

Duurzame obligatiemarkt wordt volwassen

Door Manno van den Berg Fotografie Cor Salverius Fotografie



In het kielzog van green en social bonds verschijnen steeds meer duurzame labels voor obligaties. Zoals blue en orange bonds, die zich richten op projectfinanciering in respectievelijk water- en genderthema's. De toename van het aantal labels is een teken dat de markt voor duurzame en sociale obligaties volwassen wordt. Tegelijkertijd zijn er zorgen over de negatieve gevolgen van fragmentatie.

Het succes van green bonds, obligaties die duurzame projecten financieren, valt niet te ontkennen. De uitstaande waarde van deze obligaties bedroeg eind 2024 wereldwijd bijna \$ 3.000 miljard: zes keer meer dan in 2018. Vooral bij de aanpak van klimaatverandering en financiering van hernieuwbare energie spelen green bonds een cruciale rol. Ze zijn echter onderdeel van een veel grotere duurzame obligatiemarkt, met labels als green, social, sustainability, en sustainability-linked.

In 2024 gaven overheden en bedrijven volgens ontwikkelingsbank IFC voor meer dan \$ 1.000 miljard van deze GSSS-obligaties uit, 3% meer dan het jaar ervoor. Een bescheiden groei. Opkomende landen zagen een duidelijke dip in het uitgiftevolume en dit jaar kreeg het segment politieke tegenwind in de VS. Zit de markt in een consolidatiefase? Is er nog veel groeipotentie? Zijn er obstakels voor die groei? Wat voegen nieuwe duurzame labels zoals blue en orange eigenlijk toe?

Deze en andere vragen kwamen aan de orde in een rondetafelgesprek, waarvoor Financial Investigator eind september zeven experts uitnodigde. Gespreksleider Sevinç Acar, Head of Public Markets bij NN Group, opende de levendige discussie met een verwijzing naar de pioniersrol van green bonds.

Welke lessen kunnen we leren van green bonds voor andere impact-obligaties, zoals blue bonds, transition bonds, social bonds en orange bonds?

Gwennaële Bruning: 'De belangrijkste les is dat je een sterk institutioneel kader nodig hebt. De regelgeving rond ESG, met name de EU-taxonomie, was instrumenteel in de

groei van green bonds. Ook voor social bonds zou een vergelijkbare taxonomie enorm nuttig zijn.'

Mitch Reznick: 'Regelgeving kan inderdaad het vertrouwen aan de kapitaalmarkten geven dat nodig is voor schaalvergroting. Overregulering kan echter ook barrières creëren. Dat is mijn zorg met de EU-taxonomie. Liever een imperfecte markt met voldoende schaal, waar beleggers zelf beslissen over obligaties die niet aan bepaalde criteria voldoen, dan een perfecte maar te kleine markt.'

Jessica Zarzycki: 'Doe een stap terug en bedenk waarom green bonds zijn aangeslagen, namelijk vanwege de mogelijkheid om kapitaal in specifieke projecten te kunnen investeren en de resultaten van die investering te meten. Dat is anders dan op aandelenmarkten. Gelabelde obligaties zijn een krachtig instrument voor opschaling. Ik ben het met mijn voorganger eens: overregulering kan innovatie en groei belemmeren. Als we hadden gewacht op regelgeving of een taxonomie, hadden we nooit in de eerste blue bonds van overheden geïnvesteerd of in projecten rond biodiversiteit en natuurbehoud. Fixed income is een van de beste manieren om impact te realiseren en kapitaal op te schalen.'

Anahi Machado: 'Een van de lessen is dat het niet alleen om het onderliggende investeringsproject gaat, maar ook om de geloofwaardigheid en het commitment van de emittent. Daarnaast is in de vastrentende markt performance altijd belangrijk. Om voldoende kapitaal aan te kunnen trekken, niet alleen nichekapitaal, moet je performance leveren.'

Hoe passen social bonds in een ESG- of impactbeleggingsstrategie? Welke rol kunnen ze spelen voor pensioenfondsen en hun doelstellingen?

Robbert Lammers: 'Ze zijn een van de instrumenten in de toolkit om deze doelen te bereiken. Je kunt de financiering er duidelijk mee afbakenen en ze bieden een aanknopingspunt om gesprekken met bedrijven te starten. Bovendien helpen de raamwerken van gelabelde obligaties bij het identificeren en afbakenen van projecten en investeringen die het beste onze sociale of ecologische doelen ondersteunen.'

