

VOORZITTER:

Sevinç Acar, PGGM Investments

DEELNEMERS:

Bram Bos, NN Investment Partners

Iliia Chelomianski, Fidelity

Anthony Eames, Calvert (an Eaton Vance company)

Damien Hill, Insight Investment (a BNY Mellon company)

Jesús Martínez, Aegon Asset Management

Andrew Mason, Aberdeen Standard Investments

Michiel von Saher, PGIM Fixed Income

Florian Sommer, Union Investment

Travis Spence, J.P. Morgan Asset Management

Jan Willemsen, BMO Global Asset Management

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aberdeen Standard Investments, Aegon Asset Management, BMO Global Asset Management, Calvert (an Eaton Vance company), Fidelity, Insight Investment (a BNY Mellon company), J.P. Morgan Asset Management, NN Investment Partners, PGIM Fixed Income en Union Investment.



ESG-INTEGRATIE IN FIXED INCOME HELPT PORTEFEUILLES

Door Hans Amesz

ESG (Environment, Social, Governance)-integratie bij vastrentende waarden wordt steeds belangrijker. ESG-strategieën in fixed income kosten zeker geen performance. Ze kunnen juist performance genereren doordat het risicomanagement beter wordt.



Hoe integreer je ESG in een fixed income portefeuille?

Michiel von Saher: 'Wij hebben ESG geïntegreerd in al onze beleggingsposities die we beheren binnen vastrentende waarden. We laten de ESG-integratie over aan sectoranalisten en portfoliomanagers omdat zij de sectorexpertise hebben en de impact op de kredietwaardigheid het beste kunnen inschatten.'

Jan Willemsen: 'De mate van ESG-integratie is afhankelijk van de doelstellingen van onze klanten. Wat we in ieder geval doen, is via engagement positieve invloed uitoefenen op de ondernemingen in de portefeuille. Afhankelijk van wat onze klanten van ons verwachten, vullen we dat aan met positieve of negatieve screening op ESG-factoren, die generiek maar vaak ook heel klantspecifiek kunnen zijn.'

Andrew Mason: 'ESG-factoren zijn geïntegreerd in ons gehele beleggingsproces binnen alle asset classes. Dit doen we op twee manieren. Enerzijds formeel door maatregelen te nemen die ervoor zorgen dat er door alle teams rekening wordt gehouden met ESG en dat iedereen erover nadenkt. Anderzijds informeel door een teambenadering te hanteren in plaats van enkel te stoeien op een apart ESG-team. Bij ons hebben de verschillende teams veel contact met elkaar en gaan we samen naar meetings.'

Ilia Chelomianski: 'ESG is volledig geïntegreerd in ons beleggingsproces, waarbij het meeste werk uitgevoerd wordt door onze credit analisten. Wij geloven dat ESG een deel is van het risico dat onze portfoliomanagers moeten begrijpen. We willen dat zij voor al onze portefeuilles weloverwogen beslissingen nemen. Daarnaast hebben we een ESG-specifiek

> **Sevinç Acar** is Investment Director Fixed Income bij PGGM Vermogensbeheer. Zij is verantwoordelijk voor de beleggingen in Investment Grade Credits van PGGM's pensioenfondsklanten. Acar is haar carrière in 2000 begonnen bij Fortis Bank. In 2006 is ze overgestapt naar PGGM. Zij heeft de certified pensioen executive opleiding aan de Erasmus Universiteit doorlopen. Acar is afgestudeerd in Bedrijfseconomie aan de universiteiten van Maastricht en Bern.





> **Bram Bos** is Lead Portfolio Manager van de Green Bond strategieën bij NN Investment Partners. Op het moment beheert NN IP wereldwijd het grootste groen bond fund, waarbij gestreefd wordt naar een duidelijk, transparant en meetbaar groen profiel. Bos heeft 17 jaar portfolio management ervaring met verschillende rollen bij APG, Fullerton Fund Management, Nomura en Unilever. Daarnaast is hij actief geweest bij de UN PRI Fixed Income Advisory Committee van 2014 tot 2018.

team dat actief is over de verschillende beleggingscategorieën heen en voornamelijk optreedt als consultant voor de researchers.'

Jésus Martínez: 'We beginnen met een uitsluitingslijst die elke investering in landen of activiteiten waaraan we niet willen deelnemen, uitsluit. Ons toegewijde ESG-team werkt ook samen met emittenten. Op portefeuilleniveau is een goede analyse van relevante maatstaven bepalend. In de overheidssector wordt de groene premie regelmatig gecontroleerd.'

Hoe kunnen managers vastrentende waarden breed analyseren vanuit ESG-perspectief? Kan een belegger een breed gediversifieerde vastrentende portefeuille opbouwen met een rigoureuze ESG-analyse?

Anthony Eames: 'ESG is het uitgangspunt van ons beleggingsproces en we hebben een principiële onderbouwde aanpak. Wij denken dan ook dat je zeker een gediversifieerde portefeuille van vastrentende waarden kunt opbouwen, die niet alleen de doelstelling van een sterke risico-gewogen performance realiseert, maar ook sterk is vanuit ESG-perspectief.'

