

KWARTAALUPDATE

Green Bonds

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Ontwikkelingen green bond universum: groei zet door, vooral in de energietransitie
- Spreads groene bedrijfsobligaties 4 bps krupper
- Oplopende spreads veiligste segmenten green bonds
- Outperformance cyclische consumenten bedrijven
- Angst voor hogere rente bij langere looptijden

Vooruitzichten

- Het is zomer; de Europese economie komt uit haar winterslaap
- ECB tapering betekent niet per sé credit tapering
- Summertime when the living is easy; de creditmarkt is aan vakantie toe

Positionering

- Licht overwogen risicopositie
- Overweging banken en semistaat
- Onderweging verzekeraars

[Lees verder op pagina 3 →](#)

AUTEURS



Viktor Stunnenberg,
Lead Portfolio
Manager Green Bonds



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Arthur van Mansvelt,
Engagement specialist
MVB

THEMA

Grey washing?

De Franse vastgoedonderneming Gecina heeft recentelijk al haar reguliere obligaties omgezet naar volledig groene (green bond) obligaties. Niet door een herfinanciering, maar door het simpelweg omkatten van de bestaande grijze bonds naar green bonds. De vraag is dan natuurlijk of dat zomaar kan. Is hier sprake van een verduurzamingsoperatie, of neigt het toch meer naar grey washing? En in hoeverre is dit een voorbode van meer van dergelijke omkattingen? Voor ons als Achmea Investment Management zijn dat belangrijke vragen om op te letten, want in onze optiek moeten green bonds echt een bijdrage leveren aan het verduurzamen van de samenleving en/of kapitaalmarkten.



THEMA

Grey washing?



Vastgoedonderneming Gecina is nu volledig met green bonds gefinancierd

Gecina wordt groene 'Pure-play' door bond-transformatie

In april stelde Gecina voor om al zijn 15 uitstaande obligaties (ca. € 5,6 miljard) om te zetten in groene obligaties. In mei werd het voorstel door 92% van de noteholders van de onderneming goedgekeurd¹. Met deze opvallende stap is Gecina een van de weinige bedrijven ter wereld met een financieringsprogramma dat volledig bestaat uit groene euro-obligaties. Ook in de toekomst zal de onderneming alleen nog groene obligaties uitgeven, zo hebben ze aangegeven.

Vastgoedonderneming Gecina is nu volledig met green bonds gefinancierd

Gecina kon deze stap van 'omkating' zetten aangezien alle onderliggende assets, de gehele vastgoedportefeuille van de onderneming, voldoen aan de groen-obligatie criteria voor duurzaam vastgoed. De onderneming heeft de laatste jaren hard gewerkt aan het verduurzamen van zijn portfolio. Dat heeft Gecina ook nodig voor het behalen van het begin 2021 aangescherpte doel: de hele vastgoedportefeuille moet in 2030 CO₂-neutraal zijn. Het vastgoed van Gecina bestaat voor 81% uit kantoren, waaronder 'shared office spaces' en 19% uit appartementen, waaronder een deel studentenhuysvesting.

¹ <https://press.gecina.fr/news/100-of-gecinas-bond-issues-now-transformed-into-green-bonds-4b15-343e9-1.html>

Gecina zegt hiermee ook tegen andere marktpartijen: 'kijk, als je wil, kun je stevige ambities neerzetten en waarmaken'. Kortom, wie in het grijze circuit blijft hangen heeft steeds meer uit te leggen. Feitelijk: het gaat erom wat je intenties als onderneming zijn en wat je daadwerkelijk doet; de financiering volgt daarop. Gecina heeft het resultaat van eerder werk aan verduurzaming van het vastgoed, via reguliere financiering, nu in één keer verzilverd door alle obligaties als 'groen' te labelen.

Financiële consequenties

Los van de verduurzamingsvraag, is er ook de financiële of rendementsvraag: heeft het re-labelen van grijs naar groen een effect op return gehad? Het antwoord is nee; de obligaties van Gecina zijn sinds deze aankondiging krappere gegaan in spread, maar er was geen sprake van een betere performance versus vergelijkbare issuers. Risico-opslagen van de gehele euro-credit markt zijn gedurende deze periode teruggelopen. Voor Gecina was dat in dezelfde mate het geval.