Michiel de Bruin: 'Social bonds kunnen een cruciale rol spelen bij het aanpakken van >

Voorzitter:

Sevinç Acar
NN Group

Deelnemers:

John Amoasi
Neuberger Berman
Michiel de Bruin
Robeco
Gwennaële Bruning
Achmea Investment Management
Robbert Lammers
MN
Anahi Machado
DPAM
Mitch Reznick
Federated Hermes
Jessica Zarzycki
Nuveen Fixed Income



VOORZITTER

Sevinç Acar

Sevinç Acar is Hoofd van Public Markets bij NN Group. In deze functie is zij verantwoordelijk voor de publieke vastrentende producten en aandelen van de beleggingsportefeuille van het bedrijf. Hiervoor was zij Investment Director Vastrentende Waarden bij PGGM. Ze heeft een Master in Bedrijfseconomie van de Universiteit Maastricht.



John
Amoasi

John Amoasi, Senior Vice President, trad in 2022 in dienst bij Neuberger Berman als Stewardship & Sustainable Investing Specialist binnen het Emerging Markets Debt-team. Eerder werkte hij bij Franklin Templeton als Senior Sustainable Investment Specialist en bij Legg Mason, Goldman Sachs en PIMCO als Fixed Income Product Specialist. Hij heeft een Master in Chemical Engineering van UCL, is CFA Charterholder en heeft het CFA ESG Investing-certificaat.



Michiel
de Bruin

Michiel de Bruin is Hoofd Global Macro en Portefeuillemanager bij Robeco, verantwoordelijk voor de green bond-, global aggregate- en euro staatsobligatiefondsen. Met ruim drie decennia ervaring bekleedde hij diverse leidinggevende functies bij BMO Global Asset Management in London en Deutsche Bank in Amsterdam. Hij is CEFA-charterhouder, en behaalde diploma's aan de VU Amsterdam en de Hogeschool van Amsterdam.



Gwennaële
Bruning

Gwennaële Bruning is sinds 2014 Hoofd van het Credit-team bij Achmea Investment Management. Onder haar leiding zijn diverse credit- en impactgerichte strategieën ontwikkeld. Van 2009 tot 2014 werkte zij bij Achmea Group, waar zij verantwoordelijk was voor de vastrentende portefeuilles van de verzekeringsmaatschappijen. Eerder werkte zij bij AXA Investment Managers en NN Investment Partners. Bruning studeerde Economie aan de Universiteit van Amsterdam.



Robbert
Lammers

Robbert Lammers is Senior Adviseur Verantwoord Beleggen en sinds 2018 werkzaam bij MN. Binnen het One Portfolio-team is hij als specialist op het gebied van ESG-integratie en impact-investeringen nauw betrokken bij het fiduciair advies en beheer van de fixed income-portefeuilles van pensioenfondsen. Lammers studeerde Internationale Politieke Economie in Groningen en deed eerder ervaring op bij TKP Investments.



Anahi
Machado

Anahi Machado trad in 2011 in dienst bij Degroof FMC, de voorloper van DPAM, als beheerder van vastrentende fondsen. Daarvoor werkte ze bij BNY Mellon als Market Controller Corporate Actions. Machado begon haar carrière in 2005 bij Eurochambers als Financieel Analist. Zij behaalde een Master-diploma in Managementwetenschappen aan de Louvain School of Management. Machado is ook houder van het ICMA Fixed Income-certificaat.



Mitch
Reznick

Mitch Reznick trad in februari 2010 in dienst bij Federated Hermes als Head of Research binnen het Credit-team, voordat hij van 2012 tot 2019 Co-Head of Credit werd. In 2019 werd hij daarnaast Head of Sustainable Fixed Income en co-manager van het Federated Hermes Global High Yield Credit Engagement Fund. In mei 2024 werd Reznick benoemd tot Group Head of Fixed Income – London.



Jessica
Zarzycki

Jessica Zarzycki is Lead Portfoliomanager voor de Global Core Impact-strategie en co-Portfoliomanager van de Global Credit Impact-, U.S. Core Impact Bond-, Green Bond- en Short Duration Impact Bond-strategieën bij Nuveen Fixed Income. Ze was in 2020–2021 lid van de ICMA Advisory Board, die het Executive Committee adviseert. Daarnaast maakt ze deel uit van het Steering Committee voor de Orange Bond Principles.

‘Green bonds hebben een vergelijkbare performance geleverd als niet-gelabelde, soortgelijke obligaties. Een belangrijke conclusie.’

‘Ik denk niet dat steeds meer fragmentatie positief is voor de groei van de markt. Institutionele beleggers hebben belang bij uniforme marktstandaarden.’

een van de grootste problemen momenteel: het gebrek aan huisvesting. Dat is ook goed schaalbaar. Wat betreft performance: ik beleg sinds 2012 in green bonds en de resultaten hebben nooit teleurgesteld. Green bonds hebben een vergelijkbare performance geleverd als niet-gelabelde, soortgelijke obligaties. Een belangrijke conclusie.'

