

Hoofdstuk

5

# Duurzaam beleggen door Nederlandse pensioenfondsen

Lei Delsen

Duurzaam beleggen door Nederlandse pensioenfondsen is om meerdere redenen een interessante casus om nader te onderzoeken. Op de eerste plaats vanwege de verplichte deelname in pensioenfondsen en omdat Nederlandse pensioenfondsen bestuurd worden door de sociale partners, werkgeversorganisaties en vakbonden. Op de tweede plaats omdat pensioenfondsen door hun omvang aanzienlijke invloed hebben op de economie, de arbeidsverhoudingen en de Nederlandse samenleving als geheel. Op de derde plaats omdat pensioenfondsen in tegenstelling tot de meeste banken en verzekeraars not-for-profitinstellingen zijn, met als doel optimale dienstverlening (pensioenvoorziening) voor de deelnemers tegen zo laag mogelijke kosten. Op de vierde plaats omdat pensioenfondsen een langetermijnhorizon en -strategie hebben, die in principe aansluiten bij de duurzaamheidsgedachte. Pensioenfondsen die een langeretermijngezichtspunt innemen, houden waarschijnlijker rekening met milieu- en sociale factoren, immers deze impliceren significante materiële risico's op de lange termijn. Op de vijfde plaats, de Nederlandse pensioensector vervult, ook internationaal, al jarenlang een voortrekkersrol op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen. Tot slot, de directe en indirecte invloed van pensioenfondsen op goed ondernemingsbestuur (corporate governance) kan aanzienlijk zijn via bijvoorbeeld de rol van aandeelhouder op aandeelhoudersvergaderingen en via de gehanteerde beleggingsstrategie. Er bestaat daardoor een duidelijke link tussen duurzaam investeren van pensioenfondsen en maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO).

De structuur van het hoofdstuk is als volgt. In paragraaf 5.1 wordt de Nederlandse pensioensector getypeerd aan de hand van de soorten pensioenfondsen, de omvang en samenstelling van het belegd vermogen, het primaire doel en de rol van de belanghebbenden, waaronder de overheid. In paragraaf 5.2 wordt nader ingegaan op duurzaam beleggen en hoe zich dit verhoudt tot het primaire doel van pensioenfondsen. Tevens worden de motieven om wel en niet maatschappelijk verantwoord te investeren besproken. In paragraaf 5.3 worden de deels complementaire opties behandeld die pensioenfondsen beschikbaar hebben om duurzaam beleggen vorm te geven. Vervolgens gaat paragraaf 5.4 in op het bestaande beleid van de Nederlandse pensioenfondsen. Naast het beantwoorden van de vraag hoe en in welke mate duurzaam wordt belegd, wordt de effectiviteit van de toegepaste strategieën van duurzaam beleggen besproken. Paragraaf 5.5 sluit het hoofdstuk af met enkele conclusies.

## 5.1 Typering Nederlandse pensioenfondsen

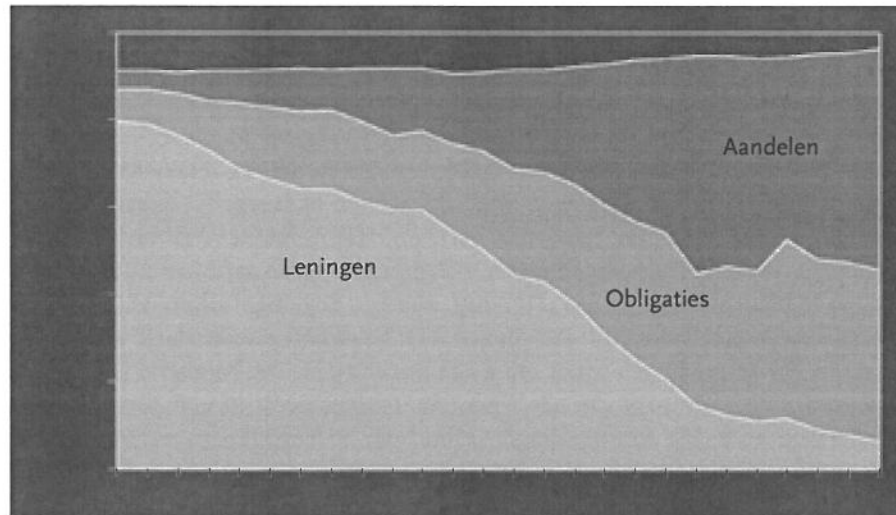
### 5.1.1 Omvang en soorten

De oprichting en het beheer van pensioenfondsen is de verantwoordelijkheid van de sociale partners. De overheid voorziet in een wettelijk kader (Pensioenwet) en stelt de toezichteisen en de fiscale facilitering vast. De toegangsregels, de voorzieningen en uitkeringen worden bepaald in collectieve onderhandelingen tussen de

sociale partners. Er is sprake van zelfregulering binnen een strak wettelijk kader.<sup>1</sup> Het aanvullende pensioen is sterk verbonden met de uitgestelde loongedachte. In de Nederlandse context zijn pensioenen een collectieve overeenkomst tussen een sponsor – meestal een werkgever of een groep werkgevers – en rechthebbenden. Deze rechthebbenden kunnen we onderverdelen in actieve deelnemers die nog hun pensioen aan het opbouwen zijn, niet-actieve deelnemers (slapers) die geen deelnemer meer zijn aan het fonds maar op enig moment recht krijgen op een uitkering, en uitkeringsgerechtigden. Afhankelijk van de aard van de pensioenregeling hebben zij recht op een uitkering, waarvan de hoogte afhankelijk is van het opgebouwde pensioenrecht. Pensioen is een belangrijke secundaire arbeidsvoorwaarde, die verplicht geldt voor bijna alle Nederlandse werknemers. Dit verklaart waarom meer dan 90% van alle werknemers deelneemt in een pensioenfonds. Nederland kent drie soorten pensioenfonds: bedrijfstakpensioenfonds, ondernemingspensioenfonds en beroepspensioenfonds. Hoewel geen wettelijke vorm vereist is, zijn bijna alle Nederlandse pensioenfonds not-for-profitstichtingen. Het zijn gesloten pensioenfonds: zij voeren de pensioenplannen van bepaalde (groepen) werknemers uit.

Tussen 2000 en nu is het aantal pensioenfonds teruggelopen van bijna 1000 naar minder dan 580. Vooral het aantal ondernemingspensioenfonds is afgenomen, onder andere door fusies. Momenteel zijn er nog ongeveer 480 ondernemingspensioenfonds. Voorbeelden zijn Akzo Nobel, ABN AMRO, Heineken, KLM, Rabobank, Philips en Royal Dutch Shell. Het aantal bedrijfstakpensioenfonds, momenteel minder dan 90, is licht toegenomen. Bijna 80% van alle werknemers valt onder de bedrijfstakpensioenfonds. Bekende voorbeelden zijn het ABP Pensioenfonds, voor werknemers van de overheid en het onderwijspersoneel, het Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW), voor alle werknemers in de zorgsector en het Pensioenfonds van de Metalektro (PME) voor werknemers in de grootmetaal en de elektrotechnische industrie. ABP en PFZW, met ultimo 2010 een belegd vermogen van respectievelijk 237 en 100 miljard euro, vervullen een voorbeeldfunctie voor andere pensioenfonds en een voortrekkersrol met betrekking tot de ontwikkeling en implementatie van duurzaam beleggen in Nederland. Daarnaast is er een klein aantal (rond de 10) beroepspensioenfonds (artsen, fysiotherapeuten, advocaten, enz.).

<sup>1</sup> Delsen, L. (2008). 'Governance in Dutch pension funds.' In: Zotter, T. (Hrsg.) *Pensionskassen: Europa – Österreich. Strukturen, Erfahrungen, Perspektiven*. Vienna: LexisNexis Verlag ARD Orac: 41-66.



Figuur 5.1 Investeringsmix van Nederlandse pensioenfondsen, 1980-2005 (in procenten)

Bron: De Nederlandse Bank

De neoklassieke beleggingstheorie is een belangrijk uitgangspunt van het beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen. Deze beleggingstheorie veronderstelt dat een belegger een rationele afweging maakt tussen rendement en risico. Pensioenfondsen zijn risicomijdende beleggers. Aangezien het doel van pensioenfondsen is de uitkeringen van huidige en toekomstige pensioengerechtigden veilig te stellen mogen pensioenfondsen slechts een beperkt risico dragen. Diversificatie – beleggen in verschillende financiële titels, sectoren en landen – vermindert het risico van de totale beleggingsportefeuille, maar biedt geen garantie tegen verlies zo leert de ervaring.<sup>2</sup> Het geïnvesteerd vermogen van de Nederlandse pensioenfondsen is de afgelopen jaren sterk gegroeid. Eind jaren zestig bedroeg dit vermogen 25% van het bruto binnenland product (BBP), eind jaren tachtig was dit toegenomen tot 75% van het BBP. Tussen 1997 en 2007 is de waarde van de beleggingen door pensioenfondsen verdubbeld van meer dan 350 miljard naar 719 miljard euro, rond 125% van het BBP. Eind 2010 bedroeg het pensioenvermogen ruim 675 miljard euro. Het verlies als gevolg van de kredietcrisis is grotendeels goed gemaakt. Screenen van alle beleggingen op duurzaamheidscriteria zou een belangrijke impuls zijn voor MVO.

Bedrijfstakingpensioenfondsen zijn goed voor ongeveer 60% van het pensioenfondsvermogen; ondernemingspensioenfondsen voor ongeveer 40%. Naast de forse groei van de omvang is eveneens de samenstelling van het belegd pensioenfondsvermogen sterk veranderd. Er heeft een aanzienlijk verschuiving plaats-

<sup>2</sup> Zie Jong, E. de (2001). 'Internationaal economische gerechtigheid en vrij kapitaalverkeer.' In: Becker, M., H. Garretsen, T. van den Hoogen, K. Klop, J. Peil en K. Rijnvos (red.) *Economie & Ethiek in Dialoog*. Assen: Van Gorcum: 239-256 en Bosch, F. (2010). *Risico als obsessie. Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen*. Amsterdam: Pearson Education Uitgeverij.

gevonden binnen de financiële titels. In de periode 1980-2005 is het deel van het vermogen van pensioenfondsen dat in risicodragende aandelen is belegd gestegen van 4% naar 50% (zie figuur 5.1). De introductie begin jaren tachtig van Asset Liability Management (ALM) rechtvaardigde dit.<sup>3</sup> ALM-studies zijn voor een deel de oorzaak van de huidige pensioenfondscrisis. Zij geven geen goed inzicht in de relevante risico's; historische koersen zijn bepalend en leiden tot procyclisch beleggingsbeleid.<sup>4</sup> Risico's werden daardoor verkeerd beoordeeld en gewaardeerd. Pensioenfondsen hebben geld verloren doordat zij vertrouwden op de kredietbeoordelingsbureaus (rating agencies) die de pakketten van rommelhypotheken als veilig (AAA-beoordeling) beoordeelden.<sup>5</sup> Volgens Bosch staat de assetallocatie van Nederlandse pensioenfondsen haaks op een ideale allocatie.<sup>6</sup>

Vastrentende beleggingen daalden van 87% naar 46%. Het aandeel van obligaties met vaste rente in het belegde vermogen steeg in die periode van 8% naar 40%. Het aandeel van de leningen met vaste rente aan particulieren daalde in die periode van 80% naar 6%. Grotere pensioenfondsen beleggen beduidend meer in aandelen en minder in obligaties dan kleinere pensioenfondsen. De grotere pensioenfondsen beleggen bovendien meer in andere beleggingscategorieën, waaronder vastgoed, naast aandelen en obligaties.<sup>7</sup> Het aandeel vastgoed daalde van 9% naar 4%. Nederlandse pensioenfondsen zijn dus risicovoller gaan beleggen, gericht op een hoger rendement. Bovendien steeg het aandeel van de beleggingen in het buitenland in de totale beleggingen van 6% in 1985 naar 73% in 2005. Dit geldt vooral voor de grote pensioenfondsen. Enerzijds om het risico van de totale beleggingsportefeuille te verminderen, anderzijds om een hoger verwacht rendement. Dat betekent niet dat pensioenfondsen ook altijd een beter resultaat zullen behalen, wel dat het risico beter gespreid is en dat pensioenfondsen minder afhankelijk zijn van de Nederlandse aandelenmarkt. Het betekent wel dat de Nederlandse pensioenfondsen steeds meer verweven zijn met en afhankelijk zijn van het internationale financiële systeem.

