

VOORZITTER

Floris Lambrechtsen,
DoubleDividend

DEELNEMERS

Sevinc Acar, PGGM

Michiel de Bruin, F&C Netherlands

Matt Christensen, AXA Investment Managers

Karlijn van Lierop, MN

Niall O'Leary, State Street Global Advisors

Edith Siermann, Robeco

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met AXA Investment Managers, F&C Netherlands, Robeco en State Street Global Advisors.

Foto's: Fotopersburo Dijkstra



ESG-ANALYSE ZORGT VOOR BETER KREDIETPROFIEL

Door Hans Amesz

Verantwoord beleggen begint met een ESG (Environmental, Social en Governance)-onderzoek. Er wordt geanalyseerd hoe het beleid en de prestaties van overheden en bedrijven er op het sociale-, milieu- en bestuursvlak uitzien. Financial Investigator organiseerde een rondetafeldiscussie over ESG in fixed income.



Waarom is het voor een fixed income belegger relevant om tijd te besteden aan ESG-issues?

Michiel de Bruin: 'Een ESG-analyse zorgt ervoor dat beleggers ook inzicht krijgen in die aspecten die door fundamentele of technische analyse niet omvat worden. Daardoor krijgt de portefeuille mogelijk een beter credit profile. Ik denk dat ESG bijdraagt aan het beter kunnen beschermen en voorspellen van rendementen.'

Edith Siermann: 'ESG factoren geven additionele informatie over het neerwaarts risico voor bedrijven en dat is precies waar een creditbelegger vooral naar kijkt.'

Sevinc Acar: 'Het beschermt je ook tegen reputatierisico, want je wilt niet betrokken zijn bij een bedrijf dat een slecht corporate image heeft.'

Matt Christensen: 'Bescherming tegen downside risk is een belangrijk aspect bij beleggen in fixed income en relevant voor ESG. Dat geldt evenzeer voor de performance en het reputatierisico. Wij doen veel onderzoek naar het verband tussen deze aspecten en kijken naar ESG-factoren die ons bruikbare gegevens opleveren.'

Karlijn van Lierop: 'Het gaat er inderdaad om het downside risico te identificeren. ESG-aspecten kunnen helpen bij het onderkennen van risico's die een verslechtering van de credit kwaliteit veroorzaken. Bij de beoordeling van bedrijfsobligaties worden zaken die raken aan ESG integraal meegenomen. ESG heeft immers directe invloed op de 'license to operate' van een onderneming.'

Niall O'Leary: 'Als je je enkel baseert op ESG-factoren, denk ik

> **Floris Lambrechtsen** is opgeleid als jurist, met een specialisatie in Milieurecht. Na werkervaring in Londen en het behalen van een MBA is hij als adviseur gestart bij KPMG Sustainability. Sinds 2000 heeft Lambrechtsen diverse Nederlandse pensioenfondsen, banken en vermogensbeheerders geadviseerd over duurzaam beleggen. Lambrechtsen is in 2007 DoubleDividend gestart. DoubleDividend belegt sinds 2011 voor klanten in duurzame beleggingsportefeuilles en beheert een duurzaam aandelenfonds en vastgoedfonds. Lambrechtsen is actief binnen de Principles for Responsible Investment en is Vriend van Earth Charter.





> **Sevinc Acar** is sinds 2013 Hoofd Beta Investment Grade Credits bij PGGM. Hiervoor was ze Senior Investment Manager bij PGGM en verantwoordelijk voor intern beheerde investment grade bedrijfsobligaties en extern beheerde emerging market en high yield obligaties. Acar begon haar carrière bij Fortis. Ze studeerde Economics and International Management aan de Universiteit van Maastricht en de Universität Bern.

dat er veel bedrijven en overheden zijn waarbij toch vraagtekens geplaatst kunnen worden rondom governance, omkoping en corruptie. En die issues hoeven niet noodzakelijkerwijs later de kop op te steken. De problemen die wij vrezen, waar we bezorgd over zijn, zullen zich niet per se manifesteren. Dat is een van de grote uitdagingen bij het implementeren van ESG.'

Hoe maken we ESG manifest?

