

# Beleggen in duurzame landen

Beleggers in staatsobligaties hebben dit jaar de tijd van hun leven. Normaal zijn obligaties oersaai, maar de rendementen van obligatiefondsen overstijgen nu zelfs die van aandelen. Hoe kan dat, nu de rente op staatsleningen juist zo laag is? En hoe bepaalt het management van het opmerkelijk succesvolle ASN Duurzaam Obligatiefonds wanneer een land duurzaam is, zoals Duitsland en Oostenrijk? Maar Finland juist weer niet?

“In tijden van onzekerheid zoekt men naar zekerheid. Die vind je bijvoorbeeld in een Nederlandse Staatslening”, vertelt Reinier Westeneng, directeur van Bank ten Cate & Cie. Die zekerheid werd de laatste jaren ook nog eens goed betaald. De afgelopen jaren is de rente namelijk aanzienlijk gedaald. En als de rente daalt, gaat de koers van een obligatie omhoog. Want die is ineens gewild. Beleggers in het ASN Duurzaam Obligatiefonds hebben daardoor een aantrekkelijk rendement gehaald. Dit fonds belegt in een beperkt aantal landen via staatsobligaties. In welke landen en na welke afwegingen, dat bepalen duurzaamheids- en financiële criteria. ASN Bank geeft daarbij de kaders aan, waarna ACTIAM, het fusiebedrijf van SNS Asset Management (SNS AM en SNS Beleggingsfondsen Beheer (SBB)), het fondsbeheer voor zijn rekening neemt.

**Piet Sprengers staat** aan het hoofd van de afdeling Duurzaamheidsbeleid & Onderzoek van ASN Bank. Sprengers is verantwoordelijk voor

de totstandkoming van de criteria waaraan de landen moeten voldoen waarin het ASN Duurzaam Obligatiefonds belegt. ASN Bank hanteert absolute en relatieve criteria, legt hij uit. Aan de absolute criteria moeten landen sowieso voldoen. Deze criteria hebben betrekking op mensenrechten, klimaat en biodiversiteit. Ook het afwijzen van controversiële wapens is een absoluut criterium. “Daarbij gaat het erom dat landen de internationale verdragen die dit tegengaan hebben getekend. Is dat niet het geval, dan sluiten wij een land uit.” Als het gaat om het klimaat dient het Kyoto Protocol te zijn getekend en voor biodiversiteit gaat het om een hele reeks verdragen die de overheid van een land moet hebben ondertekend om te worden toegelaten. Als de absolute criteria zijn doorlopen zijn er nog 36 landen over van de circa tweehonderd landen die er wereldwijd zijn. Daarvan valt echter de helft af omdat ASN Bank alleen belegt in landen die euro-staatsobligaties uitgeven, omdat de bank geen valutarisico wil lopen. “Dat is financieel ingegeven, maar niet onbelangrijk. Bovendien hoeven wij dan van minder landen de volgende, bewerkelijke stap in het onderzoek te doen.”

**De overgebleven groep** van achttien landen

onderwerpt ASN Bank aan de relatieve criteria. Denk bij klimaat bijvoorbeeld aan CO<sub>2</sub>-uitstoot. “Elk land heeft een bepaalde CO<sub>2</sub>-uitstoot, dus het hebben van uitstoot is geen criterium. Maar het is goed als de uitstoot relatief laag is per inwoner.” Ook de afvalproductie per inwoner (in tonnen per jaar) is een criterium. Bij het criterium mensenrechten spelen onder meer inkomensongelijkheid en de mate van vakbondsvrijheid een rol. “We tellen de scores voor de verschillende criteria bij elkaar op en middelen dan.” De scores lopen van 0 tot 10 en een land heeft minimaal een score van 3,0 nodig om geselecteerd te worden voor het beleggingsuniversum van het ASN Duurzaam Obligatiefonds. “De slechtst presterende landen halen we eruit.” Overigens is er nog een verschil tussen landen die bijvoorbeeld een 6 en een 7 scoren en landen die een 3 en een 10 scoren. Wanneer de scores dichterbij elkaar zitten en er dus geen uitschieter naar beneden bij zit, krijgt een land een ‘bonus’. “Landen moeten in de breedte dus goed scoren.”

