



Ministerie van Financiën

Duurzame financiering in beweging: reflectie op de Nederlandse groene obligaties

Evaluatie van het Groene Obligatieprogramma

Positieve evaluatie groene staatsobligaties



Evaluatie: Groene Obligatieprogramma

In 2019 heeft de Nederlandse Staat als eerste land met een triple-A-rating een groene obligatie uitgegeven. Deze evaluatie gaat over de periode 2019 tot en met 2025, en is aangekondigd in de kabinetsreactie op de Periodieke Rapportage Artikel 11 Financiering Staatsschuld.

Evaluatie: Doeltreffendheid ✓ Doelmatigheid ✓

Wat is een groene obligatie?

Groene obligaties zijn leningen waarbij de Nederlandse staat zich committeert aan het toewijzen van de opgehaalde middelen aan duurzame projecten, zoals het beperken van klimaatverandering.

Zonne-energie
& windenergie



Investeren in de
waterkwaliteit



Nederland
beschermen tegen
overstromingen



Verhoging van
de capaciteit
van het spoor

Beleidsdoelen



Het goede voorbeeld geven



De groene kapitaalmarkt ontwikkelen

Belangrijkste bevindingen



In 2019 en 2023 heeft de Nederlandse staat **nieuwe groene staatsobligaties** uitgegeven. Per eind 2025 staat er voor € 27 miljard aan groene staatsobligaties uit, ongeveer 6% van de staatsschuld.



Het beleid is **effectief en efficiënt** geweest: externe partijen zien de Nederlandse groene staatsobligaties als kwalitatief hoogwaardig en als voorbeeld voor andere schuldgevers.



De Europese groene kapitaalmarkt is **sterk ontwikkeld**, de Nederlandse staatsuitgifte heeft hieraan bijgedragen.



De ambitie om **meer risicodragend groen kapitaal** vrij te maken is mogelijk bereikt, maar daarvoor is geen onomstotelijk bewijs gevonden



Dit is behaald binnen de randvoorwaarden: de budgetflexibiliteit is **niet beperkt**, rapportagekosten zijn beheerst, en ook de **kosten zijn beperkt** gebleven.



Opties doorontwikkeling groene obligatieprogramma



Nederland is goed gepositioneerd om over te stappen op de **EU Green Bond Standard**, en kan daarmee zijn voortrekkersrol in Europa verder uitbouwen.



Door een groene obligatie met **kortere looptijd** uit te geven, zou Nederland kunnen inspelen op marktvraag en de investeerdersbasis verbreden.



Hoewel **Twin Bonds** het prijsverschil met reguliere obligaties inzichtelijk maken, zijn er nadelen zoals inconsistentie met het reguliere financieringsbeleid.

Inhoud

Samenvatting	4
1. Inleiding	5
2. Overzicht van het beleidsterrein	6
2.1 Afbakening	6
2.2 Historie	6
2.3 Beleidstheorie	7
2.4 Beschrijvende statistiek	9
2.4.1 Uitgifte Green Dutch State Loans	9
2.4.2 Internationale vergelijking	10
2.5 Kostenoverzicht	12
3. Goede voorbeeld geven	14
4. Stimuleren ontwikkeling groene kapitaalmarkt	15
5. Meer risicodragend kapitaal	18
6. Greenium	19
7. Overige randvoorwaarden en neveneffecten	22
7.1 Geen beperking budgetflexibiliteit	22
7.2 Beheersbare rapportagelasten	22
7.3 Beperkte kosten	23
7.4 Neveneffecten	23
8. Doeltreffendheid en doelmatigheid	26
8.1 Beoordeling van de doeltreffendheid	26
8.2 Beoordeling van de doelmatigheid	27
8.3 Neveneffecten	27
9. Beleidsopties	29
9.1 EU Green Bond Standard	29
9.2 Alternatieve looptijden	30
9.3 Twin bonds	30
9.4 Stoppen met het groene obligatieprogramma	31
9.5 Minder frequent rapporteren	32

Samenvatting

Het groene obligatieprogramma is sinds 2019 onderdeel van het Nederlandse financieringsbeleid van de staatsschuld. De voornaamste doelen zijn tweeledig: het goede voorbeeld geven op het gebied van duurzame financiering, het stimuleren van een robuuste groene kapitaalmarkt. Deze doelstellingen moeten worden behaald binnen randvoorwaarden: er mag geen financieringsnadeel ontstaan ten opzichte van reguliere obligaties, de rapportagelasten en overige kosten moeten beheersbaar blijven, en de budgettaire flexibiliteit van de Rijksbegroting mag niet worden beperkt.

In 2019 en in 2023 gaf Nederland nieuwe groene staatsobligaties uit: de DSL 2040 en de DSL 2044. Momenteel bedraagt het totaal uitstaand volume €27 miljard (6% van de staatsschuld). De opbrengsten zijn toegewezen aan uitgaven voor duurzame energie, energie-efficiëntie, schoon transport en klimaatadaptatie. Het groene raamwerk en de rapportagepraktijk worden door externe partijen zeer hoog gewaardeerd. In internationaal perspectief behoort Nederland tot de koplopers wat betreft het aandeel groene schuld en de kwaliteit van het raamwerk. De aanvullende kosten voor advies, rapportage en externe toetsing zijn beperkt gebleven. Ook het extra beslag op de capaciteit blijft beheersbaar doordat de rapportage aansluit op bestaande processen rondom de Rijksbegroting.

Het groene obligatieprogramma is doeltreffend: de twee oorspronkelijke beleidsdoelen zijn behaald. Voor een later geformuleerde ambitie is onvoldoende informatie beschikbaar om dit vast te stellen. De doelstelling om het goede voorbeeld te geven is gerealiseerd: de staat hanteert hoge transparantie, onafhankelijke verificatie en blijft internationaal voorop lopen. Dit positieve voorbeeld heeft navolging gevonden in de bredere kapitaalmarkt. Zo is externe toetsing van groene obligaties bij andere marktpartijen steeds gebruikelijker. Het stimuleren van de groene kapitaalmarkt is eveneens doeltreffend. De binnenlandse uitgifte van groene schuld is sterk gegroeid. Academisch onderzoek en interviews met onder andere investeerders laten zien dat de staatsuitgifte hieraan bijdraagt. Het causale effect op de ambitie voor het vrijmaken van meer risicodragend kapitaal is echter niet vastgesteld. Zo worden groene staatsobligaties vooral opgenomen in portefeuilles met een relatief laag risicoprofiel. Deze ambitie maakte geen deel uit van het oorspronkelijke besluit rond de uitgifte van groene obligaties, maar is pas later aan bod gekomen in de beantwoording van Kamervragen.

Aan alle vier de randvoorwaarden is voldaan, en het programma is doelmatig gebleken. Ten eerste is een structureel financieringsnadeel niet waargenomen; waarschijnlijk is er zelfs sprake geweest van een beperkt rentevoordeel. Ten tweede is de budgettaire flexibiliteit niet beperkt: allocatie van opbrengsten vond steeds binnen het huidige of vorige begrotingsjaar plaats en er waren steeds voldoende uitgaven beschikbaar. Ten derde zijn de rapportagelasten, en ten vierde de kosten beheersbaar gebleken. Hierdoor is het groene obligatieprogramma op een efficiënte wijze uitgevoerd en zijn de additionele lasten voor de staat beperkt gebleven.

Voor de toekomst biedt een overstap naar de Europese Green Bond Standard (EU GBS) en het uitgeven van kortere looptijden kansen om de internationale voorbeeldrol en de groene kapitaalmarkt verder te versterken. De EU GBS sluit aan bij de recente Europese standaarden en vraagt geen grote aanpassingen van het bestaande Nederlandse groene obligatie raamwerk. Bovendien is de verwachting dat er geen extra kosten, rapportagelasten, of nadelige effecten zullen zijn met betrekking tot de prestaties van de obligaties of de budgettaire flexibiliteit. Het uitgeven van kortere looptijden kan inspelen op de vraag van investeerders, zorgt voor aansluiting bij marktfondsen met een kortere gemiddelde looptijd, en kan bijdragen aan de verdere ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt.

1. Inleiding

Groene obligaties zijn leningen waarbij de uitgever zich committeert om de opgehaalde middelen toe te wijzen aan duurzame projecten, zoals het beperken van of aanpassen aan klimaatverandering. De Nederlandse staat geeft sinds 2019 groene obligaties uit, waarmee het groene programma inmiddels zeven jaar actief is. Het besluit tot uitgifte van groene obligaties werd in 2018 genomen door de toenmalige minister van Financiën.¹ In de kabinetsreactie op de publicatie van de Periodieke Rapportage Artikel 11 Financiering Staatsschuld is deze evaluatie aangekondigd.²

Voor de uitgifte van groene obligaties worden bestaande duurzame uitgaven gemarkeerd en zichtbaar gemaakt voor investeerders. De opgehaalde middelen van deze obligaties vloeit, net als bij reguliere obligaties, in de algemene middelen. Op basis van de begroting worden de kwalificerende categorieën in het raamwerk voor de uitgifte bepaald. Hiertoe toetst het Agentschap samen met adviseurs of de uitgaven als duurzaam kwalificeren, en selecteert deze vervolgens in afstemming met departementen voor de groene obligaties. Na afloop van een begrotingsjaar wordt definitief besloten over de verdeling van duurzame uitgaven bij de rapportage van de groene obligatie. Groene obligaties veranderen niets aan het begrotingsproces, maar maken de duurzame financiering transparanter richting de markt.

De doelstelling van het groene obligatieprogramma was bij de oorspronkelijke aankondiging tweeledig: het geven van een goed voorbeeld en het bijdragen aan de ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt. Later is daar een ambitie aan toegevoegd, namelijk het ontsluiten van risicodragend kapitaal. De overheid acht het passend om zelf het voortouw te nemen in groene financiering, juist omdat zij van financiële instellingen verwacht dat zij een actieve rol spelen bij de financiering van duurzame projecten. Met de uitgifte van groene obligaties wil de overheid laten zien dat transparantie en verantwoording over groene uitgaven haalbaar zijn en zo de verdere verdieping van een robuuste groene kapitaalmarkt ondersteunen.

Daarnaast gelden enkele randvoorwaarden voor de uitgifte van groene obligaties. Er moeten voldoende groene uitgaven in de Rijksbegroting beschikbaar zijn voor een obligatie van betekenisvolle omvang. De prijs moet vergelijkbaar zijn met reguliere obligaties en de extra kosten moeten beperkt blijven. Tot slot moeten de rapportagelasten beheersbaar zijn.

De evaluatie volgt het evaluatiekader Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek (RPE), waarbij centraal staat in hoeverre het groene obligatieprogramma doeltreffend en doelmatig is geweest.³

In de evaluatie worden de volgende vragen beantwoord:

1. Wat is de aard en samenhang van de ingezette instrumenten?
2. Wat zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten?
3. Met welke additionele kosten ten opzichte van reguliere obligaties gaat het beleid gepaard?
4. Is het groene obligatieprogramma doeltreffend geweest?
5. Is de uitgifte van het groene obligatieprogramma doelmatig geweest?
6. Zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?
7. Welke maatregelen kunnen de doeltreffendheid en doelmatigheid verhogen?

Het onderzoek richt zich op de uitgifte van groene obligaties en het proces daaromheen. Dit proces omvat het opstellen van het groene obligatieraamwerk, het verifiëren daarvan door een onafhankelijke partij, de publicatie van de groene obligatierapportage en de interactie met investeerders. Het handelingsperspectief van het Agentschap is hierbij leidend. Dit houdt in dat verkend wordt welke keuzes het Agentschap kan maken om bepaald beleid te voeren.

Dit rapport bestaat uit 10 hoofdstukken. Hoofdstuk 1 bevat de inleiding, en hoofdstuk 2 beschrijft het beleidsterrein en reconstrueert de beleidstheorie. Hoofdstukken 3 tot en met 5 analyseren de twee doelen en de aanvullende ambitie van het groene obligatieprogramma. Hoofdstuk 6 beschrijft het effect van groene obligaties op de financieringskosten ten opzichte van reguliere obligaties en hoofdstuk 7 gaat in op de overige randvoorwaarden. Hoofdstuk 8 geeft een oordeel over de doeltreffendheid en doelmatigheid, hoofdstuk 9 verkent mogelijke beleidsopties, en hoofdstuk 10 concludeert.

¹ Kamerstukken II 2018/10, 35000 IX, nr. 8

² Kamerstukken II 2024/25, 31935 nr. 93

³ wetten.nl - Regeling - Regeling periodiek evaluatieonderzoek 2022 - BWBR0046970

2. Overzicht van het beleidsterrein

Onderzoeksvragen

- 1. Wat is de aard en samenhang van de ingezette instrumenten?
- 2. Wat zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten?

2.1 Afbakening

Deze evaluatie behandelt het groene obligatieprogramma en bestudeert de jaren 2019 tot en met 2025. De uitgifte van groene obligaties valt onder artikel 11 Financiering staatsschuld van Hoofdstuk IX van de Rijksbegroting (Financiën en Nationale Schuld).

2.2 Historie

Het besluit tot de uitgifte van groene obligaties is in 2018 genomen, waarbij de toenmalige minister een hoge standaard wilde neerzetten om een voorbeeldfunctie te vervullen. Voor de uitgifte van de groene obligatie is in 2019 een raamwerk opgesteld, dat alle uitgaven en belastingkortingen bevat die voor deze obligatie kunnen worden gebruikt.⁴ De opbrengsten worden binnen dit kader toegekend aan vier categorieën groene uitgaven, namelijk duurzame energie, energie-efficiëntie, schoon vervoer en investeringen in klimaatadaptatie en duurzaam waterbeheer. Het raamwerk is door onafhankelijke deskundigen beoordeeld.⁵ Zowel in 2022⁶ als 2023⁷ is dit Green Bond Framework geactualiseerd om het (nagenoeg) volledig in lijn te brengen met de EU-Taxonomie.

Op 21 mei 2019 gaf de Nederlandse Staat als eerste land met triple-A status een groene staatsobligatie uit: de Dutch State Loan (DSL) 2040. De opbrengsten werden voor het grootste gedeelte toegekend aan schoon vervoer en via het Deltafonds aan klimaatadaptatie en duurzaam waterbeheer. Het ging hierbij om de aanleg, het onderhoud en het beheer van volledig geëlektrificeerde spoorinfrastructuur, evenals projecten gericht op overstromingsbeheer, zoetwatervoorziening en klimaatbestendige ruimtelijke inrichting.⁸ Met behulp van heruitgiften heeft de DSL 2040 een totaal volume van €15,7 miljard bereikt.

Op 17 oktober 2023 volgde de uitgifte van de DSL 2044. In het geactualiseerde raamwerk werd extra nadruk gelegd op investeringen gerelateerd aan water via het Deltafonds, ook wel 'blauwe uitgaven' genoemd. Deze sluiten aan bij de in juni 2023 geüpdatet EU-taxonomie, waarvan elf van de twaalf activiteiten aan alle technische vereisten voldoen. Daarmee is de DSL 2044 de eerste AAA-staatslening waarvan de 'blauwe' componenten volledig in lijn zijn met de EU-taxonomie.⁹ Het uitstaande volume van deze groene obligatie bedraagt na een aantal heruitgiften momenteel €11,3 miljard.