Travis Spence: 'Voor elke vermogenscategorie definiëren we de inputs die nodig zijn om ESG expliciet voor iedereen te dekken, om er vervolgens voor te zorgen dat dit in het beleggingsproces wordt geïntegreerd. Dat kunnen we voor vrijwel elke asset class doen, ook voor vastrentende waarden waar elke beleggingsbeslissing is gebaseerd op eigen research, waar ESG-factoren deel van uitmaken. Er zijn nuanceverschillen, want de analyse van een investment grade obligatie kan afwijken van een obligatie in opkomende landen.'

Bram Bos: 'Wanneer onze analisten een bedrijf analyseren, integreren zij ESG, en dat heeft direct invloed op de credit rating. Het verschilt een beetje per sector hoeveel dat gewicht is. Je moet echt naar de sector kijken om te kunnen bepalen wat het effect is. Sommige sectoren zijn bijvoorbeeld meer gericht op klimaatverandering, andere op governance. Over het geheel genomen denk ik dat je kunt zeggen dat governance hier verreweg het meest dominante onderdeel is binnen ESG.'

Hoe verschilt ESG-integratie in vastrentende waarden met aandelen en hoe kunnen obligatiemanagers zonder stemrecht invloed uitoefenen op de resultaten rond ESG-factoren?

Damien Hill: 'Wij beschikken over een team van ESG-specifieke analisten die thematisch onderzoek doen en ook leidend zijn op het gebied van engagement. Ik denk dat er in bepaalde sectoren veel kansen liggen als je meer onderhandelingsmacht hebt, dus bijvoorbeeld in High Yield en leveraged loans.'

Florian Sommer: 'Ik denk dat ESG-integratie bij aandelen verder gevorderd is dan bij vastrentende waarden. Dat heeft er onder andere mee te maken dat vastrentende waarden minder gevoelig zijn dan aandelen. Aandelenkoersen reageren doorgaans sterker op ESG-gebeurtenissen.'

Mason: 'Bij ons kan het overkoepelende ESG-team worden ingezet voor leverage aan de kant van obligaties en aandelen. We hebben veel baat gehad bij het samenbrengen van een analyse en het leveragen van wat, in het betreffende geval,



een kleine aandelenparticipatie was, om ons punt met betrekking tot de credit exposure over te brengen.'

Eames: 'Wij hebben het voordeel van een groot analistenteam, bestaande uit zowel ESG- als credit analisten. Er is sprake van een hecht samenwerkingsproces teneinde ons comfortabel te voelen met de fundamentele verdiensten van een bedrijf alsmede met de ESG-kwaliteiten.'

Willemsen: 'Wij bieden engagement aan als een volledige aparte strategie, waarbij ons engagement team ook met bedrijven in obligatieportefeuilles spreekt. Op die manier oefenen we invloed uit op de ESG-factoren die de klant belangrijk vindt.'

Spence: 'Het verschil tussen de aandelen- en fixed income kant is dat veel klanten de ervaring die ze hebben opgedaan met aandelen proberen toe te passen op fixed income. Zo is het erg belangrijk om, waar mogelijk, analisten aan zowel de aandelen- als fixed income kant gezamenlijk te laten discussiëren met bedrijven over ESG. Naast het feit dat dit erg efficiënt is, is het van belang dat we daarmee het totale belegd vermogen, dat aan onze organisatie is toevertrouwd, actief kunnen inzetten om de impact op ESG-gebied te maximaliseren.'

Bos: 'Vroeger was er vooral aan de aandelenkant sprake van engagement. Dat hebben wij jaren geleden al tot een transversale aanpak gemaakt. We kijken dus naar onze totale exposure, niet alleen naar die op aandelen, maar ook op vastrentende waarden. Op het gebied van fixed income en engagement valt er nog veel progressie te behalen.'

Hoe wordt rekening gehouden met ESG-criteria in de portefeuille van staatsobligaties?

Martínez: 'Op het gebied van ESG wint de markt voor staatsobligaties aan kracht en gaat hij de laatste tijd in de goede richting. Toch denk ik dat traditionele beleggers in staatsobligaties al geruime tijd ESG-criteria hanteren. Sociale en met name governance-parameters zijn altijd van groot belang geweest voor deze portefeuilles. Wij zijn van mening dat dit instrumentarium specifiek relevant is om kansen te

Een ontwikkeling die echt interessant is, is dat overheden ook green bonds zijn gaan uitgeven en dat ze in de toekomst sociale – en duurzaamheidsobligaties zouden kunnen gaan uitgeven.

identificeren in het grijze gebied tussen opkomende en ontwikkelde markten. Daarnaast neemt de hoeveelheid informatie met betrekking tot ESG-gegevens snel toe.'

Chelomianski: 'Wat mij betreft heeft de vraag vooral betrekking op de opkomende markten, die waarschijnlijk interessanter en minder transparant zijn en waar ESG issues ernstiger kunnen zijn dan in de ontwikkelde markten. In de eerste plaats gebruiken we veel kwantitatieve instrumenten in onze strategieën voor opkomende markten waar we al jaren actief zijn en kijken we naar sociale en bestuurlijke aspecten, dus zoiets als vrijheid van meningsuiting in verschillende landen. Tegelijkertijd denk ik dat het veel belangrijker is om ons niet te concentreren op de ratings die het verleden van het land weerspiegelen maar te focussen op toekomstige ontwikkelingen.'

