

# BELEGGINGS CATEGORIEËN

## Vastrentende Waarden - Beursgenoteerd (Public Debt)

Commenda houdt zich bezig met de financiële ontzorging van families met complexe vermogens. Hiertoe biedt Commenda haar cliënten een breed pakket aan kwalitatief hoogstaande dienstverlening aan, waaronder manager selectie. Als onafhankelijke partij die niet verbonden is aan financiële instellingen, kunnen we beleggers ondersteunen bij de keuze voor en het monitoren van gespecialiseerde beleggingsfondsen.

In aanvulling op, en ter voorbereiding van de manager selectie, beschrijft Commenda in deze reeks een aantal beleggingscategorieën. Dit is de eerste; "Vastrentende Waarden – Beursgenoteerd".

# 1

Augustus 2023

Beleggingscategorieën is een  
uitgave van Commenda

## Inhoud

Pag. | Introductie

1

Pag. | Vormen van public debt

2

Pag. | Rendement en risico

3

Pag. | ESG-obligaties

6

## Introductie

Zeer grote bedrijven, (semi-)overheden of organisaties die geld willen lenen, kunnen in ruil daarvoor via de beurs schuldbewijzen uitgeven, zogeheten obligaties (of public debt). Door de aankoop van deze obligaties kan een belegger (obligatiehouder of geldgever) geld uitlenen aan de uitgevende entiteit. Over het algemeen moet de uitgevende entiteit na verloop van tijd de lening terugbetalen op een vooraf afgesproken datum ('vervaldatum'). Tot die datum ontvangt de obligatiehouder rentebetalingen. De meeste obligaties kennen een vaste rentevoet ('coupon').

Voor beursgenoteerde obligaties geldt dat deze vanaf het moment van uitgifte tot aan de aflossing vrij verhandelbaar zijn op de beurs. Het is dan ook niet nodig om een lening aan te houden totdat deze wordt afgelost. Dit zorgt ervoor dat er een koers(rendement) ontstaat en obligaties niet alleen aantrekkelijk zijn voor beleggers met een beleggingstermijn gelijk aan de looptijd van de lening.

Naast obligaties met een vaste aflossingsdatum en een vaste rentevoet, bestaan er diverse speciale varianten, zoals: eeuwig lopende obligaties (geen vervaldatum), converteerbare obligaties (kunnen onder bepaalde voorwaarden worden omgezet in aandelen van dezelfde onderneming), obligaties met een variabele rentevoet (voorbeeld hiervan zijn inflatie-gerelateerde obligaties) en ondergeschikte obligaties (indien de uitgevende entiteit failliet gaat, worden deze obligaties pas uitbetaald nadat alle andere obligaties zijn terugbetaald).

Individuele beleggers kunnen op de beurs obligaties kopen, bijvoorbeeld via een bank of broker. Gezien de hoge inleg die hiervoor nodig is, vormt een obligatiefonds of een ETF (exchange traded fund) een passend alternatief voor een directe inschrijving op een obligatie. Op deze manier kan met een lagere inleg worden belegd in meerdere obligaties, wat tevens zorgt voor een spreiding en lagere instapkosten.



COMMENDA



## 2

COMMENDA

## Vormen van Public debt

Afhankelijk van de uitgevende entiteit, looptijd, rente en risico zijn er verschillende classificaties mogelijk. Over het algemeen zijn ze op te delen in twee categorieën:

### Staatsobligaties

Staatsobligaties worden, zoals de naam al aangeeft, uitgegeven door overheden. Obligaties uitgegeven door agentschappen, semioverheidsinstanties en multilaterale instellingen worden ook tot staatsobligaties gerekend.

Staatsobligaties worden in de regel gezien als het meest veilige obligatietype dat er is, omdat overheden altijd hun belastingen kunnen verhogen om aan betalingsverplichtingen richting obligatiehouders te voldoen.

Er zijn echter voorbeelden bekend van overheden, met name in ontwikkelings- en opkomende landen, die obligatiehouders niet (volledig) hebben terugbetaald. Beleggen in staatsobligaties van opkomende landen kan daarom riskanter zijn dan beleggen in die van ontwikkelde landen.

### Bedrijfsobligaties

Bedrijfsobligaties zijn schuldbewijzen die door (grote) bedrijven worden uitgegeven. De risico's die zijn verbonden aan bedrijfsobligaties hangen af van de algemene gezondheid van het bedrijf. Bedrijfsobligaties worden over het algemeen als risicovoller gezien dan staatsobligaties.