Het eerste allocatie- en impactrapport van de Nederlandse groene obligatie werd in 2020 gepubliceerd en verschijnt sindsdien jaarlijks.¹⁰ Met dit rapport verantwoordt het Agentschap hoe de opbrengsten van de uitgifte van de eerste groene obligatie (mei 2019) zijn toegewezen aan specifieke uitgaven, zoals vastgesteld in het Green Bond Framework. Daarnaast beschrijft het rapport dat deze groene uitgaven zijn gecontroleerd door onafhankelijke partijen en wat de ecologische impact is van deze uitgaven. Tot slot bespreekt het rapport ontwikkelingen rond het Klimaatakkoord en de algehele groene obligatiemarkt.

⁴ [Green Bond Framework | english.dsta.nl](https://english.dsta.nl/green-bond-framework)

⁵ [State of the Netherlands Green Bond Second Party Opinion | english.dsta.nl](https://english.dsta.nl/state-of-the-netherlands-green-bond-second-party-opinion)
[State of the Netherlands Green Bond Framework Second-Party Opinion | DSTA.nl](https://english.dsta.nl/state-of-the-netherlands-green-bond-framework-second-party-opinion)
[Groene obligatie rapportage 2024: Second Party Opinion | DSTA.nl](https://english.dsta.nl/groene-obligatie-rapportage-2024-second-party-opinion)

⁶ [2022: Green bond report | english.dsta.nl](https://english.dsta.nl/2022-green-bond-report)

⁷ [Green Bond Framework - geactualiseerd op 8 September 2023 | DSTA.nl](https://english.dsta.nl/green-bond-framework-geactualiseerd-op-8-september-2023)

⁸ [Beleggerspresentatie Groene DSL 2040 | DSTA.nl](https://english.dsta.nl/beleggerspresentatie-groene-dsl-2040)

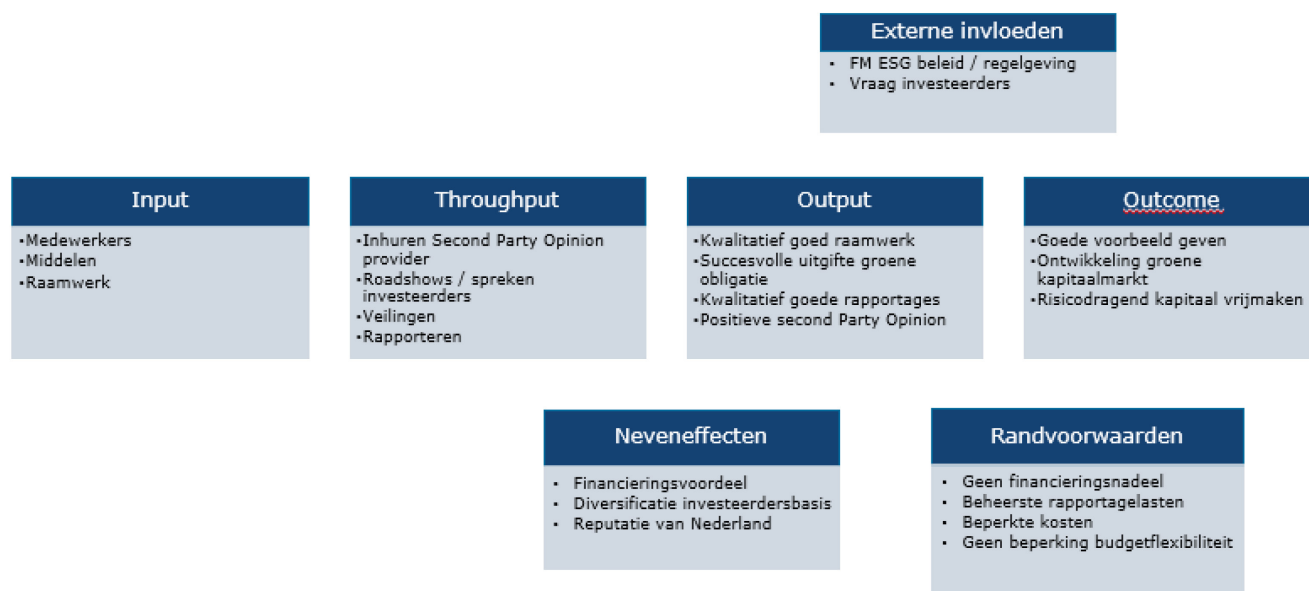
⁹ [Groene obligaties | DSTA.nl](https://english.dsta.nl/groene-obligaties)

¹⁰ [2019: Green bond report | english.dsta.nl](https://english.dsta.nl/2019-green-bond-report)

2.3 Beleidstheorie

Een beleidstheorie beschrijft hoe en waarom beleid naar verwachting werkt. Het geeft aan welke middelen en activiteiten worden ingezet om bepaalde doelen te bereiken, en welke veronderstelde verbanden daartussen bestaan. Daarnaast brengt een beleidstheorie mogelijke neveneffecten en externe factoren in beeld die invloed kunnen hebben op de uitkomsten van het beleid. Het stelt onderzoekers in staat om een antwoord te geven op de vraag of beleid doelmatig en doeltreffend is.

Figuur 1: beleidstheorie Groene Obligatieprogramma



Input

Het besluit om in 2019 met de uitgifte van groene obligaties te starten bevat de basis voor de beleidstheorie.¹¹ Medewerkers en middelen vormen inputs. Daarnaast is het raamwerk in aanloop naar de uitgifte van de groene obligatie een belangrijke input.

Throughput

Met deze inputs worden activiteiten uitgevoerd (throughput), namelijk het extern laten toetsen van het raamwerk, de communicatie met investeerders, het veilen van groene obligaties en het achteraf rapporteren over de allocatie van de opgehaalde middelen. Om het raamwerk te toetsen zijn externe adviseurs betrokken. Vervolgens wordt een Second Party Opinion provider ingehuurd om het raamwerk van een onafhankelijk oordeel te voorzien. Kort voor de daadwerkelijke uitgifte wordt met behulp van roadshows – gesprekken met (geïnteresseerde) investeerders – de nieuwe obligatie gepromoot. Bij de uitgifte van een nieuwe obligatie kan een DDA-veiling worden gehouden met alle bijkomende werkzaamheden. Daaropvolgend wordt de obligatie heruitgegeven om tot het gewenste minimale niveau van EUR 10 tot 15 miljard te komen. Na uitgifte van de groene obligatie worden marktontwikkelingen gevolgd en onderzoeken verricht. Ook wordt er door medewerkers gerapporteerd over de gealloceerde uitgaven. In deze periode spreken we ook doorlopend (potentiële) investeerders.

Output

Met de activiteiten worden vier outputs nagestreefd, namelijk een kwalitatief hoogwaardig raamwerk, de succesvolle uitgifte van groene obligaties, kwalitatief goede rapportages, en een positieve externe beoordeling. Een kwalitatief goed raamwerk kan als voorbeeld dienen voor andere schulduitgevers, waardoor het hier als output beschreven staat. Daarnaast is de succesvolle uitgifte van de groene obligatie een output, waarmee verhandelbare groene staatsobligaties worden gecreëerd. Een belangrijke verplichting na de uitgifte van de groene obligatie is de rapportage. De rapportage bevat informatie over waar de opgehaalde middelen aan worden toegewezen en welke impact dit heeft gehad op verschillende klimaatdoelstellingen. Deze

¹¹ Kamerstukken II 2018/10, 35000 IX, nr. 8

rapportage wordt opgesteld na publicatie van het jaarverslag van het Rijk. Sinds 2020 is er elk jaar in mei een groene obligatierapportage opgeleverd. Een positieve Second Party Opinion is een indicator van de kwaliteit van de duurzaamheid, transparantie en betrouwbaarheid van de uitgegeven groene obligatie.

Outcome

Met de output worden twee verschillende doelen en een aanvullende ambitie nagestreefd (outcome). De kamerbrief over het besluit tot de uitgifte van groene obligaties omschrijft de twee doelen en de randvoorwaarden.¹² Later is een aanvullende ambitie genoemd in de beantwoording van Kamervragen.¹³

Ten eerste wil het ministerie van Financiën het goede voorbeeld geven met betrekking tot uitgifte van en rapportage over de groene obligatie. De mate waarin de staat hier in is geslaagd, wordt bepaald op basis van beoordelingen van *rating agencies* en interviews met experts.

Ten tweede wordt de totstandkoming en verdieping van een robuuste groene kapitaalmarkt nagestreefd.¹⁴ Met deze outcome wordt beoogd om uiteindelijk en indirect meer groene projecten te financieren, waardoor dit bijdraagt aan de vergroening van de economie en maatschappij. Om te bepalen of dit doel is behaald, analyseren we hoe de omvang van de groene kapitaalmarkt zich in de afgelopen jaren heeft ontwikkeld. Daarbij kijken we zowel naar Nederland als naar andere landen. In interviews met investeerders en experts onderzoeken we hoe zij de ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt beoordelen sinds de introductie van groene staatsobligaties. Tot slot raadplegen we academisch onderzoek.

Ook is beoogd met de groene obligatie meer risicodragend kapitaal vrij te maken voor groene investeringen.¹⁵ Deze additionele ambitie is in tweede instantie genoemd in de beantwoording van Kamervragen. Een door de staat uitgegeven veilige groene asset kan ertoe leiden dat investeerders meer ruimte hebben om daarnaast ook in risicovollere klimaatgerichte projecten te investeren. Op deze manier blijft het gehele risicoprofiel toch gelijk. In interviews met investeerders vragen we of dit effect daadwerkelijk heeft opgetreden. We onderzoeken of de groene staatsobligaties haar weg hebben gevonden in de beleggingsportefeuilles van investeerders en of dit heeft bijgedragen aan investeringen in risicovollere projecten. Aangezien inzicht in de portefeuilles beperkt is, werken we met benaderingen. Zo kan gezien worden in welke mate er beleggingsfondsen zijn waarvan zowel veilige groene staatsobligaties als risicovollere groene obligaties onderdeel zijn.

Randvoorwaarden, neveneffecten en externe invloeden

Als randvoorwaarde is destijds meegegeven dat er geen financieringsnadeel mag optreden ten opzichte van een reguliere obligatie. Om dit te onderzoeken, wordt een data-analyse gedaan van de eigen schulduitgifte, evenals een kwantitatieve analyse van de uitgifte van groene obligaties door andere DMO's. Daarnaast worden inzichten uit de academische literatuur geanalyseerd en wordt een kostenoverzicht uit de administratie gepresenteerd. Een mogelijk positief neveneffect kan zijn dat er juist een financieringsvoordeel optreedt ten opzichte van reguliere obligaties. Een lagere rente voor groene obligaties kan per saldo leiden tot lagere kosten voor de schatkist.

Een andere randvoorwaarde is dat de uitgifte van groene obligaties geen beperking van de budgetflexibiliteit mag opleveren. Zodra een groene obligatie is uitgegeven en er onvoldoende groene uitgaven blijken te zijn om aan de groene obligatie toe te rekenen, kan het in de rede liggen om groene uitgaven in toekomstige jaren aan de groene obligatie toe te rekenen. Hierdoor kan druk ontstaan om deze uitgaven bij een heroverweging van uitgaven buiten beschouwing te laten, hetgeen de budgetflexibiliteit niet ten goede komt. Om te onderzoeken of dit effect heeft plaatsgevonden, wordt een historische vergelijking gemaakt van de toewijzing van de opgehaalde middelen per begrotingsjaar.

¹² [Vaststelling van de begrotingsstaat van het Ministerie van Financiën \(IXB\) en de begrotingsstaat van Nationale Schuld \(IXA\) voor het jaar 2019 | Tweede Kamer der Staten-Generaal](#)

¹³ [IX Vaststelling van de begrotingsstaat van het Ministerie van Financiën \(IXB\) en de begrotingsstaat van Nationale Schuld \(IXA\) voor het jaar 2019 | DSTA.nl](#)

¹⁴ *In de periodieke rapportage artikel 11 Financiering Staatsschuld stond de ontwikkeling van een groene kapitaalmarkt beschreven als neveneffect, omdat dit geen doel is binnen het beleid voor de financiering van de staatsschuld. Voor het groene obligatieprogramma staat dit doel echter centraal.*

¹⁵ [IX Vaststelling van de begrotingsstaat van het Ministerie van Financiën \(IXB\) en de begrotingsstaat van Nationale Schuld \(IXA\) voor het jaar 2019 | DSTA.nl](#)

Als volgende randvoorwaarde is gesteld dat de rapportagelasten beheersbaar moeten zijn. Om dit te onderzoeken wordt een inschatting gemaakt van de gebruikte additionele capaciteit voor de uitgifte van groene obligaties bij het Agentschap en breder binnen de rijksoverheid. Tot slot was een randvoorwaarde dat de kosten (buiten de rapportagelasten) beperkt blijven, waarvoor het kostenoverzicht wordt geraadpleegd.

Een mogelijk positief neveneffect is dat de groene obligatie kan bijdragen aan een verbreding van de investeringsbasis. Dit kan in totaal de vraag van investeerders naar staatsobligaties vergroten. Om dit te onderzoeken worden historische veilingresultaten geanalyseerd. Tot slot kan het voor de reputatie van Nederland in de internationale fora (zoals de OECD of het ESDM) positief zijn door met de uitgifte een hoge standaard te zetten. Een mogelijk negatief neveneffect is dat de uitgifte van groene obligaties leidt tot een lagere uitgifte van reguliere obligaties, met een lagere liquiditeit en daarmee hogere rentes van reguliere obligaties als gevolg.

Een externe invloed vanuit het perspectief van de schulduitgever is het ESG-beleid en regelgeving voor de financiële markten. Wanneer dit beleid wordt aangescherpt of versoepeld heeft dit gevolgen voor de vraag naar groene staatsobligaties, en daarmee de rentes op deze obligaties. Daarnaast is in bredere zin de vraag van investeerders naar dergelijke financiële producten een externe invloed die het succes van het beleid en het behalen van de beoogde doelen kan stimuleren of juist kan ondermijnen.

2.4 Beschrijvende statistiek

2.4.1 Uitgifte Green Dutch State Loans

De eerste groene obligatie is geveild in mei 2019 en heeft een looptijd tot 2040. Sindsdien is het uitstaand volume van deze obligatie gegroeid tot ongeveer €15,7 miljard (Figuur 2). Tijdens de eerste veiling is bijna €6 miljard opgehaald. Deze obligatie was erg in trek bij beleggers, die voor €21 miljard intekenden op de veiling, waarmee de *bid-to-cover ratio* 3,5 was.¹⁶ De toegewezen rente was aan de onderkant van de bandbreedte voor de veiling. Vervolgens hebben er drie tapveilingen plaatsgevonden waarmee het uitstaand volume tot boven €11 miljard werd gebracht. In 2022 vond er nog een *Dutch Direct Auction* plaats voor deze obligatie. Ook deze veiling kende een hoge vraag met een *bid-to-cover ratio* van 2,8.¹⁷ Opvallend is dat pensioenfondsen en verzekeraars in beide veilingen relatief veel afnamen, met respectievelijk 33% en 24%. Doorgaans ligt dit percentage bij reguliere obligaties lager dan 20%. Ook was de obligatie relatief populair bij Nederlandse beleggers.