Is er dan misschien een toekomstig effect te verwachten van het re-labelen van grijs naar groen? Ten aanzien van groene obligaties is er vraag vanuit de bestaande 'grijze' obligatiebeleggers en aanvullend ook van groene beleggers. Dit zou in de toekomst kunnen leiden tot betere financieringsvoorwaarden voor Gecina. Alhoewel wij in eerste instantie geen verkrapping hebben gezien in risico-opslagen van Gecina vergeleken met vergelijkbare issuers zou dit in de toekomst wel kunnen ontstaan.



Gecina heeft al haar vastgoed verduurzaamd

Interessant signaal naar de markt

Hoe kijken wij als Achmea IM naar deze vergroening van bestaande obligaties? Strikt vanuit het oogpunt van additionaliteit voegt deze vergroening van bestaande obligaties namelijk niets toe. Er worden geen nieuwe duurzame gebouwen gebouwd. Toch vinden wij het initiatief van Gecina een interessant signaal naar de markt. Voor de eigenaren van de bestaande obligaties betekent het dat ze nu ineens eigenaar zijn van groene obligaties.

Wij hebben de vergroeningsoperatie van Gecina beoordeeld aan de hand van ons eigen Achmea IM beoordelingsraamwerk voor

green bonds. Alle onderliggende assets voldoen aan onze criteria voor duurzame activiteiten. Dat deze in het verleden via grijze bonds zijn gefinancierd, is daaraan ongeschikt. En wat betreft additionaliteit: daar zijn geen stricte regels voor. In onze optiek is het allerbelangrijkste dat de issuers op een geloofwaardige manier beogen een duurzame transitie te maken; geen green washing dus. Dat maakt ze daarop ook aanspreekbaar. En het draagt er aan bij dat duurzaamheid meer mainstream wordt, en daar is het ons uiteindelijk om te doen.

Marktbeeld

Ontwikkelingen green bond universum: groei zet door, vooral in de energietransitie

In het tweede kwartaal groeide het aantal issues in de euro green bonds index per saldo met 58. Dit is wederom bijna een verdubbeling ten aanzien van het vorige kwartaal. Ook de groei in nominale waarde zette fors door, met 62 miljard euro, ten opzichte van 25 miljard in het eerste kwartaal. De totale nominale waarde van de index steeg naar 387 miljard euro per einde van het kwartaal (bron: Bloomberg).

Er kwamen ook dit kwartaal weer een aantal nutsbedrijven en elektriciteitsnetwerkbeheerders naar de markt. Het financieren van de energietransitie blijft een van de belangrijkste doelen voor de opbrengsten van groene obligaties. E.ON, TenneT en Enexis haalden respectievelijk 750, 650 en 500 miljoen euro op. TenneT, beheerder van elektriciteitsnetwerken, heeft inmiddels 12 miljard aan groene obligaties uitstaan en is daarmee de Nederlandse onderneming met het grootste bedrag aan groene obligaties. Met de opbrengst van de nieuwste bond wil TenneT de verdere uitbreiding, aanpassingen en onderhoud van het elektriciteitsnet financieren, om de transport – en transmissiecapaciteit voor hernieuwbare energie te vergroten.

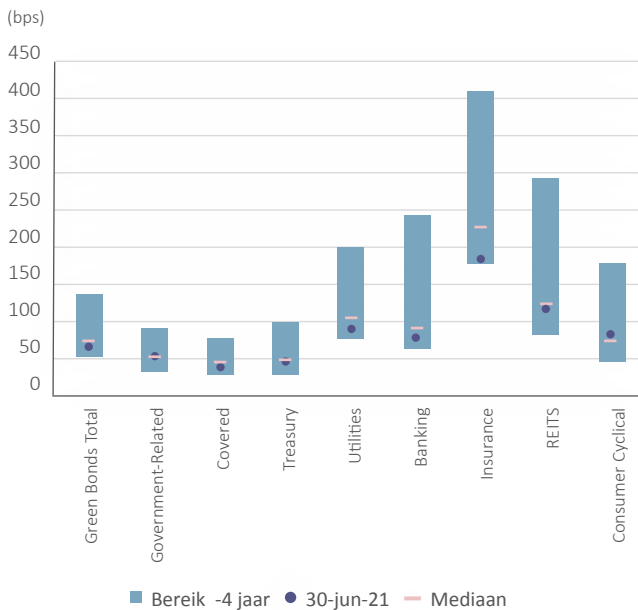
Het Duitse E.ON bracht in april een nieuwe groene obligatie uit. De opbrengst wil E.ON besteden aan het aanleggen van elektriciteitsnetwerken, het opwekken van duurzame energie, het efficiënter maken van warmte levering en het installeren van laadpalen voor elektrische auto's. E.ON geeft in het raamwerk voor de obligatie specifiek aan dat dit in lijn is met de EU taxonomie. Enexis, een van de 7 regionale netwerkbeheerders in Nederland, wil de opbrengsten van de in april uitgebrachte groene obligatie gebruiken ter verbetering van de energie-efficiëntie van het netwerk. Ook deze activiteiten passen binnen de EU taxonomie.