**Op basis van de relatieve criteria** heeft ASN Bank de uiteindelijke groep landen waarin de fondsmanager mag beleggen teruggebracht tot veertien. De gehanteerde selectiemethode

Duitsland en Oostenrijk gelden als duurzame landen.

levert overigens ook wat verrassende uitkomsten op. Zo behoren Finse staatsobligaties niet tot het universum, terwijl de financiële resultaten van obligaties van het Scandinavische land doorgaans goed zijn. “De Finse regering heeft de conventie tegen het gebruik van cluster munitie nog altijd niet ondertekend”, legt Sprengers uit. Andersom heeft ASN Bank ook landen opgenomen waarvan je het in eerste instantie misschien niet zou verwachten. Denk aan Slovenië of Litouwen (waar overigens nog geen vastrentende waarden van zijn gekocht). Maar ook Portugal scoort behoorlijk goed in de ranking, onder meer omdat het Zuid-Europese land een hoge score heeft als het gaat om het gebruik van duurzame energie. Sprengers en zijn afdeling doen de selectie ieder jaar opnieuw. “Soms vallen er landen af, maar er komen ook landen bij.” Met de selectie van geschikte landen bepaalt ASN Bank zoals gezegd voor een belangrijk deel de kaders waarbinnen ACTIAM belegt. Daar komt bij dat de scores op duurzaamheid ook nog mede bepalen wat de weging is van een land in de portefeuille. Dat laatste wordt logischerwijs echter ook mede bepaald op basis van financiële gronden.

**Het ASN Duurzaam Obligatiefonds** bestaat al >



## WAT IS NU PRECIËS EEN OBLIGATIE?

Een obligatie is niets anders dan een lening. Als je een obligatie koopt, betekent dit dat je geld uitleent aan bijvoorbeeld een onderneming voor een bepaalde looptijd. Als tegenprestatie ontvang je jaarlijkse rente over deze lening, de zogenoemde 'coupon'. De hoogte van de coupon wordt onder meer bepaald door het risico (bij Nederlandse Staatsobligaties is de kans kleiner dat de Staat de lening die jij hem verschaft uiteindelijk niet terugbetaalt dan bij Griekse obligaties) en de looptijd (normaliter geldt hoe langer de looptijd, hoe hoger de coupon). "Naast een couponrendement kan de obligatiebelegger ook een koersrendement behalen, immers de koers van een obligatie beweegt ook", zegt Reinier Westeneng van Bank ten Cate & Cie. De optelsom van koersrendement en couponrendement heet effectief rendement, ook wel *yield* genoemd.

Zijn obligaties niet gewoon een saai product? "Absoluut niet!" zegt Westeneng. "Obligaties kennen een veelheid aan verschijningsvormen en daarmee gepaard gaande eigenschappen en risico's. Zo heb je ook obligaties met een variabele rente of met een eeuwigdurende looptijd. Er zijn dus veel keuzemogelijkheden."

## ASN DUURZAAM OBLIGATIEFONDS

Land	Gewicht per 31-7-2014	
Nederland	19,8 %	
Oostenrijk	18,9 %	
Duitsland	15,5 %	
Frankrijk	10,7 %	
België	9,8 %	
Spanje	6,9 %	Duurzame landen waar fondsbeheerder ACTIAM ook in zou kunnen beleggen via obligaties voor het ASN Duurzaam
Portugal	6,9 %	Obligatiefonds zijn Denemarken, Zweden, Luxemburg, Slovenië
Ierland	6,8 %	en Litouwen.
Italië	4,8 %	

"Landen moeten in de breedte goed scoren"