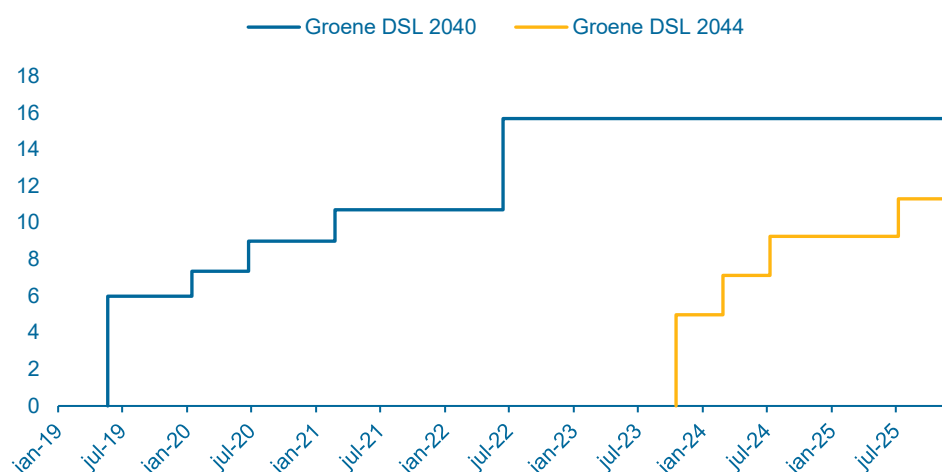
In september 2023 is een tweede groene obligatie uitgegeven met een looptijd tot 2044.¹⁸ Ook deze veiling kende een hoge vraag met een *bid-to-cover ratio* van 3,7. Tevens namen pensioenfondsen en verzekeraars 24% van het totale volume af, en waren Nederlandse investeerders goed vertegenwoordigd (28%). Na deze lancering werd het uitstaand volume van de obligatie middels drie tapveilingen tot €11,3 miljard gebracht. Opvallend was dat het afnamepercentage van Amerikaanse investeerders in geen van de veilingen van groene obligaties afweek ten opzichte van hun afname in veilingen van reguliere obligaties. De Amerikaanse markt voor groene obligaties is namelijk relatief klein vergeleken met de Europese groene obligatiemarkt. In de drie bestudeerde veilingen waren Amerikaanse investeerders verantwoordelijk voor 6-9% van de totale afname, wat vergelijkbaar is met veilingen van reguliere obligaties.

¹⁶ [One-pager 20-year Green DDA | english.dsta.nl](#)

¹⁷ [One-pager DDA Reopening Green DSL 2040 - June 2022 | DSTA.nl](#)

¹⁸ [One-pager 20-jaars groene DDA 2044 | DSTA.nl](#)

Figuur 2: Uitstaand volume Nederlandse groene obligaties (in miljarden €)



2.4.2 Internationale vergelijking

In 2019 was Nederland het eerste land met een AAA-rating, de hoogste kredietwaardigheidsclassificatie, dat een groene staatsobligatie uitgaf. Momenteel hebben de acht grootste eurozone uitgevers van staatsobligaties een actief groen obligatieprogramma. Drie landen in de eurozone gingen Nederland voor in de uitgifte van groene obligaties. Zo was Frankrijk het eerste land dat in 2017 een groene obligatie lanceerde.¹⁹

De Nederlandse staat heeft in vergelijking met andere Europese landen relatief veel groene financiering aangetrokken, namelijk 6% van de totale staatsschuld (Tabel 1). Van alle Europese landen heeft Denemarken het grootste aandeel groene obligaties ten opzichte van de totale staatsschuld (6,9%). Daarna volgen Nederland, Oostenrijk en Ierland met respectievelijk 6,0%, 5,1% en 5,0%. Daarnaast hebben Frankrijk en Duitsland in absolute termen het hoogste uitstaande bedrag aan groene obligaties (respectievelijk €87 en €79 miljard), terwijl zij in relatieve zin lager uitkomen (met respectievelijk 3,2% en 4,0%). Tot slot heeft Duitsland op dit moment de meeste groene obligaties in omloop (8), gevolgd door Italië (5) en Frankrijk (4). De Europese Unie heeft ook een relatief hoog percentage aan groene obligaties uitstaan (10,5%). Een aantal ontwikkelde landen die geen groene obligaties uitgeven, zijn de Verenigde Staten, Finland, Portugal en Griekenland.

Moody's heeft Nederland de hoogst mogelijke score gegeven in de *second party opinion (SPO)* voor de groene obligatierapportage. Het raamwerk is in lijn met de vier kerncomponenten van de ICMA Green Bond Principles 2021 en levert volgens Moody's een hoge bijdrage aan duurzaamheid dankzij duidelijke allocatie van opbrengsten aan hernieuwbare energie, energie-efficiëntie, schoon transport en klimaatadaptatie en duurzaam waterbeheer. Bovendien heeft Nederland alle door Moody's vastgestelde best practices overgenomen, en voldoen 11 van de 12 economische activiteiten aan de criteria van de EU-Taxonomie. Op de *sustainability quality score* scoort Nederland *excellent* (5/5). Daarnaast geeft Moody's het oordeel *best practice* op *alignment with principles* (5/5) en de hoogst mogelijke *contribution to sustainability* (5/5). Daarmee scoort Nederland hoger dan Frankrijk (4/5). Andere populaire SPO providers zijn Vigeo Eiris, Cicero en Sustainalytics. Over het algemeen krijgen de verschillende uitgevers van groene staatsobligaties hoge scores van de SPO-providers.

¹⁹ *Going green in Europe - a green market dashboard for Euro area sovereigns, the UK and the EU, J.P. Morgan 10 september 2025*

Tabel 1: Internationale vergelijking uitgifte groene obligaties

LAND	EERSTE UITGIFTE	VOLUME (MLD)	% VAN TOTAAL	#OBLIGATIES	SPO	SPO FRAMEWORK SCORE
Eurozone						
Frankrijk	2017	€87	3,2%	4	Moody's	Very good "4/5"
Italië	2021	€65	2,5%	5	Vigeo Eiris	Robuust "3/4"
Duitsland	2020	€79	4,0%	8	ISS ESG	ICMA GBP Principles alignment: positief Sustainability quality of the asset pool: positief
Spanje	2021	€18	1,2%	1	Vigeo Eiris	Advanced "4/4"
Nederland	2019	€27	6,0%	2	Moody's	Excellent "5/5"
België	2018	€22	4,0%	2	Moody's	Advanced
Oostenrijk	2022	€16	5,1%	2	ISS ESG	ICMA GBP Principles alignment: positief Sustainability quality of the asset pool: positief
Ierland	2018	€12	5,0%	2	Sustainalytics	-
Overig EU						
Denemarken	2022	DKK 43	6,9%	3	Cicero	Excellent "3/3"
Zweden	2020	SEK 20	1,6%	1	Cicero	Excellent "3/3"
Polen	2016	€4	1,0%	4	Sustainalytics	-
Overig						
VK	2021	£ 70	2,3%	2	Vigeo Eiris	Robuust "3/4"
Zwitserland	2022	3 CHF	3,2%	1	ISS ESG	ICMA GBP Principles alignment: positief Sustainability quality of the asset pool: positief
EU	2021	€78	10,5%	5	Vigeo Eiris	Robuust "3/4"

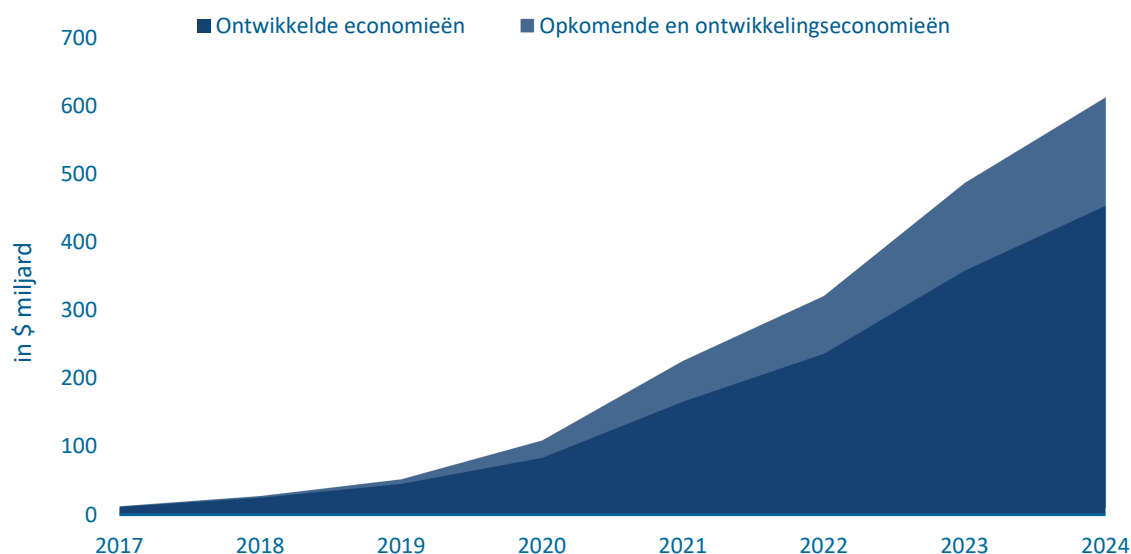
Bron: websites schuldagentschappen. Data per januari 2026.

De markt voor duurzame staatsobligaties is de afgelopen jaren sterk gegroeid. ²⁰ Sinds 2017 is het totale uitstaande volume gestegen van \$ 13 miljard naar \$ 611 miljard in 2025 (Figuur 3).²¹ In de laatste drie jaar vormen groene obligaties ruim de helft van deze duurzame staatsobligaties. In de periode 2015-2024 is 65% van de totale uitgifte van duurzame staatsobligaties uitgegeven door Europese staten.

²⁰ Duurzame obligaties zijn groene obligaties en sustainability-linked obligaties. Bij de laatste categorie variëren sommige karakteristieken van de obligatie, zoals de coupon of de looptijd, met het al dan niet behalen van duurzaamheidsgerelateerde prestatie-indicatoren.

²¹ Global debt report 2025 - OECD.

Figuur 3: Uitstaand volume duurzame staatsobligaties



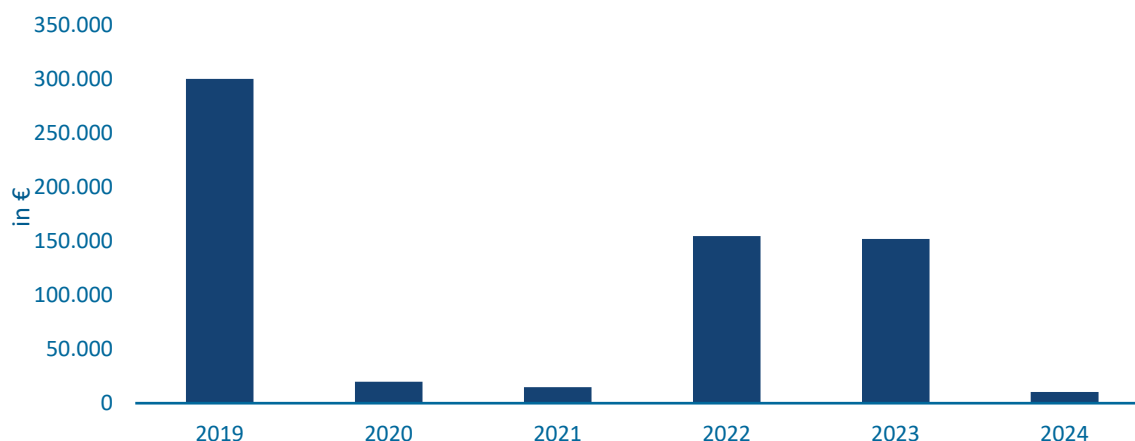
2.5 Kostenoverzicht

Onderzoeksvragen

- 3. Met welke additionele kosten ten opzichte van reguliere obligaties gaat het beleid gepaard?

De directe kosten (exclusief FTE) voor de groene obligatie variëren van jaar tot jaar; in jaren waarin een nieuw raamwerk wordt gepubliceerd zijn de kosten een veelvoud van de andere jaren (Figuur 4). In 2019 hebben er meerdere onderzoeken plaatsgevonden naar de haalbaarheid van de uitgifte. Daarnaast heeft er een externe beoordeling van het raamwerk plaatsgevonden. In 2019, het jaar waarin het eerste raamwerk werd opgesteld, bedroegen de totale kosten €300.000. In 2022 en 2023 werd het raamwerk geactualiseerd en bedroegen de jaarlijkse kosten ongeveer €150.000. In de overige jaren bedroegen de kosten minder dan €20.000. Dit betrof onder andere de opmaak van externe publicaties en het verkrijgen van een onafhankelijk oordeel met betrekking tot de kwaliteit van de rapportages. In totaal is er voor ongeveer €650.000 aan extra kosten gemaakt voor het groene obligatieprogramma; deze kosten worden gedekt door het reguliere budget voor de financiering van de staatsschuld en betreffen ongeveer 0,5% daarvan.

Figuur 4: Directe kosten voor het groene obligatieprogramma



In de jaren waarin een nieuw raamwerk is het personele beslag op medewerkers van het Agentschap ongeveer 2 FTE. In de jaren zonder nieuw raamwerk is dit ongeveer 1 FTE. Werkzaamheden betreffen in dat geval vooral het opstellen van de groene obligatierapportage. Ook medewerkers van (andere) directies binnen de ministeries van Financiën, Economische Zaken, Klimaat en Groene Groei, en Infrastructuur en Waterstraat leveren een bijdrage aan de rapportage. Het aanleveren van gegevens voor zowel de allocatie- als impactrapportage vergt meer, maar nog steeds beperkte inspanning. Er wordt namelijk vrijwel altijd aangesloten op reguliere werkzaamheden voor de begroting, waarbij informatie wordt opgehaald uit reeds bestaande rapportages zoals het jaarverslag van het Rijk. Dit tijdsbeslag op andere plekken dan het Agentschap wordt ingeschat op maximaal 0,25 FTE per jaar. Per FTE waren de loonkosten en overheadkosten gemiddeld €125.000 voor de periode 2019-2025, op basis van een inschaling in schaal 12.²² Dat resulteert in gemiddeld €156.000-€281.000 op jaarbasis.

²² Zie hiervoor de handleidingen overheidstarieven.

3. Goede voorbeeld geven

Dit hoofdstuk gaat in op het eerste doel van de beleidstheorie (outcome), namelijk het geven van het goede voorbeeld met betrekking tot uitgifte van en rapportage over de groene obligatie. Om dit te onderzoeken zijn beleidsdocumenten, rapportages en internationale vergelijkingen geanalyseerd, aangevuld met input uit interviews en relevante praktijkervaringen.