Von Saher: 'We hebben een kader om vanuit ESG-perspectief staatsobligaties te analyseren. Er zijn ongeveer vijftig criteria waar we naar kijken en die we meenemen omdat ze van invloed zijn op de kredietwaardigheid. Ik wil, als belegger in staatsobligaties, nog iets zeggen over engagement. Bij staatsobligaties is het een beetje lastiger als je mensen gaat vertellen dat ze het democratisch gehalte van hun land moeten verbeteren. Uiteraard kun je zeggen wat je wilt, maar het is - denk ik - niet altijd gepast je morele mening te geven over andere democratisch gekozen regeringen.'

Sommer: 'In het geval van staatsobligaties gaat ESG-integratie ook om het verbeteren van het risicomanagement en het begrijpen hoe ESG de kredietwaardigheid kan beïnvloeden. Er zijn sociale indicatoren waarop we kunnen

> **Ilija Chelomianski** is Associate Investment Director bij Fidelity International en houdt zich bezig met diverse obligatiestrategieën, waaronder institutionele mandaten. Daarnaast is hij expert op het gebied van ESG en green bonds. Chelomianski heeft meer dan zeven jaar ervaring in de industrie en werkt sinds 2016 bij Fidelity International. Daarvoor werkte hij bij Source UK Services in het Fixed Income Product Management-team en in verschillende rollen bij fixed income teams van investeringsbanken en vermogensbeheerders. Chelomianski heeft een Bachelor of Science diploma in General Management van EBS University.





> **Anthony Eames** is Director Responsible Investment Strategy bij Calvert Research and Management (een dochter van Eaton Vance). Eames is verantwoordelijk voor de reeks strategieën die gericht zijn op verantwoord beleggen: het gaat hierbij om actief en passief beheerde Amerikaanse en wereldwijde equity en fixed income strategieën evenals asset allocatie fondsen. Eames is verantwoordelijk voor communicatie met klanten en inzichten in de beleggingsstrategie en portefeuille positionering. Eames begon zijn carrière in asset management in 1995 bij Calvert Investment Management wat overging in Calvert Research and Management in 2016, toen Eaton Vance de assets van Calvert Investment Management overnam.

wijzen, en vooral de governance-indicatoren zijn heel nuttig om te begrijpen hoe stabiel een land is. Een indicator waar we zeer veel aandacht aan besteden, is corruptie. Corruptie doet het vertrouwen in de samenleving en in de financiële en juridische instellingen afnemen. Kijk naar Griekenland, wat gemeten naar Europese maatstaven, een land met veel corruptie is. Het zogenoemde Car Wash-schandaal in Brazilië had ook alles te maken met corruptie.'

Willemsen: 'Voor staatsobligaties past ons ESG-team een landenscore toe, die zich vertaalt naar aangepaste landenwegingen in de benchmark. Zo ontstaat een directe beloning voor landen die op ESG-gebied beter presteren. Deze strategie is al live voor Europese staatsobligaties, maar leent zich ook goed om te worden vertaald naar opkomende markten.'

Bos: 'ESG integreren voor staatsobligaties is veel uitdagender dan voor alle andere vermogenscategorieën. Wij hanteren daarbij eisen waaraan moet worden voldaan. Daarnaast kijken we uiteraard naar de constructie van de portefeuille; in hoeverre is bijvoorbeeld sprake van over- of onderweging van bepaalde landen? Een ontwikkeling die echt interessant is, is dat overheden ook green bonds zijn gaan uitgeven en dat ze in de toekomst sociale – en duurzaamheidsobligaties zouden kunnen gaan uitgeven. Het geeft alle beleggers de kans om diepgaand betrokken te zijn bij deze specifieke onderwerpen. Dat is de grote verdienste van de uitgave van dit soort obligaties.'

In welke mate ondersteunt ESG risicomanagement in fixed income?

Hill: 'Bij fixed income maakt ESG-screening deel uit van de toolkit. We hebben ESG meer dan een decennium lang over de hele linie geïntegreerd, met name op credit gebied. Er is onderzoek dat suggereert dat bedrijven met een lagere

kredietwaardigheid (hoge schulden) vaak slechter scoren. Het is ook geen toeval dat er hoge corruptieniveaus bestaan in risicovolle gebieden, en hetzelfde is het geval geweest met credits.'

Spence: 'Als het om risicomanagement gaat, moeten we differentiëren naar emittenten, industrieën, sectoren. We moeten de E, S en G-factoren op verschillende manieren afwegen en ervoor zorgen dat we kijken naar potentiële risico's die kunnen opduiken in een sector of industrie op dit gebied. Het gaat erom dat nog transparanter te maken binnen ons proces en voor onze klanten dan nu al het geval is.'

Eames: 'Een goede uitvoering van een ESG-strategie kan alpha genereren. ESG-risico's verschillen van emittent tot emittent. We hebben ongeveer 200 verschillende modellen op sub-industrieel niveau gebouwd, en met elk daarvan wegen we de E, de S en de G anders, gebaseerd op wat wij denken dat de meest materiële risico's zijn.'

