



AUGUSTUS 2024

Verder dan de groene obligatie

Samenvatting van duurzame IG-bedrijfsobligaties in euro



Dany da Fonseca, CFA
Senior Portfolio
Manager



Vincent Compiègne
Deputy Global Head
of ESG Investments
& Research



Patrick Zeenni, CFA
Head of Investment Grade
& Credit Arbitrage

Nieuwe Europese regelgeving op het gebied van transparantie, nieuwe soorten obligaties met duurzame 'kenmerken' en nieuwe soorten risico's liggen op de weg naar investment grade-bedrijfsobligaties in euro en vergroten de bestaande uitdagingen – en opbrengst.

Als, zoals we verwachten, deze toegenomen transparantie de belangstelling voor duurzaamheid op de vastrentende markten in euro zal vergroten, zal dit ook de behoefte aan zorgvuldige fundamentele analyse en prijsbepaling van risico's vergroten. Het zou prestatiekansen moeten bieden voor actieve en analytische beleggers.

Een duurzaam pad naar Investment-Grade bedrijfsobligaties in euro.



Het is onze overtuiging dat bedrijven die kansen en uitdagingen op het gebied van duurzaamheid omarmen in combinatie met financiële kansen en uitdagingen, de meeste kans hebben om waarde te genereren.

-Wim van Hyfte, Global Head of ESG Investment & Research

Het is onze ervaring dat ESG-analyse altijd gepaard moet gaan met fundamentele kredietanalyse. Naarmate de markten zich ontwikkelen, veranderen ook de details van onze aanpak.

Investment-Grade (IG) bedrijfsobligaties zijn met name asymmetrisch, waarbij de beloningen gaan naar degenen die in staat zijn om risico's te voorspellen en in te prijzen en kredietongelukken te vermijden. Governance, een niet-financiële factor, is lange tijd een indicator geweest voor kredietwaardigheid. Wij zijn van mening dat andere niet-financiële factoren, waaronder milieu- en sociale factoren, al helpen om neerwaartse risico's te beheersen. (Voor inzicht in hoe we activiteiten evalueren, zie ons [Uitsluitingsbeleid voor Candriam](#)).

'Artikel 9'-beleggingsproducten¹, moeten bijvoorbeeld bij elke stap gebaseerd zijn op een robuust ESG-selectieproces om zowel vooraf bekendgemaakte Key Performance Indicators

(KPI's) te behalen als hierover te rapporteren. Hiervoor integreren we extrafinanciële factoren en sluiten we bepaalde bedrijven en zelfs sectoren uit. Het is vermeldenswaard dat sommige nationale duurzame labels, zoals het Franse *Label ISR* en het Belgische *Febelfin*, steeds meer aandringen op een uitsluitingsbeleid voor de sector.

Het parcours richting nettonuluitstoot zal waarschijnlijk zowel een financieel als een extrafinancieel risico worden, te oordelen naar de commentaren van het jaarlijkse Davos Forum. Wij geloven dat een koolstofvoetafdruk van een portefeuille een duidelijke stap is in de richting van een concretere meting van het financiële risico.

Dit document is een kortere versie van de volledige whitepaper van Candriam, [Verder dan de groene obligatie: een duurzame toekomst voor IG-bedrijfsobligaties?](#) gepubliceerd in juli 2024

1 - Volgens artikel 9 van de Europese SFDR-richtlijn, of Sustainable Finance Disclosures Regulation, hebben deze portefeuilles afzonderlijke duurzaamheidsdoelstellingen.

Wat zien we in deze veranderende omgeving?

Nieuwe formaten, zoals groene obligaties en duurzaamheidsobligaties, bieden niet alleen nieuwe kansen voor duurzame beleggers, maar ook nieuwe informatie en transparantie voor alle beleggers, aangezien emittenten steeds nuttigere graadmeters rapporteren als ze ervoor kiezen deze nieuwe formaten te gebruiken.

Meer transparantie, meer complexiteit, meer mogelijkheden om risico's te evalueren en te

beheersen, meer mogelijkheden voor actief beheer en vooral meer behoefte aan fundamentele analyse. Het Europese regelgevingskader wordt steeds gedetailleerder. Wij denken dat dit gemakkelijker is voor beheerders die deze methodologieën al toepassen.

Het is onze overtuiging dat zowel financiële als duurzaamheidsprestaties binnenkort voorop zullen staan in de portefeuilles van IG-obligaties in euro.

Wat voor ons ligt.