Christensen: 'We moeten vaststellen welke informatie relevant is en hoe we het beste van die informatie gebruik kunnen maken. Niemand heeft het perfecte antwoord op deze vragen. Het kan immers niet zo zijn dat je bijvoorbeeld ontevreden bent over een aantal ESG-aspecten van Amerikaans overheidsrapport en op basis daarvan opeens de Verenigde Staten uitsluit.'

Siermann: 'We moeten inderdaad de relevante data selecteren, zowel aan de kant van overheden als bedrijven. Analisten moeten in de praktijk leren hoe ze die gegevens toepassen in hun analyses, hoe ze werken en hoe ze verbeterd kunnen worden. Dat is een langetermijnproces en net als bij de financiële analyse moet je voortdurend kijken naar nieuwe manieren om vooruit te gaan. Er is niet één antwoord of één benadering. Elke manager zal zijn eigen benadering vinden, zijn eigen data en zijn eigen

toegevoegde waarde. Maar dat gebeurt niet van de ene op de andere dag. Wij werken hier al aan sinds 2009 en we leren nog elke dag.'

Worden bijvoorbeeld grondstoffen door fixed income beleggers en aandelenbeleggers op dezelfde manier bekeken?

O'Leary: 'In wezen is er geen verschil. Als het gaat om ESG-screening, dan lopen aandelen echter zo'n vier of vijf jaar voor op fixed income. De uitdaging is om in het ESG-proces tot een meer kwantitatieve, in plaats van een vooral kwalitatieve, beoordeling te komen.'

Van Lierop: 'ESG-integratie is bij aandelen veel verder voortgeschreden dan bij fixed income. Het verschil zou kunnen zijn dat je bij aandelen meer naar de upside en bij fixed income vooral naar het downside risico kijkt. Er wordt wel naar dezelfde topics gekeken, maar vanuit een verschillend perspectief. Het is interessant om te zien hoe portfoliomanagers naar ESG kijken. Binnen het werk van ons Emerging Market Debt (EMD)-team is ESG vrijwel volledig geïntegreerd omdat ESG direct impact heeft op de macro-economie. Sociale onrust, beloningen, maatschappelijke ongelijkheid, werkloosheid, slechte governance, corruptie; allemaal ontwikkelingen die grote gevolgen kunnen hebben. Onze portfoliomanagers houden natuurlijk ook de milieudimensie goed in de gaten, maar natuurlijke hulpbronnen hebben meer invloed op de lange termijn. Waterschaarste is een heel belangrijk item.'

Kan een adequate ESG-analyse de reputatie beschermen of is daar meer voor nodig?

Acar: 'Je moet naar de afzonderlijke industrieën kijken. Je wilt niet geassocieerd worden met de wapenindustrie of kinderarbeid, en dus onderzoek je intensief of een bedrijf daarin op de een of andere manier verwickeld is. Walmart hebben we uitgesloten omdat de onderneming zich bleef verzetten tegen pogingen van het personeel om zich te organiseren, en een dialoog hierover met de board na jaren aandringen niet op gang kwam. Dat soort bedrijven wil je niet in portefeuille hebben; de meeste klanten zijn daar ook gevoelig voor.'



Christensen: 'Er moet sprake zijn van een waarneembare trend. Als min of meer duidelijk is dat de score van kernfactoren, zoals toegang tot gezondheidszorg, toegang tot onderwijs en makkelijk zaken kunnen doen, in de loop van de tijd daalt, dan is op een gegeven moment de drempel bereikt, ook al is er sprake van een zeer goed rendement. Wij hebben intern een trendline ontwikkeld aan de hand waarvan we, op een niet arbitrair moment, een beslissing kunnen nemen.'

De Bruin: 'Wij hebben een ESG-score voor verschillende landen opgesteld voor het risicobeheer/de waardebescherming op lange termijn. Het is heel belangrijk om naar het momentum van die scores te kijken. Als die scores verslechteren is het misschien tijd om actie te ondernemen en te verkopen omdat je anders snel reputatieschade kunt oplopen.'