Mason: 'Vanuit een credits perspectief is ESG, met name governance, iets anders dan vanuit een aandelenperspectief. We hebben gezien dat aandelen aanzienlijk gedaald zijn, maar dat ze vanuit een credits perspectief eigenlijk nog steeds heel gezond waren. Ik denk dat op het gebied van governance geen 'one-size-fits-all' benadering toegepast kan worden en dat dit op het gebied van credits iets genuanceerder ligt.'

Hill: 'Wat betreft ESG bestaat er meer duidelijkheid aan de aandelenkant. Ik denk dat er met betrekking tot de fixed income kant meer onderzoek moet worden gedaan, maar ik zou verbaasd zijn als er geen soortgelijke resultaten uitkomen, ook al omdat soms sprake is van een soort self fulfilling prophecy.'

Willemsen: 'Als een bedrijf slecht presteert op het vlak van ESG, dan zien we dat als additioneel risico. Daarom besteden we ook aandacht aan ESG-prestaties in de beleggingsstrategie.'

Chelomianski: 'Uit een onderzoek dat wij recent uitgevoerd hebben, blijkt dat ESG-factoren duidelijk gerelateerd zijn aan

Een goede uitvoering van een ESG-strategie kan alpha genereren.

financiële factoren en de kans op wanbetaling kunnen verminderen. Gezien het asymmetrische karakter van rendementen in vastrentende waarden, kunnen ESG-factoren eerder de onderkant beschermen dan opwaartse kansen creëren. Een meer kwalitatieve beoordeling van bijvoorbeeld een lage governance-rating door een leverancier van ESG-ratings, met name voor High Yield, is echter niet altijd negatief. Veel bedrijven in particuliere handen zullen eerst te maken krijgen met zogenaamde low governance, maar dat wil niet zeggen dat het slechte bedrijven zijn en dat er een hoog bestuursrisico is. Dit zijn vaak familiebedrijven die alles goed doen met betrekking tot E en S. Er is nog iets anders, de meeste aanbieders van ESG-ratings gebruiken publieke informatie alleen voor hun analyse, dus als een bedrijf niet rapporteert over zijn E, S of G-beleid, is dit nadelig voor de ESG-rating.'

Von Saher: 'Niet-beursgenoteerde bedrijven scoren bijna altijd lager. Kleinere bedrijven over het algemeen ook omdat ze niet beschikken over een heel team van IR- en ESG-mensen die een mooi verhaal in elkaar kunnen steken. Het behoort tot onze taken om onder de motorkap te kijken.'

Zijn er alternatieve oplossingen voor green bonds om klimaatrisico's te weerspiegelen in fixed income portefeuilles?

Bos: 'Er zijn inderdaad meer oplossingen. Het is nu ook mogelijk om te kijken naar bijvoorbeeld CO₂-gegevens, en die op te nemen in de portefeuilleopbouw, of bepaalde bedrijven uit te sluiten op basis van dat soort gegevens. Ik zou erop willen wijzen dat als een bedrijf een zeer hoge ESG-rating heeft, je er tot op zekere hoogte van kunt uitgaan dat er aan de ESG-kant veel is ingeprijsd. Dus als er iets onverwachts gebeurt, is het neerwaartse risico bij dit soort bedrijven misschien wel groter. Het is goed om altijd zelf een analyse van dit soort risico's te maken en niet blind te vertrouwen op een ESG-rating.'

Chelomianski: 'Om ons echt te richten op klimaatrisico moeten we allerlei overwegingen combineren in de portefeuille. We moeten naar green bonds kijken, begrijpen



hoe ze werken en echt naar de onderliggende waarden kijken. Maar puur beleggen in groene obligaties is niet voldoende, we moeten kijken naar de afhankelijkheid van bedrijven van fossiele brandstoffen, hun emissies en ook om met het management te praten en te begrijpen dat zij zich echt voorbereiden op de aard van de risico's die de klimaatverandering met zich meebrengt en hun activiteiten mogelijk al aan het herpositioneren zijn. Deze aanpak zal ervoor zorgen dat de portefeuille goed gepositioneerd is voor potentiële klimaatveranderingsrisico's en voldoet aan de investeringsdoelstellingen.'

Gaat een uitgebreid ESG-beleggingsproces ten koste van het relatieve rendement van een fonds?

Martínez: 'Ik denk dat het vrij moeilijk is om eenduidig vast te stellen of het waarde toevoegt of juist niet. Je kunt in ieder geval niet bewijzen dat het afbreuk doet aan de performance en dat is natuurlijk al aardig. Onder druk van regelgeving en klanten komt er waarschijnlijk nog meer vraag naar beleggingscategorieën als green bonds. Dat betekent waarschijnlijk dat de asset class van green bonds de komende jaren outperformance zal laten zien.'