Transparantie door regelgeving

Transparantie verbetert de duurzaamheid op de Europese obligatiemarkten. Verschillende langetermijnspanningen van overheden, beleggers en anderen beginnen vruchten af te werpen, vooral in Europa. Wij geloven met name dat de vereisten voor bedrijfsrapportage van de Europese richtlijn duurzaamheidsrapportering door bedrijven (CSRD – Corporate Sustainability Reporting Directive) een revolutie betekenen. *In 2024 moeten bedrijven in Europa voor het eerst uitgebreid, vergelijkbaar en gecontroleerd rapporteren over duurzaamheidscijfers en ESG-acties.* Het zal uitgebreide, vergelijkbare en controleerbare gegevens opleveren voor beleggers en anderen. Het richt zich op toonaangevende gegevens in plaats van op achterlopende gegevens, met name op toekomstgerichte plannen van bedrijven om de koolstofuitstoot terug te dringen. Samen zorgen de CSRD-richtlijn en de SFDR-verordening voor transparantie voor duurzaam beleggen en voor een effectievere dialoog met emittenten. Hoewel

hierdoor de noodzaak van zorgvuldige fundamentele analyse en prijsbepaling van risico's toeneemt, verwachten we dat deze toegenomen transparantie de belangstelling voor duurzaamheid op de Europese vastrentende markten zal vergroten.

Kijk maar eens naar de financiële sector. Hij is goed voor maar liefst 35%² van de benchmarkindex³ waarvoor een dubbel zo robuuste ESG-analyse nodig is. Op basis van onze eigen fundamentele analyse van individuele bedrijven zijn slechts zeven van de 17 financiële instellingen in ons Europese universum in overeenstemming met onze Candriam-milieubeoordeling.

Banktoezichthouders, met name de ECB, zeggen nadrukkelijk dat banken rekening moeten houden met klimaatrisico's en transparanter moeten zijn over de bedrijven die ze financieren. Wij denken dat de introductie van een 'klimaatkapitaalbuffer' voor banken mogelijk op handen is en *substantieel* kan zijn.

2 – Bron: iBoxx. 35,1% is van toepassing op banken en verzekeringsmaatschappijen, maar niet op vastgoed. Vanaf juni 2024.

3 – Gebaseerd op de iBoxx EUR Corporates (Total Return), vaak gebruikt om Europese IG-bedrijfsobligaties te definiëren. In dit document verwijst 'benchmark' naar iBoxx EUR Corporate (Total Return) tenzij anders aangegeven. Alle gegevens met betrekking tot de benchmark zijn per juni 2024.

Transparantie door nieuwe obligatieformaten

Duurzame schuld (GSS-obligaties – Green, Social and Sustainable), waaronder groene obligaties, sociale obligaties, duurzaamheidsobligaties en duurzaamheidsgerelateerde obligaties, is gegroeid van minder dan € 30 miljard wereldwijd in 2015⁴ tot € 3,3 biljoen in december 2023, waarvan € 1,8 biljoen is uitgegeven door Europese bedrijven. Bij Candriam geloven we dat de obligatie niet alleen een milieu- of sociaal project moet financieren, maar dat het uitgevende bedrijf ook in lijn moet zijn met onze holistische ESG-benadering. Als de moederemittent niet de duurzame kant op gaat, is deze obligatie een *No Go* voor onze duurzame portefeuilles.

GSS-obligaties bieden beleggers nieuwe instrumenten die de duurzaamheid van de hele Europese markt voor bedrijfskrediet kunnen verbeteren. Deze obligaties financieren specifieke projecten met een positieve ecologische of sociale impact. Onder de vrijwillige richtlijnen van de ICMA (International Capital Market Association), en binnenkort onder de nieuwe EU-GBS (EU Green Bond Standards), verplichten emittenten zich tot vier pijlers: gebruik van opbrengsten, strikt gedefinieerde projectselectie, beheer van opbrengsten en transparante en uitgebreide verslaglegging. De EU-GBS voorziet ook in een label voor groene obligaties in euro. Om in aanmerking te komen voor het label zijn de normen verplicht in plaats van vrijwillig en moeten ze worden gecontroleerd.

Duurzaamheidsgerelateerde obligaties zijn een nieuwere vorm die een verplichting bieden voor de duurzame prestaties van het bedrijf als geheel. Hoewel groene en sociale obligaties beleggingen in specifieke projecten kanaliseren, zijn ze niet altijd een verbintenis op bedrijfsniveau.