De recente crisis laat zien dat het argument van diversificatie niet altijd opgaat. Pensioenfondsen met een brede spreiding van de beleggingen zijn eveneens en soms zelfs meer getroffen door de crisis.<sup>8</sup> Kleine pensioenfondsen baseren zich

- 3 ALM stoelt op de neoklassieke beleggingstheorie en marktfundamentalisme: rationaliteit van beleggers en stabiliteit en een tendens naar evenwicht (mean reversion) op financiële markten worden verondersteld (Bosch, 2010). Door middel van ALM worden de beleggingen en de verplichtingen in hun onderlinge samenhang over een lange periode onderzocht. ALM-studies maken het mogelijk een afweging te maken bij welk beleggingsbeleid het pensioenfonds de hoogste verwachte opbrengsten haalt, en dus de laagste gemiddelde premie en de meeste indexatie, bij acceptabele risico's.
- 4 Commissie Frijns (2010). *Pensioen: 'Onzekere zekerheid.'* Eindhoven enz.: Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer; Bosch (2010) a.w.: 80.
- 5 Stiglitz, J. (2010). *Vrije val. Vrije markten en het falen van de wereldeconomie.* Houten: Spectrum: 124-125.
- 6 Bosch (2010) a.w.: 139.
- 7 Bikker, J. en J. de Dreu (2009). 'Geavanceerdheid van pensioenfondsen en hun beleggingsbeleid.' In: *Economisch Statistische Berichten*, 94 (4564), 422-425; Peijnenburg, A., D. van der Zande, M. Leegwater en O. Trif (2011). *Social responsible investing by Dutch pension funds.* Amsterdam: Theodoor Gilissen Bankiers.
- 8 Zie Brink, R. van den en F. Lambrechtsen (2009). 'Risicobeheer vergt duurzame keuzes.' In: *Investment & Pensioens Nederland*, 2 (10), 20-21.

bij hun beleggingsbeleid verhoudingsgewijs meer op menselijk oordeel dan op ALM-studies. Bikker en De Dreu concluderen dat de afgelopen tien jaar kleine pensioenfondsen met een minder geavanceerd beleggingsbeleid en die minder beleggen in verschillende financiële titels en landen hogere rendementen hebben behaald dan de grotere geavanceerdere pensioenfondsen. Kleine en middelgrote Nederlandse pensioenfondsen zijn risico-averser. Zij beleggen doorgaans voorzichtiger en minder risicovol.<sup>9</sup> Relevant hierbij is dat de toezichthouder De Nederlandsche Bank het aantal pensioenfondsen wil terugbrengen tot 100.

### 5.1.2 Primaire doelstelling pensioenfondsen

Pensioenfondsen zijn financiële dienstverleners die zich steeds meer gedragen als 'gewone' ondernemingen. In de neoklassieke economische visie is het maximaliseren van de winsten de doelstelling van ondernemingen.<sup>10</sup> De aandeelhouders (shareholders) zijn de eigenaren van de onderneming. Zij maken als enige aanspraak op die winsten en zijn de enige groep binnen de samenleving waarmee een bedrijf rekening dient te houden. Het bedrijf dient enkel de wet te respecteren en heeft verder geen morele verplichtingen. Volgens neoklassieke economen is bedrijfsethiek strijdig met efficiëntie en zijn er hoge kosten verbonden aan maatschappelijke betrokkenheid. Deelnemers van pensioenfondsen, de eigenaren, hebben in deze visie slechts financiële belangen. Waar bedrijven streven naar winstmaximalisatie streven pensioenfondsen naar een zo hoog mogelijk beleggingsresultaat. Zo kopte *Het Financieele Dagblad* enkele jaren geleden "Sociaal beleggen geen taak van pensioenfondsen".<sup>11</sup> De primaire taak van pensioenfondsen is de ingelegde gelden zorgvuldig te beheren en zodoende de belangen van de begunstigen zo goed mogelijk te behartigen. Ook ethisch zijn zij daartoe verplicht. Het beleggingsrendement op lange termijn is de belangrijkste variabele waarop pensioenfondsen koersen, of althans tot op heden.<sup>12</sup> De toegenomen dynamiek in de economie en de grotere mobiliteit van financieel kapitaal dwingen pensioenfondsen meer aandacht te besteden aan rendementen op de korte termijn. Ook het Financieel Toetsingskader (FTK), waarin de wettelijke financiële eisen aan pensioenfondsen zijn vastgelegd en dat onderdeel is van de Pensioenwet van 2007, de rapportage op basis van de actuele waarden uit de *International Financial Reporting Standards* (IFRS), de internationale boekhoudkundige stan-

9 Bikker en De Dreu (2009) *a.w.*; Peijnenburg, Van der Zande, Leegwater en Trif (2011) *a.w.*

10 Friedman, M. (1970). 'The social responsibility of business is to increase its profits.' In: *The New York Times Magazine*, 13 september.

11 Groot, E. (2006). 'Sociaal beleggen geen taak van pensioenfondsen.' In: *Het Financieele Dagblad*, 19 september, 9.

12 Zie Koedijk, K. en A. Slager (2007). 'Een menukaart voor pensioenbeleid.' In: *Economisch Statistische Berichten*, 12 januari, 20-23; Hummels, H. en R. Bauer (2006). *Van stille kracht tot stille macht: pensioenfondsen in gesprek met ondernemingen over verantwoord ondernemen en corporate governance*. Assen: Van Gorcum.

daard voor jaarverslagen van bedrijven, en het toezicht door De Nederlandsche Bank (DNB) zetten aan tot risicomijdend en kortetermijngedrag in het beleggingsbeleid om de dekkingsgraad niet in gevaar te brengen. Er is een trend om op dagkoersen te handelen.<sup>13</sup> Als de dekkingsgraad van pensioenfondsen beneden de vereiste 105%<sup>14</sup> komt zijn herstelplannen verplicht en dreigt duurzaamheid naar het tweede plan te verdwijnen.<sup>15</sup> Ook het volwassen worden van de pensioenfondsen en de vergrijzing van de deelnemers impliceren dat de horizon van de verplichtingen steeds korter wordt (ageing giants).<sup>16</sup> De beleggingshorizon wordt dus korter: meer nadruk op mijden van risico, op kortetermijnresultaten en op liquidere beleggingen.

Pensioenfondsen hebben de verantwoordelijkheid – artikel 18 van de Europese pensioenrichtlijn – het vermogen te beheren in het financiële belang van alle deelnemers (actieve leden, slapers, pensioengerechtigden) en alle begunstigen (waaronder nabestaanden).<sup>17</sup> Om te voldoen aan dit artikel van de Europese pensioenrichtlijn is in artikel 135 van de Nederlandse Pensioenwet de ‘prudent-person’-regel vastgelegd. Binnen het juridisch kader dienen pensioenfondsen te beleggen in het belang van de deelnemers en begunstigen. De primaire verantwoordelijkheid van pensioenfondsen is de fiduciaire verantwoordelijkheid: als rentmeester of goed huisvader de middelen beheren die hen ter beschikking zijn gesteld. De beginselen van loyaliteit, onpartijdigheid en deskundigheid spelen een rol bij deze ethische verantwoordelijkheid.<sup>18</sup> Om die verantwoordelijkheid te realiseren, streven Nederlandse pensioenfondsen naar een zo hoog mogelijk rendement op het geïnvesteerd vermogen voor de (gewezen) deelnemers bij een aanvaardbaar risico – binnen de grenzen die de wet en de toezichthouder bepalen. De eerste verantwoordelijkheid van pensioenfondsen is dus zorgen voor goede rendementen, met als doel een aantrekkelijk en betaalbaar pensioen aan te bieden voor de deelnemers, nu en in de verre toekomst.<sup>19</sup> Maatschappelijke vraagstukken, milieu en goed ondernemingsbestuur kunnen bijdragen aan de financiële prestaties van de beleggingen en de risico’s verlagen. Er is geen sprake van nevenschikking, maar van onderschikking van financiële en niet-financiële doelen.

13 Zie Van den Brink en Lambrechtsen (2009) *a.w.*

14 De dekkingsgraad geeft aan in hoeverre een pensioenfonds aan al zijn toekomstige verplichtingen kan voldoen. Het is de verhouding tussen de huidige marktwaarde van alle bezittingen en de huidige waarde van de toekomstige pensioenverplichtingen. De vereiste dekkingsgraad van 105% impliceert dat DNB elk pensioenfonds verplicht een minimale financiële buffer aan te houden.

15 Peijnenburg, Van der Zande, Leegwater en Trif (2011) *a.w.*

16 Commissie Frijns (2010) *a.w.*

17 Maatman, R. (2007). ‘Prudent-person-regel en verantwoord beleggingsbeleid.’ In: *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*, 6, 177-187; Hummels en Bauer (2006) *a.w.*

18 Zie Maatman (2007) *a.w.*; Hummels, H. (2007a). *De kracht van pensioenfondsen*. Maastricht: Universiteit Maastricht; Hummels, H. (2007b). *De gearriveerde toekomst. Nederlandse pensioenfondsen en de praktijk van verantwoord beleggen*. Den Haag: Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen en de Unie van Beroepspensioenfondsen.

19 Poll, R. M. van (1999). *People, planet, profit. Visies op duurzaam ondernemen en beleggen*. Amsterdam: Het Financieel Dagblad: 49.

De begrippen duurzaam beleggen en maatschappelijk verantwoord beleggen komen niet voor in de Pensioenwet. Het prudent-personprincipe sluit niet uit dat pensioenfondsen niet-financiële overwegingen meewegen. Financieel verantwoord beleggen betekent vooral zoeken naar bruikbare marktinefficiënties en kapitaal op nieuwe en innovatieve wijzen beleggen.<sup>20</sup> Het kan strijdig zijn aan de fiduciaire verantwoordelijkheid als er sprake is van beleggingsbeperking en leidt tot inefficiënte portefeuilles in termen van risico en rendement. Niet alleen pensioenfondsen zelf, ook de Vereniging van Beleggers voor Duurzame ontwikkeling is van mening dat pensioenfondsen niet-financiële belangen kunnen dienen zo lang zij niet domineren en dat investeringsbeleid tot een acceptabel risico-rendementsprofiel leidt.<sup>21</sup> Dit argument is echter omkeerbaar. Hummels<sup>22</sup> merkt terecht op dat pensioenfondsen in strijd met hun fiduciaire verantwoordelijkheid handelen als bepaalde niet-financiële factoren het risico-rendementsprofiel verbeteren, maar deze informatie niet wordt meegenomen bij het uitvoeren van de beleggingsstrategie. Zij hebben hiertoe de plicht. Het is bovendien de vraag of de deelnemers en de begunstigden erbij gebaat zijn dat pensioenfondsen ernaar streven steeds meer geld te vergaren. Immers, wat is de waarde van goed belegde premies en hoge pensioenuitkeringen, als dit samengaat met bijvoorbeeld afnemende milieukwaliteit?<sup>23</sup> Ook Scholtens en Sprengers<sup>24</sup> stellen dat de Pensioenwet fondsen ertoe aanzet te beleggen voor een hoog rendement op korte termijn. Integratie van duurzaamheidsindicatoren in die wet kan de fondsen prikkelen om ook een goed én duurzaam rendement op de lange termijn na te streven.