*Niet alle soorten staatsobligaties vertegenwoordigen eenzelfde risico. Beleggen in schuld papier van opkomende landen heeft een hoger risico dan dat van ontwikkelde landen.*

## 3

## COMMENDA

## Rendement en risico

De beleggingscategorie obligaties wordt als relatief veilig gezien ten opzichte van andere beleggingscategorieën, omdat de inkomensstroom vrij stabiel en voorspelbaar is. Tot aan vervaldatum heeft de obligatiehouder recht op periodieke rentebetalingen, de zogenaamde coupon. Als een obligatie tot de vervaldatum wordt behouden, wordt ook de nominale waarde geretourneerd (tenzij de uitgevende partij natuurlijk niet kan terugbetalen). Maar zelfs in het geval van faillissement zijn obligaties zijn over het algemeen minder risicovol dan bijvoorbeeld aandelen. Bij een faillissement moet een bedrijf eerst obligatiehouders en schuldeisers terugbetalen en pas daarna aandeelhouders.

In het algemeen geldt: hoe hoger de kredietwaardigheid van de uitgever van de obligatie, hoe minder risico de obligatiehouder loopt en hoe lager de couponrente. En: hoe langer de looptijd, hoe meer risico de obligatiehouder loopt en hoe hoger de couponrente.

De kredietwaardigheid van een uitgevende instantie wordt vastgesteld door internationale kredietbeoordelaars. Standard & Poor's, Moody's en Fitch zijn hiervan de bekendste. Deze partijen lichten de uitgevende instellingen op frequente basis door en kennen vervolgens een rating toe aan zowel de instelling als de obligatie. Een rating is een inschatting van het kredietrisico dat aan obligaties



*Het rendement van een standaardobligatie bestaat uit een vaste component, de couponrente, en een variabele component, het koersrendement.*

Door het relatief lage risico vallen obligaties vaak binnen het defensieve deel van een beleggingsportefeuille. Door dit lagere risico, is het verwachte rendement ook relatief lager dan dat van bijvoorbeeld aandelen. Immers, wanneer een bedrijf goed presteert en de waarde van het bedrijf toeneemt, keren obligaties nog steeds een vast rentepercentage uit terwijl aandelen stijgen in waarde.

### Couponrendement

De couponrente die wordt geboden hangt van een scala van factoren af. De belangrijkste zijn de kredietwaardigheid en de looptijd.

is verbonden. AAA is de hoogste kredietrating (oftewel het laagste risico), C en D zijn de laagste kredietratings. Op basis van deze ratings worden obligaties onderverdeeld in verschillende subcategorieën, zoals Investment Grade bedrijfsobligaties (BBB- en hoger) en High Yield (ook wel Junk bonds) bedrijfsobligaties (BBB- en lager). Overigens is het onverstandig om als belegger blind te varen op ratings. In het verleden is gebleken dat ook bedrijven met een hoge kredietrating failliet kunnen gaan. Eigen onderzoek blijft dan ook noodzakelijk.

# 4

COMMENDA

### Koersrendement

Naast couponrendement kan de obligatiehouder koersrendement behalen door obligaties te verkopen tegen een hogere koers dan waarvoor de obligatie gekocht is. Waar de nominale waarde van een obligatie constant is, kan de koers variëren. Indien de koers van de obligatie onder de nominale waarde ligt, dan wordt de obligatie onder pari verhandeld. Indien de koers boven de nominale waarde ligt, dan wordt de obligatie verhandeld tegen een premie (boven pari).

Beleggers die van plan zijn de obligatie tot het einde te houden, hoeven zich niet echt zorgen te maken over koersschommelingen op de markt. Zij ontvangen op de vervaldatum de gehele investering tegen nominale waarde terug (met uitzondering van uitgevende instellingen die niet kunnen terugbetalen). Voor beleggers

marktomstandigheden, het rentebestand van centrale banken en veranderingen in de kredietwaardigheid van de uitgevende instelling.

### Marktrisico

Marktomstandigheden kunnen van invloed zijn op de obligatiekoers. Obligaties zijn anticyclisch. Wanneer het economisch voor de wind gaat, hebben beleggers vaak minder interesse in obligaties omdat andere financiële instrumenten, zoals aandelen, winstgevender lijken. Dit zorgt ervoor dat de waarde van een obligatie daalt. In dit geval zullen uitgevende partijen hogere rentebetalingen beloven om de obligatie aantrekkelijk te houden.