De emittent stelt een KPI en een tijdshorizon vast, ook wel een Sustainability Performance Target (SPT) genoemd. Als de emittent de doelstelling niet haalt, betaalt de emittent gewoonlijk een verhoging van de couponrente met 25 basispunten. Zie dit als een verzekering voor het hogere risiconiveau van de obligatie als de emittent een doelstelling niet haalt. Dit is het begin van een manier voor de obligatiemarkt om ESG-risico's te waarderen. Wij verwachten dat duurzaamheidsgerelateerde obligaties zullen leiden tot een diepere integratie van ESG-overwegingen in de hele markt, ook bij niet-duurzame beleggers. Duurzaamheidsgerelateerde obligaties staan nog in de kinderschoenen en zijn nog niet gestandaardiseerd. Beleggen in duurzaamheidsgerelateerde obligaties vereist een hoger niveau van ESG-expertise. Belangrijk is dat de doelstellingen voldoende ambitieus zijn.⁵

Op basis van deze voordelen lijkt het verstandig om ten minste een minimum aan groene obligaties op te nemen in bedrijfsobligatieportefeuilles.

Meting: koolstofvoetafdruk en koolstofbèta van de portefeuille

De koolstofvoetafdruk van een portefeuille meet niet alleen de koolstofimpact van de strategie, maar ook het *koolstofrisico* van de portefeuille waaronder het

financieringsrisico als beleggers een hoger tarief vragen voor bedrijven met een hoge koolstofuitstoot, reputatierisico, risico op gestrande activa en

4 – Candriam, Bloomberg.

5 – Onvoldoende duidelijke of ambitieuze doelstellingen zijn inderdaad een primaire overweging voor stemmen bij volmacht in Candriam over alle onderwerpen. Zie het [Candriam Stem- en Betrokkenheidsrapport](#).

beleidsrisico, bijvoorbeeld de implementatie van koolstofbelastingen.

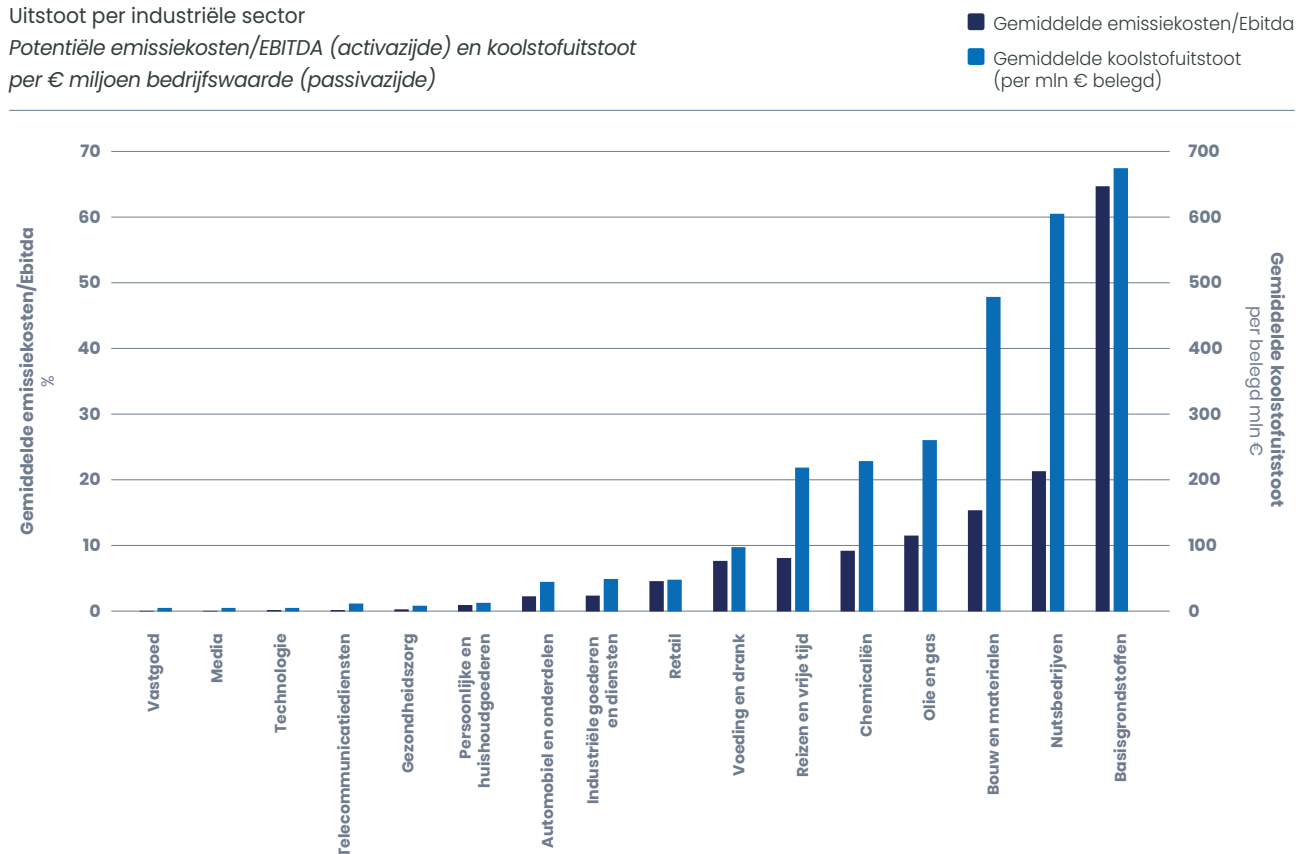
Beleidsmakers onderzoeken strategieën om de uitstoot van broeikasgassen te beperken en koolstofprijsstelling is een veelbesproken aanpak. Het emissiehandelssysteem van de EU (EU ETS), een “cap-and-trade”-systeem dat in 2005 is opgezet, stelt een emissieplafond vast dat in de loop van de tijd afneemt. Bedrijven die hun quotum overschrijden, moeten extra rechten kopen van bedrijven met een overschot. In juni 2024 bedroeg de monetaire waarde € 66,6 per tonCO₂-equivalent.⁶ Als emissies