### 5.1.3 Strijdige stakeholderbelangen

De normatieve stakeholdertheorie ontwikkeld door Freeman is de tegenhanger van de normatieve neoklassieke economische theorie van de onderneming. De aandeelhouders zijn niet de enige opdrachtgevers van een bedrijf. De onderneming wordt gezien als een samenwerkingsverband, waarin niet alleen financieel kapitaal is geïnvesteerd, maar ook menselijk, sociaal, moreel en ecologisch kapitaal. Daar een onderneming haar bestaansrecht ontleent aan de maatschappij – een bedrijf opereert immers altijd binnen een bepaalde omgeving – kan ook de maatschappij als een opdrachtgever worden beschouwd. Bedrijven dienen ook

20 Graaf, F. J. de en A. Slager (2007). 'Verantwoord beleggen, duurzaamheid en institutionele beleggers.' In: *VBA Journaal*, 23 (2), 31-38.

21 VBDO (2007). *Verantwoord beleggen door Nederlandse pensioenfondsen en pensioenverzekeraars*. Culemborg: Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling; VBDO (2009). *Benchmark responsible investment by pension funds in the Netherlands 2009*. Culemborg: Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling.

22 Hummels (2007b) a.w.: 16-17.

23 Hummels (2007a) a.w.: 15.

24 Scholtens, B. en P. Sprengers (2000). 'Met meerwaarde meer mans.' In: *Economisch Statistische Berichten*, 85, 708-710.

rekening te houden met maatschappelijke verwachtingen en met het milieu. Deze visie op de sociale verantwoordelijkheid van bedrijven steunt dus op het idee dat een bedrijf, als lid van de samenleving, aan deze samenleving verantwoording dient af te leggen over zijn doen en laten, om zo zijn legitimiteit of 'license to operate' te verdienen. Een bedrijf dat onverantwoord omgaat met zijn omgeving verliest zijn bestaansrecht; het ongeschreven sociaal contract wordt opgezegd.<sup>25</sup>

De stakeholders van een pensioenfonds bestaan uit drie groepen mensen en instanties die het beleid kunnen beïnvloeden of door het pensioenfonds worden beïnvloed bij het uitoefenen van hun belangen: resource-based belanghebbenden, belanghebbenden uit het bedrijfsleven en belanghebbenden uit de sociaal-politieke arena.<sup>26</sup> Resource-based belanghebbenden zijn de premiebetalende werknemers (actieve deelnemers), gewezen deelnemers (slapers) en pensioentrekkingen en premiebetalende werkgevers en het personeel van de pensioenfondsen zelf. Belanghebbenden uit het bedrijfsleven zijn de werknemers- en werkgeversorganisaties, de Stichting van de Arbeid (STAR), de regelgevers (ministeries van Financiën en Sociale Zaken en Werkgelegenheid) die politiek verantwoordelijk zijn, de twee toezichthouders De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM), de drie pensioenkoepelorganisaties, De Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen (VB), de Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen (OPF) en de Unie van Beroepspensioenfondsen (UvB), die samen met het ABP en het PFZW de pensioenfondsen vertegenwoordigen in de politieke arena, en de investeringsmanagers en investeringsorganisaties waaraan het beleggingsproces uitbesteed is. De Pensioenwet van 2007 vereist, om te voldoen aan de Europese pensioenrichtlijn, een scheiding van beleid en uitvoering van pensioenfondsen, om oneerlijke concurrentie te voorkomen. Nederlandse pensioenfondsen hebben om die reden hun vermogensbeheer en de pensioenadministratie uitbesteed aan een of meerdere commerciële vermogensbeheerders. Bijvoorbeeld ABP heeft de uitvoering ondergebracht bij de Algemene Pensioen Groep (APG) en PGGM is vanaf 2008 de uitvoeringsorganisatie van het PFZW. Hierdoor is het fiduciair pensioenbeheer gestegen tot ruim driekwart (77%) van het totale pensioenvermogen. Tot slot zijn er de belanghebbenden uit de sociaal-politieke arena. Dit zijn de bedrijven waarin pensioenfondsen beleggen, de lokale omgeving van de pensioenfondsen, het Coördinatieorgaan Samenwerkende Ouderenorganisaties (CSO), de koepel van ouderenorganisaties die gepensioneerden vertegenwoordigt, echter zonder formele status zoals de vakbonden, in besturen van pensioenfondsen en de deelnemersraden, het brede publiek en het Ministerie van Algemene Zaken vanwege de omvang en het economisch belang van de pensioensector, en tot slot pressiegroepen, waaronder milieugroepen.

25 Freeman, R. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman. Zie ook Geerardyn, A. (2006). *Het goede doel als thema in de externe communicatie. Bedrijfscommunicatie met een sociaal gezicht?* Leuven: Katholieke Universiteit Leuven.

26 Zie Hage, M. (2007). *A stakeholders concern. Towards an economic theory on stakeholder governance*. Assen: Van Gorcum.

Pensioenfondsen worden gekenmerkt door fiduciaire verhoudingen, door principaal-agent (agency)relaties en aanzienlijke agencyproblemen. Degenen die de beleggingsbeslissingen nemen, dragen niet de kosten van fouten en ontvangen niet de baten van succes. Deze fiduciaire verhoudingen komen voort uit de scheiding tussen juridisch en economisch eigendom. Anders dan in een gewone onderneming zijn de economische bezittingen eigendom van het pensioenfonds (agent) en ligt het economische risico – in toenemende mate – bij de werkgevers, maar vooral de werknemers en de gepensioneerden (principaal).<sup>27</sup> Er is sprake van een vertrouwensrelatie. De meningen lopen uiteen over wie de primaire principalen zijn. Uitgaande van de eerdergenoemde uitgestelde loongedachte kunnen de deelnemers en de begunstigen worden opgevat als eigenaren en dus als de primaire principalen. De uitgestelde loongedachte ligt ook ten grondslag aan de fiscale facilitering van pensioensparen via de zogenoemde omkeerregel. Deze omkeerregel, opgenomen in de Wet op de loonbelasting, houdt in dat de betaalde pensioenpremies fiscaal aftrekbaar zijn en dat over de pensioenuitkeringen inkomstenbelasting wordt geheven. Er is dus sprake van uitgestelde belastingheffing. Bovendien betalen pensioenfondsen, in tegenstelling tot bedrijven, geen belasting over de behaalde rendementen. Maatman<sup>28</sup> ziet alleen de premiebetalende werkgever als primaire principaal, met name in het geval van ondernemingspensioenfondsen. In feite zijn alle belanghebbenden die dragers zijn van het risico van het verschil tussen opbrengsten en kosten (residual risk bearers) als principalen te beschouwen. Deze belanghebbenden hebben daadwerkelijk financieel of niet-financieel kapitaal in het pensioenfonds geïnvesteerd. Dit geeft hen het recht om toe te willen zien en invloed te willen uitoefenen op het management van pensioenfondsen.<sup>29</sup> De agenten zijn de bestuursleden van pensioenfondsen benoemd door de sociale partners. Op hun beurt monitoren en controleren de bestuursleden de managers. Werkgevers en werknemers zijn dus zowel opdrachtgever als opdrachtnemer. Dat is problematisch vanuit het oogpunt van goed pensioenfondsbestuur.<sup>30</sup>

De informatieasymmetrie – ongelijke toegang van stakeholders tot informatie over de kwaliteit van de geleverde diensten – en bijkomende problemen zijn aanzienlijk en worden versterkt door intermediaire partijen en de principaal-agentrelatie die zij vertegenwoordigen. Tussen de deelnemers en het bedrijf waarin belegd wordt staan vertegenwoordigers van de deelnemers, pensioenfondsmanagers en vermogensbeheerders.<sup>31</sup> Naast de informatieachterstand wordt de controle door de deelnemers ook bemoeilijkt door het specialistische karakter van beleggen. De be-

27 Zie Bovenberg, L. en R. Maatman (2007). Een '10' voor governance. *NEA paper 1*, Tilburg: Netspar; Commissie Goudswaard (2010). *Een sterke tweede pijler: Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*. Den Haag: Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen.

28 Maatman (2007) a.w.

29 Hage (2007) a.w.: 145-146.

30 Bovenberg en Maatman (2007) a.w.

31 Zie Erbé, D. (2008). *Stille kapitalisten. Een sociologisch onderzoek over de invloed en controle van deelnemers op het beleggingsbeleid van hun pensioenfonds*. Amsterdam: Universiteit van Amsterdam.

leggingen van grote pensioenfondsen, zoals het ABP, gaan bovendien over zoveel schijven dat het ondoendelijk is voor de deelnemers om alle stappen te controleren. Zelfs ethische beleggingsfondsen kunnen niet garanderen dat er nergens in de productieketen van de bedrijven waarin zij beleggen iets onoorbaars gebeurt.<sup>32</sup>

Binnen pensioenfondsen is er niet alleen sprake van conflicterende belangen tussen principalen en agenten, maar ook binnen de heterogene groep deelnemers en andere risicodragers (stakeholders) onderling. Bijvoorbeeld, gepensioneerden hebben vooral belang bij waardevolle uitkeringen. Gepensioneerden zullen mogelijk ook eerder meeliftgedrag (free riding) vertonen met betrekking tot verantwoord beleggen dan andere deelnemers. Zij maken de gevolgen van onverantwoord beleggen minder lang of helemaal niet mee. Een veel gehoorde – hoewel onjuiste – belangentegenstelling is die tussen jongere en oudere actieve deelnemers. Actieve en relatief jonge deelnemers hebben belang bij een beleid dat op de lange termijn tegen aanvaardbare kosten hun rechten veiligstelt. Zij kunnen het zich veroorloven dat hun pensioenfonds relatief veel risico neemt. Hoe dichter bij de pensioenleeftijd, hoe korter de horizon en hoe minder risicovol de gewenste beleggingsmix zal zijn. De risico's van aandelen nemen echter niet af over een langere beleggingsperiode.<sup>33</sup> Onvolledige informatie kan ook op andere manieren tot opportunistisch gedrag leiden. Bijvoorbeeld, vermogensbeheerders kunnen de pensioenfondsen *ex ante* onvolledig informeren over hun activiteiten en hierdoor beslissingen nemen die in hun voordeel en in het nadeel van een pensioenfonds zijn, of die strijdig zijn met de belangen van de deelnemers. Er is dan sprake van averechtse selectie (adverse selection) of verborgen informatie. Ook moreel gevaar (moral hazard) (verborgen actie) doet zich voor. Bijvoorbeeld, een pensioenfonds belegt in zaken die ethisch gezien discutabel zijn, maar niet wettelijk of door de principalen verboden zijn en informeert de principalen daarover *ex post* niet nauwkeurig. De achterliggende reden kan zijn de extra informatiekosten en de vermeende bedreiging van het rendement door ethische beleggingen.<sup>34</sup> In hun streven naar risicospreiding en optimaal rendement voorzien Nederlandse pensioenfondsen equityfondsen en hedgefondsen van kapitaal. Daarmee financieren de Nederlandse werknemers indirect de overname van het eigen bedrijf en mogelijk zelfs de eigen baanonzekerheid. Dat pensioenfondsen beleggen in private-equityfondsen en hedgefondsen is een uitdrukking van gericht zijn op hoge rendementen op de korte termijn. Na de uitzending van Zembla van 18 maart 2007 is ook bekend dat – ondanks duurzaamheidsbeleid en gedragscodes – de Nederlandse pensioenfondsen beleggen in fabrikanten van clusterbommen en landmijnen, in bedrijven die het milieu ernstige schade toebrengen en in ondernemingen die gebruikmaken van kinderarbeid.<sup>35</sup> De maatschappelijke druk die