Siermann: 'Als asset manager kunnen wij niet de reputatie van al onze klanten beschermen, want die klanten zijn wereldwijd actief en zaken als reputatie verschillen van land tot land. Wij vinden wel dat we al het mogelijke moeten doen om de duurzaamheidsperformance van bedrijven in landen waarin we geïnvesteerd hebben, te verbeteren.'

Als we door een ESG-toets de sociale, milieu- en governance risico's uit de portefeuille weghalen, wat blijft er dan van het rendement over?

Siermann: 'Elk risico heeft zijn prijs. Als je altijd elk risico wilt vermijden, betekent dat inderdaad dat er niets overblijft.'

De Bruin: 'Je probeert natuurlijk altijd de beste emittent te kiezen en daartoe kun je ook credit ratings met elkaar vergelijken. En verder is waardering, dus het onderzoeken van wat er nu precies aan risico's is ingeprijsd, essentieel.'

Acar: 'Als een bedrijf op ESG-gebied slecht scoort, hoeft dat niet voor eeuwig te zijn. Je moet nagaan of de onderneming haar leven wil verbeteren of daar al mee bezig is. Dat geldt ook voor regeringen.'



Wat mag van een klant worden verwacht die ESG in zijn fixed income portefeuille wil integreren?

O'Leary: 'Wat de klanten van ESG willen, is uiteraard verschillend. Daardoor krijg je te maken met 'economies of scale', want je kunt niet 300 verschillende ESG-screenings uitvoeren voor 300 verschillende klanten.'

Van Lierop: 'Voor sommige klanten passen wij, overeenkomstig hun wensen, een strengere screening toe.'

Welke relevante gegevens heb je nodig om ESG toe te passen en hoe kom je daaraan?

Siermann: 'Op de vraag wat relevante gegevens zijn, kan geen eenduidig antwoord worden gegeven. Ze verschillen per sector, bedrijf, periode; zaken die nu relevant zijn, zijn dat wellicht over vijf jaar niet meer. Wij verzamelen de gegevens zelf en sturen daartoe ook vragenlijsten naar bedrijven. Elk jaar bespreken we hoe die eruit moeten zien.'

> **Michiel de Bruin** is Hoofd Global Rates en Money Markets en is sinds maart 2003 werkzaam bij F&C. Eerder werkte De Bruin 15 jaar in diverse functies met betrekking tot beleggingen in vastrentende waarden, waaronder als Head of Trading bij Deutsche Bank de Bary en co-Head vastrentende waarden bij NIB Capital in Amsterdam. De Bruin is afgestudeerd aan de HTS Amsterdam en behaalde zijn Master Financial Analyses aan de VU in Amsterdam. Hij staat geregistreerd bij de FCA alsook bij het Dutch Securities Institute.





> **Matt Christensen** is sinds 2011 Global Head of Responsible Investment bij AXA Investment Managers. Van 2002 tot zijn benoeming bij AXA Investment Managers werkte hij als Executive Director bij Eurosif, een pan-Europese denktank op het gebied van duurzaam beleggen en de Europese zusterorganisatie van de VBDO. Christensen begon zijn carrière als strategy consultant bij Braxton Associates/Deloitte Consulting en heeft een MBA- en een MA-titel van de Wharton School, University of Pennsylvania.

Welke macro-informatie heb je nodig?

Christensen: 'Als het gaat om overheden, maken we gebruik van algemeen beschikbare gegevens, want op dat niveau is het nauwelijks mogelijk niet-officiële gegevens te verkrijgen. Wij kijken bijvoorbeeld naar toegang tot onderwijs en gezondheidszorg. Met betrekking tot bedrijven maken we gebruik van data providers om aan, wat ik maar startinformatie noem, te komen. Als het nodig is, doen we zelf onderzoek, met name bij de kleinere emittenten.'

De Bruin: 'Aan de soevereign kant maken wij ook gebruik van publieke gegevens. We selecteren data providers die over een goed track record beschikken. Voor milieu-informatie kijken we naar instellingen zoals Yale en voor governance naar de Wereldbank. Voor elk land stellen we dan vast hoe het met de ESG-aspecten is gesteld. Dat is een kwantitatief proces resulterend in een score per land, wat het makkelijk maakt om de ESG-performance van verschillende landen met elkaar te vergelijken.'