Doordat obligatieprijzen niet op dezelfde manier reageren op macro-economische omstandigheden als



*De tijd tot de vervaldatum kan ook invloed hebben op de waarde van een obligatie. Hoe dichterbij de vervaldatum komt, hoe dichter de prijs de nominale waarde nadert.*

die willen handelen in obligaties vóór de vervaldatum zijn prijsbewegingen eventueel wel van belang.

Prijsbewegingen zijn met name het gevolg van veranderende

aandelenprijzen, kan het verstandig zijn om beide beleggingscategorieën op te nemen in een beleggingsportefeuille. Er is sprake van diversificatie waardoor het risico in de totale beleggingsportefeuille wordt beperkt.

# 5

## COMMENDA

#### Renterisico

Renterisico is het risico dat de waarde van de obligatie verandert doordat de marktrente verandert. De meeste obligaties betalen een vaste couponrente. Deze couponrente wordt aantrekkelijker als de marktrente, die op zijn beurt weer afhankelijk is van de beleidsrente die wordt vastgesteld door centrale banken, daalt. Als gevolg van de daling van de marktrente worden nieuwe obligaties uitgegeven met een lagere couponrente. De vraag naar 'oude' obligaties met een hogere couponrente neemt toe (als de andere factoren gelijk blijven) en dit drijft obligatiekoersen op. Als de marktrente daarentegen stijgt, wordt de vaste couponrente minder aantrekkelijk waardoor de prijs van de obligatie daalt.

De mate waarin de koers van een obligatie op renteveranderingen reageert wordt ook wel 'duratie' genoemd. Bij een hoge duratie is de koersbeweging sterk, bij een lage duratie is de koersbeweging beperkt. In anticipatie op veranderingen in het centrale bankbeleid, passen fondsmanagers vaak de duratie van de obligatieportefeuille aan. Dit kan door obligaties met een korte/ lange looptijd aan te kopen of juist te verkopen. Obligaties met een lange

looptijd reageren namelijk sterker op renteveranderingen dan obligaties met een korte looptijd. In plaats van obligaties aan te kopen of te verkopen, kan er ook gebruik worden gemaakt van derivaten.

#### Debiteurenrisico

Verder kunnen veranderingen in de kredietwaardigheid van de uitgevende instelling tijdens de looptijd leiden tot koersbewegingen. Naarmate de kredietwaardigheid afneemt, wordt de obligatie minder aantrekkelijk voor beleggers en zal de prijs van de obligatie hoogstwaarschijnlijk ook dalen.

#### Valutarisico

Beleggers die obligaties kopen die zijn uitgegeven in een buitenlandse valuta, nemen een valutarisico. Indien een Europese belegger bijvoorbeeld belegt in een obligatie die is uitgegeven in dollars en de euro stijgt ten opzichte van de dollar, dan daalt de waarde van de obligatie in termen van euro. Uiteraard werkt dit risico twee kanten op: als de euro daalt, stijgt de waarde van de obligatie als deze is uitgegeven in dollar. Beleggers kunnen ervoor kiezen om deze valutarisico's (deels) af te dekken met behulp van derivaten.

6

COMMENDA

## ESG-obligaties

De laatste jaren zijn er nieuwe soorten obligaties uitgegeven onder de noemer ESG-obligaties. Een ESG-obligatie is vergelijkbaar met een standaardobligatie, echter dient het opgehaalde kapitaal ingezet te worden om specifieke duurzame ambities te realiseren. De markt voor ESG-obligaties groeit snel, maar vormt nog altijd een zeer klein deel van de gehele obligatiemarkt.

### Vormen van ESG-obligaties

Er bestaat een scala aan ESG-obligaties. De grootste categorieën zijn groene, sociale en aan duurzaamheid gekoppelde obligaties. Groene obligaties bestaan het langst en domineren de markt. Met de uitgifte van groene obligaties financiert de uitgevende instelling een vooraf bepaald project met een groene of milieuvriendelijke

sociale resultaten nastreven. Hierbij kan worden gedacht aan betaalbare huisvesting, essentiële infrastructuur, toegang tot basisdiensten zoals gezondheidszorg en het scheppen van werkgelegenheid. Deze obligaties worden vooral uitgegeven door overheden.