Naast E.ON, TenneT en Enexis, kwamen ook het Italiaanse netwerkbedrijf Terna, en de nutsbedrijven Verbund (Oostenrijk), EDF (Frankrijk) en RWE (Duitsland) met een groene obligatie naar de markt. De energietransitie blijft grote investeringen vragen en ook dit kwartaal blijkt dat groene obligaties een uitstekend instrument zijn voor nutsbedrijven en netbeheerders om deze opgave te financieren. Voor beleggers zien wij deze obligaties als een mooie gelegenheid om bij te dragen aan de financiering van deze transitie.

Spreads groene bedrijfsobligaties 4 bps krappere

De ECB kocht het afgelopen kwartaal flink door, wat de verkrappende markt deels verklaarde. Deze positieve stemming werd ook gedreven door sterke macro-economische data. Halverwege mei werd dit marktsentiment kort onderbroken vanwege zorgen over het tempo van het ECB opkoopprogramma. Begin juni liet de ECB de zon echter weer doorkomen door aan te geven het huidige opkooptempo voorlopig te handhaven. Halverwege juni leek de Fed echter weer roet in het eten te gaan gooien. De Fed maakte namelijk bekend te verwachten de rente vóór het einde van 2023 te hebben verhoogd met 0,5 procentpunt. De markt werd hierdoor verrast. Het leek namelijk in eerste instantie een breuk met het beleid van gemiddelde inflatie targeting. Dovish duidingen van onder meer Fed president Powell in de dagen na de aankondiging zorgden ervoor dat die onrust toch weer snel wegebde.

Tabel 1: Waardering green bonds (risico-opslagen sectoren), periode 2017 - 30 juni 2021



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Oplopende spreads veiligste segmenten green bonds

In (semi)staat en gedekte obligaties was gedurende het kwartaal veel beweging als gevolg van de volatiliteit in swap spreads. Deze werd deels gedreven door volatiliteit van rentes door onzekerheid

over de afbouw van de opkoopprogramma's van de ECB en Fed. Daarnaast hing het enorme uitgifteprogramma van de EU boven de markt. De EU gaat de komende jaren namelijk maar liefst 800 miljard euro ophalen voor het Europese Herstelfonds, een groot deel van de leningen zal in de vorm zijn van groene obligaties. Dit was dan ook de reden dat supranationale spreads opliepen. Spreads van groene staatsobligaties stonden ook onder druk wegens de vele nieuwe uitgiftes het afgelopen kwartaal.

Outperformance cyclische consumentenbedrijven

Tussen de verschillende sectoren van de groene bedrijfsobligatiemarkt waren duidelijke verschillen. Risicovolle sectoren deden het beter dan sectoren met een laag risico. Bijvoorbeeld de grotendeels gereguleerde nutssectoren bleef enigszins achter. Daartegenover waren juist de cyclische consumenten bedrijven de grote outperformer. Dat dit binnen green bonds een zeer kleine sector is, hielp de performance: beleggers hebben immers weinig keuze. Een uitzondering op het beeld dat hoog risico het beter deed was de verzekeringssector. Deze bleef het meest achter binnen groene bedrijfsobligaties, zeer krappe waarderingen van de sector lagen daar aan ten grondslag.

