

# Klimaatverandering vraagt om een strategische benadering

Klimaatverandering is een maatschappelijke uitdaging zonder weerga en vraagt om een analyse op diverse niveaus, niet alleen op het gebied van portefeuille-implementatie, maar vooral ook strategisch gezien. Financial Investigator sprak met Reinout van Tuyll van Achmea Investment Management en Jacqueline Duiker van VBDO over de verschillende klimaatrisico's, over hoe een belegger daar inzicht in kan krijgen en over de acties die nu nodig zijn.

Door Harry Geels

## Even hoog over: wat is het maatschappelijke Umfeld van de klimaatverandering waar iedereen het over heeft?

**Van Tuyll:** 'In 2015 is het Akkoord van Parijs gesloten. Hierin is vastgelegd dat de wereld in 2050 klimaatneutraal moet zijn. In dit akkoord hebben landen zich gecommitteerd aan de reductie van broeikasgassen op de korte termijn en klimaatneutraliteit in 2050. Het akkoord laat veel ruimte aan landen voor wat betreft de wijze waarop de doelstellingen worden behaald. Landen dienen iedere vijf jaar vast te leggen hoe de emissie van broeikasgassen wordt verminderd in zogenoemde Nationally Determined Contributions (NDCs). De EU heeft namens de EU-lidstaten in december 2020 de ambitie van de EU als geheel geconcretiseerd als een reductie van de broeikasgassen in 2030 met 55% ten opzichte van het niveau in 1990.'

**Duiker:** 'Met het oog op deze ambitie heeft de EU het EU Action Plan 'Financing Sustainable Growth' geformuleerd, met als doel meer investeringen in duurzame groei te realiseren, de effecten van klimaatverandering en milieuschade inzichtelijk te maken en te zorgen voor meer transparantie en meer langetermijnperspectief in financiële en economische activiteiten. Om dit te bereiken, worden in de Europese Green Deal verschillende instrumenten voorgesteld. Onder meer de beprijzing van CO<sub>2</sub>-uitstoot, direct via een CO<sub>2</sub>-taks of via het Europese Emissions Trading System (EU ETS), moet hieraan bijdragen.'

## De effecten van klimaatverandering zullen pas op de lange termijn zichtbaar worden. Kunnen we het klimaatrisico al monitoren?

**Duiker:** 'Klimaatverandering werd een paar jaar geleden door de meeste beleggers nog niet beschouwd als een risico, maar dat is ondertussen enorm veranderd. Toch is het nog steeds vooral 'outside in'. Wat gebeurt er met het klimaat en welke risico's zitten er in de beleggingsportefeuille? Klimaat is groter, het is een systeemrisico. De belegger zou dus ook moeten nadenken over wat hij kan doen, oftewel welke impact of bijdrage de belegger kan hebben om de échte CO<sub>2</sub>-emissie omlaag te brengen en de leefbaarheid van een gebied te bestendigen. Met een dergelijke 'inside out'-benadering zal tevens het systeemrisico minder worden.'

**Van Tuyll:** 'Ik zou nog een stap verder willen gaan. Klimaatrisico is dé grootste uitdaging waar de mensheid voor staat. De industriële revolutie is gestoeld geweest op de fossiele brandstoffen, waarvan het gebruik, mede door de verachtvoudiging van de wereldbevolking, minimaal is vervijftigvoudigd. Die transitie van de afgelopen twee eeuwen moet nu in de komende dertig jaar worden teruggedraaid. Dit raakt de hele maatschappij, daarbinnen de hele economie en vervolgens weer alle beleggingsportefeuilles. Ook vanuit wet- en regelgeving worden beleggers steeds meer gedwongen na te denken over de financiële consequenties van de klimaatverandering.'

## Jacqueline Duiker

Jacqueline Duiker is Senior Manager Sustainability & Responsible Investment bij de Nederlandse Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO).



### Er wordt regelmatig gesproken over transitierisico's en fysieke klimaatrisico's. Wat verstaan jullie hieronder?

**Duiker:** 'Dit is inderdaad een indeling die vaak wordt gebruikt. Fysieke risico's zijn hierbij de risico's die ontstaan door de gevolgen van het veranderende klimaat. Uitzonderlijke periodes van droogte of een geleidelijke stijging van de zeespiegel hebben maatschappelijke en economische gevolgen. Hetzelfde geldt voor cyclonen en stormen die toenemen in frequentie en hevigheid. Deze veranderingen brengen schade toe aan economische activiteiten, infrastructuur en leefbaarheid. Onder andere weersafhankelijke activiteiten, zoals landbouw, lopen het risico verstoord te worden. Gebouwen en infrastructuur, die zich bevinden in gebieden met verhoogde kans op overstromingen of cyclonen, zullen ook extra risico lopen. Fysieke risico's kunnen zich geleidelijk, maar ook abrupt manifesteren. En ze zijn ook nog eens plaatsgebonden. Het hieraan aanpassen is complex. Belangrijk is dat adaptatie niet alleen financieel plaatsvindt, maar ook resulteert in een leefbare omgeving.'