Bruning: 'Inderdaad, financiële resultaten zijn belangrijk. Maar social bonds bieden pensioenfondsen ook een toegankelijk pad naar een veelvoud van sociale projecten, van gezondheidszorg tot toegang tot schoon water, betaalbare huisvesting en verschillende vormen van sociale cohesie. De kredietkwaliteit is solide: doorgaans investment grade, goed vergelijkbaar met green bonds.'

Moeten we de richtlijnen afzwakken ten opzichte van ontwikkelde markten om de groei in green bonds in opkomende markten te stimuleren?

John Amoasi: 'Ik denk niet dat we de richtlijnen hoeven te versoepelen, want ze zijn momenteel al flexibel genoeg bij het uitgeven van gelabelde obligaties. Wel vind ik het belangrijk om opkomende markten iets meer speelruimte te geven dan ontwikkelde markten als het gaat om duurzaamheidsdoelstellingen. Daarnaast moeten we ons richten op het verlagen van de kosten die bedrijven in opkomende markten betalen om deze duurzame projecten te financieren. Misschien dat blended finance daar een rol in kan spelen.'

Lammers: 'Het is belangrijk om de keuzes van emittenten in opkomende landen in de juiste context te bekijken. In ontwikkelde markten worden green bonds gebruikt om bestaande infrastructuur te vervangen en groener te maken. In opkomende landen zijn infrastructuurinvesteringen meer gericht op nieuwbouw en uitbreiding, om bijvoorbeeld de energiezekerheid te verbeteren. Hou rekening met de context waarin emittenten in opkomende markten proberen hun doelen te bereiken.'

Bruning: 'Maar wat beschouw je als opkomende markten? China loopt waarschijnlijk voor op ons in de energietransitie. Dus waarom zou je criteria versoepelen of prestatiedoelen verlagen?'

Machado: 'In deze context denk ik ook aan het belang van overheidssteun. Die steun helpt om de kosten te verlagen en ook capaciteit op te bouwen. Dat is belangrijker

'Een van de voordelen van blended finance is niet alleen het verlagen van risico's, maar ook de toegang tot experts.'

dan normen versoepelen. We kunnen normen wellicht wel gefaseerd invoeren en verrijken met regionale beleidslijnen en taxonomieën. Als we nu dezelfde principes toepassen als in ontwikkelde markten, zouden we deze lokale projecten niet kunnen financieren.'

De Bruin: 'Ik denk ook dat regionale taxonomieën daarom een goed idee zijn, als leidraad om green bonds in opkomende markten te beoordelen. Wellicht kunnen we iets minder stringent zijn in de rapportagevereisten, omdat het voor sommige opkomende economieën meer investeringen zal vergen om aan de westerse standaarden te voldoen.'

Lammers: 'Opkomende markten hebben dringend kapitaal nodig om het grote financieringsstekort voor de energietransitie te dichten, maar ook om bijvoorbeeld de groeiende problemen rond biodiversiteitsverlies aan te pakken. Bedrijven en overheden in deze landen hebben echter minder governance-capaciteit dan die in ontwikkelde markten, dus het kan juist extra belangrijk zijn om de richtlijnen voor deze gelabelde obligaties wel onverminderd toe te passen.'

Blue bonds winnen terrein als financieringsinstrument voor de 'blue economy', ter ondersteuning van het behoud en herstel van oceanen en maritieme leefomgevingen. Hoe kunnen we de uitgifte opschalen?

Zarzycki: 'We waren betrokken bij de eerste blue bond, uitgegeven door de Seychellen in 2018 met een omvang van \$ 15 miljoen, gericht op natuurbehoud, ecotoerisme en duurzame visserij. Dit was een blended finance-structuur met de Wereldbank. Uitgiftes opschalen in opkomende markten, vooral in regio's waar je minder bekend mee bent, is een uitdaging. Een van de voordelen van blended finance is niet alleen het verlagen van de risico's, maar ook de toegang tot experts. Inmiddels zijn er een aantal grotere uitgiftes van blue bonds door overheden geweest.'

Amoasi: ‘We hebben deelgenomen aan enkele van de grotere emissies van blue bonds. De markt is nog relatief klein: minder dan \$ 20 miljard. We kijken naar uitgiftes vanaf ongeveer \$ 500 miljoen vanwege de liquiditeit. Kleinere uitgiftes passen niet bij onze portefeuilles. Maar het is een belangrijk segment waar we in de toekomst groei willen zien bij bedrijven en overheden.’