> **Damien Hill, CFA, is Portefeuillemanager bij Insight Investment. Hill trad in oktober 2006 in dienst bij Insight. Binnen de Fixed Income Group trad hij eerst in dienst bij de Currency Desk voordat hij in januari 2008 overging naar het Credit Analysis Team. Hill trad in maart 2011 toe tot het Europese vastrentende team als een toegewijde credits portefeuillebeheerder. Hij studeerde af met een BSc-diploma in Economie en Financiën aan de Bristol University en is in het bezit van het Investment Management Certificate van de CFA Society.**





> **Jesús Martínez, PhD, CFA**, is sinds 2016 Portefeuillebeheerder in het Rates & Money Markets team van Aegon Asset Management, waar hij in 2010 in dienst trad. Voorafgaand aan zijn huidige functie was hij verantwoordelijk voor pensioenfonds- en non-life general accountmanagement bij Aegon Asset Management Spanje, met een focus op rates-strategieën. Voor hij bij Aegon Asset Management kwam werken, was hij Kwantitatief Portefeuillebeheerder bij Caja España Fondos, waar hij zich specialiseerde in total return fondsen en strategieën. Martínez heeft een master in Derivatives, Options and Futures van het Instituto Estudios Bursátiles (Madrid) en een PhD in Business Economics van Rey Juan Carlos I Universiteit (Madrid).

Sommer: 'Onze ervaring met ESG-strategieën in fixed income is dat zij zeker geen performance kosten. Integendeel, ESG is juist een middel om performance te genereren doordat het risicomanagement beter wordt. Daarbij moet gedacht worden aan regelgeving-risico, crisis-risico, technologie-risico, event-risico. Je moet naar deze verschillende soorten risico's kijken, wat kan bijdragen aan een beter risicobeheer.'

Mason: 'Wij hebben een paar fondsen die ESG-gescreend zijn en bepaalde sectoren uitsluiten. De performance van die fondsen is vrij gelijkwaardig aan die van de bredere fondsen.'

Spence: 'Ik vind het een interessant punt dat we regelmatig bespreken met onze relaties. Wij hebben onze eigen analyse gemaakt, gegevens op verschillende manieren opgeknippt en markten op verschillende manieren bekeken, of dat nu per sector is of alleen per algemene ESG-integratie. En we komen tot de conclusie dat het de portefeuille niet schaadt. Integendeel, in het algemeen helpt het portefeuilles. Dat is ook logisch, want eigenlijk is de integratie van ESG alleen maar geformaliseerd, in feite hebben we er altijd rekening mee gehouden. We doen niet per se iets fundamenteels anders. Ik denk dat dit uit de gegevens naar voren komt.'

Hoe presteren beleggingsportefeuilles van green bonds ten opzichte van traditionele obligatieportefeuilles?

Spence: 'Wat we typisch zien, is dat green bonds het in de eerste één tot drie maanden na uitgifte eigenlijk beter doen dan de obligaties voor algemene doeleinden van dezelfde emittenten. Na die periode zien we dat de green bond in lijn presteert met vergelijkbare producten van de emittent. Echter, de kwaliteit van green bonds is over het geheel genomen nog steeds hoger, en als je dat bekijkt in vergelijking met de bredere index van general purpose bonds, is er waarschijnlijk nog steeds een verschil in spread tussen de twee.'

Willemsen: 'De fixed income portefeuilles van onze klanten bestaan uit een reeks financiële instrumenten, zoals global credit en staatsobligaties. Als een van onze klanten een allocatie neemt naar green bonds, heeft dat weinig impact op het totale risico-rendementsprofiel van de klant, aangezien de risico's en rendementskarakteristieken van green bonds tussen die van staatsleningen en credits in liggen.'

Wat is het verschil tussen groen, sociaal, duurzaamheid en SDG's (Sustainable Development Goals)? Zullen SDG's naar voren komen als 'menu' van die thema's/doelen, zoals water, land en diverse projecten?

Bos: 'SDG's gaan in de toekomst zeker een belangrijkere rol spelen. Het probleem voor veel beleggers is hoe ze de juiste investering kunnen vinden om die SDG's in te vullen. Bij green bonds is dat vrij eenvoudig omdat je weet waar de opbrengsten naartoe gaan. Het is dus gemakkelijk om ze in kaart te brengen bij de acht relevante SDG's. Nog even terug naar de vraag of ESG-beleggen performance kost of juist niet. Wij hebben een duurzaam credit fund en een normaal credit fund, en het blijkt dat de voor risico gecorrigeerde rendementen over de afgelopen vijf jaar min of meer gelijk zijn. Met betrekking tot green bonds hebben we begin dit jaar een onderzoek gepubliceerd waaruit blijkt dat het verschil in de afgelopen drie jaar maar één basispunt was.'



Eames: 'Wat we de laatste tijd zien, is dat er een naar winst strevende belegger opdoemt, een belegger die denkt aan bedrijven en emittenten die verantwoord gebruikmaken van natuurlijke hulpbronnen, goed voor hun werknemers zorgen en een sterke corporate governance hebben. Die belegger vindt dat die bedrijven goed gepositioneerd zouden moeten zijn en een concurrentievoordeel zouden moeten hebben. Ik denk nog steeds dat we de traditionele ESG-belegger, die bepaalde sectoren of bedrijven uitsluit, van dienst kunnen zijn, maar we moeten ook met, wat ik maar noem de opkomende belegger, samenwerken. We zijn begonnen met het produceren van impactmetingen – dat is eigenlijk moeilijker aan de vastrentende dan aan de aandelenkant – waarbij we laten zien hoe onze portefeuille minder CO₂-emissies, minder toxische emissies, geen blootstelling aan fossiele brandstofreserves enzovoort, genereert. De SDG's vormen het kader voor deze metrics.'