Christensen: 'Het vergelijken van landen is lastig. Daarom gebruiken wij verschillende soorten criteria. Om een voorbeeld te geven: wat betreft de levensverwachting kijken we in de

ontwikkelingslanden naar hoe oud mensen gemiddeld echt worden, maar in de industrielanden naar hoe lang mensen gemiddeld gezond blijven.'

Acar: 'Voor investment grade credits gebruiken wij externe providers. Daarnaast maken we intensief gebruik van onze afdeling die zich met verantwoord beleggen bezighoudt. Ten slotte praten we ook met het management van bedrijven over de beste manieren om ESG toe te passen. Bij bierbrouwers vragen we bijvoorbeeld naar het gebruik van water en bij telecombedrijven naar privacy. Dat laatste is zeker in de Verenigde Staten een gevoelig punt.'

Van Lierop: 'Wij gebruiken verschillende research providers en voeren daarna onze eigen analyse uit. Met name voor obligaties zijn er veel relevante indices wat betreft governance en corruptie. Om er twee te noemen: de United Nations Human Development Index en de World Bank Worldwide Governance Index.'

Is engagement een bruikbaar instrument in de fixed income sfeer?

Siermann: 'Wij passen engagement bij zowel fixed income portefeuilles als aandelenportefeuilles op precies dezelfde manier toe. Het credit team en het equity team bepalen met elkaar wat relevante thema's zijn en gaan daarover in gesprek met bedrijven. Overigens is het niet nodig te schermen met je beleggingen; bedrijven staan meer en meer open voor een dialoog.'

Van Lierop: 'Ons responsible investment team is verantwoordelijk voor het uitvoeren van het engagementprogramma. We informeren in principe zowel de portfoliomanagers aan de fixed income kant als aan de aandelenkant over de uitkomsten van de gesprekken die wij met ondernemingen voeren. Deze informatie kan voor de portfoliomanagers relevant zijn. Zo ontstaat er synergie tussen de verschillende asset classes en teams.'

Christensen: 'Interessant is dat ESG de credit en equity teams bij elkaar gebracht heeft om over deze onderwerpen te praten, terwijl ze elkaar daarvoor nauwelijks zagen. Tot nu toe werkt dat goed: afgezien van nuances wordt dezelfde benadering gekozen.'



Ik geloof echter wel dat er een tijd komt waarin sprake zal zijn van heftige meningsverschillen, iets over investeren versus kapitaalbescherming, en dan gaat er iets gebeuren.'

Wat zijn jullie ervaringen met het implementeren van ESG in emerging market debt?

De Bruin: 'Als we een ESG-analyse van emerging markets maken, doen we dat in principe op dezelfde manier als bij ontwikkelde landen. Er wordt een rangorde gemaakt van sterkere en zwakkere landen. Maar een ESG-score alleen is niet genoeg om een investeringsbeslissing op te baseren. Je moet bijvoorbeeld ook kijken naar de financiële dynamiek en politieke ontwikkelingen in opkomende landen. Het is dus heel belangrijk om het momentum van ESG-issues te volgen, zoals bijvoorbeeld in Thailand en Oekraïne is gebeuren.'

Hoe zit het met de beschikbaarheid van data en het analyseren van bedrijven op ESG in emerging markets?

Siermann: 'Aan de overheidskant zijn veel data beschikbaar, ESG-analyse is voor overheden in opkomende landen heel relevant. In perifere markten als Italië, Spanje en Ierland is het ook heel relevant om naar ESG-data te kijken. Dan wordt echt zichtbaar welke ontwikkelingen zich onder de oppervlakte voordoen, en dat helpt bij het nemen van onze beleggingsbeslissingen. In emerging markets gaat het om meer dan alleen de typische macro-analyse. Aan de corporate kant is het veel moeilijker om aan gegevens te komen. Governance is daar de meest relevante ESG-variabele.'