Reznick: ‘Ontwikkelingsbanken spelen een cruciale rol in deze blended financieringsoplossingen. Zij staan nu echter onder druk door afnemende steun van nationale overheden, wegens politieke redenen of nieuwe begrotingsprioriteiten. Ze zoeken naar manieren om hun activiteiten op peil te houden ondanks deze financieringsafname. Samenwerking met vermogensbeheerders in ‘origination-sharing’-modellen is één van de manieren om dat te doen. Al jaren wordt gezegd dat private markten meer verantwoordelijkheid moeten nemen. Dit is het moment, want er bestaat een enorme financieringskloof voor de SDG’s en die kloof neemt toe door de afname van overheidssteun.’

De Bruin: ‘We moeten beleggers eraan herinneren dat oceanen ook een grote capaciteit hebben om CO₂ en warmte te absorberen en daarmee aanzienlijk bijdragen aan klimaatmitigatie. Dat wordt soms vergeten. Daarnaast speelt waterbeheer een belangrijke rol in klimaatadaptatie. De financiering daarvan blijft een uitdaging voor sommige landen. Blue bonds van bijvoorbeeld supranationals zouden hierin een rol kunnen spelen.’

Genereren green en blue bonds voldoende impact om een net zero-economie te bereiken?

Machado: ‘Green bonds, blue bonds en andere soorten gelabelde obligaties zijn een belangrijk instrument om kapitaal te mobiliseren richting duurzame doelen, maar ze zijn niet voldoende voor net zero. Het Internationaal Energieagentschap schat dat we tegen 2030 jaarlijks \$ 4 biljoen aan

investeringen in schone energie nodig hebben om de klimaatdoelstelling van 1,5 graad te halen. De uitgifte van green bonds in 2024 was ongeveer \$ 600 miljard. We lopen ver achter. Om echt een net zero-economie te bereiken, hebben we een breder palet aan oplossingen nodig, variërend van CO₂-beprijzing, beleidsmaatregelen tot transformatieplannen van bedrijven.’

Bruning: ‘Ik ben het daarmee eens. Je hebt een mix van asset classes nodig om die systemische verschuiving naar net zero te bewerkstelligen. Private equity speelt bijvoorbeeld een cruciale rol bij het financieren van innovatie en de transitie naar een circulaire economie, iets wat vaak onvoldoende wordt aangepakt via green bonds.’

Lammers: ‘We gebruiken alle ‘verantwoord beleggen’-instrumenten om bij te dragen aan een net zero-economie. We sluiten bedrijven uit die hier niet in passen, denk aan bedrijven die nog volledig afhankelijk zijn van kolenproductie. We proberen portefeuilles te kantelen richting bedrijven die hun beleid in lijn hebben gebracht met net zero of bereid zijn dat te doen. Waar nodig gaan we in dialoog met bedrijven en helpen we hen die verandering door te voeren. Tot slot investeren we direct in oplossingen.’

De Bruin: ‘Green bonds en blue bonds helpen, maar niet voldoende. Als je kijkt naar lastig te verduurzamen sectoren, zie je dat transition finance een duidelijke uitdaging vormt omdat het gaat om emittenten die nog zwaar afhankelijk zijn van fossiele brandstoffen.’

Amoasi: ‘Vaak worden nieuwe green bonds gebruikt om oude projecten te herfinancieren in plaats van nieuwe oplossingen te bekostigen. Daarnaast moet je ook het sociale aspect meenemen. Proberen weg te bewegen van kolen en olie naar hernieuwbare energie is natuurlijk geweldig, maar hou ook rekening met de werknemers in deze industrieën.’

Hoe kunnen orange bonds de positie van vrouwen en meisjes versterken?

Zarzycki: ‘Minder dan 2% van wereldwijde investeringen is direct op vrouwen gericht, terwijl vrouwen volgens de Wereldbank relatief zwaarder worden geraakt door klimaat- en economische schokken. We hebben in 2022 in onze eerste orange bond geïnvesteerd. Die had een omvang van \$ 50

‘We hebben geen apart mandaat voor gelabelde obligaties. Onze aanpak begint altijd met het beoordelen van het bedrijf zelf. Daar definiëren we ons universum.’

miljoen. Dat is klein, maar die 50 miljoen had wel direct impact op het leven van meer dan 50.000 vrouwen. Die impact varieerde van toegang tot hun eerste auto, waarmee ze producten naar de markt konden brengen, tot schoon water en schone sanitaire voorzieningen. De voordelen zijn enorm, niet alleen voor vrouwen van vandaag, maar ook voor de komende generaties. We zien nu meer investeringsfocus op sociaal-economisch achtergestelde gemeenschappen.'