Is er nog een risico van green washing of is de markt van green bonds geëvolueerd naar een rijpe markt?

Sommer: 'Green washing komt nog steeds voor. Daarom zijn goede standaarden, of robuuste standaarden, belangrijk voor de principes van green bonds. Het is ook heel belangrijk dat die standaarden en principes goed worden geanalyseerd en toegepast. In discussies over wat green bonds zijn, bieden de SDG's een leidraad voor wat betreft milieu- en sociale doelstellingen. Wij analyseren ook de emittent, want vanuit financieel oogpunt kun je obligaties die door eenzelfde emittent – dus green bonds en traditional bonds – zijn uitgegeven moeilijk van elkaar scheiden. Neem het voorbeeld van een nutsbedrijf dat groene obligaties heeft uitgegeven voor zijn windparken en ook kerncentrales exploiteert. Als de centrale wordt opgeblazen, gaan de green bonds ook door het dak omdat ze nu eenmaal aan de emittent gebonden zijn.'

Mason: 'Waar je over na moet denken, is wat je koopt: een groene activiteit of een groen bedrijf? Als je geen groen bedrijf koopt, hoe stabiel is het aandeel dan? Wat betreft green washing, dat is er en zal er ook in de toekomst zijn.'

Als een bedrijf slecht presteert op het vlak van ESG, dan zien we dat als additioneel risico. Daarom besteden we ook aandacht aan ESG-prestaties in de beleggingsstrategie.

Standaardisatie helpt om green washing te verminderen. Ik denk dat het verhelderend is voor de markt als een partij haar groene rating verliest of als die rating wordt verlaagd. Dan worden betrokkenen met hun neus op de feiten gedrukt.'

Chelomianski: 'Green washing bestaat, maar dat is geen groot probleem. Het grote probleem is nu hoe we moeten omgaan met bedrijven die green bonds uitgeven, maar tegelijkertijd echt lage S- en G-scores laten zien. We hebben dat gezien bij een aantal bedrijven in bijvoorbeeld India en China. Over dat soort bedrijven zeggen onze analisten: 'Ja, hun milieuprogramma's zijn fantastisch, het is geweldig, maar wij zouden ze nog niet met een stok aanraken vanwege hun sociale- en governance-perspectief.' We moeten proberen te begrijpen waarom dat zo is. In China wordt bijvoorbeeld niet gesproken over klimaatverandering, dat is niet de drijvende kracht achter de markt van green bonds. Het topic in China is luchtverontreiniging. De structuur van de betreffende green bonds is toegesneden op luchtverontreiniging, wellicht de reden waarom Europeanen met betrekking tot deze bonds termen als green washing gebruiken. Wij moeten echter wel begrijpen dat we onze normen niet overal ter wereld kunnen toepassen en zeggen: 'Zo zou het moeten zijn'. En als we echt het tweegraden scenario willen bereiken, zullen we de ontwikkeling van hernieuwbare energie moeten ondersteunen, vooral in opkomende markten, ook al betekent dit dat we in het begin sommige aspecten deels moeten opofferen.'

Spence: 'De markt van green bonds is nu nog slechts een fractie van de ongeveer honderd triljoen dollar grote, wereldwijde obligatiemarkt. Het is belangrijk dat de standaarden voor green

> **Andrew Mason** is Responsible Investment Analyst bij Aberdeen Standard Investments en heeft meer dan tien jaar ervaring op het gebied van responsible finance. Voorheen was hij werkzaam bij de Royal Bank of Scotland waar hij werkte aan de ontwikkeling en implementatie van het risicobeleid op het gebied van milieu, maatschappij en ethiek. Daarnaast was hij verantwoordelijk voor de relatie met de belangrijkste stakeholders omtrent duurzaamheid thema's. De beleggingsactiviteiten van Aberdeen Asset Management en Standard Life Investments zijn samengebracht onder de merknaam Aberdeen Standard Investments.





> **Michiel von Saher**, Managing Director, is co-voorzitter van de ESG Commissie bij PGIM Fixed Income in London. Hij is tevens, sinds 2005, Hoofd European Credit Research. Voordien werkte Von Saher zes jaar bij NIBC in Londen, meest recentelijk als Hoofd Mezzanine Financieringen, waar hij verantwoordelijk was voor het arrangeren van mezzanine leningen voor Europese middelgrote bedrijven en in gesyndiceerde mezzanine leningen investeerde. Von Saher heeft Economie gestudeerd aan de UvA.

bonds verhoogd worden teneinde beleggers in vastrentende waarden ertoe te kunnen aanzetten meer green bonds te kopen. Er is veel toewijding nodig om beleggers gerust te stellen dat green bonds goed worden gebruikt. Vaak maken beleggers niet genoeg onderscheid tussen green bonds en traditionele bonds. Als de markt verder groeit, is meer differentiatie tussen general purpose en green bonds nodig.'

Bos: 'Uiteindelijk zullen beleggers hun eigen manier hebben om te bepalen wat groen is en zich daarmee op hun gemak te voelen. Er is heel wat kritiek op de markt van green bonds geweest en daarom zou er meer helderheid moeten zijn: iets meer standaardisatie, maar niet echt specificeren tot op projectniveau.'