32 Zie Oosterhout, B. van (2007). 'Pensioenfondsen moeten "ethisch beleggen".' In: *Intermediair*, 28 maart.

33 Bosch (2010) *a.w.*: 57-58.

34 Erbé (2008) *a.w.*

35 Zie Gelder, J. W. van en C. Scheire (2007). *Controversiële beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen. Een onderzoeksrapport voor Zembla*. Castricum: Profundo.

volgde heeft er wel toe geleid dat de meeste pensioenfondsen niet langer beleggen in ondernemingen die landmijnen en clustermunitie produceren. Deze uitsluiting is doorgaans de eerste belangrijke stap in de implementatie van duurzaam investeren.<sup>36</sup> Nederlandse pensioenfondsen beleggen echter nog steeds in militaire bedrijven. Ook zijn er pensioenfondsen, zoals het Shell-pensioenfonds via vermogensbeheerder Shell Asset Management Company (SAMCo), die nog steeds in bedrijven beleggen die clustermunitie produceren.<sup>37</sup>

Deelnemers in pensioenfondsen hebben weinig keuze ten aanzien van een pensioenfonds. In het algemeen wordt het fonds bepaald door de baan.<sup>38</sup> Deelnemers hebben bovendien nagenoeg geen invloed op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Paternalisme, waarbij sociale partners en pensioenfondsbesturen bepalen wat de werknemers nodig hebben en wat goed voor de deelnemers is, was de afgelopen decennia de heersende aanpak. Zij bepalen het indexatie-, premie- en beleggingsbeleid. Ongewenste effecten van pensioenanalphabetisme onder deelnemers worden daarmee geacht te worden vermeden. Deelnemersraden hebben tot op heden slechts een adviserende rol. De bipartiete Stichting van de Arbeid (STAR) heeft in 2005 in overleg met de pensioenkoepels en het CSO een rapport gepubliceerd over de *Principes voor goed pensioenfondsbestuur*. Deze principes zijn in de Pensioenwet van 2007 verplicht gesteld en zijn vanaf 2008 ingevoerd. Het doel van die principes is de kwaliteit, de zorgvuldigheid en de openheid van pensioenfondsbesturen te bevorderen. Pensioenfondsbesturen dienen periodiek verantwoording af te leggen over het gevoerde beleid aan (vertegenwoordigers van) alle belanghebbenden, te weten deelnemers, gewezen deelnemers (slapers), pensioengerechtigden en de financieel betrokken werkgevers. Daarnaast moet er sprake zijn van een adequaat en transparant intern toezicht op het eigen functioneren. Collectiviteit en solidariteit zijn centrale waarden van het Nederlandse pensioenstelsel. Volgens Van der Lecq en Steenbeek<sup>39</sup> kan grotere transparantie gevolgen hebben voor de houdbaarheid van het huidige stelsel, omdat veel solidariteit bestaat bij de gratie van onwetendheid. Voormalig minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) Donner wil een adequate vertegenwoordiging van alle risicodragers, waaronder gepensioneerden, en de deskundigheid van het intern toezicht en het bestuur versterken gericht op adequate risico-beheersing. De positie van de deelnemers en gepensioneerden wordt versterkt in zowel deelnemersraden als besturen. De principes voor goed pensioenfondsbestuur in de Pensioenwet worden waar nodig aangepast. Demissionair minister

36 Weperen, E. van en M. de Marcillac (2008). *SRI study 2007. Socially responsible investment among Dutch institutional investors*. Culemborg: Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling.

37 Zie Profundo (2010). *Investeringen in producten van clustermunitie door Nederlandse financiële instellingen*, Amsterdam: Profundo.

38 Deze verplichtstelling van deelname staat onder druk. In de toekomst zal deelname aan een pensioenfonds mogelijk onderdeel zijn van een bewuste keuze van de deelnemer zelf, zoals vanaf 2006 in het zorgstelsel. Zie hoofdstuk 7 van Eric van de Laar en Jan Peil in dit boek.

39 Lecq, S.G. van der en O.W. Steenbeek (red.) (2006). *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*. Deventer: Kluwer: 274.

Donner is van mening dat te veel inspraak van een bepaalde groep de besluitvaardigheid in pensioenbesturen in gevaar kan brengen.<sup>40</sup> Deelnemers van pensioenfondsen een grotere stem geven, naast de sociale partners, kan een brede belangenafweging en de benodigde solidariteit ondergraven, gezien de heterogeniteit en de onderling strijdige deelbelangen. Ook om reden van beperkte beleggingskennis (pensioenalfabetisme) zijn pensioenfondsen en de sociale partners tegen gepensioneerden in het pensioenfondsbestuur.

#### 5.1.4 Overheid als secundaire stakeholder

Overheidsregulering en MVO zijn substituten. Enerzijds kan maatschappelijk verantwoord handelen overheidsregulering vermijden, anderzijds heeft de terugtrekkende overheid MVO bevorderd. De kern van het advies *De winst van waarden* van de tripartiete Sociaal-Economische Raad (SER) is dat MVO zich van onderop ontwikkelt, dat het van bedrijven, burgers en maatschappelijke organisaties komt. Wetgeving is ongewenst.<sup>41</sup> De pensioenkoepels zijn van mening dat de primaire verantwoordelijkheid voor de sociale, ethische, governance- en milieuvraagstukken niet bij de beleggers ligt, maar bij de ondernemingen en overheden waarin geïnvesteerd is. De Praktische Commissie van de drie pensioenkoepels<sup>42</sup> gaat in haar handleiding over verantwoord beleggen uit van het zelforganiserende vermogen van de pensioensector. Zij schrijft niet voor of en hoe pensioenfondsen duurzaam beleggen vorm moeten geven, maar geeft slechts handvaten. Binnen het wettelijk kader bepalen fondsen zelf de ruimte voor extra-financiële aspecten in het beleggingsbeleid. Ook oud-minister van SZW Donner is tegen pensioenfondspaternalisme ten aanzien van MVO. Pensioenfondsen dienen naar zijn mening niet voor anderen te bepalen wat onder een betere wereld moet worden verstaan. Wel is het onderdeel van hun verantwoordelijkheid dat zij door het beleggingsbeleid een betere wereld niet schaden. Als een pensioenfonds verdere stappen neemt in duurzame beleggingen, dient aan de deelnemers gevraagd te worden of zij bereid zijn om dit ten koste van het rendement te laten gaan. Omdat pensioendeelname verplicht is voor de deelnemers dienen pensioenfondsbesturen volgens Donner ook rekening te houden met minderheidsstandpunten.<sup>43</sup> De Nederlandse overheid ziet zichzelf als secundaire belanghebbende. De Nederlandse regering wenst ondernemingen niet op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid aan te spreken, noch te controleren. Zij vertrouwt op het reputatiemechanisme, dat wil zeggen de markt en de externe druk. De Nederlandse regering is

40 SZW (2010). *Brief van minister Donner over voorontwerp governance pensioenfondsen*. Brief 27 september, Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

41 SER (2000). *De winst van waarden. Advies over maatschappelijk ondernemen*. Den Haag: Sociaal-Economische Raad.

42 Hummels (2007b) a.w.

43 Zie Janssen Groesbeek, M. (red.) (2008). *Midden in de samenleving. Verantwoord beleggen door pensioenfondsen*. Assen: Van Gorcum: 13.

van mening dat MVO in essentie bovenwettelijk is. Ondanks de grote economische en maatschappelijke betekenis worden pensioenfondsen gezien als gewone ondernemingen. De regering weigert pensioenfondsen die in problemen zijn gekomen door de crisis directe staatssteun te geven. Indirect is er echter wel sprake van staatssteun aan pensioenfondsen.<sup>44</sup> Duurzaam beleggen door pensioenfondsen wordt gelijkgesteld aan en op dezelfde manier beleidsmatig benaderd als MVO. In de kabinetsvisie wordt in uitwerking hiervan gesteld dat verantwoord beleggen door pensioenfondsen een verantwoordelijkheid is van de pensioenfondsen zelf en van de daarin participerende werkgevers en werknemers (vertegenwoordigers). Met het opleggen van beperkingen aan financiële instellingen ten aanzien van het door hen te voeren beleggingsbeleid wordt zeer terughoudend omgesprongen. De regering is dan ook niet bereid pensioenfondsen te verbieden in de wapenindustrie te beleggen.<sup>45</sup> Omkering van dit argument is ook mogelijk. Is de Nederlandse overheid nog wel in staat dit te doen of bepalen de grote pensioenfondsen meer dan de democratische processen het overheidsbeleid?

Nederlandse pensioenfondsen zijn nog niet verplicht systematisch te rapporteren en verantwoording af te leggen over de prestaties op het gebied van hun maatschappelijk verantwoord handelen. Gezien de pensioenverplichtstelling is dat wel van belang. Het kabinet is dan ook voornemens om in de herziening van het bestuur van en de zeggenschap binnen de pensioenfondsen het punt van meer transparantie mee te nemen.<sup>46</sup> Het Nederlandse overheidsbeleid loopt niet alleen achter, maar is ook minder vergaand dan in andere EU-landen. Duurzame beleggingsregelingen in Europa hebben betrekking op transparantie- en beleggingsvoorschriften.<sup>47</sup> Op het terrein van transparantieplichting liep de Engelse overheid voorop. Naar Engels voorbeeld zijn ook pensioenfondsen in België, Duitsland, Italië, Spanje en Zweden verplicht in openbare jaarverslagen te rapporteren over hun duurzaam beleggingsbeleid. De pensioenfondsen in deze landen zijn niet verplicht om duurzaam te beleggen. In Zwitserland en Oostenrijk is tegen transparatievoorschriften gestemd. In België, Ierland, Frankrijk, Luxemburg en het Verenigd Koninkrijk geldt een wettelijk verbod op beleggen in producenten van landmijnen of clusterbommen. Landen als Denemarken, Duitsland, Italië, Zwitserland en Noorwegen bereiden wetgeving voor.<sup>48</sup>

44 ING heeft in 2008 ruim € 1 miljard van de € 10 miljard staatssteun gebruikt om haar Nederlandse pensioenfonds te redden (*NRC Handelsblad*, 22 juli 2009).

45 Ministerie van Financiën (2010). *Regeringsstandpunt motie Van Velzen/Van Dam inzake investeringsverbod clustermunitie*. Brief 31 maart, Den Haag.

46 Ministerie van Financiën (2010) *a.w.*

47 Zie VBDO (2005). *Handreiking duurzaam beleggen voor pensioenfondsen*. Culemborg: Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling; Van Gelder en Scheire (2007) *a.w.* en Vitols, S. (2011). 'European pension funds and socially responsible investment.' In: *Transfer: European Review of Labour and Research*, 17 (1), 30-41.

48 Profundo (2010) *a.w.*

Zelfregulering is voor de Nederlandse regering het uitgangspunt. Ook de sociale partners in de STAR en de pensioenkoepels zijn voorstanders van zelfregulering en tegenstander van extra wetgeving of beleidsregels vanuit DNB. Gezien de vele en strijdige stakeholderbelangen biedt zelfregulering in de pensioensector niet altijd een oplossing. Dit wordt duidelijk geïllustreerd door de patstelling tussen de sociale partners en het CSO over vertegenwoordiging van gepensioneerden in het bestuur van bedrijfspensioenfondsen.<sup>49</sup> Een initiatiefwetsvoorstel met evenredige vertegenwoordiging in het bestuur kreeg geen meerderheid in de Tweede Kamer. Gepensioneerden zouden dan alleen voor hun deelbelangen opkomen en regels voor vertegenwoordiging van andere stakeholders, zoals jongeren en vrouwen, in het pensioenbestuur zouden volgen. De solidariteit komt hierdoor in het geding. Wel was er vervolgens een meerderheid voor een compromis om pensioenfondsen te verplichten minimaal één plaats in het bestuur vrij te houden voor een vertegenwoordiger van mensen die al pensioen ontvangen. Bovendien is er een wettelijke grondslag opgenomen voor het streven naar meer diversiteit in de samenstelling van de fondsbesturen.