plotseling expliciet tegen die prijs zouden worden geheven, wat zou dat dan voor gevolgen hebben voor de marges en kredietkwaliteit van elke emittent?

Uit onze analyse blijkt dat voor sommige koolstofintensieve sectoren met lage marges de koolstofheffing meer dan de helft van de gemiddelde EBITDA zou kunnen bedragen. Als deze 'belasting' deel uitmaakt van de bedrijfskosten, ontdekten we dat 20 bedrijven in het beleggingsuniversum van IG-obligaties in euro een EBITDA-daling van meer dan 30% zouden ervaren!

Afbeelding 1:

Uitstoot per industriële sector
Potentiële emissiekosten/EBITDA (activazijde) en koolstofuitstoot per € miljoen bedrijfswaarde (passivazijde)



Bron: Candriam, iBoxx, Trucost, Bloomberg.

Op emittentniveau moet de analyse van het koolstofrisico niet alleen de huidige voetafdruk omvatten, maar ook de positionering van elk bedrijf ten opzichte van het scenario van de Sector Decarbonization Approach (SDA), de toekomstige

decarbonisatie-inspanningen en andere elementen. Onder emittenten met een slechte koolstofvoetafdrukscore zijn er verschillen in strategieën die belangrijk zijn om vast te leggen vanuit een ESG-perspectief.

6 - juni, 2024.

7 - Bron: Trucost en Candriam, EPA.

Neem het voorbeeld van de nutsbedrijven, die goed zijn voor 11% van de euro-benchmark, maar een onevenredige 25%-30%⁷ van de wereldwijde uitstoot van CO₂. Het is niet voldoende om het gebruik van kolen of gas te identificeren. We moeten weten hoe de kapitaaluitgaven worden toegewezen aan zonne-energie, windenergie, enz. en hoe elk bedrijf zijn langetermijndoelen voor emissies en energiemix zal halen, om nog maar te zwijgen over het risico van gestrande activa.

Daarom beschouwen we blootstelling aan de koolstofvoetafdruk liever als een 'systemisch' koolstofrisico en op portefeuilleniveau. Op

portefeulleniveau zijn we van mening dat de koolstofvoetafdruk een goede indicatie kan geven van de 'koolstofbèta' van een portefeuille, dat wil zeggen, de gevoeligheid van de waarde van de portefeuille voor koolstofemissies.

Gezien de financiële risico's die gepaard gaan met de nettonultransitie, **raden we duurzame portefeuilles aan zich te richten op een lager dan gemiddelde bèta voor koolstofrisico. We stellen een doelkoolstofbèta van 0,7 voor, of 30% onder de kredietmarkt.** Deze doelstelling komt ook overeen met de drempelwaarden van sommige benchmarks van de EU-klimaatbenchmarkverordening.

