beleggers. Door de snelle technologische veranderingen zijn de beleggingsrisico's veel





> **Matthew Michael** is Product Director Emerging Market Debt and Commodities bij Schroders. Hij is verantwoordelijk voor het productbeheer en de marketing van Schroders' Emerging Markets Debt Absolute Return en Commodity-fondsen. Hij is in 2004 in dienst getreden bij Schroders en is gevestigd in Londen. Michael heeft een MSc in International Finance van CERAM European School of Management.

groter dan bij een traditionele large-cap of zelfs small-cap-benadering. Je hebt heel goede research nodig, iets waarop de laatste jaren voor beursgenoteerde aandelen juist bezuinigd lijkt te zijn.'

Misschien is dit een goed moment om het over data te hebben. TCFD is van plan om investeerders te helpen door betere informatieverstrekking door bedrijven te bewerkstelligen. Wie maakt hier gebruik van en ziet het als een krachtig instrument?

Hodzic: 'Jazeker, wij gebruiken het en zijn ook zelf als asset manager een officiële 'supporter' van de TCFD-aanbevelingen. Deze aanbevelingen zijn echt een game changer en het verbaast me niet dat ze nu 2,5 jaar na de introductie een groot succes zijn. Het is een rapportageframework voor bedrijven, asset owners en asset managers, wat betekent dat positieve verandering echt versneld kan worden. Wij gebruiken het in onze engagement met bedrijven en verwachten dat ze rapporteren volgens dit framework. Dit stelt ons in staat om de klimaatrisico's en -kansen van bedrijven waarin we beleggen beter in kaart te brengen, te meten en daarop in te spelen.'

Daramus: 'We hebben een engagementprogramma met 80 van 's werelds grootste bedrijven, rond hun klimaatstrategieën. We geven bedrijven 'huiswerk', ook rond TCFD-rapportage, en er volgen maatregelen als ze niet intensiever gaan werken. Als ondernemingen niet voldoende informatie verstrekken of als hun strategieën niet robuust zijn, zullen we ze binnen bepaalde fondsen van de hand doen. Dit is het tweede jaar dat we dit hebben gedaan. Zo hebben we bijvoorbeeld ExxonMobil verkocht. Het is een sterk signaal dat beleggers op zoek zijn naar meer en betere klimaatinformatie.'

Doe je dat voor de hele portefeuille?

Daramus: 'Nee. We verkopen alleen in die fondsen waar we van de klant toestemming hebben bedrijven te verkopen als ze tekortschieten. Wat we in onze hele portefeuille doen, is tegen de voorzitter van het bestuur van deze bedrijven stemmen, als ze in andere fondsen worden gehouden.'

Bridges: 'Op het gebied van asset stewardship is het van cruciaal belang dat we ervoor zorgen dat bedrijven weten wat TCFD is: goed bestuur, strategie, maatstaven en doelstellingen. Bij het ontwerpen van investeringsoplossingen besteden we veel aandacht aan de gewogen gemiddelde koolstofintensiteit, oftewel de WACI-methode. Het is een beetje geeky. Deze technische richtlijnen die in het document worden onderschreven, helpen ons echt. We zijn onlangs benaderd door een zeer deskundige CIO van een grote Nederlandse organisatie, die sterk gericht was op de WACI-methode. Daarom hebben we voor hen een strategie ontworpen die rechtstreeks van de TCFD-aanbeveling komt. We gebruiken deze strategie in onze rapportages, dus ook hier is het belangrijk voor asset owners over de hele wereld om hun CO₂-footprint, hun gewogen



Wij vragen momenteel aan elk olie-, gas- en nutsbedrijf om zich te houden aan de TCFD-standaarden. TCFD is erg belangrijk voor ons.

gemiddelde CO₂-intensiteit en alle overige meetgegevens te kennen.'

Van Waveren: 'Mag ik vragen of er bij de WACI-methode onderscheid wordt gemaakt tussen aandelenportefeuilles versus creditportefeuilles?'

Bridges: 'Ja, dat is een uitstekende vraag voor TCFD. Normaliseer je op basis van inkomsten of op basis van marktkapitalisatie?'

Van Waveren: 'En het antwoord is....?'

Bridges: 'Dat verschilt naar gelang beleggingscategorie en asset class. Dat is de schoonheid van deze aanbeveling.'

Hodzic: 'Er is zelfs uitgebreid onderzoek gedaan naar de kwaliteit van klimaatrapportages door bedrijven afhankelijk van welk rapportageframework ze gebruiken. Het blijkt dat beleggers duidelijk de voorkeur geven aan CDP/TCFD en ook een hogere bereidheid tonen om kapitaal te verschaffen aan deze bedrijven dan aan bedrijven die rapporteren volgens de 'simpele' SEC-standaarden.'

Van Waveren: 'Wij vragen momenteel aan elk olie-, gas- en nutsbedrijf om zich te houden aan de TCFD-standaarden. TCFD is erg belangrijk voor ons. Het niet naleven hiervan zou tot beleggingsaanpassingen kunnen leiden.'