O'Leary: 'Ik denk dat het in emerging markets niet mogelijk is op ESG te screenen. De gedachte dat je een kwart van de landen met de slechtste ESG-scores voor een actieve portefeuille kunt uitsluiten op basis van ESG-metrick, is niet uitvoerbaar. Dat je ESG-factoren kunt gebruiken als onderdeel van je beoordelingsproces is zeer praktisch. Wat mij betreft is er een belangrijk probleem omdat beleggers bij ESG uitsluitend denken aan screening, het ergste verwijderen. Is een actieve manager bereid om heel Thailand, de hele Oekraïne of heel Noord-Afrika

Het screenen van landen op ESG-factoren is niet eenvoudig, maar het is wel mogelijk.

uit de portefeuille te verwijderen? Als een klant dat per se wil, kan dat, maar binnen een actieve discretionaire portfolio is dat ondoenlijk.'

Christensen: 'ESG is zeker te gebruiken als screeninginstrument in emerging markets. Aan de corporate kant staan de beschikbare data nog in de kinderschoenen. Een research team van een vermogensbeheerder kan veel waarde toevoegen door te proberen te begrijpen wat zich in sommige bedrijven achter de schermen afspeelt. Je voert een soort forensische analyse uit, gaat bijvoorbeeld na of de cv's van het management legitiem zijn. Er zijn een aantal nieuwe technieken om data te verzamelen die als het ware langzaam in ESG binnendringen.'

Van Lierop: 'Het screenen van landen op ESG-factoren is niet eenvoudig, maar het is wel mogelijk. Wij maken gebruik van een research provider die ons inzicht verschaft in specifieke ESG-data. We krijgen gegevens over onderwerpen als (politieke) stabiliteit, corruptie, human capital en de beschikbaarheid van natuurlijke hulpbronnen. Op basis daarvan wordt een analyse uitgevoerd en een score opgesteld die wordt gebruikt in het beleggingsproces. In het reguliere proces is die ranglijst van invloed op de weging van specifieke landen. Voor sommige klanten hanteren we, overeenkomstig hun wensen, drempels: als een land daaronder presteert, sluiten we het uit.'

O'Leary: 'Hoe meet de klant de performance van zijn vermogensbeheerder als er sommige landen worden uitgesloten, waardoor de benchmark wezenlijk verandert?'

Van Lierop: 'Voor klanten is performance natuurlijk essentieel, maar sommige klanten voelen zich niet comfortabel met het hebben van exposure naar landen die bijvoorbeeld een slechte governance hebben en veel sociale onrust kennen. In die landen

> **Karlijn van Lierop** heeft de afgelopen jaren bij MN gewerkt op het vlak van maatschappelijk verantwoord beleggen. Als Senior Advisor Responsible Investment & Governance adviseerde zij portfoliomanagers bij ESG-integratie en was zij verantwoordelijk voor het Engagement Programma van MN. Oktober 2014 is Van Lierop benoemd tot hoofd van de afdeling Responsible Investment & Governance. Van Lierop is lid van het UNPRI Steering Committee Water en het UNPRI Steering Committee Sustainable Palm Oil.





> **Niall O'Leary** is Managing Director en Head of EMEA Portfolio Strategy bij State Street Global Advisors (SSgA). Hij is verantwoordelijk voor een team van ervaren beleggingsprofessionals die beleggingsstrategieën ontwikkelen en beheren. Hiervoor was O'Leary Head of Fixed Income and Cash bij SSgA Ireland Limited (voorheen Bank of Ireland Asset Management Limited). Alvorens aan de slag te gaan bij SSgA Ireland, was O'Leary Senior Manager bij Bank of Irelands internationale corporate banking business. Hij heeft 23 jaar ervaring in de financiële industrie en een Master in Business Studies van University College Dublin.

mag dan sprake zijn van interessante rendementen, maar de betreffende klanten vrezen dat er op de lange duur zowel financiële risico's als reputatierisico's ontstaan.'

Acar: 'Moet de benchmark dan aangepast worden?'

De Bruin: 'Je hebt een andere benchmark nodig, want je moet met klanten kunnen praten over de performance. In een normale benchmark zitten altijd een aantal relatief grotere landen. Als je een van die landen uitsluit, ontstaat een groot technisch risico in je portefeuille. Je kunt de benchmark dus beter aanpassen en rekening houden met de ESG-scores: landen die een betere dan gemiddelde score hebben overwegen en landen die de slechtste scores hebben, onderwegen. Dat doen we nu al in alle markten van staatsobligaties, en daar is nogal wat vraag naar.'