Zelfregulering kan op het niveau van het individueel pensioenfonds, op sectorniveau nationaal of internationaal plaatsvinden. Een eigen gedragscode kan worden opgesteld, die de beleggingen bindt aan minimale eisen of kan dienen als toets aan ethische normen of sociale en milieucriteria. Een dergelijke gedragscode dient gepaard te gaan met externe prestatie-indicatoren en een effectief stelsel van monitoring. Zelfregulering kan het intern toezicht versterken en de dialoog tussen pensioenfondsen en de samenleving verbeteren. Een interessant voorbeeld van zelfregulering met betrekking tot duurzaam beleggen is het Noorse Government Pension Fund – het grootste pensioenfonds in de wereld – dat een adviserende ethische raad heeft ingesteld die bepaalt welke bedrijven worden uitgesloten van investeringen.<sup>50</sup>

Gedragcodes leiden echter niet altijd tot verbeteringen, gezien de grote diversiteit en verschillen in belangen tussen pensioenfondsen (zie paragraaf 5.1.3). Ook kan de handhaving bij zelfregulering een probleem zijn. Bovendien hoeft duurzaam beleggen niet altijd een maatschappelijke verbetering te impliceren. Op de eerste plaats als gevolg van externe effecten. De onzichtbare hand van Adam Smith wordt doorgaans opgevat als iedereen die zijn eigen belang nastreeft ook onbedoeld het algemene belang dient en tot maatschappelijk welzijn leidt. Het bestaan van externe effecten wordt daarbij echter ontkend, waardoor het maatschappelijk belang meestal niet samenvalt met het individueel belang. Het is de vraag of pensioenfondsen op vrijwillige basis bereid en in staat zijn maatschappelijk ongewenste externe effecten te internaliseren via zelfregulering. Bovendien, mede dankzij het werk van John Maynard Keynes is een belangrijk inzicht ontstaan, namelijk dat macro-economie, het gedrag van de geaggregeerde groethe-

49 In de Pensioenwet is al geregeld dat pensioengerechtigden kunnen kiezen voor deelname in de besturen van ondernemingspensioenfondsen.

50 Van Gelder en Scheire (2007) *a.w.*

den, iets heel anders is dan micro-economie, het rationeel gedrag van individuen. Het geheel gedraagt zich mogelijk heel anders dan de som van de samenstellende delen: er is sprake van een 'samenstellingsfout' (fallacy of composition) met onbedoelde gevolgen. Anders gezegd: wat voor het individuele pensioenfonds als verantwoord geldt, hoeft niet voor alle pensioenfondsen samen (op macroniveau) als duurzaam te gelden.

## 5.2 Duurzaam beleggen

### 5.2.1 Definitie duurzaam beleggen

Duurzaam beleggen door pensioenfondsen betreft het beleggingsbeleid van pensioenfondsen van vandaag dat noch ten koste gaat van de huidige noch van de toekomstige generaties.<sup>51</sup> Binnen de gestelde randvoorwaarde betreft het niet alleen beleggen in verantwoorde ondernemingen, dat wil zeggen in goed bestuurd duurzame ondernemingen en landen die actief en bewust rekening houden in beleid en handelen met de huidige en toekomstige belangen van de stakeholders, maar ook direct beleggen in duurzame projecten. Analoog aan de definitie van maatschappelijk verantwoord ondernemen is maatschappelijk verantwoord beleggen volgens Hummels: beleggen op grond van financiële, sociale, governance- en milieuoverwegingen en/of beïnvloeding van bedrijven, overheden en andere relevante actoren op grond van deze overwegingen.<sup>52</sup> De beleggingsportefeuille wordt niet louter aan de hand van financiële rendementscriteria (profit) samengesteld, er wordt eveneens rekening gehouden met planet en people. Echter, duurzaam beleggen hoeft niet noodzakelijk dit triple P-raamwerk te volgen.<sup>53</sup> Veelal is dit slechts het geval bij de selectie van aandelen van beursgenoteerde bedrijven aan de hand van milieu- (E), sociale (S) en governance (G) overwegingen (Environmental, Social en Governance, ESG-criteria). Ethiek verbindt deze drie criteria. Volgens Hummels en Bauer verschilt duurzaam beleggen niet wezenlijk van beleggen in het algemeen. In beide gevallen is er sprake van uitsluitingsbeleid. Alleen de criteria waarop dit gebeurt verschillen. Actief beleggen is in wezen een zero-sum game – als er winnaars zijn, zijn er ook verliezers – en gaat gepaard met aanzienlijke extra transactiekosten. Waarbij we de vraag kunnen stellen of pensioenfondsen dan nog wel voldoen aan de prudent-personregel.<sup>54</sup> De kern van duurzaam beleggen is dat het pensioenfonds hierbij niet opereert binnen de grenzen van wat

51 Brundtland, G. (ed.) (1987). *Our common future: The World Commission on Environment and Development*. Oxford: Oxford University Press.

52 Hummels (2007b) a.w.: 20.

53 Wildeboer Schut, R. (2003). 'De belegger: op weg naar een duurzaam beleggingsbeleid.' In: Balkenende, J.P., M. Kaptein, E. Kimmman en J.P. van den Toorn (red.) *Onderneming & Maatschappij. Op zoek naar vertrouwen*. Assen: Van Gorcum: 121-141.

54 Zie Hummels en Bauer (2006) a.w.: 82-83; Bauer, R. en H. Hummels (2008). 'Pensioenfondsen en verantwoord beleggen. Rendement en risico?.' In: *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, (2) 32-38.

de wet voorschrijft, maar méér doet. Het gaat dus om een verantwoordelijkheid die verder reikt dan waartoe pensioenfondsen door wetgeving verplicht worden. Duurzaam beleggen verschilt daarmee wel wezenlijk van gewoon beleggen. De definitie van duurzaam beleggen zegt niets over de toegekende gewichten aan deze afzonderlijke overwegingen, noch over de wijze en de termijn waarop verantwoord beleggen beleidsmatig wordt vormgegeven. Ook een benchmark en de nadere randvoorwaarden en het einddoel ontbreken. Duurzaam en maatschappelijk verantwoord beleggen dient dan ook te worden gestuurd door een verantwoorde maatschappij of haar representant. De toevoeging 'en/of beïnvloeding' in de definitie is geen vorm van beleggen, maar betreft in de praktijk veelal slechts het uitoefenen van de rechten van beleggers, veelal van aandeelhouders.

De begrippen ethisch beleggen, duurzaam beleggen en maatschappelijk of sociaal verantwoord beleggen (socially responsible investing (SRI)) worden veelal als synoniemen gebruikt. Toch zijn er verschillen. Duurzaam beleggen omvat de begrippen ethisch beleggen of maatschappelijk verantwoord beleggen.<sup>55</sup> Maatschappelijk verantwoord beleggen is ruimer dan ethisch beleggen en impliceert een minder subjectieve beslissing van de investeerder. Bij duurzaam beleggen, waarbij rekening wordt gehouden met niet-financiële factoren, is het de belegger vaak op voorhand niet duidelijk of en in welke mate het betrekken van sociale, governance- en milieuvraagstukken acceptabel is. Bij ethisch beleggen is er wel al op voorhand duidelijkheid bij welke gedragingen en activiteiten de belegger niet betrokken zal zijn. Het betreft een integrale benadering waarbij het interne beleid, het externe beleid en de gehele portefeuille moeten voldoen aan de gestelde ethische gedragscode.

### 5.2.2 Motieven voor duurzaam beleggen

De primaire drijvende kracht achter maatschappelijk verantwoord beleggen ligt buiten de pensioenfondsen. Niet alleen in Nederland, maar ook elders is de publieke opinie de belangrijkste factor, gevolgd door vakbonden.<sup>56</sup> Met het uitbrengen in 1996 van de nota *Van Pensioen Verzekerd* door de Federatie Nederlandse Vakbeweging (FNV)<sup>57</sup> en in 1999 de *CNV beleggingscode* door het Christelijk Nationaal Vakverbond (CNV)<sup>58</sup>, die enkele jaren later zijn geactualiseerd<sup>59</sup>, heeft maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid door Nederlandse pensioenfondsen een duidelijke stimulans gekregen. Maatschappelijke druk is eveneens van

55 Zie Hummels en Bauer (2006) *a.w.*: 85.

56 Zie Allianz Global Investors (2010). Doing good by investing well? Pension funds and socially responsible investment: Results of an experts survey, *International Pension Papers*, No. 1, München.

57 FNV (1996). *Van pensioen verzekerd*. Amsterdam: Federatie Nederlandse Vakbeweging.

58 CNV (1999). *Principes in praktijk – CNV beleggingscode*. Utrecht: Christelijk Nationaal Vakverbond.

59 CNV (2003). *Principes in praktijk. De CNV beleggingscode voor institutionele beleggers herzien*. Utrecht: Christelijk Nationaal Vakverbond; FNV (2000). *Goed belegd. Over maatschappelijk verantwoord beleggen van pensioenfondsen*. Amsterdam: Federatie Nederlandse Vakbeweging; FNV (2007). *Maatschappelijk verantwoord beleggen, hedge funds en private equity*. Amsterdam: Federatie Nederlandse Vakbeweging.

belang: bijvoorbeeld het Zembla-effect. Om te voorkomen dat ze negatief in het nieuws komen, zijn de pensioenfondsen massaal uit de wapenindustrie gestapt. Dit wijst op het belang van reputatierisico.

De in paragraaf 5.1.1 gesignaleerde sterke groei van het belegd vermogen en de nog sterkere groei van het aandelenbezit vanaf begin jaren tachtig betekenen voor de Nederlandse pensioenfondsen dat er een maatschappelijke verantwoordelijkheid is ontstaan die vervolgens sterk is gegroeid. De realisatie van maatschappelijke meerwaarde bij investeringsbeslissingen lag voordien bij de overheid. Pensioenfondsen zijn een belangrijke economische factor geworden en medebepalend voor de ontwikkeling van de samenleving. Tegelijkertijd impliceren het groeiende aandeel in de totale economie, de risicospreiding en spreiding van de investeringen dat pensioenfondsen belang hebben in de prestatie van de gehele Nederlandse economie en niet louter van individuele bedrijven met als doel de belangen van de deelnemers te behartigen. Hawley en Williams zien hierin de opkomst van het 'fiduciair kapitalisme'.<sup>60</sup> Clark en Hebb spreken in dit verband van pensioenfondskapitalisme.<sup>61</sup> Pensioenfondsen stelden randvoorwaarden aan beleggingen en soms werden bepaalde landen of producenten uitgesloten. Dit verklaart ook de recente ontwikkeling van aandeelhoudersactivisme als duurzame beleggingsstrategie.<sup>62</sup> Door MVO worden allerlei bedrijfsrisico's beperkt, zoals klantenboycots, schadeclaims, reputatieschade en juridische maatregelen. Het inperken van die risico's heeft op de lange termijn een gunstig effect op de bedrijfsresultaten en daarmee op de aandeelhouderswaarde van een onderneming. Minder duurzame ondernemingen krijgen op lange termijn alsnog de rekening gepresenteerd.<sup>63</sup> Pensioenfondsen gebruiken MVO niet als doel op zich, maar als middel dat bijdraagt aan de langetermijnwaarde van het bedrijf. Echter, als pensioenfondsen enkel vanuit een puur economische motivatie hun sociale verantwoordelijkheid opnemen, is er slechts sprake van zogenoemde 'window dressing'.<sup>64</sup> Duurzaam beleggen is dan slechts een instrument om imago en marketing te versterken.