Bij de introductie van de groene staatsobligatie leefde de wens om als Nederlandse staat haar bijdrage te leveren aan de vergroening van het financiële systeem. Met de schulduitgifte bracht het deze wens in de praktijk. Met de introductie van de groene obligatie brengt de Rijksoverheid, binnen zijn handelingsperspectief, ook in de praktijk wat het predikt. Nederland was in 2019 één van de eerste Europese landen die een groene obligatie uitbracht. Wopke Hoekstra, minister ten tijde van de uitgifte van de eerste groene obligatie, verwees tijdens zijn hoorzitting als kandidaat-Eurocommissaris voor klimaat naar de uitgifte van de Nederlandse groene obligatie, als voorbeeld van hoe financiële instrumenten kunnen bijdragen aan duurzaamheidsdoelen.²³

Naast het goede voorbeeld van de uitgifte zelf, kan de overheid ook het goede voorbeeld geven in de kwaliteit van de groene obligatierapportages en verificatie. Overheden passen in de regel hoge standaarden toe, zoals blijkt uit Tabel 1. Dit positieve voorbeeld kan na de uitgifte van de eerste groene staatsobligatie worden gevolgd door andere marktpartijen. Onderzoek laat zien dat meer bedrijven hun groene obligatie laten verifiëren door een externe partij of door een certificering na de initiële uitgifte van een staatsobligatie.²⁴ Deze trend wordt bevestigd door analyses van de OESO naar de uitgifte van duurzame obligaties.²⁵ Van 2019 naar 2023 is het gebruik van een externe partij door bedrijven die duurzame obligaties uitgeven gestegen van 47% naar 83%, waarmee bedrijven inmiddels op een vergelijkbaar niveau zitten als overheden.

Het raamwerk en de rapportages over de Nederlandse groene obligaties zijn door verschillende partijen als kwalitatief hoogwaardig beoordeeld. Op het raamwerk, opgesteld in aanloop naar de uitgifte, is zowel een formele certificering door het *Climate Bonds Initiative* uitgevoerd als aan een externe partij verzocht een onafhankelijk oordeel te vormen over de kwaliteit. Na de uitgifte van de obligatie heeft de onafhankelijke Audit Dienst Rijk de rapportage geverifieerd en de externe partij de rapportage eveneens getoetst aan de eisen van rapportage van de *Climate Bonds Standard*. Het huidige groene obligatieraamwerk uit 2023 heeft van de externe partij (Moody's) de hoogste score gekregen.²⁶ In vergelijking met andere uitgevers van staatsschuld zijn de Nederlandse raamwerken en rapportages met een hoge score beoordeeld (Tabel 1).

Na uitgifte van de groene obligatie in 2019 heeft het Agentschap ook haar ervaringen gedeeld, zowel nationaal als internationaal. Zo zijn er presentaties verzorgd voor de Commissie Kapitaalmarkt van de AFM, voor kleinere schulduitgevers van de OECD en in ESDM-verband.²⁷ Ook heeft het Agentschap in aanloop naar de uitgifte van een groene obligatie door de Roemeense staat kennis gedeeld.

²³ [Débats du Parlement européen](#)

²⁴ [Sovereign Green Bonds: A Catalyst for Sustainable Debt Market Development?](#)

²⁵ [Global Debt Report 2024 - OECD](#)

²⁶ [Green Bond Report 2024: Second Party Opinion | english.dsta.nl](#)

²⁷ [European Sovereign Debt Markets](#)

4. Stimuleren ontwikkeling groene kapitaalmarkt

Dit hoofdstuk gaat in op het tweede doel van de beleidstheorie (outcome), namelijk de totstandkoming en verdieping van een robuuste groene kapitaalmarkt. Om dit te onderzoeken worden beleidsdocumenten, marktdata, literatuur en internationale vergelijkingen geanalyseerd, aangevuld met inzichten uit interviews en relevante praktijkervaringen.

De uitgifte van groene obligaties kan in theorie op verschillende manieren bijdragen aan de groei van de groene kapitaalmarkt. Allereerst biedt de introductie van groene staatsobligaties vermogensbeheerders en hun klanten toegang tot een veilige groene activaklasse, die tevens als benchmark kan dienen voor andere beleggingen. Dit vergroot de mogelijkheden voor investeerders om hun portefeuille te diversifiëren. De uitgifte van groene staatsobligaties zorgt op zichzelf voor de groei van de groene markt, omdat overheden grote volumes schuld op de markt brengen.²⁸ Om aantrekkelijk te zijn voor zowel uitgevers als investeerders is het van belang dat een obligatiemarkt een bepaalde minimale omvang kent.²⁹ Daarnaast kunnen overheden private schuldgevers inspireren om groene obligaties uit te geven door het goede voorbeeld te geven (hoofdstuk 3).³⁰ De uitgifte van groene staatsobligaties kan namelijk leiden tot meer bewustwording en de koopbereidheid van investeerders vergroten. Daarnaast signaleert het aan de markt dat de overheid zich committeert aan groen beleid, waardoor ook bedrijven zich gesterkt voelen in de uitgifte van groene obligaties. Tot slot kan de uitgifte van groene staatsobligaties de liquiditeit van groene bedrijfsobligaties verbeteren.³¹

Investeerders geven aan dat de introductie van de groene staatsobligatie hen heeft geholpen om klanten te overtuigen duurzaam te gaan beleggen. Zij benadrukken dat het richting klanten helpt als zij kunnen aangeven dat de Nederlandse staat ook groene obligaties heeft uitgegeven. Het heeft bijgedragen aan het normaliseren van 'groen' binnen dit marktsegment. Het is immers zo dat er voldoende aanbod van groene obligaties nodig is om aan de vraag naar groene obligaties te kunnen voldoen. Het effect hiervan is echter indirect, en lastig te observeren en kwantificeren.

4.1. Data

De Nederlandse groene kapitaalmarkt is sterk gegroeid sinds 2019 (Figuur 5). Enkele partijen hebben groene obligaties uitgegeven voordat de Nederlandse staat de markt betrad, waaronder TenneT, Alliander en ING. In 2019 was de Nederlandse staat verantwoordelijk voor meer dan de helft van de markt, met €6 miljard op een totaal van €12,4 miljard. Sindsdien heeft de private groene kapitaalmarkt zich sterk ontwikkeld in Nederland; met name sinds 2021 is er een stijging van het uitgiftevolume zichtbaar. De private markt kende een piek in het uitgiftevolume van €26,8 miljard in 2023. Het aantal uitstaande groene obligaties is ook sterk gegroeid: Eind 2019 stonden er 33 groene obligaties uit, waarna het is gestegen tot 278 per 2025.

Nederlandse bedrijven en overheden gebruiken voor een relatief groot deel van hun financiering groene obligaties.³² Eind juli 2023 bedroeg dit percentage 6%, gevolgd door Finland en Duitsland met respectievelijk 4,9% en 4,7%. Gemiddeld in de eurozone ligt het percentage op 3,5%; ruim het dubbele van het wereldwijde gemiddelde van 1,5%. Voor Nederland zijn niet-financiële bedrijven, met 17,1% groene financiering ten opzichte van hun totale financiering, de sector met het grootste aandeel groene financiering. Een goed voorbeeld hiervan is TenneT, dat in 2024 ongeveer 60% aan groene obligaties had uitstaan op een totale schuld van €32 miljard.

²⁸ [Mobilising Bond Markets for a low-carbon transition - OECD \(pagina 14\)](#)

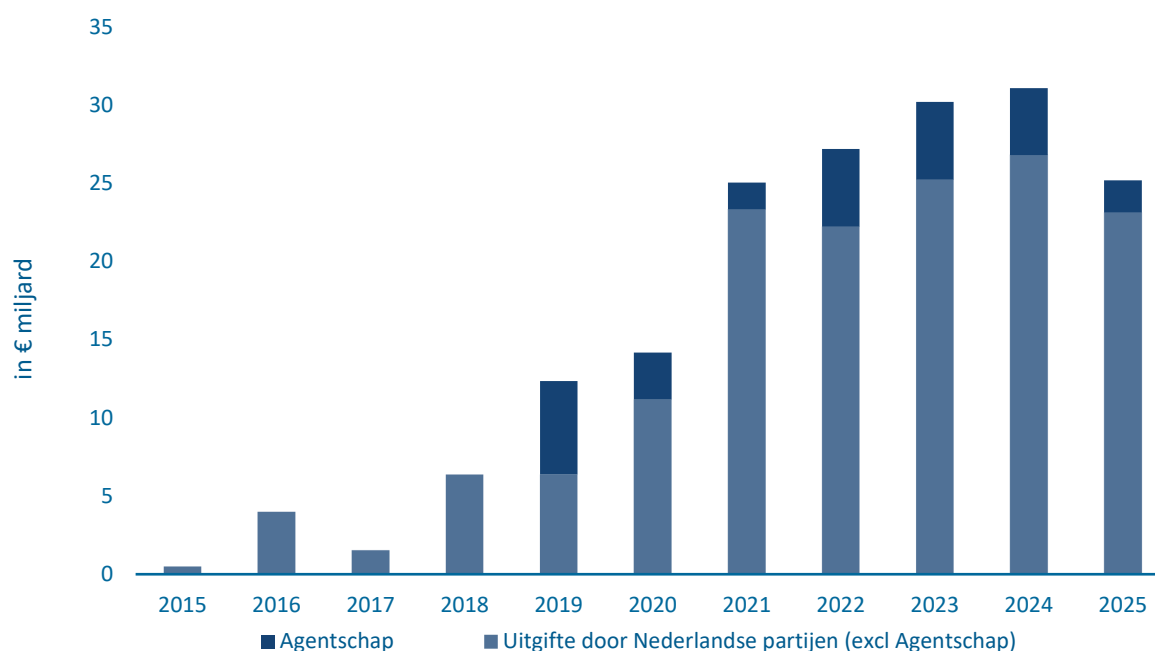
²⁹ [Size and liquidity of government bond markets](#)

³⁰ [Sovereign ESG Bond Issuance: A Guidance Note for Sovereign Debt Managers.](#)

³¹ [Do Sovereign Bonds Benefit Corporate Bonds in Emerging Markets? | The Review of Financial Studies | Oxford Academic](#)

³² [Nederland Europees koploper in uitgifte groene obligaties | De Nederlandsche Bank.](#)

Figuur 5: Uitgifte Groene Obligaties Nederlandse entiteiten



Bron: Bloomberg

4.2 Literatuur

Cheng et al. (2024) concluderen dat de initiële emissie van een groene staatsobligatie de binnenlandse markt aanjaagt.³³ Dit geldt voor zowel het aantal groene bedrijfsobligaties als het volume. Dit effect is sterker voor landen met een ambitieuzer klimaatbeleid. Na de initiële uitgifte van een groene staatsobligatie nemen de *bid-ask-spreads* op bedrijfsobligaties af met ongeveer één basispunt, een teken van verbeterde liquiditeit. Bovendien daalt de spread met 2-9 basispunten voor groene bedrijfsobligaties ten opzichte van reeds uitstaande conventionele staatsobligaties uit hetzelfde land. Echter, vergelijkbare effecten worden voor de liquiditeit en rentes niet teruggevonden bij opvolgende uitgiftes van groene obligaties. Na de eerste groene staatsobligatie neemt het aandeel groene bedrijfsobligaties met een positieve *second party opinion* toe. Dit duidt op kwaliteitsverbetering in de markt. De bevindingen van deze onderzoekers geven empirisch bewijs dat een groene staatsobligatie als een benchmark dient voor groene bedrijfsobligaties, wat een positieve werking heeft op de ontwikkeling van de brede groene kapitaalmarkt.

Kim et al. (2025) laten voor de Aziatische markt zien dat de introductie van groene staatsobligaties leidt tot lagere rentes en verbeterde liquiditeit van groene bedrijfsschuld.³⁴ De uitgifte van duurzame bedrijfsobligaties neemt toe na de initiële uitgifte door de overheid, waarbij meer uiteenlopende schulduitgevers de markt betreden. Daarnaast neemt de kapitaalinstroom in ESG-beleggingsfondsen toe, wat wijst op een sterkere vraag naar duurzame activa. De bevindingen benadrukken de stimulerende rol van de uitgifte van groene obligaties door overheden bij het opschalen van private groene schulduitgifte.

Het IMF concludeerde in 2022 tevens dat de toetreding van overheden op groene obligatiemarkten leidde tot een grotere uitgifte van private groene staatsobligaties.³⁵ Ook wordt gesteld dat overheden niet alleen als aanjager van het marktvolume fungeren, maar dat ze daarnaast een positieve impact hebben op de kwaliteit van raamwerken en rapportages. Alle bestudeerde landen werkten volgens hen met hoogwaardige raamwerken, en de rapportages werden stevast begeleid door een *second party opinion*.

³³ [Sovereign Green Bonds: A Catalyst for Sustainable Debt Market Development?](#)

³⁴ [How Sovereign Sustainable Bond Issuance Shakes Up the Corporate Sustainable Bond Market?: Evidence From Asian Markets - Kim - Asian Economic Policy Review](#)

³⁵ [Scaling up private climate finance in emerging market and developing economies: challenges and opportunities - IMF](#)

De OESO vindt beperkt bewijs dat een duurzame kapitaalmarkt is ontwikkeld of ondersteund door uitgifte van duurzame staatsobligaties.³⁶ Zo geeft het rapport aan dat de omvang van de private groene kapitaalmarkt niet per se beïnvloed is door de uitgifte van duurzame staatsobligaties. In veel landen is de markt voor duurzame bedrijfsobligaties niet gestart door overheidsuitgaves; meestal volgde de staat pas nadat de private sector al actief was. Daarnaast leidt de introductie van een groene staatsobligatie soms tot een korte piek in bedrijfsuitgaves, maar volgens de auteurs is er geen blijvend effect zichtbaar op de groei van de private markt.

³⁶ [Global Debt Report 2024 - OECD](#)

5. Meer risicodragend kapitaal

Dit hoofdstuk gaat in op de ambitie uit de beleidstheorie (outcome) die later is toegevoegd naar aanleiding van Kamervragen, namelijk het vrijmaken van meer risicodragend kapitaal. Om dit te onderzoeken wordt marktdata geanalyseerd, aangevuld met inzichten uit interviews, literatuur, en relevante praktijkervaringen.

Reboredo et al. (2022) concluderen dat groene obligaties ingezet kunnen worden om het risicoprofiel van Europese portefeuilles met koolstofarme investeringen te verlagen.³⁷ Zij wijzen hierbij op de tegengestelde prijsbewegingen tussen Europese groene obligaties en Europese koolstofarme aandelen, waardoor risico's op deze investeringen afgedekt (gehedged) kunnen worden. Groene obligaties fungeren zo als een risico afdekking binnen de beleggingsportefeuille. Experts geven daarnaast aan dat minder kredietwaardige schulduitgevers vanwege groene staatsobligaties aangespoord kunnen worden om zelf groene obligaties uit te geven.

De groene obligaties lijken beperkt onderdeel te zijn van omvangrijke groene investeringsfondsen met een hoger risicoprofiel, hoewel dit moeilijk waar te nemen is door beperkte data. Voor 9,5% van de totaal uitstaande groene schuld is de eigenaar bekend op portfolio niveau in Bloomberg. Dit betreffen voornamelijk geldmarktfondsen en *Exchange Traded Funds* (ETFs). De meerderheid van deze fondsen belegt specifiek in staatsobligaties of hoogwaardige bedrijfsobligaties, zoals het 'ALM Souverains Euro ISR' fonds van AG2R La Mondiale met 1,68% van de DSL 2044. Daarnaast zijn de groene obligaties opgenomen in brede marktbenchmarks, waardoor beleggers hierin investeren zonder een expliciete keuze voor groen te maken. Een aantal fondsen belegt specifiek in activa met een duurzaam karakter, zoals het 'Amundi Euro Government Tilted Green Bond Fund' met 0,58% van de DSL 2044 en 0,40% van de DSL 2040. Geen of weinig van deze fondsen investeert direct in risicovolle groene activiteiten. Het is daarmee lastig om vast te stellen dat de opname van de groene obligatie in deze investeringsfondsen direct leidt tot het katalyseren van meer risicodragend kapitaal.