Zal standaardisatie (EU green bond label, ISO-norm) leiden tot meer of minder aanbod van green bonds?

Mason: 'Ik denk meer. Als we de middenweg kunnen vinden tussen het kapitaal dat uit Europa en de Verenigde Staten stroomt naar emerging markets, zal dat de ruimte echt openstellen. De uitdaging waarvoor we staan, is geloofwaardigheid versus

schaalbaarheid, dus hoe hoger de toetredingsdrempels, hoe minder we hier kunnen investeren. We moeten een middenweg bereiken waar we ons prettig bij voelen.'

Hill: 'Het is belangrijk echt te proberen op het gebied van standaardisatie iets te doen, want iets is beter dan niets.'

Eames: 'Standaardisatie zal helpen; het biedt meer gemak voor beleggers. Maar ik denk ook dat de kosten voor emittenten daardoor omhoog zullen gaan. Als er een bredere standaard is, zal daardoor waarschijnlijk het tij voor de hele sector keren.'

Is het mogelijk voldoende diversificatie in een beleggingsmandaat te bereiken door uitsluitend te beleggen in green bonds?

Von Saher: 'Om eerlijk te zijn: nee. In de green index zitten green bonds die zijn uitgegeven door Europese bedrijven. Iets meer dan de helft komt voor rekening van nutsbedrijven en ongeveer dertig procent voor rekening van financiële instellingen. Je zit dus met het probleem dat nutsbedrijven en financiële instellingen een massaal overgewicht hebben, twee sectoren die zeer aan ESG zijn blootgesteld. De indexbelegger wordt meer blootgesteld aan de hele mondiale opwarmingskwestie door zoveel te investeren in nutsbedrijven en bij de financiële instellingen wordt de belegger blootgesteld aan bijvoorbeeld mis-selling- en gedragsproblemen binnen de banken.'

Sommer: 'Het universum van green bonds moet zich verder ontwikkelen. Ik denk dat er nog enige ruimte is om te groeien, bijvoorbeeld door het uitgeven van green bonds door de transportsector en de sector van kapitaalgoederen. In principe gaat het om alle sectoren die een groene infrastructuur hebben, dus ook de gezondheidszorg.'

Willemsen: 'Het is ook landenspecifiek omdat de meerderheid van de green bondemissies plaatsvindt in continentaal Europa en ook China. De Verenigde Staten zijn op dit gebied nog heel, heel klein. Standaardisatie helpt om het potentieel in allerlei gebieden te ontsluiten.'



> **Florian Sommer** is Senior Strateeg en Hoofd Duurzaamheidsonderzoek in het portefeuillebeheer bij Union Investment. Hij heeft meer dan 16 jaar ervaring in portefeuillebeheer, onderzoek en consultancy. Voordat hij in 2010 in dienst trad bij Union Investment, was hij vijf jaar hoofd van SRI-onderzoek voor Fortis Investments en BNP Paribas Investment Partners. Daarvoor adviseerde hij multinationale ondernemingen over duurzaamheid terwijl hij werkzaam was voor Forum for the Future in Londen. Eerder werkte hij bij de New Economics Foundation waar hij verschillende onderzoeksprojecten leidde.



Spence: 'Ik ben het ermee eens dat het moeilijk is om gediversifieerde portefeuilles te creëren vanwege de sectorconcentraties en ook de absolute concentraties. De top vijf is aanzienlijk groter dan wat je normaal gesproken in een portefeuille zou willen hebben.'

Eames: 'Het hangt er een beetje vanaf waar de klant naar op zoek is. Ik denk dat het goede nieuws is, dat naarmate de markt zich verder ontwikkelt en de investeringsmogelijkheden overvloediger zijn geworden, je het zowel in een geconcentreerde portefeuille kunt doen als in een bredere, meer gediversifieerde portefeuille.'

Bos: 'We hebben ons green bond fund, als een van de eerste, bijna twee en een half jaar geleden geïntroduceerd en de ervaring opgedaan dat green bonds niet alleen meer door corporates worden uitgegeven, maar ook door bijvoorbeeld overheden, agentschappen en supranationale instellingen. De portefeuille is veel breder geworden. We hebben het gevoel dat we, vergeleken met twee en een half jaar geleden, een zekere diversificatie hebben bereikt waar wij en veel van onze klanten en geïnteresseerden zich zeer comfortabel bij voelen.'

Zouden jullie klanten adviseren om een aparte allocatie te maken naar green bonds in een green bond portefeuille of om dit een geïntegreerd onderdeel te maken van bestaande portefeuilles?

> **Travis Spence** is Managing Director, lid van de Global Fixed Income, Currency & Commodities (GFICC) groep en Hoofd van het EMEA Client Portfolio Management team in Londen bij J.P. Morgan Asset Management sinds 2016. Spence startte zijn loopbaan bij J.P. Morgan in 2004 en introduceerde en leidde als Hoofd de Global Liquidity business in Asia Pacific tot 2014. Daarna werd hij Hoofd Global Strategic Relationships - Asia Pacific en lid van de operating committee voor de funds business in Azië. Voorafgaand aan J.P. Morgan, had Spence gedurende tien jaar verschillende leidinggevende functies bij Citi's Global Corporate & Investment Bank in Azië en de VS.