Reznick: 'Over het algemeen is het bij sociale projecten een uitdaging om een kasstroommogelijkheid te creëren. De projecten creëren doorgaans geen waarde voor bedrijven. Dus heb je veelal een soort overheidsgarantie nodig.'

Machado: 'Wat voor mij belangrijk is, is verantwoording. Beleggers verwachten meetbare genderresultaten, die transparantie en ook impact op langere termijn stimuleren. Ja, de omvang van de uitgiftes is vrij klein, maar de impact is ongelooflijk.'

Amoasi: 'De omvang van de uitgifte is nog steeds een drempel: \$ 50 miljoen heeft impact, maar vanuit het oogpunt van portefeuillebeheer en liquiditeit moet je waarschijnlijk een groot deel van de uitgifte in je portefeuille opnemen om vanuit een rendementsperspectief significante impact te maken. We werken samen met bedrijven in opkomende markten en via engagement proberen we ervoor te zorgen dat ze meer vrouwen aannemen, lokale gemeenschappen steunen en opleidingsprogramma's aanbieden.'

Zarzycki: 'We horen dit vaker: wanneer dit segment een grotere schaal bereikt, stappen we in. Maar iemand moet wel de eerste stap zetten. Wij zijn bereid om aan innovatie bij te dragen zolang het past binnen ons eigen impactraamwerk, de structuur schaalbaar is en we gecompenseerd worden voor de risico's. Innovatieve transacties hebben vaak een lagere correlatie met de bredere markt en dragen bij aan alpha in de portefeuille.'

Bruning: 'Als je dit soort projecten in een bredere sociale context zou opnemen, zou het makkelijker zijn om een groter bedrag op te halen. Je kunt sociale doelen juist tekortdoen als je een apart kader wilt voor elk afzonderlijk doel.'

'Bedrijven worden ook gemotiveerd door niet-financiële aspecten. Een gelabelde obligatie leidt tot een gediversifieerde beleggerspopulatie, meestal zeer langetermijngericht en stabiel.'

Is een veelvoud aan labels contraproductief voor institutionele beleggers zoals pensioenfondsen, bijvoorbeeld in hun communicatie naar deelnemers?

Lammers: 'Deze obligaties financieren nobele doelen. Maar kun je al die labels nog aan de deelnemers van een pensioenfonds uitleggen? Zou één label niet eenvoudiger zijn, bijvoorbeeld het label sustainability bond?'

Bruning: 'Ik denk niet dat steeds meer fragmentatie positief is voor de groei van de markt. Institutionele beleggers hebben belang bij uniforme marktstandaarden. En als je kijkt naar de groene en sociale principes, dan dekken die eigenlijk al blue bonds en orange bonds. Van sustainability-linked bonds zijn we geen fan, omdat hun doelstellingen doorgaans niet erg ambitieus zijn en er daarmee verkeerde incentives kunnen ontstaan.'

De Bruin: 'We kunnen over portefeuilles heen in alle labels beleggen, zolang ze in ons ESG-raamwerk passen. In die zin is fragmentatie niet zo'n probleem, als er maar voldoende liquiditeit is binnen een label.'

Zarzycki: 'Labels zijn nuttig omdat ze richting kunnen geven aan de onderliggende projecten. Het biedt emittenten én investeerders een raamwerk. Om te checken of een project in ons eigen raamwerk past, kijken we minder naar labels, maar meer naar de directe aanwending van opbrengsten, meetbare resultaten, en de positieve ecologische en sociale uitkomsten van projecten.'

Machado: 'Wat betreft de fragmentatie: ik denk niet dat het de geloofwaardigheid van de markt hoeft te ondermijnen. Wel hebben we internationaal erkende raamwerken nodig om die geloofwaardigheid te kunnen bieden. We hebben ook strengere sancties nodig om ervoor te zorgen dat bedrijven tijdens de looptijd van de financiering volledig gecommitteerd blijven aan de >

doelstellingen van hun obligaties.’

Hoe kunnen we het kapitaal mobiliseren dat nodig is voor de transitie naar een duurzamere economie? Zouden kapitaalverschaffers genoeg moeten nemen met lagere rendementen?

Bruning: ‘Het probleem is eerder de beschikbaarheid van hoogwaardige projecten. De rendementseisen verlagen is niet productief. Green bonds zijn al een zeer goedkope manier om de energietransitie te financieren. Als je het vergelijkt met private instrumenten of private equity, dan zijn dat voor de emittent vaak veel duurdere vormen van kapitaal.’

Zarzycki: ‘Financieel rendement staat centraal in wat we doen. Als je rendement opoffert, wordt het opschalen van kapitaal via fixed income lastig. We hebben al wel het punt bereikt dat we een aanzienlijke schaal zien in diverse sectoren, voldoende om een gediversifieerde portefeuille op te bouwen.’