We hebben het gehad over transitierisico's en over technologierisico's. Klimaatverandering is ook een kwestie van fysieke risico's. Hoe vang je die risico's op in je portefeuille?

Alserda: 'We hebben hiernaar gekeken en zien dat er erg veel onzekerheid is over fysieke risico's. Er zijn erg veel factoren die lastig te modelleren zijn, zoals geofysische risico's. Bovendien hebben we het over een zeer lange tijdshorizon. De impact neemt geleidelijk toe en het zal waarschijnlijk nog een lange tijd duren voordat er een materiële impact is op een goed gespreide portefeuille. Zodoende denken we dat het nog te



vroeg is om iets te doen op asset allocatie-niveau. Tegelijkertijd verwachten we van onze fondsmanagers dat ze materiële risico's meenemen in hun selectieproces, zoals overstromingsgevaar bij vastgoedprojecten; oftewel dat ze ESG-integratie toepassen.'

Van Waveren: 'Wij kijken nu bijvoorbeeld al naar de locatie van oliaffinaderijen in onze portefeuilles, als belangrijke assets binnen onze olie- en gasbeleggingen.'

Huitema: 'Bij de fysieke risico's gaat het om het netto-risico, dus je moet daarin ook meenemen hoe effectief samenlevingen maatregelen kunnen treffen om fysieke risico's te beteugelen.'

Oeljee: 'We weten heel goed dat er fysieke risico's bestaan die heel relevant kunnen zijn voor bedrijven waarin wij beleggen. Meer dan 40 procent van de elektriciteitscentrales wereldwijd staat in gebieden met 'waterstress'. Zodra in die gebieden veranderingen in neerslagpatronen optreden, merken die bedrijven meteen de gevolgen voor beschikbaarheid van koelwater. Als je, zoals bij Pinnacle West gebeurde, de grootste kerncentrale van de VS bouwt in de woestijn, moet je vooraf

> **Thierry Oeljee** werkt sinds 2016 bij Achmea IM als Senior Engagement Specialist. Hij werkte eerder bij SNS Asset Management en ACTIAM als Senior ESG-Analyst. Oeljee is binnen het MVB-team van Achmea IM specialist op het gebied van klimaat en energie. Dit betekent onder andere dat hij een focus heeft op de transportsector en op duurzame energie. Oeljee studeerde Communicatie aan de Hogeschool van Utrecht.





> Sylvia van Waveren is Engagement Specialist in het Active Ownership-team van Robeco. Zij is lid van de UN PRI Working Group on Methane Emissions en lid van de ICCR Climate Working Group. Van Waveren begon haar carrière bij Centraal Beheer in 1988 en ging in 1990 over naar PGGM, waar ze verschillende functies bekleedde als Portfolio Manager. Ze heeft een Master in Economie van de Universiteit van Tilburg en is CFA-charterhouder.

heel goed weten met wie je concurreert om toegang tot koelwater. We zetten engagement heel bewust in om dit soort risico's in onze portefeuille in kaart te brengen.'

Masselink: 'De agrarische sector loopt duidelijk grote risico's door klimaatverandering. Maar hier ontstaan óók kansen. Het interessante fenomeen dat zich voordoet op sommige plaatsen, is dat overstromingen door klimaatverandering weer kansen bieden aan nieuwe vormen van landbouw, bijvoorbeeld superfoods op plantaardige basis, die de plaats innemen van veeteelt. Dat is een interessante transitie naar koolstofarme landbouw.'

Kun je er al in beleggen?

Masselink: 'Het is nog klein, maar met grote potentie vanwege de lage kostprijs. Een typische private debt-investering: bewezen technologie nu opschalen. Een voorbeeld hiervan is eendenkroos. Dat is zeer proteïnerijk, het haalt CO₂ uit de lucht tijdens de productie en speelt in op de sterk groeiende markt voor vegetarische producten.'

In een tijd waarin we het steeds meer hebben over AI en technologische ontwikkelingen, blijft menselijk kapitaal onmisbaar.

Ziet iemand ook een onderschat risico van klimaatverandering?

Daramus: 'Eén ding dat maar terug blijft komen in het debat, is wanneer de olievraag piekt. Iedereen denkt dat de vraag naar olie op een gegeven moment over de klif valt. Bedrijven antwoorden daarop steevast met: geen zorgen, voorlopig blijven olie en gas belangrijk. Ik denk dat de vraag niet is wanneer we stoppen met het gebruiken van olie, maar wanneer de vraag naar olie stopt. Historisch gezien werden overinvesteringen door de olie-industrie gecompenseerd door een stijging van de vraag. Zo bleef er een evenwicht. Dat is niet langer per se het geval. Ik vind dat een zeer interessante vraag om in gedachten te houden.'