Vanwege het belang van een goed functionerende economie als geheel, hebben pensioenfondsen ook aandacht voor omstandigheden en voorwaarden waaronder ondernemingen opereren. Investeringen in infrastructuur, in gezondheid, zorg en onderwijs zijn van belang voor duurzaamheid, sociale cohesie en sociale rechtvaardigheid. Zo kondigden het ABP en PGM in 2010 aan om meer in

60 Hawley, J.P. en A.T. Williams (2000). *The Rise of Fiduciary Capitalism. How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.

61 Clark, G.L. en T. Hebb (2004). 'Pension fund corporate engagement: The fifth stage of capitalism.' In: *Relations Industrielles/Industrial Relations*, 59 (1), 142-171.

62 Zie Van Poll (1999) a.w.: 49-50; Hummels en Bauer (2006) a.w.: 21.

63 Zie bijvoorbeeld Graafland, J.J. (2002). 'Modelling the trade-off between profits and principles.' In: *De Economist*, 150 (2), 129-154; Engelen, E. (2003). *The Fairy Tale of Pension Fund Engagement, Comments on Clark & Hebb 'Understanding Pension Fund Corporate Engagement in a Global Arena'* available at <http://www.fmg.uva.nl/amidst/object.cfm?objectID=45DF0517-EE71-4F5E-823E803B3AA8B6C8>; Van Poll (1999) a.w.; Wildeboer Schut (2003) a.w.; Clark en Hebb (2004) a.w.

64 Zie Geerardyn (2006) a.w.: 37.

Nederlandse infrastructuur te beleggen, omdat het op lange termijn een renderende activiteit is zonder grote koersschommelingen, die bijdraagt aan diversificatie. Dit betreft voorzieningen die de economie ondersteunen, zoals wegen en tunnels. De beleggingen van ABP en PGGM in infrastructuur zijn vooral geconcentreerd in het buitenland. Bestuursvoorzitter Wijers van verf- en chemieconcern AkzoNobel deed in april 2009 een oproep aan de Nederlandse pensioenwereld om grotere belangen in grote Nederlandse ondernemingen te nemen. Hij ziet dat als een manier om de macht van beleggers met kortetermijnbelangen in te ruilen voor “stabiele en trouwe aandeelhouders [...] die kunnen meepraten over de strategie van een onderneming” (*NRC Handelsblad*, 25 april 2009). Pensioenfondsen wijzen het plan van oud-minister Klink van Volksgezondheid af om hen meer ziekenhuizen en verzorgingshuizen te laten financieren en met dit extra geld de zorg te verbeteren. Pensioenfondsen hebben veel geld en zouden invloed op het beleid minder belangrijk vinden. Ook het PGGM gaat niet investeren in zorginstellingen. Met als reden dat het pensioenfonds voor zijn premiebetalers in de eerste plaats moet zorgen voor een goed rendement en dat het PGGM niet zo maar geld kan stoppen in projecten waarvan het onbekend is of ze renderen en waarover het fonds niets te zeggen heeft (*NRC Handelsblad*, 22 december 2009). Ook dit illustreert dat pensioenfondsen primair geïnteresseerd zijn in de financiële aspecten van MVO. Bijdragen aan een betere wereld mag niet ten koste gaan van de toezeggingen aan pensioengerechtigden.

Uit het rapport *Tussen Meerwaarde en Moraal* uit 2003 blijkt dat de belangrijkste redenen voor beleidsontwikkeling van duurzaam beleggen samenhangen met communicatieve onderwerpen (verantwoording, missie, reputatie).<sup>65</sup> In 2007 was de belangrijkste reden van Nederlandse pensioenfondsen om sociale en milieufactoren te betrekken in het beleggingsproces de aansluiting bij het corporate-governancebeleid. Andere overwegingen waren<sup>66</sup>: de deelnemers hechten er waarde aan, de sponsor vindt het een belangwekkend vraagstuk, de vakbonden hebben een belangrijke stimulerende werking gehad, aandacht voor verantwoord beleggen past bij de missie van pensioenfondsen en het zorgt voor een betere reputatie van een fonds. Opvallend is dat gezien de fiduciaire doelstelling de groep die verantwoord beleggen relevant acht voor een lager risico of hoger rendement, relatief klein is; ongeveer 20%. Vooral de allergrootste pensioenfondsen hebben deze mening. Uit recent onderzoek blijkt dat de belangrijkste reden voor kleine en middelgrote pensioenfondsen voor het voeren van maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid is het voorkomen van negatieve publiciteit (vermijden reputatierisico), op de voet gevolgd door eigen overtuiging en principes. Ook bij deze laatste motieven speelt externe druk een rol.<sup>67</sup>

65 Hummels, G.J.A., D. Timmer en de Vereniging van Beleggingsanalisten (2003). *Tussen meerwaarden en moraal. De ontwikkeling van duurzaam beleggen binnen de Nederlandse pensioenfondsen*. Breukelen: Universiteit Nyenrode.

66 Hummels (2007a) a.w.: 31.

67 Peijnenburg, Van der Zande, Leegwater en Trif (2011) a.w.

Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen stemt niet altijd met de wensen van de deelnemers overeen. Dit is te meer van belang daar deelnemers niet kunnen overstappen naar een ander pensioenfonds. Uit onderzoek van Motivaction in opdracht van de Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen blijkt dat Nederlanders erg risicomijdend zijn als het om beleggingskeuzes gaat.<sup>68</sup> Bijna driekwart (72%) van de Nederlanders vindt dat pensioenfondsen minder risico's moeten nemen met de ingelegde pensioenpremie. Slechts 29% vindt dat pensioenfondsen mogen beleggen in bijvoorbeeld aandelen. De helft (51%) van de Nederlanders is van mening dat er helemaal niet belegd mag worden met de premie-inleg. Het geld zou gewoon op een spaarrekening moeten worden gezet. Als er wel belegd wordt dan vinden vier van de vijf Nederlanders (83%) dat dit in de toekomst met minder risico's moet gebeuren. Een derde van de Nederlanders is van mening dat de financiële situatie van gepensioneerden beter zou zijn als er niet belegd zou zijn met de premie-inleg. De helft (48%) van de Nederlanders kan geen inschatting maken van de langetermijneffecten van sparen en beleggen. De Nederlanders die wel een inschatting maken, geven aan dat het belegde vermogen over 25 jaar gemiddeld 17% hoger ligt dan het gespaarde vermogen. In de praktijk heeft beleggen, volgens de Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, ondanks een aantal beurscrashes, over de afgelopen 25 jaar ruim 65% meer opgebracht dan sparen. Dit duidt op onwetendheid en pensioenanalfabetisme. Het geeft echter eveneens aan dat een hoog rendement niet het zaligmakende en doorslaggevende argument hoeft te zijn, zoals in de literatuur veelal wordt aangegeven of verondersteld en in de statuten van pensioenfondsen staat vermeld. Uit onderzoek van Erb <sup>69</sup> onder zevenhonderd actieve deelnemers van Pensioenfonds Zorg & Welzijn (PFZW) en van Pensioenfonds Metalektro (PME) blijkt dat bijna driekwart (71%) van de deelnemers meer invloed wil op de invulling van het beleggingsbeleid, ondanks het gebrek aan informatie en kennis. Twee derde (67%) vindt werkgelegenheid in Nederland belangrijker dan financieel rendement als dat rendement ten koste gaat van de werkgelegenheid. Ook hieruit blijkt dat financieel rendement niet zaligmakend wordt geacht. Een ruime meerderheid (63%) vindt het de taak van een pensioenfonds om zich alleen bezig te houden met een hoog pensioen voor een zo laag mogelijke premie. Eveneens vinden zij verantwoord beleggen heel belangrijk. De belangrijkste thema's in het beleggingsbeleid voor de deelnemers zijn kinderarbeid, verboden wapenproductie, milieu en arbeidsomstandigheden. Bijna driekwart van de deelnemers zou graag zien dat pensioenfondsen rekening houden met hun strategische en morele belangen. Een grote meerderheid vindt dat het opbouwen van pensioen niet ten koste mag gaan van andere mensen of van het milieu. De overgrote meerderheid van de ondervraagde deelnemers (75%) is bereid voor het realiseren van deze niet-financiële en morele doelen

68 Motivaction (2009). *Pensioenvertrouwensbarometer 2009-2011. Meninge n over sparen en beleggen van pensioenpremie*. Amsterdam: Motivaction International.

69 Erb , D. (2008). *Stille kapitalisten. Een sociologisch onderzoek over de invloed en controle van deelnemers op het beleggingsbeleid van hun pensioenfonds*. Amsterdam: Universiteit van Amsterdam.

een hogere premie te betalen. Een beleid van uitsluiting kan rekenen op grote steun (79%) van de deelnemers. 85% is ook voor uitsluiting als dit hun financiële belangen kan schaden. Pensioendeelnemers hechten volgens dit onderzoek meer aan zekerheid dan aan rendement. 80% is bereid een hogere premie te betalen voor een lager risico. Vanuit de twee pensioenfondsen werd hierop als volgt gereageerd.<sup>70</sup> Ze wijzen op de ook door de onderzoeker genoemde selectiebias en op pensioenanalfabetisme. Mensen weten niet hoeveel pensioenpremie zij betalen. Bovendien leveren dergelijke enquêtes geen echte keuzes op, maar maatschappelijk wenselijke antwoorden. Tevens vragen de pensioenfondsen zich af of mensen de gevolgen van hun keuzes goed overzien en afwegen. Echter, ook de professionele beleggers zijn niet gevrijwaard van menselijke tekortkomingen met (vergaande) gevolgen. Keynes wees er al in 1936 op dat beleggingsbeslissingen van analisten en fondsbeheerders niet alleen gebaseerd zijn op het risico en het verwachte rendement, maar ook op beslissingen en verwachtingen van andere professionals. Dit kuddegedrag – het volgen van anderen – kan rationeel zijn in een situatie van beperkte informatie, maar ook om reputatieschade te voorkomen of de eigen reputatie te verbeteren. Het leidt echter tot ongewenste macro-economische onevenwichtigheden.<sup>71</sup> Bij geavanceerde pensioenfondsen, die meer beleggingsexpertise in huis hebben, bestaat minder aversie tegen risico nemen. Zij kunnen lijden aan overmatig zelfvertrouwen als zij te veel waarde hechten aan hun eigen theorieën en ontwikkelde modellen.<sup>72</sup> De Commissie Frijns doet de aanbeveling aan de besturen van pensioenfondsen de houding van de deelnemers en de premiebetalende werkgevers met betrekking tot duurzaamheid als uitgangspunt voor het risico- en beleggingsbeleid te nemen. Bovendien dient het bestuur jaarlijks verantwoording af te leggen over de duurzaamheidsprestaties van de beleggingen.<sup>73</sup> Als pensioenfondsen hiermee rekening houden in hun beleggingsbeleid, kan dit mogelijk leiden tot afzien van indexatie, hogere premies of lagere pensioenuitkeringen. Een goede governancestructuur zou de signalen van deelnemers moeten oppikken en vervolgens de (verwachte) consequenties voor rendement en risico helder moeten communiceren met de deelnemers.