Ook in green bondmarkt angst voor hogere rente bij langere looptijden

Uit de performance van de verschillende looptijdsegmenten bleek duidelijk een angst voor hogere rentes. Langere looptijden bleven achter, terwijl de korte looptijdsegmenten veel sterker verkrapten. Lange obligaties lijden immers meer bij rentestijging dan korte.

Vooruitzichten

Het is zomer; de Europese economie komt uit haar winterslaap

Dit kwartaal groeit de economie weer ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Dit is te danken aan de versnelling van het vaccinatieprogramma in de Eurozone waardoor lockdowns kunnen worden afgeschaald en de consument weer geld kan uitgeven. De dienstensector kwam doordoor weer echt tot leven. Bedrijven zijn dan ook zeer optimistisch over de vooruitzichten van het komende jaar. Bedrijven verwachten zelfs de hoogste groei sinds de millenniumwisseling. Het herstel in Europa blijft wel nog steeds flink achter bij het herstel in de Verenigde Staten. Daar zal de economie naar verwachting 10% groeien het tweede kwartaal, tegen slechts 1.4% in Europa (Bron: Bloomberg). Naast een later opgestarte vaccinatiecampagne is dit te wijten aan veel grotere extra overheidsuitgaven aan de andere kant van de Atlantische oceaan.

ECB tapering betekent niet per sé credit tapering

De ECB zal haar opkopen pas na de zomer afbouwen, ondanks de florissante vooruitzichten. De afbouw betreft dan alleen de extra opkopen die de ECB vanaf maart dit jaar deed in het enorme Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) om de stijging van staatsrentes tegen te gaan. Binnen dit programma werden relatief weinig bedrijfsobligaties gekocht. Het lijkt er op dat de ECB het PEPP programma in maart 2022 gaat beëindigen, conform planning. Echter, aangezien inflatie nog steeds ondermaats is en veel Zuid-Europese landen met een enorm financieringstekort zitten, kan de ECB niet veel anders dan dovish blijven. Wij verwachten daarom dat de gangbare opkoopprogramma's vergroot worden om het beëindigen van het PEPP mogelijk te maken. Binnen de reguliere opkoopprogramma's worden meer bedrijfsobligaties gekocht, dus de ECB kan vrolijk doorgaan met het kopen van haar geliefde bedrijfsobligaties. Aan de andere kant van de Atlantische oceaan is de verwachting dat de Fed

eind augustus tijdens haar conferentie in Jackson Hole meer duidelijkheid zal geven over de afbouw van opkopen. De afbouw zal dan eind dit jaar of begin volgend jaar beginnen. Wij verwachten dat de Fed de afbouw heel voorzichtig aan de markt communiceert, om een *taper tantrum* te vermijden.

Summertime when the living is easy

Creditmarkten zijn eigenlijk net als mensen. Af en toe denken ze dat de bomen tot in de hemel groeien, of dat afgrond juist oneindig is, of zijn ze gewoon toe aan vakantie. Na de hawkisher dan verwachte Fed meeting medio juni, hervonden markten weer erg snel de lage precorona volatiliteit. Een duidelijk teken dat de creditmarkt aan vakantie toe is. Tijdens de zomer gebeurt er meestal weinig in de creditmarkt: er komen weinig nieuwe leningen naar de markt en de meeste beleggers wachten met aanpassen van hun positionering tot de stortvloed aan nieuwe leningen terugkeert in september. Dit jaar is het wel mogelijk dat de tsunami van nieuwe leningen eerder op gang komt dan gebruikelijk, met het oog op de Fed conferentie in Jackson Hole eind augustus. Toch zal het zeker enkele weken rustig blijven, verwachten wij, wat zich doorgaans vertaalt in dalende risico-opslagen.