Hodzic: 'Een ander aspect dat vaak onderschat of zelfs vergeten wordt, is de zogeheten 'Rechtvaardige Transitie'. Voor sommige sectoren, zoals de kolenindustrie, leidt de overgang naar een koolstofarme economie tot radicale veranderingen. 'Kunnen de werknemers omgeschoold worden?', is zo'n vraag. Wij nemen dit soort aspecten mee in onze beleggingsanalyse, want bedrijven die deze zaken op de juiste manier aanpakken, hebben veel meer kans om het te schoppen tot de winnaars van morgen. In een tijd waarin we het steeds meer hebben over AI en technologische ontwikkelingen, blijft menselijk kapitaal onmisbaar.'

Ik ben ervan overtuigd dat klimaatverandering de komende tien of vijftien jaar in de bestuurskamers, waar de beleggingsbeslissingen worden genomen, zal domineren.



> **Jeroen Wolfs** is sinds september 2018 Director in het Energy & Infrastructure-team van Aquila Capital en Co-Head van het Energy Transition Infrastructure Fund. Hij houdt zich met name bezig met het sourcen en verwerven van Europese duurzame energieprojecten. Hiervoor was hij bijna negen jaar werkzaam bij PGGM in het Infrastructuurteam en daarvoor bijna vier jaar bij Grontmij. Wolfs is afgestudeerd als bouwkundig ingenieur aan de Technische Universiteit Eindhoven en is daarnaast CFA-charterholder.



Alserda: 'Interessant is dat we nu al anderhalf uur praten en we hebben het alleen nog maar gehad over bedrijven. Een van de punten die we vaak verwaarlozen, is het gedrag van de consument. Zolang het gedrag van de consument niet echt verandert, zal er altijd iemand zijn die doorgaat met vervuilende activiteiten. Dus eens in de zoveel tijd moeten we ook kijken hoe we het gedrag van de consument kunnen veranderen, hoe we daarin kunnen investeren.'

Zijn we het daarmee eens?

Wolfs: 'Eens, die rol is zeker van belang. We zien in Nederland hoe dat gaat. Probeer tegenwoordig maar eens een windmolenpark of een zonne-energiepark te bouwen. Dat is bijna onmogelijk. Verzet is overal. Ook in een land met veel ruimte als Noorwegen. Hetzelfde zien we in Polen. Dus ja, we staan voor uitdagingen.'

Michael: 'De consument wordt door de grote ontwikkelingen wel een bepaalde kant opgeduwd, maar uiteindelijk wordt zijn keuze gedreven door economische overwegingen en dus zal de prijs voor elektrische auto's heel belangrijk zijn. Hetzelfde geldt voor energieverbruik in huis. Vervanging van gas door elektriciteit, warmte-opwekkingsinstallaties, dat soort dingen, zullen in prijs moeten dalen voordat mensen overstappen.'

Masselink: 'De consument is steeds bewuster, wil een gezonder leven en een gezondere leefomgeving. Dit drijft het gedrag van bedrijven. Niet voor niets moeten Duitse autobedrijven achter Tesla aanhollen om geen belangrijk marktaandeel structureel te verliezen. Dat is gedreven door de consument én de schaal die Tesla in batterijen en elektrische auto's weet te maken.'

CONCLUSIE

Iedere discussie over ESG begint onvermijdelijk met de vraag: lever je er rendement voor in? Nee, niet meer. Daarover is iedereen het nu wel eens. ESG zorgt voor een beter gespreide, meer toekomstbestendig portfolio. Mits je het met beleid doet, want met de botte bijl gaan uitsluiten, is geen goed idee. ESG komt pas echt tot zijn recht met een actieve strategie. Daarbij hoort ook eigen research en niet het passief volgen van externe ESG-dataproviders. Investerings in energietransitie worden gedreven door twee soorten vragen. Het is niet alleen milieu; financieel-economische redenen worden steeds sterker, zelfs in het oude industriële hart van Amerika. ESG en impactbeleggen worden alleen maar groter. Maar de uitdagingen zijn reusachtig. Wie impact wil maken, heeft allereerst data nodig. Daar is een grote honger naar. Vervolgens zijn er methodieken nodig om die

data te verwerken en te beoordelen. Komen er pasklare keuzes uit voor asset managers? Helaas nog lang niet altijd. Het aantal variabelen is soms duizelingwekkend. Welke risico's zijn er allemaal? Van het risico dat een olieraffinaderij overstroomt tot risico's in je portefeuille omdat bepaalde technologieën binnenkort niet langer gewenst zijn en aandelen daardoor flink in waarde kunnen dalen. Hoe voorspel je dat? En waarin te investeren? Welke technologieën worden een succes en welke vallen af? Welke bedrijven zijn binnen die technologieën het meest kansrijk? En dan moet de consument ook nog eens heropgevoed worden. Ga er maar aan staan. Het is een vrijwel eindeloos universum aan thema's, problemen en kansen dat asset owners en managers de komende decennia flink zal bezighouden en waarover we voorlopig nog niet zijn uitgesproken.