Siermann: 'In het algemeen toont dit aan dat het buitengewoon belangrijk is om klanten op het gebied van ESG wegwijs te maken en daarover met ze te praten. Wij besteden veel tijd aan het opstellen van contracten, organiseren workshops en discussiëren over de gevolgen van verschillende vormen van beleid. Bijvoorbeeld een uitsluitings- of filterbeleid kan van significante invloed op de performances zijn, en als je dat wilt voorkomen moet je een andere, meer generieke weg bewandelen.'

De Bruin: 'Aan de creditkant is ook een soort evolutie aan de gang om bij investeringen meer rekening te houden met ESG-criteria. Je kunt heel precies specificeren welke beleggingen met specifieke ESG-criteria (zo zijn er emittenten met een hoge creditrating maar tegelijkertijd hoge ESG-risico's) je opneemt en de klant kan daar behoorlijk flexibel mee omgaan.'

Is het mogelijk een high yield portfolio te screenen op ESG? Daar is immers sprake van minder transparantie.

Christensen: 'Het afgelopen jaar is ons high yield team met name in de Verenigde Staten actief geweest en daar bleek dat de beschikbaarheid van data niet groot is, wat overigens geen verrassing was. We passen een vereenvoudigde benadering toe, die niet al te veel verschilt van wat we in emerging markets doen, en proberen die te ontdoen van jargon en een overmaat aan issues: back to basics. Het high yield team, dat getraind is in het doen van fundamentele research, werkt ook met vragenlijsten aan bedrijven waarin belegd wordt. Door dit alles is een aangepast scoringssysteem ontstaan. Als de score er slecht uitziet, duiken we er dieper in en gaan we nadenken over wat we met de betreffende exposure moeten doen.'

Siermann: 'Dezelfde analisten die investment grade analyseren, houden zich ook bezig met het onderzoeken van high yield bedrijven. Het is hun taak een credit analyse van de onderneming te maken. Omdat veel high yield bedrijven doorgaans niet beursgenoteerd zijn, zijn er minder data beschikbaar. De analisten kunnen echter gebruik maken van hun sector kennis van het investment grade gedeelte en de ervaringen die zij met investment grade bedrijven hebben opgedaan. Daarnaast kunnen er vragen aan high yield bedrijven worden gesteld om meer informatie te krijgen.'

Als je minder informatie hebt, hoe kan je ESG dan serieus mee laten wegen in de beleggingsbeslissing?

Siermann: 'Dat is afhankelijk van het specifieke bedrijf en ja, het hebben van ontoereikende informatie is een fact of life. Je moet natuurlijk je uiterste best doen om de benodigde informatie te krijgen.'



O'Leary: 'ESG speelt een steeds belangrijker wordende rol wanneer we ons bewegen door de kapitaalstructuur richting de meer risicodragende asset classes. Er is het gevaar van verspilling van middelen als we op zoek gaan naar informatie die moeilijk te vinden is. Misschien hebben we wel een aparte rating agency voor ESG nodig.'

Van Lierop: 'Ik weet dat de werkgroep van de UN PRI (Principles for Responsible Investment) op het gebied van fixed income in nauw contact staat met de grote rating agencies om hen te informeren over wat er op het gebied van ESG gaande is.'

De evolutie van de zogenoemde green bonds zou kunnen leiden tot echt duurzame bedrijven en industrieën. Wat zijn jullie ervaringen met green bonds?