Naar verwachting zal de ECB het PEPP-programma pas volgend jaar beëindigen

Positionering

Licht overwogen risicopositie

Omdat de ECB naar onze verwachting nog even wacht met de afbouw van de opkoopprogramma's, hebben we, met de altijd rustige zomer in zicht, wat risico bijgekocht. Bovendien verwachten we op korte termijn nog veel positief economisch nieuws, wat het sentiment ten goede blijft komen. Wij zijn ons wel bewust van de nog steeds krappe waarderingen en zijn ook beducht voor mogelijke risico's, bijvoorbeeld een

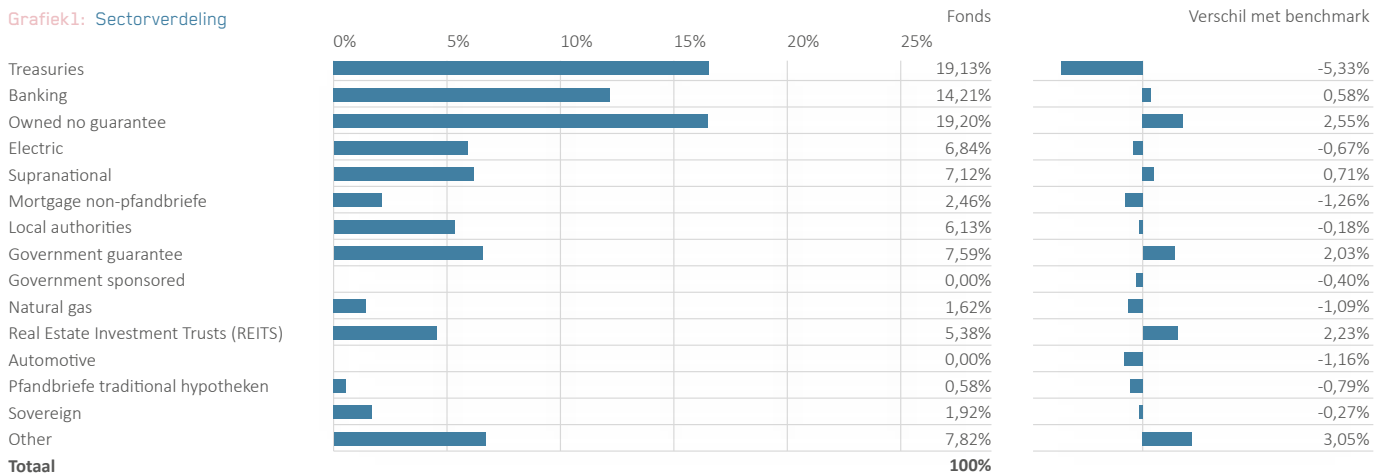
(snelle) rentestijging. Vanwege de krappe waarderingen blijven wij voorzichtig met risicovollere namen aangezien de extra premie daarvoor historisch laag is. Recent hebben we een overwogen positie ingenomen in banken vanwege aantrekkelijke waarderingen. We houden vast aan de overwogen positie in nutsbedrijven. Daartegenover houden we vanwege krappe waarderingen een onderwogen positie aan in verzekeraars.

De Achmea IM Green Bond Strategie

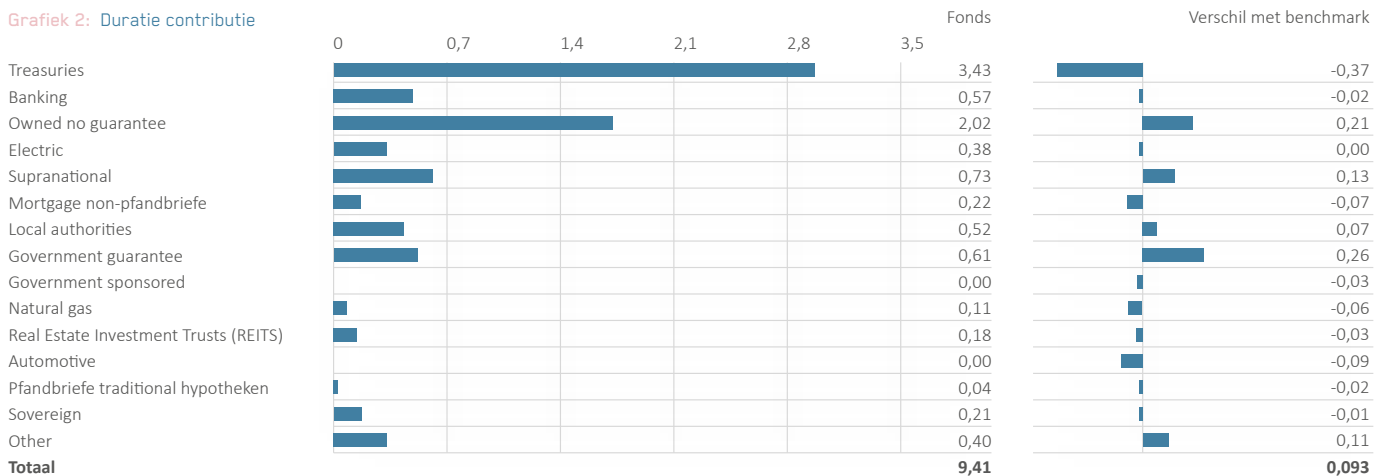
In het tweede kwartaal groeide het aantal issues in de euro green bonds index per saldo met 58. Dit is wederom bijna een verdubbeling ten aanzien van het vorige kwartaal. Onderstaand een overzicht van de sectorverdeling gebaseerd op marktwaarde, duratie en duratie spread van de Achmea IM Green