### 5.3 Duurzaamheidsstrategieën

Er is een aantal beleidsopties beschikbaar voor pensioenfondsen om duurzaam beleggen vorm te geven. Het betreft uitsluiting, 'worst-in-class', insluiting, 'pio-

70 Zie Schoutsen, M. (2009). 'Duurzaam mag wat kosten.' In: *Investment & Pensions Nederland*, 2 (6), 26-27.

71 Prast, H. (2003). *Gedragseconomie: de rol van psychologie op financiële markten. Wetenschappelijk publicatie 62*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

72 Bikker en De Dreu (2009) a.w.; Bosch (2010) a.w.

73 Commissie Frijns (2010) a.w.

neer screening' en aandeelhoudersactivisme.<sup>74</sup> Deze duurzaamheidsstrategieën kunnen al dan niet in combinatie worden toegepast, bovendien kan de intensiteit en de striktheid waarmee zij worden gehanteerd variëren.

### 5.3.1 Uitsluiting

De oudste vorm van duurzaam beleggen is uitsluiting (negatieve screening) van beleggingen op basis van vooraf vastgestelde absolute of negatieve criteria. Het pensioenfonds wenst zich niet te identificeren of juist afstand te nemen van bepaalde activiteiten of gedragingen van bedrijven of overheden. Op voorhand wordt niet belegd in bepaalde aandelen of obligaties van ondernemingen, sectoren of overheden/landen. Ethisch beleggen is dus een vorm van uitsluiting. Naast het materiële belang van de deelnemers speelt hier het morele belang van de deelnemers een rol. Afkeuren van ethisch discutabele situaties dient het belang van een schoon geweten en een goed gevoel.<sup>75</sup> Door het principiële karakter is het duidelijk waar een onderneming of overheid niet bij betrokken mag zijn om voor opname in de beleggingsportefeuille van het pensioenfonds in aanmerking te komen. Hier ligt de kracht van deze duurzame strategie. Vrijwel altijd is er sprake van niet-financiële motieven (ethiek, emotie of smaak). Evenals in de neoklassieke economische visie op beleggen zijn bij ethisch beleggen financiële en niet-financiële criteria gescheiden. In bepaalde sectoren of ondernemingen kan geen sprake zijn van een verbetertraject, bijvoorbeeld bij een onderneming met wapens en defensiematerieel als kernactiviteit, en is uitsluiting het enige alternatief. Uitsluiting is gekoppeld aan de zogenoemde 'sin stocks'. Voorbeelden van uitsluiting van belegging betreft bedrijven die wapens of pornografie produceren of verhandelen, gebruikmaken van kinderarbeid, mensenrechten schenden, ondernemingen actief in de gokwereld, tabakproductie en drankindustrie en producenten van genetisch gemanipuleerde gewassen. Uitsluitingen kunnen het beleggingsrisico vergroten en het rendement verlagen doordat het beleggingsuniversum wordt ingeperkt. Dat is vooral het geval als bepaalde sectoren worden uitgesloten, zoals de defensie-industrie of de olie- en gaswinning. Pensioenfondsen doen dit dan ook zelden of nooit.<sup>76</sup> In de praktijk levert uitsluiting als duurzame beleggingsstrategie toch niet altijd een eenduidige keuze op. Bijvoorbeeld, het ABP dat ook de pensioenen voor militairen verzorgt, sluit wapenproducenten niet uit. Dat zou immers impliceren dat het defensiepersoneel wel mag werken met wapens,

74 Zie Bauer, R. (2008). *Verantwoord beleggen: de hype voorbij?* Oratie. Maastricht: Universiteit Maastricht; Jansens, K. en B. Scholtens (2000). 'Niet bij brood alleen. Een analyse van maatschappelijk verantwoord beleggen.' In: *VBA Journaal*, 16 (1), 9-14; Berg, M. de, W. van Heerdt, M.H.A. Jeucken, R. Klijn, L. van der Made, P. Pauw en W. Peters (2005). 'Institutioneel duurzaam vermogensbeheer in Nederland.' In: *VBA-katern Nr. 11*, Amsterdam: Vereniging van BeleggingsAnalisten; VBDO (2005) *a.w.*; Hummels (2006) *a.w.*; Hummels en Bauer (2006) *a.w.*; De Graaf en Slager (2007) *a.w.*; Bauer en Hummels (2008) *a.w.*

75 Zie Otten, R. en K. Koedijk (2001). 'Beleggen met een goed gevoel.' In: *Economisch Statistische Berichten*, 86, 13 april, 324-327.

76 Zie Hummels (2007b) *a.w.*; Bauer en Hummels (2008) *a.w.*

maar hun pensioenfonds daar niet in mag beleggen. Een andere vraag die bij uitsluiting dient te worden beantwoord is of naast de wapenproducerende dochter ook het moederconcern moet worden uitgesloten. Een soortgelijke problematiek doet zich voor bij staatsobligaties van landen die – democratisch besloten – een substantieel deel van de begroting uitgeven aan hun militair apparaat.

Naast ethische uitsluiting op basis van persoonlijk waarden en normen kan uitsluiting eveneens gebaseerd zijn op internationale verdragen. Bijvoorbeeld, niet beleggen in landen die mensenrechten ernstig schenden en die daarvoor door internationale organen zoals de Verenigde Naties en de Internationale Arbeidsorganisatie (IAO) zijn veroordeeld, of het verdrag van Ottawa over landmijnen, of het verdrag van Oslo over clusterbommen schenden. Uitsluiting kan eveneens plaatsvinden op basis van ESG-criteria. Een koppeling met andere strategieën, zoals aandeelhoudersactivisme (zie paragraaf 5.3.5) ligt voor de hand. Een nadeel van uitsluiting is dat het niet of nauwelijks tot verbeteringen leidt bij de ondernemingen in kwestie. Pas als grote beleggers een onderneming mijden, zal het bedrijfsmanagement actie ondernemen om bijvoorbeeld dierproeven te staken. Proactief aandeelhouderschap kan dan mogelijk meer succes sorteren.

### 5.3.2 Worst-in-class

In tegenstelling tot de strategie van uitsluiting vindt bij de worst-in-classstrategie de selectie plaats op basis van relatieve in plaats van absolute criteria. Alleen de slechtst presterende ondernemingen op het gebied van governance en duurzaamheid binnen een sector of industriegroepen worden van belegging uitgesloten. Financiële en niet-financiële criteria zijn gescheiden. Dit resulteert in het uitsluiten van een vooraf vastgesteld percentage, bijvoorbeeld 10% of 60%, van de slechtste bedrijven binnen een sector. Bij de worst-in-classstrategie hebben evenals in de uitsluitingsstrategie duurzaamheidscriteria het primaat. De beperking van het beleggingsuniversum kan ten koste gaan van de diversificatie, het beleggingsrisico vergroten en het rendement verlagen. De primaire fiduciaire plicht kan in het geding zijn als bij het hanteren van deze strategie de duurzaamheidscriteria veel belangrijker worden dan financiële criteria. Bovendien impliceert het relatieve karakter van de gehanteerde criteria dat de worst-in-classstrategie minder duidelijk en minder helder zijn als bij de uitsluitingsstrategie. De worst-in-classstrategie is het spiegelbeeld van de best-in-classstrategie.

### 5.3.3 Insluiting

Een derde beleggingsstrategie is insluiting (positieve screening) (best-in-class- of best-in-sectorstrategie), gericht op zaken die het pensioenfonds wenst te bevorderen. Hierbij worden beleggingen gerangschikt op basis van relatieve of positieve duurzaamheidscriteria volgens de ideologie van de triple P bottom line. Uit elke

sector worden ondernemingen die goed scoren opgenomen in het duurzame beleggingsuniversum, waarna de beste aandelen worden gescreend met traditionele financiële indicatoren. Dit resulteert in de toelating van een vooraf vastgesteld percentage, bijvoorbeeld 10% of 60% van de beste bedrijven binnen een sector. Geen enkele sector wordt van investering uitgezonderd. In de praktijk houdt dat in dat ook in bedrijven uit bijvoorbeeld milieuvervuilende sectoren wordt belegd, mits deze binnen hun sector maar een voortrekkersrol vervullen in het trachten te verbeteren van de omstandigheden. De methode is pragmatisch en daardoor vanuit mainstreamperspectief ook geschikt voor grote portefeuilles van pensioenfondsen. Vanuit de traditionele neoklassiek economische invalshoek geredeneerd, is deze best-in-sectorstrategie mogelijk zelfs de enige maatschappelijke verantwoord optie voor de beleggingsbeheerder. Zij biedt de mogelijkheid maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid in te voeren zonder de primaire fiduciaire plicht in gevaar te brengen. Het vereist heldere informatie over hoe bedrijven omgaan met duurzaamheid en hun verantwoordelijkheid. Aangezien de insluiting gebeurt op basis van het relatieve karakter van de gehanteerde criteria, zijn deze minder eenduidig dan in het geval van de uitsluitingsstrategie. Bij uitsluiting is er vaak sprake van niet-financiële motieven, terwijl bij insluiting ESG-informatie wordt gezien als extra-financiële informatie.<sup>77</sup> Relevant om op te merken is dat er ook bij insluiting sprake is van uitsluiting van ondernemingen die niet voldoen aan de norm.

#### 5.3.4 Pionier screening

Pionier screening is een vorm van positieve screening, waarbij alleen in die bedrijven wordt belegd die voldoen aan de allerhoogste normen van duurzaamheid, de beste bedrijven dus, die een voortrekkersrol vervullen op het terrein van duurzaamheid of er wordt ingespeeld op projecten met ecologisch en maatschappelijk relevante thema's. Marktconform rendement staat ook hier voorop bij Nederlandse pensioenfondsen.<sup>78</sup> Vaak zijn deze voorlopers niet-beursgenoteerde bedrijven.<sup>79</sup> Vooral pensioenfondsen lopen voorop in deze doelbeleggingen: directe investeringen in bepaalde duurzame projecten, zoals duurzame bosbouw, alternatieve energie, schone technologie en microfinancieringsinstellingen. Gezien de lange-termijnhorizon zijn pensioenfondsen hiervoor zeer geschikt en biedt het tevens de mogelijkheid hun maatschappelijke verantwoordelijkheid te vervullen en risico's te spreiden.<sup>80</sup> Het ABP en het PFZW hebben samen ruim 100 miljoen euro geïnvesteerd in infrastructuurfondsen (duurzame energie). Vanaf 2005 hebben ABP 130 miljoen euro en PFZW 60 miljoen euro geïnvesteerd in microkredieten.

77 Zie Bauer (2008) *a.w.*: 20.

78 Zie Van Poll (1999) *a.w.*: 50.

79 Zie VBDO (2007) *a.w.*

80 Zie Bauer en Hummels (2008) *a.w.*

De forse toestroom van geld in de afgelopen jaren zet het rendement van microkrediet onder druk, terwijl als gevolg van de crisis ook het aantal mensen dat de kleine leningen niet terugbetaalt oploopt. Verondersteld werd dat microkrediet relatief ongevoelig was voor schommelingen in de financiële en economische markten.