Portefeuille-uitdagingen overwinnen

Zorgen over duurzaam beleggen zijn onder andere het risico van greenwashing (inclusief 'socialwashing') en het risico dat het minder goed presteert dan de bredere markt, hoewel transparantieregelgeving in de EU helpt om het risico op greenwashing te verminderen.

Eén rendementsvrees komt voort uit de onontkoombare rekensom dat duurzaam beleggen de omvang van het beleggingsuniversum verkleint, doorgaans met 10% tot 40%.⁸ De gebruikelijke zorg is dat de kleinere keuze aan effecten een deel van het financiële rendementspotentieel kan verminderen – misschien zou je het een 'ESG-premie' kunnen noemen. Voor Candriam ligt het gewogen gemiddelde spreadverschil tussen ons Duurzame universum en de totale IG-markt dicht bij 0 (ruwweg -2 basispunten) voor een vergelijkbare duration.⁹ Dit betekent dat er op de lange termijn (bijv. aangehouden tot einde looptijd) en uitgaande van hetzelfde downgrade- of wanbetalingsrisico tussen de twee universums, geen reden is voor ons Duurzame universum om slechter te presteren dan de bredere iBoxx-benchmark.

Als we alleen kijken naar groene obligaties en hun

vrienden, is het universum heel klein vergeleken met de bredere euromarkt – slechts 16%. Betalen beleggers een 'greenium'? Dat wil zeggen, accepteren ze een lager rendement voor deze speciale obligaties? Academische studies hebben verschillende conclusies getrokken, maar ons onderzoek laat zien dat het greenium bescheiden is.

Aangezien sectoruitsluitingen onbetwistbaar worden in een Duurzame universum, is de vraag niet of er een vertekening is ten opzichte van de bredere markt, maar hoe groot de vertekening is. We onderzochten sectorrendementscorrelaties voor aandelen en obligaties, met behulp van prijzen voor de Eurostoxx 600 aandelen, en sectorspreadcorrelaties binnen de iBoxx Eur bedrijfsobligaties. Bij bedrijfsobligaties creëert uitsluiting van sectoren minder vertekening, zoals gemeten door tracking error, dan bij aandelen, en het verschil was groot.

Als u geïnteresseerd bent, kunt u meer informatie vinden in onze volledige whitepaper, [Verder dan de groene obligatie: een duurzame toekomst voor IG-bedrijfsobligaties?](#)

⁸ – Bron: ISR label, Peers flagships, European Securities and Markets Authority final guidelines on fund names.

⁹ – Candriam, Bloomberg.

Het Duurzaam Analyseproces van Candriam

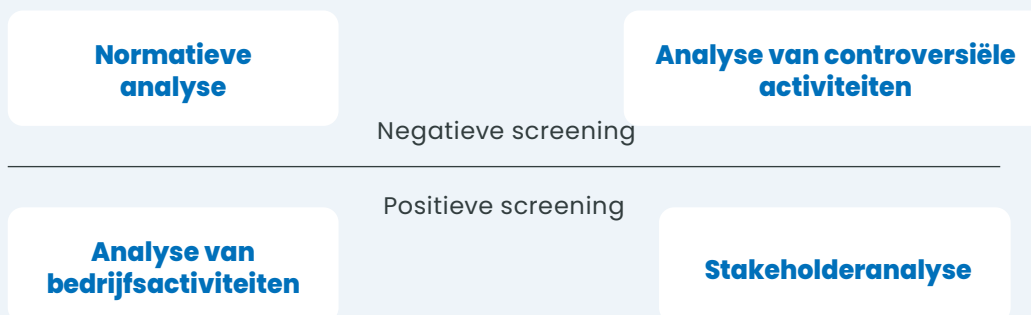
We analyseren elke emittent en elke emissie voordat we deze opnemen in een portefeuille. Voor alle portefeuilles omvat dit enige integratie van ESG-factoren. Voor duurzame portefeuilles omvat het proces extra diepgang. ESG-analyse moet altijd gepaard gaan met fundamentele kredietanalyse.

Door onze combinatie van zowel positieve als negatieve analyses kunnen we altijd groeikansen identificeren die de kasstroom kunnen verbeteren, en risico's die de toekomstige kredietwaardigheid kunnen aantasten of zelfs activa kunnen doen

stranden.

De financiële stand van zaken heeft een lange weg afgelegd sinds Candriam in 2005 ons interne ESG Research Team oprichtte¹⁰. Wij en vele andere beleggers werken voortdurend aan het verbeteren van de beschikbaarheid en transparantie van beleggingsrelevante extrafinanciële informatie. We verbeteren onze analytische aanpak voortdurend met het oog op verbeterde transparantie, de behoeften van klanten en veranderingen bij de toezichthouder.