Bond strategie. De contributie van de duratie per sector geeft een indicatie van de rentegevoeligheid van de weging van de sectoren. De duratie spread geeft een indicatie over het risico van deze wegingen; zo krijgen sectoren met een hogere spread ook een hoger gewicht.

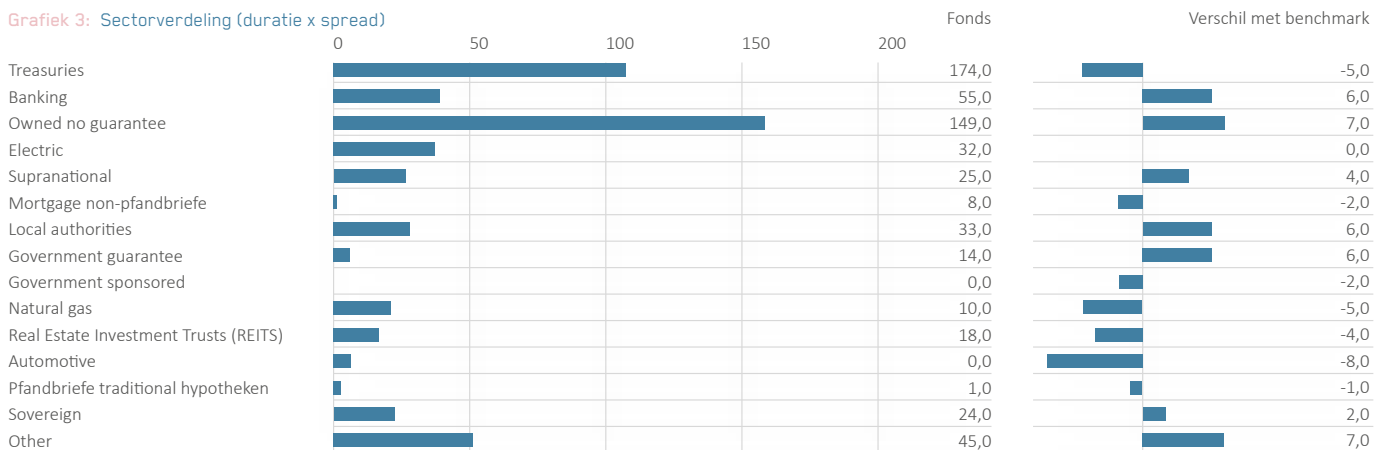
Grafiek 1: Sectorverdeling



Grafiek 2: Duratie contributie



Grafiek 3: Sectorverdeling (duratie x spread)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Tabel 2: Performance: outperformance t.o.v. benchmark 0,07%

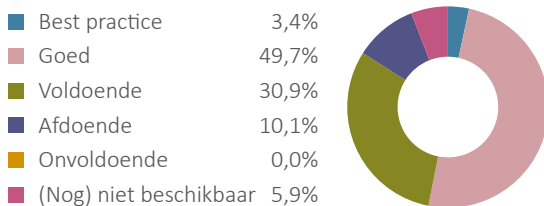
Performance	Fonds	Benchmark	Vershil
3 maanden	-0,27%	-0,34%	0,07%
Dit jaar	-2,62%	-2,85%	0,23%
Sinds aanvang (1/11/2018)	11,15%	9,72%	1,43%

Fondsrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten.
Gegevens per 30-06-2021.