Gesprekken met externe experts (waaronder investeerders) bevestigen dit beeld: het is onwaarschijnlijk dat het opnemen van groene staatsobligaties leidt tot een substantiële toename van (meer) risicovolle investeringen. Vaak wordt bij obligaties het onderscheid gemaakt in *investment grade* (kredietcores van AAA tot BBB-) en *high yield* (lagere kredietcores). Portefeuilles worden dus vaak beoordeeld op hun minimum- of maximumrisicoprofiel, niet op een gemiddelde van veilig en risicovol. Hierdoor is het onwaarschijnlijk dat veilige obligaties een katalysator zijn voor meer risicovolle leningen. Het aanschaffen van groene staatsobligaties vervangt in dat geval andere laagrisico posities, waardoor er geen extra risicovol budget vrijkomt om meer risicovolle investeringen te doen.

In sommige gevallen zijn de groene staatsobligaties wel onderdeel van investeringsfondsen met een hoger risicoprofiel. Een voorbeeld hiervan is het Triodos Impact Mixed Fund, dat investeert in zowel risicovolle aandelen, zoals een zonnepanelenfabrikant en een bedrijf dat gespecialiseerd is in wateroplossingen, als groene staatsobligaties met een hoge kredietwaardigheid.³⁸ Hoewel dit soort investeringsfondsen ook beleggen in Nederlandse groene staatsobligaties, is hun gezamenlijke aandeel in het uitstaande volume van deze obligaties waarschijnlijk beperkt.

³⁷ [Do green bonds de-risk investment in low-carbon stocks? - ScienceDirect](#)

³⁸ [Fund information for private investors in the Netherlands](#)

6. Greenium

Dit hoofdstuk behandelt de randvoorwaarde dat de uitgifte van groene obligaties niet mag leiden tot een financieringsnadeel ten opzichte van reguliere obligaties. Daarnaast wordt onderzocht of er sprake is van een mogelijk financieringsvoordeel, zoals benoemd als positief neveneffect in de beleidstheorie. Daartoe wordt academische literatuur geanalyseerd en een data-analyse uitgevoerd op basis van marktinformatie. De uitkomsten worden aangevuld en gevalideerd met inzichten uit interviews en relevante praktijkervaringen.

De greenium, ofwel green premium, wordt gedefinieerd als het renteverskil tussen een groene obligatie en een conventionele obligatie met dezelfde kenmerken in looptijd, coupon en liquiditeit.³⁹ Er zijn, in theorie, verschillende verklaringen waarom groene obligaties tegen een andere rente kunnen worden verhandeld dan gewone obligaties. Ten eerste zien beleggers groene obligaties vaak als minder risicovol. De gedachte is dat het geld wordt ingezet voor duurzame projecten, die positief bijdragen aan het imago en de langetermijnstrategie van de uitgevende partij. Dit kan het risico voor beleggers verlagen, waardoor ze een lager rendement accepteren. Ten tweede kan er (tijdelijk) meer vraag zijn naar groene obligaties. De interesse in duurzame beleggingen is de afgelopen jaren gegroeid, en sommige fondsen zijn zelfs verplicht om hierin te investeren. Hierdoor ontstaat extra vraag naar groene obligaties, wat de prijs opdrijft en het rendement drukt. Ten derde kan het aanbod in groene obligaties beperkt zijn; niet alle uitgevers bieden groene obligaties aan. Tot slot kunnen beleggers bewust kiezen voor duurzame impact, ook als dat een lager rendement betekent. Zij erkennen de extra operationele- en administratieve lasten van groene obligaties, en zijn bereid een *greenium* te betalen vanwege de maatschappelijke waarde van hun investering.

6.1 Literatuur

Een aantal onderzoeken vinden een *greenium* voor staatsobligaties van enkele tot zestien basispunten. Ando et al. (2024) onderzochten de *greenium* voor overheidsobligaties met zowel het *twin bond* systeem als een panel regressie.⁴⁰ Zij stelden een *greenium* van ongeveer vier basispunten vast voor ontwikkelde economieën en tien basispunten voor opkomende economieën. Pietsch en Salakhova (2022) vinden ook een *greenium* die volgens hen stijgt naarmate de groene obligatie een positieve externe review heeft of wordt uitgegeven door een geloofwaardige groene entiteit.⁴¹ Voor Nederland wordt de *greenium* geschat op 1,4 basispunten. Grzegorzcyk en Wolff (2022) vinden een *greenium* voor Europese staatsobligaties; voor Nederland betreft het acht basispunten, voor Spanje zelfs zestien basispunten.⁴² Ze geven aan dat beleggers bereid lijken te zijn om lagere rendementen te accepteren om hun portefeuilles te diversifiëren met groene beleggingen, ondanks de kleinere en minder liquide markt. Een andere studie toont aan dat de *greenium* hoger is voor landen met een lagere kredietwaardigheid en bij een grotere blootstelling aan klimaatrisico's.⁴³

Sommige onderzoeken vinden geen bewijs voor het bestaan van een *greenium*. Tomczak (2024) schrijft dat het rendement voor groene staatsobligaties voornamelijk wordt beïnvloed door dezelfde factoren als het rendement van conventionele staatsobligaties, zoals economische vooruitzichten en het rendement op reguliere staatsobligaties.⁴⁴ Een ouder artikel van Larcker en Watts (2020) concludeert dat er geen *greenium* bestaat op de markt voor gemeentelijke obligaties in de VS.⁴⁵

6.2 Data-analyse

Uit een data-analyse komt geen eenduidig beeld naar voren over een mogelijke *greenium* voor de Nederlandse groene staatsobligaties (Figuur 6). Deze figuur geeft een rentecurve-analyse, waarbij de groene obligaties worden geplaatst op een referentiecure om verschillen in

³⁹ [Climate and debt, Bolton, P. et al. \(2022\)](#)

⁴⁰ [How Large is the Sovereign Greenium?](#)

⁴¹ [Pricing of Green Bonds: Drivers and Dynamics of the Greenium](#)

⁴² [EconStor: Greeniums in sovereign bond markets](#)

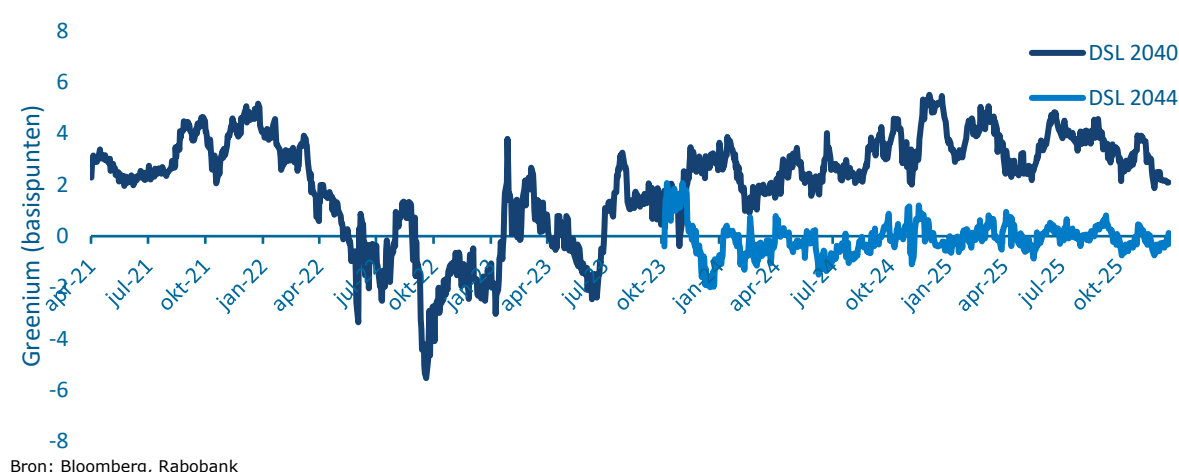
⁴³ [The Sovereign Greenium: Big Promise but Small Price Effect](#)

⁴⁴ [Sovereign Green Bond Market: Drivers of Yields and Liquidity](#)

⁴⁵ [Where's the greenium? - ScienceDirect](#)

rendement inzichtelijk te maken. Dit is een analyse om de *greenium* in de secundaire markt te bepalen. Hierbij wordt een theoretische 'Z-waarde' berekend door middel van interpolatie van omliggende punten.⁴⁶ Vervolgens wordt deze theoretische waarde vergeleken met de daadwerkelijke Z-waarde. Hieruit kan een financieringsvoordeel duidelijk worden. Voor de DSL 2040 is dit voordeel vanaf augustus 2023 zichtbaar. Vóór 2023 was de waarde soms ook negatief, wat juist een indicatie geeft dat deze obligatie met een relatief hogere rente handelde. Naast het groene label kent deze obligatie een hoge convexiteit en veel investeerdersvraag. Voor de DSL 2044 is er geen duidelijk bewijs voor het bestaan van een financieringsvoordeel. Over de gehele periode is het financieringsvoordeel gemiddeld twee basispunten voor de DSL 2040, en nul basispunten voor de DSL 2044. Dit financieringsvoordeel is een indicatie voor mogelijk *greenium*. De gebruikte methode kan verstoord worden door een aantal factoren. Zo zijn de omliggende punten van de groene obligaties oude, *off-the-run*, leningen. Deze zijn vaak minder liquide en meer gevoelig voor schokken in de markt of heropeningen, wat de interpolatie kan verstoren. Daarnaast speelt de liquiditeit van de groene obligaties zelf ook een rol. De obligatie met looptijd tot en met 2040 heeft minder vrije verhandelbare stukken en is daardoor relatief hoger geprijsd. Tot slot spelen aannames over de vorm van de rentecurve een rol, en liggen de referentieobligaties relatief ver uit elkaar.

Figuur 6: inschatting renteverskil voor Nederlandse groene staatsobligaties



Tijdens veilingen treedt er waarschijnlijk geen financieringsnadeel op ten opzichte van reguliere obligaties. De financieringslasten voor de staat worden bepaald in veilingen. Dit is de primaire markt. Tijdens deze veilingen kan een potentieel financieringsvoordeel worden waargenomen wanneer investeerders bereid zijn een lagere rente te accepteren dan de marktrente. Veilinganalyses laten zien dat investeerders bij elke veiling een lagere rente hebben geaccepteerd ten opzichte van de rente op de secundaire markt, in lijn met veilingen van conventionele obligaties. Bij deze methode is het lastig om een *greenium* te isoleren. Bij tapveilingen wordt er namelijk ook een optionaliteit verkocht, de *non-comp optie*. Deze optie heeft een waarde en Primary Dealers zijn bereid hiervoor een lagere rente te accepteren. Dit geldt echter ook voor deze optie bij veilingen van conventionele obligaties. Daarnaast kan de overbieding voor de veiling hoger of lager uitvallen door marktbewegingen en vraag en aanbod. Daarom valt er op basis van deze informatie geen conclusie te trekken over de aanwezigheid van een *greenium* bij primaire uitgifte. Het geeft wel een indicatie dat er geen financieringsnadeel optreedt ten opzichte van reguliere obligaties tijdens veilingen.

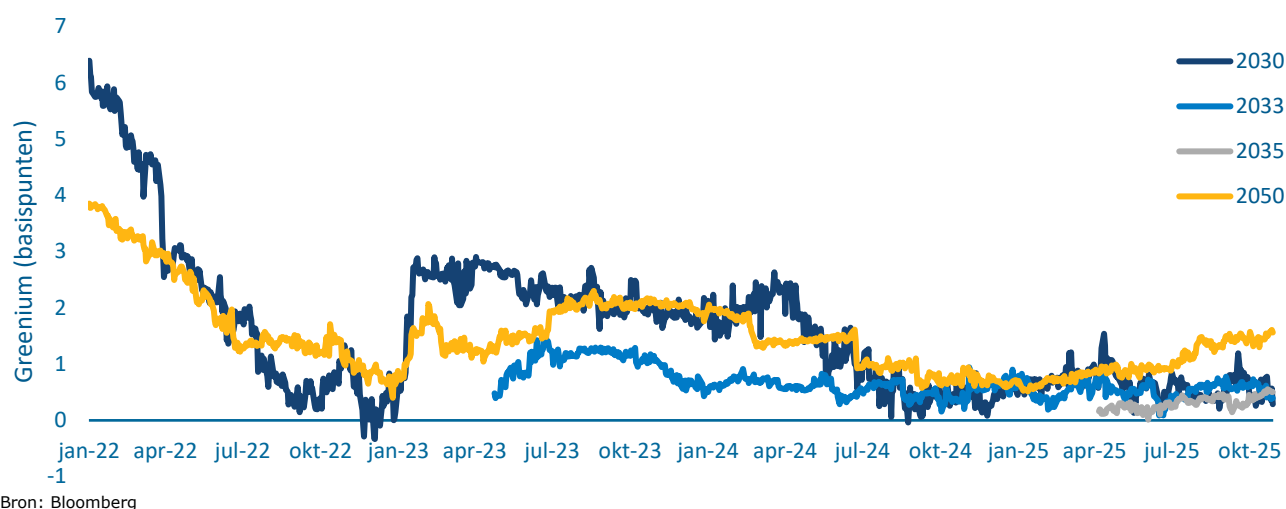
Bij Denemarken en Duitsland is een positieve *greenium* in de secundaire markt van enkele basispunten direct te observeren, vanwege hun *twin bond* systeem.⁴⁷ In een *twin bond* systeem worden een groene en grijze obligatie met dezelfde looptijd en coupon aan elkaar gekoppeld. Hierdoor geeft het prijsverschil direct inzicht in het bestaan en de omvang van een *greenium*. Het enige verschil is dat voor de groene obligatie meestal een lager uitgiftevolume geldt. Doordat de groene obligatie direct ingeruild kan worden voor de conventionele obligatie, zouden deze niet verschillen in liquiditeit. In figuur 7 is voor vier Duitse obligaties de *greenium* weergegeven sinds 2022. Deze *greenium* lijkt af te nemen over de tijd. Opvallend is dat de obligatie met de langste

⁴⁶ De z-waarde (of z-spread, zero-volatility spread) van een obligatie is een maatstaf die aangeeft hoeveel extra rendement (spread) een belegger ontvangt bovenop het rendement van een risicovrije rentevoet (meestal de zero-coupon yield curve van staatsobligaties), om het risico van de obligatie te compenseren.