Lammers: ‘De portefeuilles die wij beheren zijn van pensioenfondsen en die verwachten dat we rendement maken zodat hun deelnemers een goed pensioen krijgen. Dat blijft de eerste prioriteit. We geven daarom de voorkeur aan green bonds die qua financiële kenmerken vergelijkbaar zijn met andere obligaties. Als een green bond duidelijk slechter geprijsd is dan een vergelijkbare obligatie, kun je je afvragen of het project het financieren wel waard is.’

De Bruin: ‘Het is juist zo dat de zogeheten greenium voor green bonds, gebaseerd op de logica dat beleggers bereid zijn extra te betalen of lagere rendementen te accepteren, aan het verdwijnen is. Dat vergroot de financiële aantrekkingskracht van deze obligaties. Daarnaast bieden ze sterke reputatievoordelen, afstemming op duurzaamheidsstrategieën en een verbeterde betrokkenheid van investeerders.’

Reznick: ‘Nee, rendementen zouden niet lager moeten zijn om zaken op te schalen. Ze moeten juist hoger zijn. De greenium is inmiddels verwaarloosbaar en wordt duidelijk gecompenseerd door de voordelen van green bonds voor beleggers: lagere volatiliteit, een goede verhandelbaarheid en de impact die ze bieden.’

Zarzycki: ‘Hoewel velen de greenium zien als een voordeel voor een uitgifte, liggen de echte voordelen in de mogelijkheid van de uitgevende partij om de beleggersbasis te diversifiëren. Daarbij ondersteunen beleggers langetermijnprojecten die stabielere kasstromen opleveren en op de middellange termijn lagere spreads.’

Amoasi: ‘We zien nog steeds emittenten naar de markt komen met deze gelabelde obligaties, maar het volume is lager dan in 2021. Bedrijven worden echter ook gemotiveerd door niet-financiële aspecten. Een gelabelde obligatie leidt tot een gediversifieerde beleggerspopulatie, meestal zeer langetermijngericht en stabiel. Daarnaast helpt het bedrijven hun rapportage en reputatie te verbeteren.’

Wat zijn de uitdagingen voor de carbon accounting van green bonds?

Reznick: ‘Als ik een green bond koop van bedrijven die deze obligaties eigenlijk zouden moeten uitgeven – hoog-emitterende bedrijven – dan moet ik op basis van de huidige normen de volledige CO₂-voetafdruk van dat bedrijf aan deze obligaties toewijzen. Ik denk dat we eerder geneigd zouden zijn green bonds te kopen als er een manier was om de CO₂-bijdrage aan de portefeuille te verlagen. Bijvoorbeeld door een projectgebaseerde CO₂-toewijzing.’

Amoasi: ‘Ook wij ervaren dat probleem. Er zijn onlangs enkele green bonds van nutsbedrijven op de markt gekomen. Daarbij wezen we de volledige CO₂-voetafdruk van de emittent toe in plaats van naar 0% of 50% te gaan, omdat het beter is te overschatten dan te onderschatten. Daardoor moesten we echter verkopen, omdat de uitstoot hoger was dan de doelstelling van de klant.’

Lammers: ‘Vanuit klimaat oogpunt hebben wij liever een portefeuille vol cementbedrijven met een grote voetafdruk maar die wel Parijs-aligned zijn, dan een portefeuille met lage voetafdruk maar waar geen enkel bedrijf Parijs-aligned is. We zullen in 2050 nog steeds cement of staal nodig hebben. Je wilt die bedrijven

‘Omwille van eenvoud en begrijpelijkheid deelt de markt duurzaamheid vaak op in afzonderlijke silo’s, terwijl deze thema’s onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn.’

financieren die overstappen naar een productieproces met een lagere intensiteit. Maar kijk je puur naar voetafdruk, dan kun je niet in die bedrijven beleggen.'

Machado: 'Wij hebben geen doelstelling voor CO₂-uitstoot of -voetafdruk. Als we dat wel zouden hebben, zouden bedrijven in de verleiding kunnen komen om gewoon hun vervuilende assets af te stoten.'

Zarzycki: 'Via green bonds investeren we in 'bruine' bedrijven en helpen we hun energietransitie te financieren. Als je onze portefeuille afzet tegen een CO₂-benchmark en daarbij een externe partij inschakelt, zal onze portefeuille eruitzien als een grotere uitstoter. Maar in werkelijkheid investeren we in projecten die de transitie van deze bedrijven ondersteunen.'