**Van Tuyll:** 'Transitierisico's zijn de risico's die voortvloeien uit de energietransitie die bedoeld is om klimaatverandering tegen te gaan. Elektriciteit moet CO<sub>2</sub>-neutraal worden opgewekt, auto's moeten elektrisch rijden, enzovoort. Dit risico schuilt vooral in de stijgende kosten door het beprijsen van CO<sub>2</sub>-uitstoot en noodzakelijke nieuwe investeringen. Dit zal ertoe leiden dat sommige economische activiteiten minder rendabel of zelfs verlieslatend worden, wat weer de daaraan gerelateerde beleggingen raakt. Daarnaast zullen de nieuwe benodigde investeringen en de minder efficiënte productieprocessen zeer waarschijnlijk een prijsopdrijvend effect hebben. CO<sub>2</sub>-uitstoot is helaas nog altijd niet beprijsd, dus schadelijke sectoren mogen nog steeds 'gratis' vervuilen. De beide risico's zijn in zekere zin complementair: als zich meer transitierisico's voordoen, zullen er waarschijnlijk minder fysieke risico's zijn, en vice versa.'

### Sommige spreken van een klimaatdoctrine. Er zijn geruchten dat de EU aardgas bijvoorbeeld ineens wel mogelijk als schone brandstof ziet. Zijn er nog politieke risico's verbonden aan klimaatbeleid?

**Van Tuyll:** 'De energietransitie is één groot politiek risico. Er moet namelijk een politieke wil zijn om er wat aan te doen. Donald Trump wilde het niet en hield daardoor veel tegen.

Joe Biden lijkt nu wel een grote stap te willen maken. Dat maakt een wereld van verschil. De EU is minder binair, er is daar veel meer sprake van consensus. We hebben al veel wet- en regelgeving en beleggers denken

daardoor al veel meer over de klimaatrisico's na. Dat we CO<sub>2</sub>-neutraliteit nastreven is duidelijk, maar over hoe dit bereikt wordt, zullen ongetwijfeld nog discussies worden gevoerd. De EU moet wel proberen uniform op te treden.'

**Duiker:** 'In de EU wordt onder meer aan een taxonomie gewerkt, om duidelijk te definiëren wat nu groene investeringen zijn. Er is begonnen met een wetenschappelijke definitie van wat groen is aan de hand van een bepaalde CO<sub>2</sub>-uitstoot. Aardgas voldoet daar bijvoorbeeld niet aan en kan in principe niet als groen worden aangemerkt. Toch ontstaat hier nu discussie over. Voor onder andere Oost-Europa is dit namelijk lastig. De elektriciteit wordt daar vooral met steenkool opgewekt en er vindt nu een transitie plaats naar gas. Dat is een verbetering, maar is het ook groen? Het adequaat beprijsen van CO<sub>2</sub> is ook nog een politiek 'ding'. In Nederland doen we dit niet omdat we vinden dat dit in de hele EU moet gebeuren en de EU doet het nog niet, gezien de onderlinge verschillen en omdat het eigenlijk wereldwijd zou moeten worden ingevoerd. Op deze manier gaan we er niet komen.'

### Hoe krijgt de belegger goed inzicht in de klimaatrisico's?

**Duiker:** 'Wat betreft transitierisico zijn er verschillende manieren om de CO<sub>2</sub>-footprint van de beleggingsportefeuille uit te rekenen. Er wordt ook gewerkt aan een uniforme rekenmethode. Daarnaast zijn er initiatieven waarbij beleggers concrete doelstellingen formuleren om uiteindelijk de CO<sub>2</sub>-neutraliteit te bereiken. Voorbeeld van dergelijke samenwerkingsverbanden in de aanloop naar COP26 zijn, onder de paraplu van de 'Race to Zero', de 'net-zero alliantie' voor asset owners en het vergelijkbare initiatief voor asset managers.

Fysieke risico's zijn lastiger in kaart te brengen en te beprijsen. Een voorbeeld van dat laatste is de Coalition on Climate Related Investment. De fysieke risico's zijn nog niet bepaald uitontwikkeld. Als je er geen goede analyses van kunt maken, kun je er helemaal naast zitten. Je zult als investeerder over gedegen context- en locatiespecifieke informatie moeten beschikken en daarnaast een beeld moeten hebben van wat daar nodig is om een klimaatbestendige leefomgeving te realiseren.'



CV

## Reinout van Tuyll

Reinout van Tuyll is Senior Investment Strategist bij Achmea Investment Management.

**Van Tuyll:** 'Als beleggers zijn we gewend te kijken naar historische datareeksen. Dat kan bij de klimaatverandering nog niet. Het is te nieuw. Vanuit de EU vinden er wél steeds meer initiatieven plaats om goede data op te bouwen en scenario's te ontwikkelen. De analyse kan bottom up of top down worden gedaan. Bij de bottom up-aanpak kijken we naar de invloed van klimaatverandering op individuele bedrijven. Bij de top down-analyse proberen beleggers scenario's te ontwikkelen over wat er met de verschillende beleggingscategorieën en daarbinnen weer met de regio's kan gebeuren. Wat gebeurt er bijvoorbeeld als er een abrupte of juist geleidelijke energietransitie plaatsvindt?'