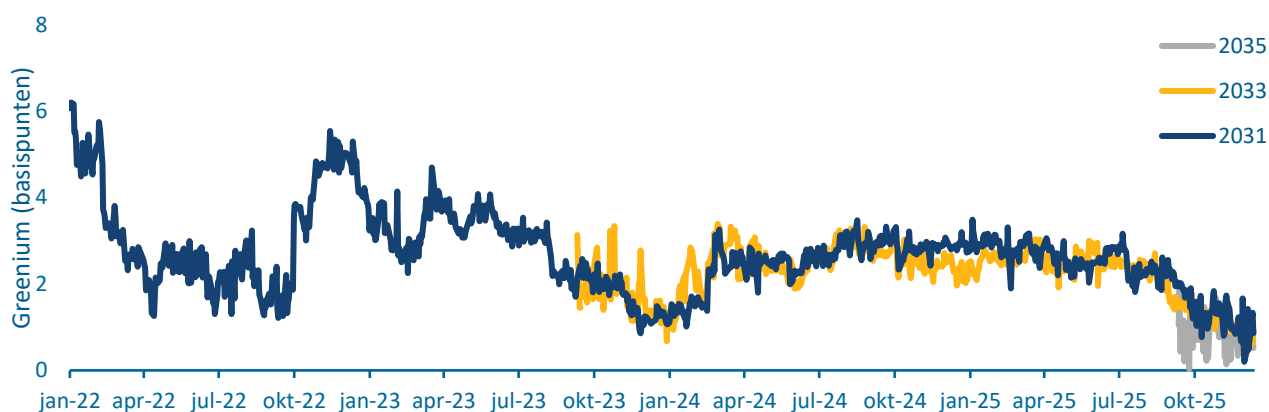
⁴⁷ Green bonds

looptijd tot 2050 over het algemeen de hoogste *greenium* kent, met gemiddeld 1,5 basispunten. De *greenium* was in de bestudeerde periode gemiddeld 2,4 basispunten voor de voor Duitse obligatie met een looptijd tot en met 2030, 0,7 voor de 2033 en 0,3 voor de 2035. Deense *twin bonds* hebben ook een *greenium*, die fluctueert tussen de 1 en 3 basispunten (Figuur 8). Gemiddeld gezien was de *greenium* 1 basispunt voor de Deense obligatie met een looptijd tot en met 2035, 2,3 basispunten voor de 2033 en 2,7 basispunten voor de 2031. Doordat Duitsland en Denemarken dezelfde kredietwaardigheid genieten als Nederland (AAA) kunnen hun resultaten als referentie dienen. Een kanttekening is dat de Deense schuld wordt uitgegeven in Deense kronen, en dat de meest recente Deense obligatie is uitgegeven onder de 'groenere' EU Green Bond Standard. Daarnaast kennen de groene obligaties van Duitsland en Denemarken geen liquiditeitsbeperkingen, omdat er gewisseld kan worden naar de grijze equivalent. Dit twin bond systeem impliceert daarmee een theoretisch minimum aan de onderkant van de *greenium* (namelijk 0 basispunten), wat deze landen minder goed vergelijkbaar maakt met landen zonder dit systeem.

Figuur 7: *Greenium* voor Duitse Twin Bonds



Figuur 8: *Greenium* voor Deense Twin Bonds



7. Overige randvoorwaarden en neveneffecten

Dit hoofdstuk onderzoekt de randvoorwaarden en neveneffecten van het groene obligatieprogramma, zoals budgetflexibiliteit, rapportagelasten, kosten en de samenstelling van investeerders. Om dit te onderzoeken zijn facturen, beleidsdocumenten, rapportages en internationale vergelijkingen geanalyseerd, aangevuld met input uit interviews en relevante praktijkervaringen.

7.1 Geen beperking budgetflexibiliteit

Het groene obligatieprogramma heeft niet geleid tot een beperking van de budgetflexibiliteit. In het groene obligatieraamwerk staan uitgaven van de Rijksbegroting waar opgehaalde middelen van de groene obligatie aan kunnen worden gealloceerd (kwalificerende uitgaven). Sinds de start in 2019 zijn de opgehaalde middelen in een jaar namelijk altijd gealloceerd aan hetzelfde of het voorgaande jaar. Hiermee heeft er geen allocatie plaatsgevonden aan toekomstige jaren, waardoor de budgetflexibiliteit voor toekomstige jaren niet is beperkt. Bovendien bevatten de groene obligatieraamwerken altijd voldoende in aanmerking komende groene uitgaven. Over de afgelopen zes jaar werd gemiddeld 54% van de beschikbare middelen gebruikt voor allocatie (Tabel 2). Hierdoor is er voldoende ruimte om lagere uitgaven dan voorzien op een begrotingspost op te vangen met uitgaven op een andere post. Dit laat zien dat er bewust ruimte is ingebouwd en dat het niet het doel was om alle groene uitgaven volledig te alloceren, zodat flexibiliteit behouden blijft bij afnames in uitgaven op specifieke posten.

Tabel 2: Allocatiepercentage per rapportage sinds start groene obligatieprogramma

JAREN	KWALIFICERENDE UITGAVEN (€ MILJARDEN)	ALLOCATIE (€ MILJARDEN)	ALLOCATIE (%)
2018-2019	6,885	5,985	87%
2019-2020	6,826	3,008	44%
2020-2021	7,098	1,715	24%
2021-2022	7,545	4,982	66%
2022-2023	7,684	4,981	65%
2023-2024	10,576	4,272	40%
Totaal	46,614	24,943	54%

7.2 Beheersbare rapportagelasten

De rapportagelasten van het groene obligatieprogramma zijn beperkt in termen van personele inzet. Jaarlijks coördineert het Agentschap het opstellen en publiceren van de groene obligatierapportage. Zowel voor de allocatie- als impactrapportage wordt informatie opgevraagd bij andere directies van het ministerie van Financiën en bij de ministeries van Economische Zaken, Klimaat en Groene Groei, en Infrastructuur en Waterstaat. In paragraaf 2.4 is beschreven dat het capaciteitsbeslag hiervan beperkt is. Voor de allocatierapportage kan volledig worden aangesloten bij de werkzaamheden voor het jaarverslag van het Rijk. Voor de impactrapportage wordt daarnaast vooral geput uit reeds voorhanden zijnde informatie van ministeries. In sommige gevallen leidt de rapportage tot een beperkte hoeveelheid additionele berekeningen. Het Agentschap schrijft het grootste deel van de rapportage en verzorgt de opmaak en publicatie. Andere directies en ministeries leveren hiervoor ook teksten aan. Aangezien de uitgavencategorieën van jaar tot jaar niet veel verschillen, wordt jaarlijks ook voortgeborduurd op de rapportage van het voorgaande jaar. Hierdoor blijven extra inspanningen in een jaar beperkt tot innovaties in de rapportage.

7.3 Beperkte kosten

De kosten van het groene programma betroffen in totaal ongeveer €2 miljoen voor de periode 2019-2024 (hoofdstuk 2.4). Hierin zijn zowel de kosten voor personeel als overige kosten opgenomen.

7.4 Neveneffecten

Met groene obligaties wordt een andere groep investeerders aangetrokken dan bij conventionele obligaties, wat kan bijdragen aan een bredere investeerdersbasis. De OESO laat zien dat pensioenfondsen en verzekeraars een dubbel zo groot aandeel hebben in Franse, Italiaanse en Duitse duurzame staatsobligaties dan in vergelijkbare conventionele obligaties.⁴⁸ Het aandeel van hedge funds, centrale banken en andere publieke entiteiten in duurzame obligaties is de helft van hun aandeel in vergelijkbare conventionele stukken. De meeste centrale banken van de G7-landen hebben in hun aankoopprogramma's geen duurzame obligaties gekocht. Asset managers en banken hebben een vergelijkbaar aandeel in beide typen obligaties. Tegelijkertijd zijn er maar kleine verschillen in de geografische spreiding van investeerders. Uit onderzoek van DNB blijkt dat vooral Europese pensioenfondsen en beleggingsfondsen een sterke en structurele voorkeur tonen voor groene obligaties, terwijl banken en verzekeraars juist minder vaak in deze obligaties beleggen.⁴⁹ Hetzelfde onderzoek suggereert dat de vraag van deze institutionele beleggers bovendien relatief prijsinelastisch blijkt, wat betekent dat zij minder snel reageren op veranderingen in de rente. Daarmee dragen ze bij aan een stabielere investeerdersbasis. De Nederlandse groene obligaties zijn onderdeel van groene beleggingsfondsen waarbij een nieuwe groep investeerders wordt aangesproken, zoals blijkt uit de analyse voor Hoofdstuk 5.

Investeerders en analisten geven aan dat groene obligaties een andere groep beleggers en/of nieuwe middelen kunnen aanspreken dan reguliere obligaties. Deze partijen geven aan dat beleggingsfondsen in Nederlandse groene staatsobligaties beleggen dankzij de uitgifte van groene staatsobligaties, ook al blijft de groep investeerders op instellingsniveau volgens hen soms onveranderd. Dit beeld wordt ook bevestigd door data uit Bloomberg, waaruit blijkt dat fondsen met een duurzaam karakter specifiek in de twee groene DSL's beleggen (hoofdstuk 5). Een investeerder geeft aan dat zij minimaal 10% groene obligaties in hun portefeuille aanhouden, terwijl een andere investeerder aangeeft dat dit percentage voor hun portefeuille 100% bedraagt. Zonder de uitgifte van groene obligaties zouden deze middelen waarschijnlijk elders zijn belegd. Een andere PD geeft aan dat de groep investeerders waarschijnlijk grotendeels onveranderd blijft, maar dat wel te zien valt dat de inlegsommen per investeerder bij veilingen hoger waren voor de groene DSL's. Tot slot geven verschillende DMO's aan dat ze een bredere investeerdersbasis expliciet als doelstelling hebben opgenomen voor hun groene obligatieprogramma.⁵⁰

In veilingen van groene obligaties lijkt er tevens een grotere vraag te zijn dan bij veilingen van conventionele obligaties. Voor de periode 2020 tot en met juni 2023 is de *bid-to-cover* ratio voor nieuwe groene EUR-obligaties hoger in vergelijking met conventionele obligaties (Figuur 9).⁵¹ Voor groene obligaties ligt deze ratio gemiddeld op 3,6, in vergelijking met 2,8 voor conventionele obligaties. Voor de veilingen van Nederlandse obligaties in de periode 2019-2024 is de *bid-to-cover* ratio van conventionele obligaties met een looptijd langer dan 10 jaar iets lager (3,15) dan van vergelijkbare groene obligaties (3,33).⁵²

⁴⁸ Global Debt Report 2024 - OECD.

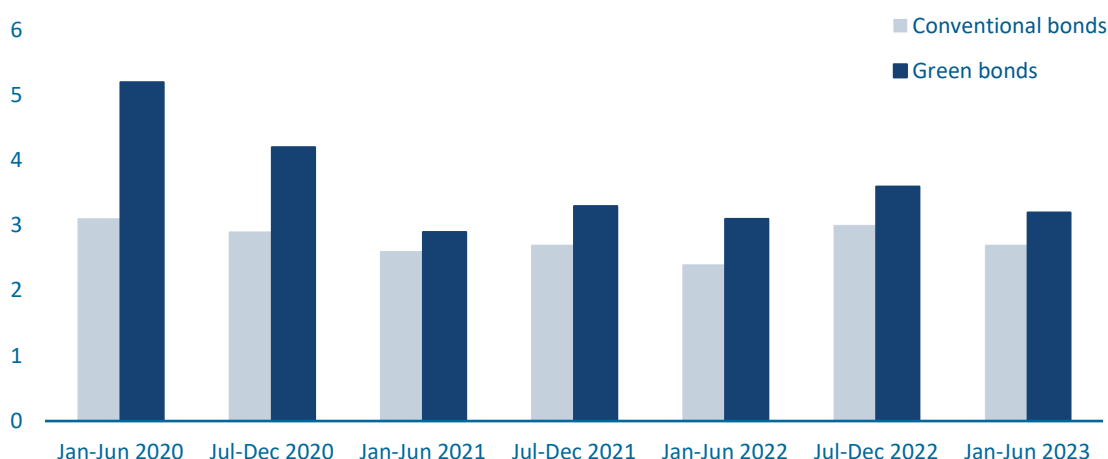
⁴⁹ Preferred habitat investors in the green bond market

⁵⁰ Global debt report 2024 - OECD

⁵¹ Global debt report 2024 - OECD.

⁵² Houd er rekening mee dat verschillen in toewijzingen en de samenstelling van deelnemers aan individuele veilingen de uitkomsten kunnen vertekenen. De veiling van de 30-jaarsobligatie van september 2025 is hier uit gelaten, omdat de *bid-to-cover* boven de 6 was en daarmee een uitschieter was ten opzichte van gangbare ratio's uit het recente verleden.

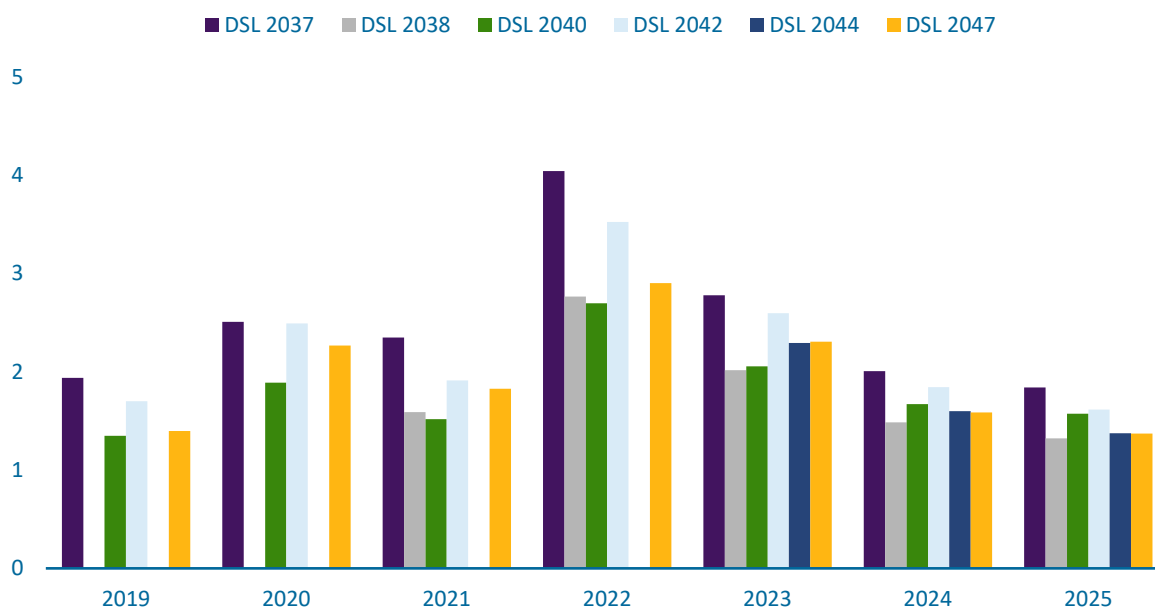
Figuur 9: *Bid-to-cover* ratio conventionele en groene EUR-obligaties 2020-2023