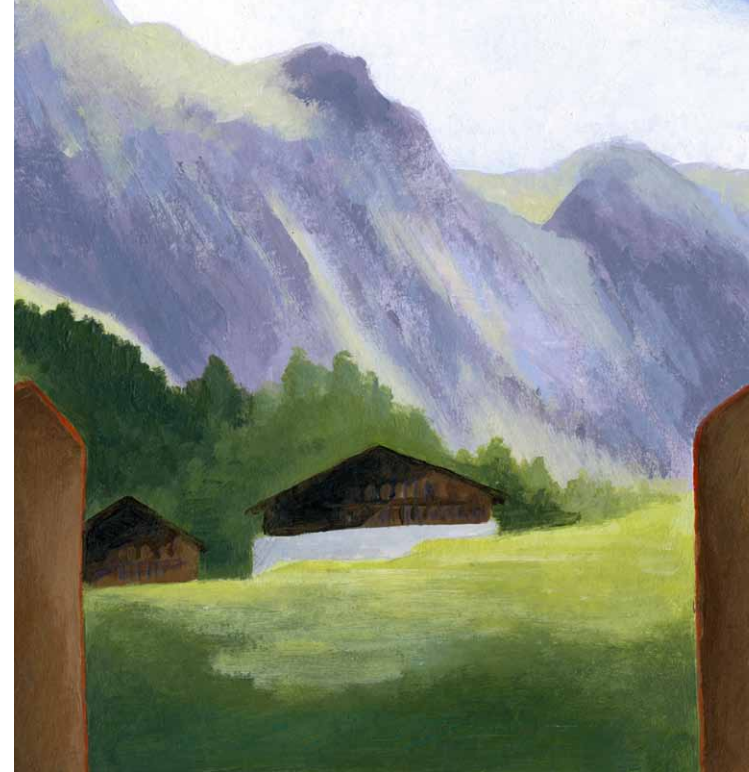
➤ sinds 2001. Het beleggingsbeleid met betrekking tot het fonds heeft zich in de loop der jaren ontwikkeld tot wat het nu is. In 2012 was er een concrete aanscherping van het beleid door de fondsdirectie die verantwoordelijk is voor het beleggingsbeleid, waarbij de sturing op basis van duurzaamheidsscores en financiële kengetallen werd doorgevoerd. "We hebben uitvoerige backtests gedaan en ook tal van andere ratio's onderzocht, maar het huidige beleid kwam er als beste uit", zegt David van der Zande, Relationship Manager bij ACTIAM. De uitvoering van het beleid gebeurt op basis van heldere afspraken die vooraf zijn vastgelegd. "Wat we niet doen is het actief innemen van nieuwe posities. We beleggen op basis van de door ASN aangeleverde duurzaamheidsscores. Deze scores combineren we met de zogenoemde betaalcapaciteit van de landen waarin we beleggen", licht Pim Burggraave, senior portfolio manager binnen het vastrentende team van ACTIAM, toe. Voor het bepalen van de betaalcapaciteit baseren de beleggers zich op gegevens van de Europese Commissie. Het gaat daarbij om de combinatie van rente-

lasten en de belastinginkomsten van een land. Houdt een land veel over van zijn belastinginkomsten, dan is er meer financiële ruimte over en krijgt een land een hogere score.

**Een land dat hoog scoort** op ESG-factoren én betaalcapaciteit is interessant om in te beleggen, maar het is wel zaak dat er voldoende liquiditeit is (ESG = environmental, social and corporate governance, red.). Zo zijn er landen die weinig staatspapier uitgeven in euro's. In een 'goedgekeurd' land als Luxemburg, dat voldoende scoort op duurzaamheidscriteria, is om die reden toch niet belegd. "We willen goed gespreid op de rentecurve kunnen beleggen, zowel kortlopend als langlopend. Wanneer een land weinig obligaties uitgeeft, wordt de invloed van de rentecomponent groter", zegt Burggraave. Uiteindelijk vertaalt ACTIAM de scores van duurzaamheid, betaalcapaciteit en liquiditeit in gewichten, telkens op dezelfde mathematische manier. Dit betekent dat er geen rekening wordt gehouden met de marktkapitalisatie-index. Zo maakt Italiaans staatspapier slechts

5 procent van de portefeuille uit, terwijl Italië veel staatsschuld heeft. Als de fondsbeheerder alleen daarnaar zou kijken, zou 'Italië' een aandeel van 24 procent moeten hebben in het fonds. "Maar we willen een land met veel schuld niet belonen", vertelt Burggraave.

**Van de veertien landen** die het door ASN Bank bepaalde beleggingsuniversum vormen, zijn er momenteel vijf afgevallen. Het ASN Duurzaam Obligatiefonds belegt dus in negen landen en relatief zwaar in Nederland, Oostenrijk en Duitsland. Maar naast Italië en Portugal is toch ook Spanje van de partij. "We vinden vooralsnog dat je ook gepositioneerd moet zitten in minder stabiele landen, waar nog steeds veel liquiditeit is. Met de Europese Centrale Bank als 'partner' (ECB-president Draghi treft niet zelden nieuwe maatregelen om landen in problemen tegemoet te komen, red.) is het toch interessant om in deze landen te beleggen." De ECB is sowieso bepalend als het gaat om prestaties van obligatiebeleggingen. Zij heeft de rente de laatste jaren immers veel verlaagd,