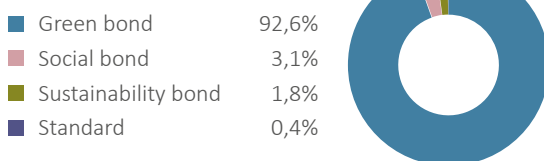
Tabel 3: Grootste emittenten in portefeuille (in omvang)

France Government	10,7%	
Société du Grand Paris	5,4%	
E.ON	5,1%	
Stockland Trust Mgmt Ltd	2,8%	
Snf Reseau	2,8%	

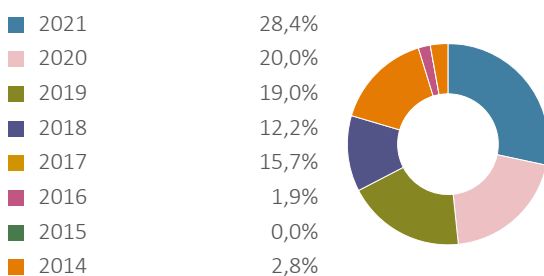
Tabel 4: Beoordeling Green Bonds



Tabel 5: Exposure per type bond



Tabel 6: Jaar van uitgifte

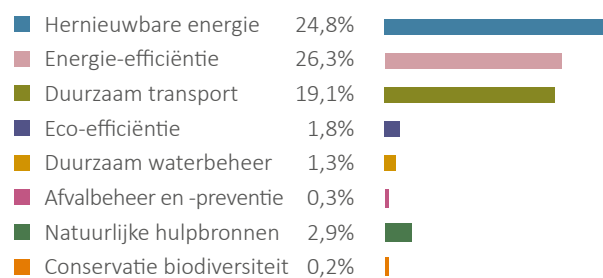


Bron: Achmea IM

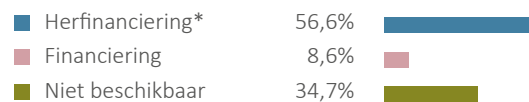
Beoordeling Green Bonds o.b.v. Achmea IM raamwerk

Achmea IM gebruikt haar eigen raamwerk om te beoordelen of green bonds wel voldoende groen zijn. Dit raamwerk is gebaseerd op de uitgangspunten van de Green Bond Principles (GBP) en de taxonomie van het Climate Bonds Initiative (CBI). Het oordeel geeft inzicht in de mate van vertrouwen dat de opbrengsten van de green bonds daadwerkelijk worden gebruikt voor groene projecten. Alleen green bonds die voldoen aan het Achmea IM raamwerk worden als green bonds toegelaten tot het beleggingsuniversum.

Tabel 7: Gebruik van opbrengsten

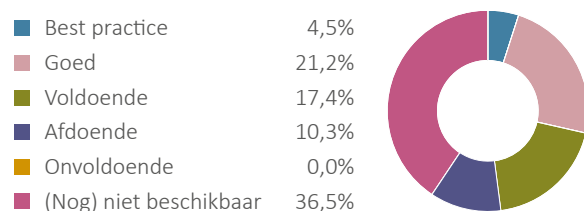


Tabel 8: Additionaliteit



* Herfinanciering betreft het opnieuw financieren van bestaande projecten.
Financiering betreft het financieren van nieuwe projecten.

Tabel 9: Beoordeling impactrapportage



Vanwege databeperkingen is het volledig kwantitatief beoordelen van de voorspelde en/of gerealiseerde impact nog niet mogelijk¹. Achmea IM maakt daarom inzichtelijk hoeveel euro er naar specifieke categorieën is gealloceerd (hernieuwbare energie, energie-efficiëntie, et cetera) en geeft een gefundeerd kwalitatief oordeel over de impact van de green bond. Achmea IM blijft hierbij kritisch ten aanzien van aannames en gehanteerde basisscenario's voor het berekenen van het aantal ton vermeden CO₂.

¹ Omdat er relatief veel green bonds uit 2020/21 in het fonds zitten, is het percentage waar (nog) geen impact report beschikbaar is op dit moment nog relatief hoog.



Voor meer informatie:



[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten van de afgelopen week, en een vooruitblik op de komende week. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.



[Achmea IM podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's over tal van fiduciaire en vermogensbeheer onderwerpen.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Jeroen van Rumund, Business Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl, +31 6 224 559 26

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.