Acar: 'Mijn ervaring is dat green bonds van bedrijfsobligaties ongeveer net zoveel rendement opleveren als standaard bedrijfsobligaties, wat ik maar grey bonds noem. Omdat het de bedoeling is om via green bonds enorme bedragen op te halen, ben ik bezorgd dat er een soort verwatering, zeg maar 'green washing', gaat ontstaan; dat er green bonds worden uitgegeven die niet echt groen zijn, om PR-redenen of voor diversificatie of omdat het een goedkopere manier van funding is. Dat zou zeer negatief kunnen uitpakken voor het reputatierisico van het segment. Groene obligaties staan nog in de kinderschoenen. Er dient een standaardisatie te komen op het gebied van structuur, ringfencing van assets, second opinion en disclosures. Ook is het belangrijk om een impactanalyse te doen op groene obligaties. Met andere woorden, we moeten gaan kijken wat de groene obligaties naast de financiële resultaten daadwerkelijk opgeleverd hebben. Groene obligaties dienen hetzelfde rendement op te leveren als reguliere obligaties.'

De Bruin: 'Green bonds bieden mogelijkheden aan beleggers die wellicht nog niet actief zijn in het ESG-segment. Deze bonds kunnen immers worden opgenomen in de mainstream mandaten en sluiten dan automatisch aan bij het gewenste credit risico. Het is wel heel belangrijk om alle documentatie over green bonds te toetsen en te wegen. Dit jaar is er al voor meer dan 35 miljard dollar aan green bonds uitgegeven en voor volgend jaar is de

Mijn ervaring is dat green bonds van bedrijfsobligaties ongeveer net zoveel rendement opleveren als standaard bedrijfsobligaties.

verwachting 50 miljard dollar of meer. Dat is in onze optiek een uitstekende ontwikkeling.'

Neem EDF of Unilever, die geven green bonds uit. Is dat onderdeel van de normale uitgifte van obligaties of is het aanvullend?

O'Leary: 'Ik denk niet dat het om additioneel kapitaal gaat. EDF heeft via green bonds geld opgehaald om een speciaal deel van hun business te financieren, Toyota deed hetzelfde. Het is geen extra kapitaal, maar het komt tegemoet aan de wensen van beleggers, die willen dat een gedeelte van wat zij in fixed income beleggen ook echt ten goede komt aan een 'groen' doel.'

Siermann: 'Wij vinden dat bedrijven waarin wij beleggen hun ESG-performance sowieso moeten verbeteren en wel in een breder perspectief dan alleen via een milieuproject. Dat is nogal eenzijdig want het gaat om E (environment), S (social) en G (governance) en niet alleen om E. Als je alleen maar investeert in iets milieuvriendelijks, betekent dat nog niet dat je bedrijf het over de gehele ESG-linie goed doet.'

Christensen: 'Ik denk dat we het hebben over een markt die juist wel additioneel kapitaal gaat aantrekken. Ik begrijp de zorgen over greenwashing en alleen maar investeren in het milieu, maar als je naar het grotere geheel kijkt, is het enthousiasme voor green bonds zo groot dat er emittenten zullen komen die zich alleen maar richten op green bonds en wellicht helemaal niet bij ESG als zodanig betrokken willen zijn.'

O'Leary: 'Waarom geven bedrijven green bonds uit? Het antwoord is dat beleggers ze graag kopen. Dat zien we en we zien ook dat de grote index providers green bond indices aan het ontwikkelen zijn, wat ze niet zouden doen als er geen vraag naar is.'

> Edith Siermann werkt sinds 2000 bij Robeco als Senior Executive Vice President en Chief Investment Officer Fixed Income. Ook is ze verantwoordelijk voor het Governance en Active Ownership team. Sinds Siermann in 1989 in dienst kwam bij Robeco, heeft ze verschillende senior functies vervuld, zoals coördinator van het Global Credits team en coördinator van het European Fixed Income team. Zij studeerde algemene economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en is geregistreerd bij het Dutch Securities Institute.



Van Lierop: 'Wij willen, samen met onze klanten, de mogelijkheden van impact investing verder gaan verkennen. Niet alleen met green bonds, maar bijvoorbeeld ook binnen infrastructuur en private equity. We kijken op dezelfde manier naar green bonds als naar reguliere bonds. Green bonds moeten aan dezelfde criteria voldoen als de reguliere bonds, maar bovendien moeten zij waarde toevoegen op maatschappelijk-, sociaal- en milieugebied.'

Wat is er nodig om een markt van green bonds van hoge kwaliteit te krijgen?