Bron: OESO

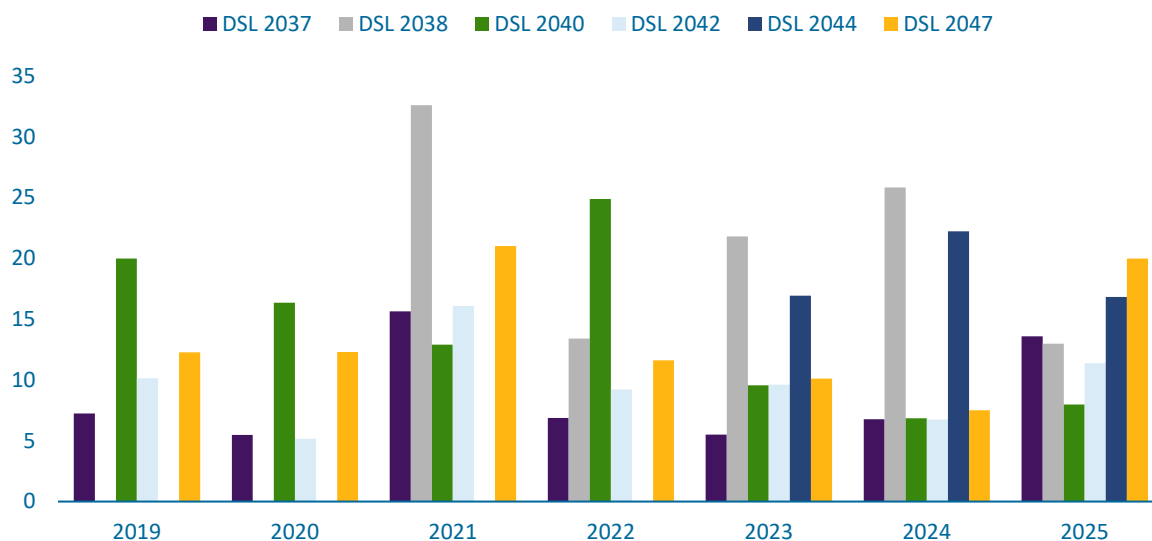
Groene obligaties worden verhandeld tegen vergelijkbare *bid-ask spreads* als reguliere obligaties en het handelsvolume is vergelijkbaar, wat erop wijst dat de liquiditeit vergelijkbaar is. De *bid-ask spreads* van de groene obligaties (DSL 2040 & DSL 2044) zijn over het algemeen iets hoger dan de reguliere obligaties met een kortere looptijd, en iets lager dan obligaties met een langere looptijd (Figuur 10). Dit is verklaarbaar aangezien obligaties met een langere looptijd doorgaans minder liquide zijn. Na 2022 loopt de *bid-ask spread* van de DSL 2040 relatief wat op ten opzichte van andere obligaties. Dit hangt vermoedelijk samen met het feit dat de laatste tapveiling in 2022 plaatsvond, waardoor de handelsactiviteit in deze obligatie is afgenomen. Het handelsvolume van de groene obligaties wijkt niet af van de omliggende obligaties (Figuur 11). Het handelsvolume van de DSL 2044 is relatief hoger in de meest recente jaren, omdat er relatief veel veilingen zijn geweest. Het handelsvolume van de DSL 2040 is juist hoger in eerdere jaren omdat toen meer veilingen plaatsvonden. Rondom veilingen vindt er meestal meer handel plaats op de secundaire markt.

Figuur 10: *Bid-ask spreads* (jaarlijks gemiddelde in basispunten) voor groene en omliggende Nederlandse staatsobligaties



Bron: Agentschap

Figuur 11: Jaarlijks handelsvolume voor groene en omliggende Nederlandse staatsobligaties (in miljarden €)



Bron: Agentschap

In theorie kan de introductie van een groene obligaties leiden tot verminderde vraag naar reguliere obligaties met een vergelijkbare looptijd, maar hiervan zijn tot op heden geen signalen ontvangen. Het risico bestaat dat beleggers met een voorkeur voor groene obligaties overstappen van reguliere naar groene obligaties, waardoor de vraag naar omliggende reguliere obligaties afneemt en prijsverschillen kunnen ontstaan. Het feit dat er tot op heden geen duidelijk effect meetbaar is, kan ofwel komen doordat het effect er niet is ofwel doordat het effect niet te isoleren valt. Momenteel zijn de reguliere obligaties met de meest vergelijkbare looptijd twee jaar korter en langer. Dit beperkt directe concurrentie. Bij het uitgeven van nieuwe groene obligaties blijft het wel belangrijk dit mogelijke neveneffect te monitoren.

8. Doeltreffendheid en doelmatigheid

Onderzoeksvragen

- 4. Is de uitgifte van groene obligaties doeltreffend geweest?
- 5. Is de uitgifte van groene obligaties doelmatig geweest?
- 6. Zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?

8.1 Beoordeling van de doeltreffendheid

Het geven van het goede voorbeeld is doeltreffend. Door de introductie van de groene staatsobligatie heeft de overheid haar duurzaamheidsambities succesvol in de praktijk gebracht. Het raamwerk en de rapportages zijn op hoog niveau gecertificeerd door onafhankelijke partijen als Moody's. Deze hoge standaard heeft een positief effect op de markt; bedrijven en overheden volgen het voorbeeld, laten hun groene obligaties vaker extern toetsen en stellen strengere rapportage-eisen, zoals blijkt uit OESO-onderzoek en interviews. Dankzij het groene obligatieprogramma vervult de staat een succesvolle signaalfunctie en is de reputatie van Nederland als internationaal voorbeeld bij groene financiering versterkt.

Het beleid om de ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt te stimuleren via de uitgifte van groene staatsobligaties is doeltreffend, al zijn er enkele kanttekeningen. Marktdata tonen sinds 2019 een overtuigende groei van het uitgiftevolume van groene obligaties in Nederland. Interviews bevestigen dat investeerders en andere schulduitgevers de staatsuitgifte als belangrijk ervaren richting de markt. Tevens laat academisch onderzoek zien dat de initiële uitgifte bijdraagt aan groei, professionalisering en liquiditeit van de private groene kapitaalmarkt. Toch blijft het effect deels indirect en soms lastig te kwantificeren, aangezien de private markt soms al voorlop en sommige landen, die geen groene obligaties uitgeven, ook een groei van de private kapitaalmarkt kennen. Mede daarom concludeert de OESO dat structurele effecten niet geheel zijn toe te schrijven aan overheidsbeleid. Desondanks geven zowel investeerders als Primary Dealers aan de rol van de Nederlandse staat als ondersteunend en aanjagend te ervaren voor de groene kapitaalmarkt.

Voor het vrijmaken van meer risicodragend kapitaal via groene staatsobligaties geldt dat dit vooralsnog niet doeltreffend lijkt: het is lastig om een causaal effect vast te stellen. Analyse van marktdata en interviews laten zien dat groene staatsobligaties vooral terechtkomen in portefeuilles met een laag risicoprofiel, zoals geldmarkt- en *investment grade* fondsen. Het is daarmee onduidelijk of deze beleggingen leiden tot extra investeringen in risicovollere groene projecten. Hoewel enkele investeringsfondsen met een gemengd profiel, zoals het Triodos Impact Mixed Fund, ook in risicovolle activa beleggen, is hun aandeel beperkt. Er zijn op dit moment weinig aanwijzingen voor een verschuiving van kapitaal naar hoger risico door de uitgifte van groene staatsobligaties. Definitieve conclusies zijn echter lastig te trekken vanwege beperkte data.

Aan de randvoorwaarden uit de beleidstheorie voor het groene obligatieprogramma is voldaan. Allereerst zijn er geen signalen dat er een financieringsnadeel optreedt; de rentelasten voor groene obligaties zijn naar alle waarschijnlijkheid ten minste vergelijkbaar met die van reguliere obligaties. Daarnaast is de budgetflexibiliteit niet beperkt, jaarlijks zijn er namelijk genoeg in aanmerking komende groene uitgaven gevonden om de opgehaalde middelen volledig te kunnen alloceren. Ten slotte zijn de rapportagelasten en overige kosten beheersbaar gebleven, doordat voor rapportage en uitvoering grotendeels kon worden aangesloten bij bestaande processen en de benodigde extra inzet en uitgaven beperkt bleven. Daarmee zijn de operationele, budgettaire en administratieve randvoorwaarden van het programma in de praktijk geborgd.

8.2 Beoordeling van de doelmatigheid

Het groene obligatieprogramma is doelmatig geweest. De kosten voor de inzet van personeel en overige kosten zijn beperkt met jaarlijks maximaal €600.000. Bovendien zijn de kosten in de helft van de jaren lager met €200.000. Met deze beperkte kosten zijn twee van de drie beleidsdoelen behaald.

Het is zelfs waarschijnlijk dat de totale kosten voor het Rijk met het groene obligatieprogramma per saldo lager zijn dan zonder het programma. Tegenover de additionele kosten staan namelijk waarschijnlijk lagere rentekosten (*greenium*) op het deel van de staatsschuld dat met groene obligaties is gefinancierd. De bovenkant van de bandbreedte voor jaarlijkse kosten is €600.000 aan personele en overige kosten. Ten opzichte van het uitstaande volume van €27 miljard is dat 0.22 basispunten (ofwel 0.0022%). Het rentevoordeel is niet eenduidig vast te leggen, maar ligt op basis van de analyses in hoofdstuk 6 over het algemeen (ruim) boven deze waarde. In veel gevallen zal het daarmee een positief effect hebben op de rentekosten relatief ten opzichte van de situatie dat geen groene obligaties zouden zijn uitgegeven. Een verdere toename van het uitstaande volume zal de kosten relatief verlagen mits de jaarlijkse kosten niet verder toenemen.

8.3 Neveneffecten

De bevindingen wijzen erop dat de uitgifte van groene obligaties bijdraagt aan het aantrekken van een bredere (en meer duurzame) investeerdersbasis. Naast het feit dat bestaande institutionele beleggers hun participatie uitbreiden naar groene staatsobligaties, zoals onderbouwd door Bloomberg-data, veilingresultaten en uitspraken van investeerders en analisten, blijkt dit ook uit onderzoek van onder andere de OECD en DNB. Daarbij geven een aantal investeerders aan dat zij zichzelf een minimumeis opleggen ten aanzien van groene investeringen, waardoor middelen, die anders mogelijk buiten Nederlandse staatsobligaties zouden zijn belegd, nu aantoonbaar richting groene DSL's vloeien. Daarnaast nemen verschillende DMO's expliciet de verbreding van hun investeerdersbasis op als doelstelling van hun groene obligatiebeleid.

De liquiditeit van groene obligaties is vergelijkbaar met reguliere obligaties. Van de 2040 en 2044, kent de 2044 de grootste handelsvolume. Dit komt omdat deze het laatst is uitgegeven in het groene programma. Het is namelijk zo dat recenter uitgegeven obligaties, ook wel *on-the-run* obligaties genoemd, meer liquiditeit kennen dan oudere, *off-the-run* obligaties. Daarnaast is de *bid-ask spread* vergelijkbaar met omliggende reguliere obligaties. Hierin kennen beide obligaties vergelijkbare volumes en liquiditeit als andere on- en off-the-run obligaties. Hierin is dus geen negatief neveneffect waarneembaar; de groene obligaties gedragen zich zoals de conventionele obligaties op de Nederlandse rentecurve. Een negatief neveneffect zou plaatsvinden wanneer het groene obligatieprogramma zou stoppen. Er zou dan geen mogelijkheid meer zijn de 2040 en 2044 te heropenen wat nadelige gevolgen heeft voor deze punten op de rentecurve.

8.3.1 Kritische kanttekeningen

Vanuit het perspectief van de Rijksbegroting kunnen groene obligaties een verkeerde indruk wekken over de werking van de begroting. De uitgifte van (groene) obligaties heeft geen invloed op de begroting. De verdeling van publieke middelen wordt grotendeels al vastgelegd in het coalitieakkoord aan het begin van een kabinetsperiode. Op basis van de begroting worden door het Agentschap duurzame uitgaven en investeringen geïdentificeerd. Aan de hand daarvan kunnen groene obligaties uitgegeven worden. Het verband tussen het thema van een obligatie en de uiteindelijke inzet van middelen is beperkt, aangezien opbrengsten – zoals die van groene obligaties – niet worden geoormerkt. Met andere woorden, de duurzame uitgaven van het kabinet zijn niet afhankelijk van de opbrengst van de groene obligatie. De groene obligatie draagt daarom niet primair bij aan meer duurzame uitgaven/investeringen van de Nederlandse staat.

Sommige onderzoekers plaatsen kanttekeningen bij de mate van additionele vergroening bij het gebruik van een groene obligatie ter financiering van bestaande, reeds begrote uitgaven.⁵³ Deze additionaliteit is er immers niet. Een vraag die hierbij wordt gesteld, is of

⁵³ [The next step in green bond financing \(2020\)](#). Erasmus University; [Additionality: Assessing the Marginal Impact of Green Investment \(2025\)](#). SUERF; [CEPS \(2020\)](#).

groene obligaties bij dergelijke uitgaven een veranderend effect hebben, of dat er slechts sprake is van een nieuw label.⁵⁴ Een manier om additionaliteit te meten, is om de impact van uitgaven gefinancierd door groene obligaties te vergelijken met een *counterfactual*, de hypothetische situatie die zou hebben bestaan als de groene obligatie niet was uitgegeven. Op dit moment is er binnen de ICMA Green Bond Principles en de European Green Bond Standard geen vereiste om additionaliteit te meten. Sommige marktpartijen zien graag dat opgehaalde middelen worden gealloceerd aan nieuwe (nog niet bestaande) uitgaven. Deze uitgaven zouden de groene transitie, bovenop bestaande plannen, verder kunnen versnellen. Het alloceren aan nog niet bestaande uitgaven kan echter een uitdaging vormen voor de budgetflexibiliteit, een van de randvoorwaardes van het programma. Het toewijzen van middelen aan nieuwe uitgaven is extra uitdagend, omdat daarvoor eerst een raamwerk moet worden opgesteld en de uiteindelijke keuzes afhangen van politieke besluitvorming. De samenhang hiervan vormt het risico dat er onvoldoende nieuw groen beleid wordt ontwikkeld om alle opgehaalde middelen uit de obligatie te alloceren. Daarnaast zou een dergelijk proces waarschijnlijk leiden tot hogere personele en administratieve kosten. Hoewel met de juiste intenties gedaan, is de voorbeeldfunctie van groene staatsobligaties volgens Hardy (2020) vooral symbolisch.⁵⁵ Volgens de auteur wordt het voorbeeld geloofwaardiger als groene obligaties niet aan bestaande uitgaven, maar aan prestaties zoals emissiereductie worden gekoppeld, met voorwaarden die afhangen van het daadwerkelijk behalen daarvan.

⁵⁴ [Additionality: Assessing the Marginal Impact of Green Investment \(2025\). SUERF; Green Bonds: New Label, Same Projects \(2024\). NBER.](#)

⁵⁵ [Alternatives in the Design of Sovereign Green Bonds](#)

9. Beleidsopties

Onderzoeksvragen

- 7. Welke maatregelen kunnen de doeltreffendheid en doelmatigheid verhogen?