**Duiker:** 'Er zijn inderdaad veel onzekerheden, maar dat is juist waarom we die scenarioanalyses moeten doen. Andere voorbeelden zijn 'wat gebeurt er met mijn portefeuille als de temperatuur niet 2 graden maar 5 graden stijgt?', of juist het tegengestelde: 'wat als de temperatuur niet meer stijgt?' Interessant is ook het scenario van de 'Inevitable Policy Response', een scenario waarin alle beleidsvoornemens in alle belangrijke landen zouden worden uitgevoerd. Wat zou dat dan betekenen voor de beleggingsportefeuille? Beleggers kunnen hier interessante lessen uit leren.'

### Hoe krijg je zicht op de klimaatgevoeligheid van de portefeuille? Welke maatstaven zijn daarbij relevant?

**Duiker:** 'De CO<sub>2</sub>-footprint is natuurlijk wel de bekendste maatstaf, maar er kan ook worden gedacht aan de allocatie naar bepaalde risicovolle sectoren zoals olie en gas. Olie- en gasbedrijven hebben voorraden die straks helemaal niet meer als waarde mogen worden opgevoerd, oftewel stranded assets. Andere sectoren met een hoge CO<sub>2</sub>-emissie zijn bijvoorbeeld de cementindustrie en bepaalde takken van de voedingsindustrie. In die zin zou je dit klimaatgevoelige sectoren kunnen noemen. Tot slot is ook de capital expenditure van een onderneming een interessante maatstaf. De omvang van R&D-gerelateerde investeringen is een indicator voor de mate waarin een bedrijf zelf bezig is met de transitie.'

**Van Tuyll:** 'Er zijn inderdaad sectoren die straks eigenlijk niet meer kunnen bestaan, bijvoorbeeld de genoemde cementsector, die verantwoordelijk is voor een groot deel van de CO<sub>2</sub>-uitstoot in de wereld. Hout is een goede vervanger. En de vervolgvraag is dan of deze sector wel goed in de

portefeuille vertegenwoordigd is. Het is ook belangrijk niet alleen de omzet van bijvoorbeeld de cementindustrie te meten, maar ook die van de leveranciers. Fundamentele bottom up-analyse moet tegenwoordig

verder gaan dan alleen de financiële cijfertjes. Het is ook van belang te kijken naar innovatie en patenten die belangrijk zijn voor de klimaattransitie.'

### Hoe kan je als belegger bijdragen aan de klimaatoplossingen? Is de impact van beleggingen op klimaatverandering wel goed te meten?

**Van Tuyll:** 'Er zit een tweeledigheid in, waar ook door de SFDR-wetgeving aandacht voor wordt gevraagd: meten wat de huidige milieu-footprint is, maar ook wat de impact is op klimaatverandering. Die impact heb je niet door een bepaald percentage aandelen in bedrijven te hebben, maar door bijvoorbeeld engagement. Het kan ook door mede-eigenaar te worden van bijvoorbeeld wind- of zonne-energieprojecten. Meer directe investeringen dus. Door bijvoorbeeld (mede-)eigenaar te worden van infrastructuur om waterstof te transporteren, kan het redelijk goed mogelijk zijn om uit te rekenen welke bijdrage er wordt geleverd aan de CO<sub>2</sub>-reductie. Het begint allemaal met het formuleren van doelstellingen. Eerst van bovenaf, strategisch nadenken wat je als belegger wilt bereiken. En dat dan over het hele spectrum aan beleggingsmogelijkheden, van best-in-class ESG tot engagement, uitsluitingen en impact.'

**Duiker:** 'Uiteindelijk gaat het natuurlijk om die impact. Met puur het meten van allerlei klimaatrisico's in portefeuilles verandert er nog niets. Een CO<sub>2</sub>-neutrale portefeuille impliceert nog geen CO<sub>2</sub>-reductie in de wereld. In de publieke markten kan engagement een belangrijke rol spelen, maar bij ondernemingen gaat de verandering traag en bovendien houden beleggers vast aan de risico-rendements-eisen op de korte termijn. Engagement zou ook kunnen plaatsvinden in de schuldenmarkt. Hiermee zouden ook overheden kunnen worden gehouden aan hun NDCs. Ten slotte kan met het financieren van projecten en start-ups sneller en meer impact worden gerealiseerd. Het betreft dan meestal private, niet-beursgenoteerde beleggingen. Dergelijke investeringen maken gezien hun risicoprofiel een klein deel uit van institutionele portefeuilles, gemiddeld zo'n 1 tot 2%. Maar als deze investeringen tot echte oplossingen leiden, zullen ook de echte risico's afnemen. Er is dus nog veel werk aan de winkel.' ■