Christensen: 'Meer ondernemingen die green bonds emitteren. Op dit moment wordt de uitgifte van dit soort obligaties te zeer gedomineerd door de internationale instituten. Als je in Zwitserland gevestigd bent, wat wij niet zijn, zul je blij zijn in green bonds te kunnen beleggen en handelen. Maar als je in andere landen zit, is het lastiger uit te leggen dat green bonds eigenlijk een subklasse vormen van reguliere bonds.'

O'Leary: 'Daar ben ik het mee eens, maar dat werpt de vraag van afbakening op. Niet zozeer wat betreft de zekerheid dat het geld uitsluitend wordt gebruikt voor 'groene' doeleinden, maar wat betreft de mogelijkheid dat er iets in het uitgevende bedrijf voor een negatief resultaat van E, S of G kan zorgen.'

Hoe moeten we omgaan met bedrijven die green bonds uitgeven en tegelijkertijd onverantwoordelijke of milieuonvriendelijke activiteiten uitoefenen?

Van Lierop: 'Het is essentieel zowel een fundamentele analyse als een ESG-analyse uit te voeren. Als de resultaten daarvan positief

Research providers zouden ook vanuit het fixed income perspectief naar ESG moeten kijken.

zijn, kan je prima in een green bond beleggen. Het vergt overigens wel een zorgvuldige selectieprocedure, waarbij het meten van de totale positieve impact van de onderneming cruciaal is.'

Christensen: 'Er zijn beheerders die green bond fondsen in de markt zetten zonder zich zorgen te maken over ESG. Er zijn waterfondsen geïntroduceerd die alleen maar een water- en geen ESG-rating hadden. We zullen meer van dit soort fondsen gaan zien.'

Siermann: 'Dat gebeurt al. Het is overigens belangrijk om uit te leggen dat er aan green bonds meer aspecten vastzitten dan je op het eerste gezicht zou denken.'

Tot slot: wat zijn de belangrijkste hindernissen voor ESG in fixed income?

Siermann: 'Het is moeilijk te bewijzen dat het werkt, in termen van performance. Wij doen allerlei onderzoeken om aan te kunnen tonen dat ESG toegevoegde waarde oplevert, maar dat bevindt zich nog in de beginfase. Ooit wordt dat normaal.'

Van Lierop: 'ESG-research is gericht op de aandelenkant en niet op de fixed income kant. Research providers zouden ook vanuit het fixed income perspectief naar ESG moeten kijken.' «

CONCLUSIE

Een creditbelegger kijkt vooral naar het neerwaarts risico en daarover geven ESG-factoren additionele informatie. Ze kunnen helpen bij het onderkennen van risico's die een verslechtering van de credit kwaliteit veroorzaken. ESG wordt manifest gemaakt door de relevante data te selecteren, zowel aan de kant van overheden als bedrijven. In de praktijk moet geleerd worden hoe die gegevens in analyses kunnen worden toegepast, hoe ze werken en hoe ze verbeterd kunnen worden. Welke gegevens relevant zijn verschilt per sector, bedrijf en periode. ESG-analyse is voor overheden in opkomende landen en in perifere markten als Italië, Spanje en Ierland heel relevant, omdat dan zichtbaar wordt welke ontwikkelingen zich onder de oppervlakte voordoen. Het screenen van landen op ESG-factoren is niet eenvoudig, maar het is wel mogelijk. Daartoe heb je onder andere gegevens

nodig over onderwerpen als (politieke) stabiliteit, corruptie, human capital en de beschikbaarheid van natuurlijke hulpbronnen. Op basis daarvan kan een analyse worden uitgevoerd en een score worden opgesteld. Het is bij dit alles van groot belang eindbeleggers wegwijs te maken op het gebied van ESG en met ze te overleggen over de gevolgen van de verschillende vormen van beleid. In het algemeen is het zo dat ESG een steeds belangrijker wordende rol speelt in de richting van meer risicodragend fixed income. De evolutie van green bonds wordt positief beoordeeld, maar er bestaan wel zorgen over greenwashing: dat er green bonds worden uitgegeven die niet echt groen zijn. Om een markt van green bonds van hoge kwaliteit te krijgen, moeten er meer ondernemingen komen die ze emitteren.