Ons proces bestaat uit vier pijlers:



Meer informatie is beschikbaar in onze [Transparantiecodes](#).

Na verloop van tijd verwachten we dat de Europese SFDR-classificaties meer internationaal geharmoniseerde definities zullen bieden, maar op dit moment is de classificatie afhankelijk van de interpretatie van elke vermogensbeheerder.

De belangrijkste risico's van de strategie van duurzame bedrijfsobligaties in euro zijn:

• **Risico van kapitaalverlies:**

Er is geen garantie voor beleggers met betrekking tot het kapitaal dat is belegd in de strategie in kwestie, en het is mogelijk dat beleggers niet het volledige belegde bedrag terugkrijgen.

• **ESG Beleggingsrisico:**

De in dit document gepresenteerde niet-financiële doelstellingen zijn gebaseerd op de realisatie van door Candriam gemaakte

veronderstellingen. Deze aannames worden gemaakt volgens de ESG-ratingmodellen van Candriam, waarvan de toepassing toegang tot verschillende kwantitatieve en kwalitatieve gegevens vereist, afhankelijk van de sector en de precieze activiteiten van een bepaalde onderneming. De beschikbaarheid, de kwaliteit en de betrouwbaarheid van deze gegevens kunnen variëren, en kunnen bijgevolg de ESG-ratings van Candriam beïnvloeden. Meer informatie over ESG-beleggingsrisico's is te vinden in de documenten van de toezichthouder.

¹⁰ - Het jaar daarop, in 2006, werd Candriam medeoprichter van de UN PRI.

Conclusie: Duurzame prestaties?

Door de toenemende transparantie, vooral in de EU, kunnen we de duurzame prestaties van een portefeuille steeds beter meten, naast de financiële prestaties. Hieronder valt ook het groeiende aanbod van instrumenten *die specifiek zijn voor vastrentende waarden*¹¹ (zoals groene, sociale en duurzame obligaties). De koolstofvoetafdruk wordt een betrouwbare maatstaf voor het transitierisico. Transitierisico's omvatten de impact van de doelstellingen voor het koolstofarm maken van de economie die zijn vastgesteld door grote beleggers in Europese bedrijfsobligaties (zoals de ECB en financiële instellingen die zich inzetten voor een nettonuluitstoot).

Onze samenleving, en dus ook onze economie en financiële markten, worden geconfronteerd met grote uitdagingen zoals klimaatverandering, vergrijzing,

schaarste van grondstoffen, voedselzekerheid, beschikbaarheid van water en nog veel meer. Financiële markten zijn een belangrijk onderdeel van de financiering van de oplossingen. Omdat *duurzaam geld* de sleutel is en zal zijn tot deze maatschappelijke problemen die onze economie bedreigen, is het belangrijk om de voor risico gecorrigeerde prestaties ervan te maximaliseren. Hoe is dit van toepassing op het beheren van een duurzame IG-portefeuille?

Wij geloven dat duurzame strategieën in Investment-Grade bedrijfsobligaties in euro zowel maatschappelijke voordelen kunnen bieden als de financiële prestaties kunnen verbeteren.

We worden graag op deze beide elementen beoordeeld.

¹¹ - Eigen vermogen wordt eenmalig uitgegeven. Het is moeilijk te veranderen (statuten, enz.) en stijgingen in de waarde van het eigen vermogen genereren geen nieuwe cash voor het bedrijf. Nieuwe uitgiftes van aandelen zijn zeldzaam. Obligaties vervallen en nieuwe obligaties financieren groei. Nieuwe obligaties kunnen worden uitgegeven in nieuwe formaten.



Dit document wordt alleen voor informatieve en educatieve doeleinden verstrekt en kan de mening en bedrijfseigen informatie van Candriam bevatten, het vormt geen aanbod om financiële instrumenten te kopen of te verkopen, noch vormt het een beleggingsaanbeveling of een bevestiging van enigerlei transactie, tenzij uitdrukkelijk overeengekomen. Hoewel Candriam de gegevens en bronnen in dit document zorgvuldig selecteert, kunnen fouten of weglatingen niet a priori worden uitgesloten. Candriam kan niet aansprakelijk worden gesteld voor directe of indirecte schade als gevolg van het gebruik van dit document. De intellectuele eigendomsrechten van Candriam moeten te allen tijde worden gerespecteerd, de inhoud van dit document mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke toestemming.