Martínez: 'Beide zijn goede opties, maar dit hangt echt af van de specifieke behoeften van de klant. Als het hoofddoel van de portefeuille duurzaamheid of het bereiken van impact is, dan zou een groene portefeuille beter zijn. Als ze al een allocatie naar traditionele beleggingen hebben en de voorkeur geven aan een transitiefonds, kan ook een normale portefeuille met groene kenmerken worden opgebouwd.'

Hill: 'Wij bieden een geïntegreerde ESG-aanpak aan. Vooralsnog denken wij dat een portefeuille van uitsluitend green bonds niet genoeg gediversifieerd is in termen van sectoren en emittenten.'

Mason: 'De aanpak die wij nu hanteren, is een geïntegreerde ESG-benadering met enkele green bonds. Dat is een holistische visie, vergelijkbaar met wat anderen doen. Daarbij betekent het uitgeven van green bonds niet dat er niet meer naar andere aspecten wordt gekeken.'

Welke sectoren/landen zullen de motor zijn van de groei van de green bond markets?

Willemsen: 'De Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk lopen zeker achter op het gebied van emissies, maar ik zou liever zien dat meer opkomende markten groene obligaties uitgeven dan de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, omdat ik vind dat hier meer behoefte is aan de overgang naar hernieuwbare energie.'



> **Jan Willemsen** is als LDI Client Portfolio Manager bij BMO Global Asset Management (BMO GAM) verantwoordelijk voor de matchingportefeuilles van verscheidene Nederlandse en Duitse pensioenfondsklanten. Willemsen begon in 2001 bij BMO GAM als Senior Strategist en zette in 2005 de stap naar Liability Driven Investments. Voor zijn aanstelling bij BMO GAM werkte hij vijf jaar bij FDA als macro-strateeg. Zijn specialisaties zijn balansbeheer, portefeuilleconstructie en de toepassing van derivaten. Willemsen studeerde Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen en is CFA Charterholder.

Von Saher: 'Ik denk dat de meeste groei zal komen van de industrieën die zullen worden beïnvloed door het klimaatakkoord van Parijs. Bepaalde sectoren zullen meer green bonds gaan uitgeven voor projecten die geen gebruik meer willen maken van fossiele brandstoffen. Ik denk dat de auto-industrie meer green bonds gaat emitteren als er meer elektrische auto's worden gefabriceerd. Wat betreft landen, denk ik dat de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk tot op zekere hoogte een inhaalslag zullen maken.'

Bos: 'Overheden, met name in Europa, zullen in toenemende mate green bonds gaan uitgeven. We willen graag groei zien in vervuilende sectoren, maar die zullen daartoe waarschijnlijk gedwongen moeten worden.'

Martínez: 'Wij verwachten de komende jaren een groei van de uitgifte op landenniveau. Emittenten moeten de juiste kaders

ontwikkelen om dat mogelijk te maken, dus het zal enige tijd in beslag nemen in vergelijking met de bedrijfskant.'

Chelomianski: 'Ik zou liever willen dat meer emerging markets green bonds gaan uitgeven dan de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.'

Spence: 'Ik denk inderdaad dat de grootste groeikansen aanwezig zijn in de opkomende markten, zoals China. De sourcing zal nog steeds gedomineerd worden door Amerikaanse en Europese markten, die daarmee de standaard bepalen, waarbij transparantie cruciaal is om een belegging te overwegen.'

Standaardisatie helpt om green washing te verminderen.

CONCLUSIE

Over het algemeen is ESG geïntegreerd in vrijwel alle beleggingsposities in vastrentende waarden. Het is mogelijk een gediversifieerde portefeuille van vastrentende waarden op te bouwen, die niet alleen de doelstelling van een sterke risico-gewogen performance realiseert, maar ook sterk is vanuit ESG-perspectief. Overigens is ESG-integratie bij vastrentende waarden minder gevorderd dan bij aandelen, wat onder andere komt omdat vastrentende waarden minder gevoelig zijn dan aandelen. Op het gebied van ESG wint de markt voor staatsobligaties aan kracht en beweegt die de laatste tijd in de goede richting. Daarbij moet bedacht worden dat ESG integreren voor staatsobligaties veel uitdagender is dan voor alle andere vermogenscategorieën. De ervaring leert dat ESG-strategieën in fixed income zeker geen performance kosten. Integendeel, ESG is juist een middel om

performance te genereren doordat het risicomanagement beter wordt. Green bonds doen het in de eerste maanden na uitgifte beter dan obligaties voor algemene doeleinden van dezelfde emittent. Daarna presteert de green bond in lijn met vergelijkbare producten van de emittent. Green washing komt wel degelijk voor. Daarom zijn robuuste standaarden belangrijk teneinde beleggers in vastrentende waarden ertoe te bewegen meer green bonds te kopen. Het universum van green bonds zou zich verder moeten ontwikkelen. De meeste groei zal wellicht komen van de industrieën die zullen worden beïnvloed door het klimaatakkoord van Parijs. Verder wordt een groei verwacht op landenniveau. Grote groeikansen zijn aanwezig in de opkomende markten en de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zullen vermoedelijk tot op zekere hoogte een inhaalslag maken.