Machado: 'Wat we denk ik goed doen, is de educatie naar klanten. Waarom we dit doen en waarom het uit impactoverwegingen belangrijk is om in dit type bedrijven te blijven beleggen.'

Bruning: 'Bij beleggers ligt de focus vaak op het vermijden van CO₂ als prestatiemaatstaf. Maar dat is natuurlijk niet het hele plaatje. De grootste uitdaging zit in de verschillende methodieken die emittenten gebruiken om hun vermeden CO₂ te berekenen. De vrijwillige PCAF-standaard helpt al enorm, maar er kunnen vaak nog veel verschillen zitten in de scoping en modellen van de levenscyclusanalyses die hieraan ten grondslag liggen.'

Reznick: 'Als we investeren in hoog-emitterende bedrijven die de emissies echt afbouwen, dan zou de portefeuille in de loop van de tijd moeten decarboniseren.'

Wat zijn de uitdagingen voor duurzame portefeuilles en hoe ga je daarmee om?

Reznick: 'Duurzame obligaties zijn een subset van de bredere markt. Maar je moet nog steeds diversificatie en beleggingsrendementen creëren. Dat is een uitdaging.'

De Bruin: 'Zo klein is de markt nu ook weer niet. De uitstaande waarde van de MSCI Global Green Bond Index bedraagt nu ongeveer \$ 1,7 biljoen. Inmiddels is zo'n 20% van de bedrijfsobligaties in euro's gelabeld. Als portefeuillemanager kan ik dus prima gediversifieerde portefeuilles bouwen met gelabelde obligaties. Maar het zou mooi zijn als meer landen de Duitse aanpak van

'De omvang van de uitgiften is bij orange bonds vrij klein, maar de impact is ongelooflijk.'

het bouwen van een green curve kunnen volgen, in plaats van met name uitgiften aan de lange kant. Ook zouden we graag meer uitgifte zien van labelled bonds in dollars en in emerging markets. Daar blijft het aanbod nog achter bij de vraag.'

Lammers: 'We hebben geen apart mandaat voor gelabelde obligaties. Onze aanpak begint altijd met het beoordelen van het bedrijf zelf. Daar definiëren we ons universum. Binnen het universum dat overblijft – de bedrijven die passen bij de ESG-ambities van onze klanten – gaat de voorkeur uit naar gelabelde bonds.'

Bruning: 'De green bond-markt is goed gediversifieerd, al zijn bepaalde sectoren inderdaad ondervertegenwoordigd. Diversificatie is wel een uitdaging voor social bonds. Dat is nog steeds een vrij geconcentreerd universum qua emittenten. Je moet dit daarom benaderen als een nichestrategie.'

Machado: 'We hebben geen puur gelabeld obligatiefonds, maar we hebben klimaat-trend-strategieën die tot 95% in gelabelde obligaties beleggen. We zorgen ervoor dat we kapitaal alloceren naar verschillende segmenten en creëren zo flexibiliteit.'

Hoe zorg je ervoor dat je als obligatiehouder successen behaalt met engagement? Wat zijn de randvoorwaarden?

Reznick: 'Bedrijven hebben kapitaal nodig, als zuurstof. Als kapitaalverstrekkers geeft dat ons een plek aan tafel. Engagement werkt niet bij gestreste of noodlijdende bedrijven die proberen het einde van de week te halen, maar wel bij bedrijven die regelmatig actief zijn op de obligatiemarkten. Ga niet aan tafel zitten met een kortzichtige agenda zonder begrip van wat het bedrijf doet en waar de kasstromen vandaan komen. Succesvolle engagement vergt tijd, onderzoek, een holistisch begrip van het bedrijf en een echte samenwerking.'

Machado: 'Je kunt het gedrag van een bedrijf bijsturen door invloed uit te oefenen op hun kapitaalkosten of via de toegang tot kapitaal. Ook kun je ze informatie geven over de best practices in de markt. Engage- >

ment is altijd een kwestie van timing. Doe het voordat bedrijven obligaties uitgeven.’

De Bruin: ‘We hebben een vijfstappen-proces waarin we beoordelen of een gelabelde obligatie inderdaad doet wat ze zou moeten doen. Als we geloven dat de emittent iets kan verbeteren, bijvoorbeeld de rapportage, gaan we in dialoog en leggen we uit hoe belangrijk dit voor ons is. We leunen daarbij op onze brede ervaring met engagement en goede relaties met issuers.’

Bruning: ‘Bij gelabelde obligaties is formeel engagement minder relevant omdat die bedrijven doorgaans al ver gevorderd zijn in hun transitiepad. Dus ik ben het ermee eens dat het meer een coöperatieve aanpak is, waarbij je feedback geeft over projecten, vooral in het sociale segment, waar minder richtlijnen bestaan.’