Ongeveer gelijktijdig met de sociale obligaties zijn ook aan duurzaamheid gekoppelde obligaties (sustainability-linked bonds - SLB's) op de markt gekomen. SLB's worden niet gebruikt om specifieke projecten te financieren, maar om via algemene bedrijfsverbeteringen vooraf bepaalde milieu-, sociale of duurzaamheidsdoelstellingen te realiseren. Bijvoorbeeld het verminderen van CO<sub>2</sub>-uitstoot of afvalproductie. De coupon die de belegger ontvangt



*De uitgever van een ESG-obligatie is niet per definitie ook een milieuvriendelijk of verantwoord bedrijf. Sommige bedrijven proberen haar imago te verbeteren door middel van 'Greenwashing'.*

ambitie. Deze obligaties worden zowel uitgegeven door overheden als bedrijven.

Na de opkomst van groene obligaties, zijn sociale obligaties ontstaan. Sociale obligaties, uitgegeven door private en publieke uitgevers, dienen ter financiering van een sociale doelstelling. De opbrengsten worden gebruikt voor nieuwe en bestaande projecten die een specifiek sociaal probleem aanpakken, beperken en/of positieve

is gekoppeld aan het behalen van deze duurzaamheidsdoelstellingen. Indien de doelstelling niet wordt gerealiseerd binnen de vooropgestelde termijn, dan ontvangt de obligatiehouder een hogere coupon. Dit geeft de uitgevende instelling een financiële motivatie om de doelstelling te bereiken, mits deze relevant, wezenlijk consistent en voldoende ambitieus zijn. Deze obligaties worden vooral uitgegeven door bedrijven.

# 7

## COMMENDA

### Rendement

Theoretisch gezien, zouden ESG-obligaties eenzelfde rendement moeten geven als conventionele obligaties van eenzelfde uitgevende instelling. Het risico van niet-terugbetaling is immers niet afhankelijk van het project dat gefinancierd wordt, maar rust op de uitgever van de obligatie. In de praktijk noteren ESG-obligaties echter vaak net iets duurder dan conventionele obligaties. Dit geeft aan dat beleggers bereid zijn een iets lager financieel rendement te accepteren in ruil voor positieve impact. Deze 'groene premie' is vermoedelijk het gevolg van een onevenwichtigheid in de markt. De vraag naar ESG-obligaties is hoger dan het aanbod. Naar verwachting zal het aanbod de komende jaren echter snel toenemen. Deze groene premie zal vermoedelijk dan ook afnemen.

### Beoordeling ESG-obligaties

De classificatie als groene (of sociale) obligatie ziet alleen toe op het gebruik van het opgehaalde kapitaal. De verdere activiteiten van de uitgevende instelling spelen hierbij geen rol. Dus bedrijven welke intrinsiek niet als verantwoorde investeringen worden gezien kunnen wel een ESG-obligatie uitgeven om bedrijfsactiviteiten te verduurzamen. Een gebrek aan eenduidige standaarden,

definities en rapportageverplichtingen maakt het voor beleggers lastig om echte duurzame activiteiten of ondernemingen te onderscheiden van instellingen die zich als zodanig voordoen (greenwashing). Om deze reden is het als duurzame belegger van belang om kritisch te blijven en niet alleen op het label van de obligatie af te gaan.

Daarnaast zijn de duur van de look-back en look-forward periode van belang. Het basisprincipe achter groene en sociale obligaties is dat er geld wordt gealloceerd aan nieuwe projecten die bijdragen aan verduurzaming. Regelmatig worden er look-back periodes van meer dan 2 jaar vanaf de uitgiftedatum gehanteerd. Hierdoor kunnen uitgevende instellingen projecten onder de obligatie schuiven die al meer dan 2 jaar oud zijn en lopen beleggers het risico om oude projecten van de uitgevende instelling te herfinancieren. Hetzelfde geldt voor de look-forward periode. Het is belangrijk dat 100% van de opbrengsten van de groene of sociale obligatie binnen een jaar na uitgifte wordt gealloceerd. Indien het langer duurt om de opbrengsten van de uitgifte te alloceren, rijst de vraag waar het geld in de tussentijd door de uitgevende instelling voor wordt gebruikt.

***De auteurs aanvaarden geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten of onvolkomenheden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd of openbaar gemaakt, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.***