9.1 EU Green Bond Standard

Sinds 21 december 2024 kunnen groene obligaties uitgegeven worden onder de "Europese Green Bond Standard (EU GBS)". Het betreft een vrijwillig label, dat kan worden toegepast wanneer wordt voldaan aan de vereisten van de EU GBS-verordening.⁵⁶ Hieronder valt dat EU GBS opbrengsten gealloceerd dienen te worden aan economische activiteiten die voldoen aan de EU-taxonomieverordening (hierna: taxonomie).⁵⁷

Binnen het huidige Nederlandse groene obligatieraamwerk is al een grote stap gezet richting de EU GBS. Bij een overstap naar de EU GBS zal volgens een vast format gerapporteerd moeten worden en worden er geen extra kosten verwacht. Het raamwerk voorschrijft dat er op basis van *best effort* aansluiting wordt gezocht met de EU GBS. Alle economische activiteiten onder het raamwerk dragen substantieel bij aan een of meerdere milieudoelstellingen van de taxonomie. Moody's heeft bovendien vastgesteld dat bijna alle economische activiteiten geen ernstige afbreuk doen aan deze milieudoelstellingen. Bij de EU GBS valt een ex-ante *factsheet* ter vervanging van het raamwerk, een jaarlijks *allocatieverslag* tot de volledige allocatie en een *impactverslag* na volledige uitgifte. Deze rapportages komen op hoofdlijnen overeen met de huidige rapportages, waardoor er geen extra rapportagekosten worden verwacht. Omdat het huidige raamwerk al nagenoeg in lijn is met de taxonomie wordt er bij een nieuw raamwerk eenzelfde personele inspanning verwacht.

Er wordt geen beperking van de budgetflexibiliteit of financieringsnadeel verwacht. De enkele economische activiteit die niet volledig voldoet aan de taxonomie kan geschrapt of vervangen worden. Hiertoe kunnen ook activiteiten worden onderzocht die binnen de 15% flexibiliteitsregel van de EU GBS passen. De verwachting betreft het uitblijven van een financieringsnadeel wordt gesteld op basis van de analyse op de EU GBS uitgifte van Denemarken en de waargenomen *greenium*.

De EU GBS draagt bij aan de beleidsdoelstelling die toeziet op het goede voorbeeld geven. In 2025 heeft Denemarken als eerste EU-lidstaat een EU GBS uitgegeven en heeft hiervoor zowel internationaal als nationaal veel positieve aandacht ontvangen. Met een EU GBS (de nieuwe 'gold standard') kan Nederland haar voorloperspositie behouden door als eerste EU-lidstaat een euro-gebaseerde EU GBS uit te geven. Nederland kan bovendien andere schulduitgevers inspireren door te laten zien dat een EU GBS uitgifte haalbaar is. Tot slot kan Nederland haar voorbeeldfunctie verliezen in een scenario waar andere schulduitgevers wel overstappen naar de EU GBS en Nederland juist niet.

De uitgifte van een EU GBS ondersteunt de ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt. Ten eerste zorgt de uitgifte van een EU GBS tot een verdere toename van het volume aan groene schuld op de kapitaalmarkt. Ook wordt de groei van de EU GBS als specifiek EU-product binnen de groene kapitaalmarkt verder ontwikkeld. Door het voortouw te nemen samen met Denemarken raken andere EU-lidstaten mogelijk geïnspireerd om te volgen. Een uniform label maakt het ook makkelijker voor investeerders om groene obligaties te interpreteren en te vergelijken, en leidt tot meer transparantie. Bovendien kan Nederland met het uitgeven van een dergelijke obligatie nuttige inzichten opdoen, die het in haar hoedanigheid als beleidsmaker in de Europese context kan inbrengen. Dit kan de effectiviteit van de wetgeving vergroten en daarmee een positieve impuls geven aan de verdere ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt.

Bij voortzetting van het groene obligatieprogramma is een overstap naar de EU GBS aanbevolen. De huidige Nederlandse groene obligatie is al grotendeels in lijn met de EU GBS

⁵⁶ Verordening (EU) 2023/2631

⁵⁷ Middels de taxonomie-verordening kan worden vastgesteld wanneer een economische activiteit geclassificeerd kan worden als zijnde ecologisch duurzaam. In de verordening zijn zes milieudoelstellingen vastgelegd. Een economische activiteit dient substantieel bij te dragen aan een of meerdere van deze doelstellingen, en mag geen ernstige afbreuk doen aan de doelstellingen.

vereisten en vorm van rapporteren, waardoor een overstap realistisch en haalbaar is. Bovendien past de EU GBS naar verwachting binnen de gestelde randvoorwaarden. Tot slot kan Nederland met de EU GBS haar rol als voorloper behouden en bijdragen aan de verdere ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt.

9.2 Alternatieve looptijden

Bij de uitgifte van een nieuwe groene obligatie is het verstandig om kortere looptijden te overwegen. Dit kan bijdragen aan de verdere ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt.

Groene overheidsobligaties zijn dominant voor obligaties met langere looptijden, terwijl bedrijven juist groene obligaties met kortere looptijden uitgeven.⁵⁸ In zoverre staatsobligaties dienen als prijs benchmark voor bedrijfsobligaties, kan het een voordeel zijn om staatsobligaties met een kortere looptijd uit te geven. Daarnaast kan het bijdragen aan de verdere ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt, doordat kortlopende groene obligaties kunnen worden opgenomen in groene beleggingsfondsen die zich richten op korte looptijden.

Er zijn landen die groene schuld met een kortere looptijd uitgeven: zo geven Duitsland en Denemarken obligaties met een looptijd van 10 jaar of korter uit. Dit aanbod is door de markt goed geabsorbeerd en er is voor deze obligaties een *greenium* zichtbaar. Wel is het belangrijk om interferentie met de benchmark 10 jaars-obligatie te voorkomen, waardoor een kortere of langere looptijd dan 10 jaar wenselijk zou zijn.

De voorkeur voor looptijden van de groene obligatie verschilt tussen investeerders, waardoor het verstandig kan zijn om diversificatie in looptijden aan te bieden. Sommige investeerders geven expliciet aan juist ook graag kortere groene obligaties te willen kopen, omdat dit hen de mogelijkheid geeft te investeren in groene activa met een lager renterisico. Uit gesprekken met investeerders blijkt dat (groene) obligatiefondsen vaak een gemiddelde looptijd hebben van korter dan 10 jaar. Tot slot kan het nuttig zijn om bij het verkorten van het algemene uitgiftebeleid de optie te hebben om groene schuld met een kortere looptijd te veilen.

Bij de overweging om groene obligaties met looptijden korter dan 10 jaar uit te geven, is het van belang om te realiseren dat het uitstaande volume binnen 12 maanden minimaal €15 miljard moet zijn. Het groene obligatieraamwerk moet voldoende uitgaven bevatten om een dergelijke allocatie mogelijk te maken. Voor obligaties met een looptijd langer dan 10 jaar zijn deze liquiditeitseisen minder limiterend. Het volume voor die obligaties moet namelijk binnen enkele jaren boven €10 miljard worden gebracht.

9.3 Twin bonds

Het grootste voordeel van een *twin bond* systeem is dat het prijsverschil direct inzicht biedt in het bestaan en de omvang van een *greenium*. In een *twin bond* systeem worden een groene en reguliere obligatie met dezelfde looptijd en coupon aan elkaar gekoppeld. Beleggers kunnen hun groene obligatie één-op-één omwisselen voor de reguliere *twin bond*, zodat de kenmerken exact overeenkomen en verschillen in prijs direct zichtbaar worden.⁵⁹ Het enige verschil is dat de middelen die worden opgehaald met de groene obligatie worden toegewezen aan groene uitgaven van de overheid. Dit zorgt voor maximale vergelijkbaarheid tussen beide leningen, waardoor transparantie en prijsontdekking in de groene obligatiemarkt worden vergroot. Het geeft ook een vloer aan de *greenium*; deze zal in een *twin bond* systeem niet negatief zijn doordat beleggers altijd de groene obligatie kunnen omwisselen voor de reguliere variant. Hierdoor zal de groene obligatie nooit goedkoper noteren dan haar reguliere tegenhanger en is de *greenium* per definitie nul of positief.

Een ander voordeel is dat je een specifieke investeerdersgroep gericht kunt bedienen. Dankzij de koppeling van een groene obligatie aan een reguliere obligatie, kunnen beleggers expliciet kiezen tussen een groene of een grijze variant met identieke looptijd en coupon. Dit maakt het makkelijker om te onderscheiden welke investeerders bewust voor groen kiezen en welke puur voor de financiële kenmerken gaan. Op de huidige Nederlandse curve zijn er bijvoorbeeld weinig vergelijkbare grijze (20 jaars) obligaties, waardoor beleggers soms uitwijken naar groen bij gebrek

⁵⁸ [Figuur 3.6 uit OECD Global Debt Report 2024.](#)

⁵⁹ [Green bonds - Danmarks Nationalbank](#)

aan alternatieven. Zo kan de rapportage over groene uitgaven nauwer aansluiten bij de daadwerkelijke wensen van verschillende investeerdersgroepen.

Een *twin bond* systeem kent echter ook een aantal nadelen. Zo gaat het mogelijk in tegen het financieringsbeleid van het Rijk doordat het de liquiditeit van reguliere DSL's kan beperken. De huidige groene obligaties worden behandeld zoals reguliere DSL's in het financieringsbeleid van het Rijk. Doordat een groene *twin bond* slechts een fractie van het volume van een conventionele of grijze obligatie zou hebben, gaat het tegen de kernwaarden "consistentie" en "liquiditeit" in van het financieringsbeleid. Daarnaast zou, met het introduceren van een *twin bond* systeem, een tweede (groene) curve onderhouden moeten worden, doordat de *twin bond* dezelfde looptijd kent als een reguliere DSL. Ook dit zou ongunstig zijn voor de algehele liquiditeit van Nederlandse obligaties.

Wanneer *twin bonds* hetzelfde worden behandeld als conventionele obligaties, zou het mogelijk een uitdaging kunnen vormen voor het cash management. Beide obligaties worden in dat geval namelijk getapt tot een uitstaand volume van minstens €15 miljard. In de praktijk loopt dit vaak op tot €20 miljard. Dit zou resulteren in een zeer grote aflossing op dezelfde dag van tot wel €40 miljard. Als er wordt gekozen voor een andere looptijd dan 10 jaar, kan het zorgen voor een totale aflossing van ongeveer €60 miljard in hetzelfde jaar. Dit komt doordat de staat elk jaar een nieuwe 10-jaarsobligatie uitgeeft.

Hoewel de omwisselbaarheid in een *twin bond* systeem bedoeld is om liquiditeitspremies te minimaliseren, brengt deze optie ook risico's met zich mee. Binnen het *twin bond* systeem van Duitsland en Denemarken bestaat een optie waarbij de groene obligatie direct ingeruild kan worden voor de conventionele obligatie, met als doel om de liquiditeitspremie weg te nemen. Echter, de keerzijde hiervan is dat deze optie in tijden van marktstress kan resulteren in een leegloop van de groene obligatie. Hierdoor bestaat het risico dat beleggers overstappen naar de conventionele obligatie zodra de markt volatiel wordt, waardoor liquiditeit, stabiliteit en de eigen positie van de groene obligatie afnemen. Daarnaast kan bij een neerwaartse druk op de groene obligatie deze via de omruilconstructie worden omgezet in een reguliere obligatie, wat via doorverkoop tot hogere rentes bij de reguliere obligatie en daarmee tot hogere rentelasten voor de staat kan leiden. In de praktijk geven investeerders en andere schuldagentschappen aan dat dit niet waarschijnlijk is, en is de optie niet gebruikt.

9.4 Stoppen met het groene obligatieprogramma

Het stoppen van het groene obligatieprogramma kan negatieve neveneffecten veroorzaken voor het uitgiftebeleid van het Rijk, doordat deze obligaties niet meer heropend kunnen worden. De huidige groene obligaties hebben een resterende looptijd van respectievelijk 15 en 19 jaar. De staat geeft geregeld bestaande obligaties opnieuw uit middels tapveilingen, waarmee ook het uitstaand volume van relatief oudere obligaties verhoogd kan worden. Het niet langer heruitgeven van de bestaande groene obligaties kan de liquiditeit in die specifieke leningen verminderen, waardoor ze minder aantrekkelijk worden voor beleggers die juist waarde hechten aan een goede verhandelbaarheid. Daarbij ontstaat het risico dat beleggers deze obligaties minder makkelijk kunnen kopen of verkopen, wat een negatief effect kan hebben op de prijs en de liquiditeit. Mogelijke nieuwe obligaties dienen in ieder geval het doelvolume uit het financieringsbeleid van €10-15 miljard te bereiken. Zolang het vereiste uitstaande volume nog niet is behaald en de negatieve *greenium* beperkt is, zouden extra uitgaven mogelijk moeten blijven. Vroegtijdig stoppen met uitgiften zou afwijken van het beleid en kan het vertrouwen in Nederland als voorspelbare schulduitgever schaden, wat weer kan leiden tot hogere rentelasten. Het introduceren van een groene obligatie vraagt om een duidelijk lange termijn commitment. Na uitgifte is het belangrijk dat deze obligatie blijvend kan worden geveild om de liquiditeit en het onderhoud van de curve te waarborgen. Terugtrekken is in de praktijk geen optie, bijvoorbeeld om reputatieschade te voorkomen.

Het beëindigen van het groene obligatieprogramma kan een negatief effect hebben op de reputatie van Nederland als duurzame schulduitgever en de ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt belemmeren. Het stopzetten van het groene obligatieprogramma kan een marktbreed signaal afgeven dat de overheid minder vertrouwen heeft in de toekomst en stabiliteit van de groene kapitaalmarkt. Enerzijds kan dit de ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt afremmen en invloed hebben op de bereidheid van andere partijen om groene obligaties uit te geven

of hierin te beleggen. Anderzijds kan het investeerders mogelijk ook ontmoedigen om in Nederlandse staatsobligaties te beleggen.

Het rentevoordeel (*greenium*) is waarschijnlijk een veelvoud van het bedrag dat bespaard kan worden met het beëindigen van het groene programma. Zo ligt de waarde van de *greenium* (ruim) boven de bovenkant van de jaarlijkse kosten van maximaal €600.000 (zie paragraaf 8.2).

Een heroverweging dient alleen plaats te vinden bij structurele signalen van een negatieve *greenium*. Dit zou moeten blijken uit een volgende beleidsevaluatie. Hoofdstuk 6 laat zien dat er in de afgelopen periode waarschijnlijk een rentevoordeel is behaald. Een heroverweging is pas verstandig wanneer uit meerdere bronnen (academische literatuur, schatting Nederlandse *greenium* of vergelijkbare landen) blijkt dat er sprake is van een negatieve *greenium* over een langere periode.

9.5 Minder frequent rapporteren

Het is mogelijk om elke twee jaar te rapporteren, maar dit levert beperkte kostenbesparingen op. Daarnaast dient er na een veiling wel een allocatierapport opgeleverd te worden. Duitsland publiceert bijvoorbeeld jaarlijks een allocatierapport, maar niet ieder jaar een rapportage over de bereikte impact.⁶⁰ Een allocatierapport is beperkter in omvang en simpeler op te stellen, waardoor op een deel van de kosten bespaard kan worden. De kosten voor het groene obligatieprogramma zien voornamelijk op het raamwerk, in de jaren waarin alleen een rapportage gepubliceerd wordt zijn de kosten minder dan €20.000. Het personeel beslag in deze jaren is ongeveer 1 FTE. Een nadeel aan het minder frequent rapporteren is dat investeerders vaak een jaarlijkse rapportage vereisen, waardoor het lastig kan zijn om in aanmerking te blijven komen als de rapportage minder frequent wordt uitgevoerd. Daarnaast kan het de transparantie en reputatie van Nederland als betrouwbare groene schulduitgever verminderen en is het slecht voor de voorbeeldfunctie van Nederlandse groene obligaties.

⁶⁰ [Finanzagentur | Green bonds](#)