Zien we groei in bepaalde segmenten, of opvallende verschuivingen in typen emittenten of regio's?

Amoasi: ‘In grote lijnen hebben we een daling gezien in de eerste helft van het jaar vergeleken met eerdere jaren, maar in de sociale markten hebben we absoluut een stijging gezien, zeker in Europa. Als je de eerste helft van 2024 vergelijkt met de eerste helft van dit jaar, ligt de uitgifte van social bonds ongeveer 30% hoger.’

De Bruin: ‘Ik heb als beheerder van gelabelde obligaties twee lastige periodes meegemaakt waarin de uitgiftes in eerste instantie terugliepen: tijdens covid én in het eerste kwartaal van dit jaar, toen de spreads sterk uitliepen. Beide keren heeft de markt zich sterk hersteld. Dit toont veerkracht. Bemoedigende uitgiftevolumes zien we in de APEC-regio en in Zuid-Amerika.’

Reznick: ‘De uitgifte van Amerikaanse gelabelde obligaties is aanzienlijk gedaald, maar social bonds zijn de afgelopen jaren juist sterk toegenomen, met name rond huisvesting, een van de meest urgente sociale problemen. Social bonds hebben dit jaar zelfs het volume van green bonds licht overtroffen.’

Duidt de consolidatie in de uitgifte van gelabelde obligaties op een volwassen markt? Of komt er nieuw momentum voor verdere groei?

De Bruin: ‘Het duidt inderdaad op een volwassen markt. Maar consolidatie betekent niet stagnatie. De nieuwe

initiatieven rond orange of blue bonds kunnen nieuwe kansen openen. Ook is er ruimte voor groei in gelabelde staatsobligaties. Waar in het Europese bedrijfssegment inmiddels veel van de uitgiftes gelabeld zijn, is het gewicht van bijvoorbeeld groene Europese staatsobligaties in de index slechts net iets meer dan 3%, terwijl er veel vraag naar is.’

Amoasi: ‘Er is nog steeds groei in de wereldwijde markt. Over het punt van fragmentatie: pensioenfondsen zijn ook gefragmenteerd in termen van hun waarden. Het ene fonds gaat voor gezondheid, een ander gaat voor onderwijs. Een gefragmenteerde markt om de diverse waarden van pensioenfondsen te kunnen bedienen, is zo gek nog niet.’

Zarzycki: ‘Green bonds bieden schaal en diversificatie, maar blue bonds, orange bonds en debt-for-nature-swaps vormen nog steeds een relatief klein deel van de gelabelde markt. De beste manier om een gediversifieerde portefeuille op te bouwen en alpha te genereren voor onze klanten, is door over de verschillende labels heen te kijken. We hebben biljoenen dollars nodig om groene en sociale doelstellingen te behalen, en vastrentende beleggingen kunnen helpen om deze investeringen op te schalen.’

Reznick: ‘Omwille van eenvoud en begripelijkheid deelt de markt duurzaamheid vaak op in afzonderlijke silo's, terwijl we weten dat deze thema's onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn. Voor portefeuilles heb je differentiatie nodig, niet alleen voor het rendement, maar ook om de impact te optimaliseren. Met silo's loop je het risico op nicheportefeuilles die op beide punten niet kunnen leveren.’

Lammers: ‘Ik denk dat de markt zou kunnen profiteren van obligaties die zich richten op het verbeteren of beschermen van biodiversiteit. Daar staat de komende jaren veel te gebeuren. Als we het hebben over hoe volwassen de markt is, dan is mijn gevoel dat we, zeker op dit onderwerp, nog maar aan het begin staan.’

Machado: ‘Ik ben het eens met de opmerkingen rond fragmentatie. Het voelt enigszins tegenstrijdig met de noodzaak tot groei voor de totale markt. Het belangrijkste is echter dat er voldoende vraag is vanuit beleggers, en dat hebben we hier vandaag ook kunnen constateren.’ ■

IN HET KORT

Na green bonds verschijnen ook blue en orange bonds op de markt, maar de fragmentatie roept vragen op over overzichtelijkheid en impact.

De EU-taxonomie gaf green bonds een impuls, maar te veel regels kunnen innovatie juist remmen.

Voorals huisvesting en sociale infrastructuur bieden schaalbare kansen voor pensioenfondsen.

Blended finance, regionale taxonomieën en overheidssteun zijn cruciaal voor opschaling in emerging markets.

De markt voor blue bonds moet nog groeien. De behoefte neemt echter toe, zowel bij beleggers als bij overheden.

Green en blue bonds helpen, maar zijn niet genoeg om een net zero-economie te bereiken.