"We willen een land met veel schuld niet belonen"

van ruim 4 procent in 2008 tot 0,15 procent op het moment van dit schrijven. Deze rente is de prijs die banken betalen voor het lenen van geld bij de ECB. De ECB heeft de afgelopen jaren de rente verlaagd om de economische groei positief te beïnvloeden en deflatie te voorkomen. Westeneng: "Van de dalende rente hebben met name obligatiebeleggers de afgelopen jaren geprofiteerd." Nu de rente laag is, zijn de couponrendementen (zie kader, red.) ook lager, dus instappen is minder aantrekkelijk geworden. Bovendien is de vraag: kan de rente nog verder naar beneden? "Wij verwachten dat langzamerhand een einde is gekomen aan de periode van rentedalings", stelt Westeneng. Wat obligatiebeleggers volgens Westeneng nog wel zouden kunnen doen om hun rendementen te verhogen is de looptijd van hun obligaties verlengen of obligaties met een lagere rating kopen. Hij merkt hierbij wel nadrukkelijk op dat hierdoor de risico's ook navent toemen. "Wanneer de rente laag is en de economie aantrekt, dan kan het juist weer interessant zijn om in aandelen te beleggen." ■ [www.asnbank.nl](http://www.asnbank.nl)

## HOE GOED IS HET RENDEMENT VAN OBLIGATIES?

Het jaar 2014 is nog lang niet voorbij. Toch staan enkele obligatiefondsen nu al op een rendement dat gelijk is, of soms zelfs hoger, dan het gemiddelde over vele jaren tegelijk. Dit blijkt uit cijfers van Morningstar, een invloedrijke beleggeronderzoeker. Uit de cijfers blijkt ook duidelijk dat obligaties over een langere periode gemeten beter renderen dan de huidige rente op spaarrekeningen, die nu rond de 1,5 procent schommelt.

Ook 'belegger voor miljonairs' Kempen Capital Management telt voorzichtige klanten: dit jaar werd gestart met een nieuw Profiefonds o met daarin louter obligaties. De nieuweling doet het goed: sinds de start boekt de fondsmanager een rendement van bijna 9 procent.

Hieronder enkele voorbeelden van goed presterende fondsen, die overwegend staatspapier kopen, maar ook wel obligaties van bedrijven. Opmerkelijk: zelfs het Oostenrijkse obligatiefonds van Raiffeisen, dat vooral Zuid-Europese obligaties koopt, zoals van Italië, komt heel goed mee met de rest.

Rendementen obligatiefondsen	Actueel*	3jr	5jr	10jr
ASN Obligatie Fonds	7,7	5,06	4,01	3,64
ING 1e Class Obligatiefonds	7,1	6,11	6,02	-
SNS Euro Obligatiefonds	7,1	6,71	5,15	4,29
ING Euro obligatie	7,0	6,27	5,37	4,18
Raiffeisen Euro Rent	6,2	6,45	6,01	4,68

De goed renderende obligaties stuwden ook het rendement van zogenaamde mixfondsen omhoog. Ook deze fondsen kunnen een goede keuze voor 'defensieve beleggers' zijn. Beleggers in mixfondsen kiezen voor een strategie waarbij niet 'alle eieren in één mandje' worden gelegd. Na de klappen op de beurzen in 2008 en 2011 is dat geen slechte keuze gebleken, want de obligaties in het pakket dempten de val van de aandelen.

Een nieuwe strategie is dat overigens niet: het huidige ASN Mixfonds bestond al sinds 1991 onder de naam 'Het Andere Beleggingsfonds'. Het ABF specialiseerde zich ook toen al in een duurzame selectie van deels obligaties en deels aandelen, in een verhouding van 60 procent schuldpapier en 40 procent aandelen. Die verhoudingen zijn momenteel 53 procent vastrentende waarden en 45 procent aandelen, een selectie uit het vorig jaar door Morningstar bekroonde ASN Duurzaamheidsfonds. Heel wat 'passief beheerde' Nederlandse mixfondsen hebben een interessant voordeel boven buitenlandse: de kosten voor het beheer zijn relatief laag. Een fonds hoeft dan minder hoog te renderen om de kosten van een actieve fondsmanager eruit te halen, toch al snel 1 tot 2 procent per jaar.

Rendementen mixfondsen	Actueel*	3jr	5jr	10jr
Kempen Profiefonds 2	8,92			
SNS Optimaal Oranje	7,9	10,8	8,11	5,18
ASN Mix fonds	6,9	11,5	8,20	5,49
ING Lion	6,4	5,56	5,69	3,64
Delta Lloyd Mixfonds	5,7	7,64	6,27	4,18

\* actueel is de stand 1 januari - 11 augustus 2014

[www.morningstar.nl](http://www.morningstar.nl)