### 5.3.5 Aandeelhoudersactivisme

Bij aandeelhoudersactivisme (corporate engagement) als duurzame beleidsstrategie gaat het om het beïnvloeden van het bedrijfsbeleid op grond van de positie als belegger en de rechten die hiermee verbonden zijn.<sup>81</sup> Aandeelhoudersactivisme wordt vaak geassocieerd met het kortetermijndenken van eigenaren en met puur winstbejag. Een geëngageerde houding van pensioenfondsen als aandeelhouders kan echter ook een manier zijn om het denken over de lange termijn te stimuleren binnen bedrijven en de ondernemingswaarde op de langere termijn te vergroten.<sup>82</sup> Op de eerste plaats kunnen pensioenfondsen hun aandelen verkopen. Dit betekent echter het einde van het engagement als duurzame beleggingsstrategie. Bovendien is verkoop (exit) van aandelen niet altijd een mogelijke of wenselijke optie. Gezien de grootte van de pensioenfondsen en de langetermijnhorizon zijn de pensioenfondsen gedwongen belangen te houden in een aantal grote bedrijven. Engagement (voice) is dan de aangewezen route om MVO te stimuleren. Engagement sluit goed aan bij de Nederlandse overlegcultuur. Wel is een stok achter de deur gewenst, bijvoorbeeld in de vorm van dreigen met verkoop van aandelen. In plaats van het verkopen van aandelen van ondernemingen die sociale, milieu en/of ethische kwesties slecht bewaken, gaan pensioenfondsen in dialoog – buiten de aandeelhoudersvergadering om – met het management. Dat kan ondernemingen onder druk zetten om duurzamer te ondernemen.<sup>83</sup> Het verschil met zowel uitsluiting als insluiting is dat de opgestelde criteria niet voorafgaand aan de daadwerkelijke belegging terugkijkend zijn opgesteld, maar vooruitkijkend en nadat de aandelen zijn aangekocht; bijvoorbeeld of huidige of toekomstige maatregelen van ondernemingen ongewenste effecten in de toekomst beperken. Bovendien is engagement veelal beperkt tot beleggingen in aandelen. Een ander verschil met uitsluiting en insluiting is dat de selectie van aandelen niet wordt beïnvloed. Het beleggingsuniversum wordt niet beperkt en alle beleggingsmogelijkheden worden opengehouden. Deze dialoogbenadering van proactief aandeelhouderschap is vooral relevant voor de grote institutionele beleggers, maar kan ook samen met andere pensioenfondsen worden toegepast. Een derde vorm van

81 Zie Bauer en Hummels (2008) *a.w.*; Bauer (2008) *a.w.*

82 Zie Clark en Hebb (2004) *a.w.*; Kurznack, L. (2006). 'Belegger denkt wel aan langetermijn.' In: *Het Financieele Dagblad*, 14 juli, 7.

83 Zie Tuyll van Serooskerken, R. van en L. Kurznack (2007). 'Engagement pensioenfonds moet beter.' In: *Het Financieele Dagblad*, 22 maart, 9.

aandeelhoudersactivisme is het indienen van resoluties die in stemming worden gebracht bij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Als vierde vorm van engagement kunnen de aandeelhouders onbeperkt en onder alle omstandigheden gebruikmaken van hun informatie- en stemrecht, ook als zij de aandeelhoudersvergadering niet bijwonen. Dit wordt naast stemmen bij volmacht of stemmen op afstand ook wel 'proxy voting' genoemd.

## 5.4 Nederlandse praktijk van duurzaam beleggen

### 5.4.1 Gebruik en omvang

In Nederland is verantwoord beleggen van recente datum. De belangstelling onder Nederlandse pensioenfondsen voor duurzaam beleggen groeit, maar betrouwbare cijfers hierover zijn niet beschikbaar. Het betreft zelfrapportage, de metingen zijn niet controleerbaar en de screeningmethoden zijn niet altijd bekend.<sup>84</sup> Volgens onderzoek van Eurosif (European Social Investment Forum) behoren Nederlandse pensioenfondsen tot de middenmoot in vergelijking met pensioenfondsen in andere Europese landen als het gaat om duurzaam beleggen. Nederlandse pensioenfondsen hebben hun vermogen voor rond 1% duurzaam belegd, exclusief negatieve screening. Volgens de Praktische Commissie van de drie pensioenkoepels dienen pensioenfondsen terughoudend te zijn met uitsluitingen.<sup>85</sup> Ook de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling concludeert dat het geld van Nederlandse pensioenfondsen nauwelijks verantwoord wordt belegd.<sup>86</sup> Nederlandse pensioenfondsen zijn terughoudend met duurzaam beleggen. Redenen om geen duurzaam beleggingsbeleid te hebben of na discussie hiervan af te zien hangen samen met de lage prioriteit, omdat het niet in het belang van de stakeholders is, gebrek aan capaciteit, te hoge kosten en aantasting van verhouding tussen rendement en risico.<sup>87</sup> Een andere reden voor de sceptische houding van veel beleggingsprofessionals is de kwaliteit en de beschikbare ESG-informatie.<sup>88</sup> In recent enquêteonderzoek geeft het merendeel van de kleine en middelgrote pensioenfondsen aan dat een belangrijke oorzaak voor het niet hebben van een maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid is geen belang/nut voor het pensioenfonds en twijfel hebben over de toegevoegde waarde of zelfs een negatief effect van duurzaamheid voor hun pensioenfonds. De onbekendheid en desinformatie bij besturen en directies van deze pensioenfondsen speelt even-

84 Zie Hummels en Bauer (2006) *a.w.*: 85; Hummels (2007b) *a.w.*: 21.

85 Zie Hummels (2007b) *a.w.*: 17.

86 VBDO (2009). *Benchmark responsible investment by pension funds in the Netherlands 2009*. Culemborg: Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling.

87 Pensioenkoepels (2009). *Inventarisatie verantwoord beleggen. Brief 21 december*, Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, Unie van Beroepspensioenfondsen en Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen.

88 Zie Bauer (2008) *a.w.*

eens een rol. Scholing op dit punt is gewenst om een volledig beeld te krijgen over de ins en outs van duurzaam beleggen.<sup>89</sup> Naast pensioenanalfabetisme onder werknemers is er in Nederland ook sprake van pensioenanalfabetisme onder pensioenfondsbestuurders.

In 2007 haalden slechts vier fondsen, waaronder het ABP en PGGM, een voldoende voor duurzaam beleggen in een onderzoek onder dertig Nederlandse pensioenaanbieders. Uitsluitingsbeleid is vooral beperkt tot één categorie: producenten van controversiële wapens. Uitsluiting op basis van kinderarbeid of milieuonvriendelijke activiteiten wordt door de pensioenfondsen nauwelijks toegepast. Hierin is in 2008 en 2009 geen verandering opgetreden.<sup>90</sup> In een medio 2006 gehouden enquêteonderzoek gaf een op de drie fondsen (33%) aan beleid voor verantwoord beleggen te hebben geformuleerd en gaf 14% aan bezig te zijn met ontwikkelen van beleid.<sup>91</sup> Tussen 2006 en 2009 is het aantal pensioenfondsen dat beleid heeft op het terrein van verantwoord beleggen toegenomen tot ongeveer driekwart (73%) en 10% geeft aan bezig te zijn met het formuleren van beleid.<sup>92</sup> Uit enquêteonderzoek onder kleine en middelgrote Nederlandse pensioenfondsen blijkt dat de helft (49%) van de respondenten geen maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid heeft. 34% heeft plannen om dergelijk beleid in de toekomst te implementeren en 66% is dat niet van plan.<sup>93</sup> Het Zemblaprogramma uit 2007 heeft ervoor gezorgd dat verantwoord beleggen hoog op de agenda van de pensioenfondsen is gekomen; niet alleen de beleidsontwikkeling, ook de implementatie. Grotere pensioenfondsen doen het beter. Dit verklaart ook waarom bedrijfstakpensioenfondsen het beter doen dan de andere types pensioenfondsen. Grotere pensioenfondsen staan meer in het publieke zichtveld en besteden daarvoor meer aandacht aan duurzaam beleggen. Bovendien hebben zij meer middelen beschikbaar om maatschappelijk verantwoord investeren te ontwikkelen, te realiseren en om te rapporteren. Meer dan de helft van het duurzaam beleggingsbeleid is beperkt tot één soort beleggingen – nu nog vooral in aandelen – of geeft geen inzicht in de gedekte beleggingen. Er is dus nog veel werk te doen op het terrein van verantwoording en het vertalen van het maatschappelijk verantwoord investeringsbeleid in een brede en evenwichtige combinatie van instrumenten en strategieën gericht op alle beleggingscategorieën.<sup>94</sup> Van substantiële integratie van ESG-factoren in het portefeuillemanagement van vastrentende waarden en vast-

89 Peijnenburg, Van der Zande, Leegwater en Trif (2011) *a.w.*

90 Zie VBDO (2007) *a.w.*; VBDO (2008). *Benchmark verantwoord beleggen door Nederlandse pensioenfondsen en Pensioenverzekeraars 2008*. Culemborg: Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling; VBDO (2009) *a.w.*

91 Zie Hummels (2007a) *a.w.*

92 Zie Pensioenkoopels (2009) *a.w.*

93 Peijnenburg, Van der Zande, Leegwater en Trif (2011) *a.w.*

94 Zie VBDO (2009) *a.w.*; VBDO (2011). *Benchmark responsible investment by pension funds in the Netherlands 2010*. Culemborg: Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling.

goed is nauwelijks sprake.<sup>95</sup> Deels hangt dit samen met informatiegebrek.<sup>96</sup> Hummels<sup>97</sup> vindt het een verrassend resultaat uit zijn onderzoek dat er sprake is van relatief grote aandacht bij de kleinere pensioenfondsen voor het vraagstuk van verantwoord ondernemen. Waar gelet op de relatief beperkte omvang van (het administratieve apparaat van) de kleinere pensioenfondsen verwacht had mogen worden dat zij sociale, ethische en milieuverantwoordelijkheden als 'luxe' zouden beschouwen, is dit in werkelijkheid geheel niet het geval. Tussen 2003-2007 is vooral onder ondernemingspensioenfondsen en kleine pensioenfondsen de belangstelling toegenomen. De implementatie en verantwoording zijn echter nog problematisch.

In de literatuur en de media is er veel aandacht voor het vermogen belegd in aandelen en – ten onrechte – maar weinig aandacht voor de andere beleggingsvormen. Dat geldt eveneens voor wetenschappelijk onderzoek.<sup>98</sup> Het verklaart tevens waarom bij maatschappelijk verantwoord investeren de aandacht in de praktijk en in de wetenschap vooral gericht is op aandelen en er weinig aandacht is voor vastrentende beleggingen of onroerend goed. Hoewel pensioenfondsen in de praktijk vaak zowel aandelen als bedrijfsobligaties van dezelfde onderneming bezitten.<sup>99</sup> Nederlandse pensioenfondsen vinden informatie over corporate governance van ondernemingen het belangrijkste, maar vragen steeds vaker om integratie van relevante ethische, sociale en milieuaspecten.<sup>100</sup>

Pensioenfondsen geven de voorkeur aan de best-in-classbenadering, gevolgd door negatieve screening en het informatie- en stemrecht.<sup>101</sup> Tussen 2003 en 2007 zijn vooral uitsluiting en informatieverzameling toegenomen. De belangrijkste categorieën in 2007 zijn best-in-classbenadering, gevolgd door uitsluiting en het informatie- en stemrecht.<sup>102</sup> Ander onderzoek toont aan dat uitsluiting, engagement en stemmen de populairste instrumenten zijn. Een aantal fondsen voert geen direct verantwoord beleggingsbeleid omdat de externe vermogensbeheerder al verantwoord beleggingsbeleid voert.<sup>103</sup> De integratie van ESG-criteria in het investeringsproces is minder ver verspreid. Engagement is een relatief nieuwe strategie en is de afgelopen jaren als instrument gegroeid en is nu wijd verspreid onder pensioenfondsen.<sup>104</sup> Verwacht wordt dat de dialoogbenadering door pensioenfondsen aan belang zal winnen. Nederlandse institutionele beleggers spreken steeds vaker ondernemingen aan op hun prestaties voor duurzaam on-

95 Zie Bauer (2008) a.w.: 16.

96 Zie Hummels (2007a) a.w.

97 Zie Eichholtz, P. M., N. Kok en R. Bauer (2010). 'De duurzaamheid van de vastgoedsector.' In: *Economisch Statistische Berichten*, 95 (4584), 20-23.

98 Zie Bauer (2008a) a.w.

99 Zie Bauer en Hummels (2008) a.w.

100 Zie Hummels (2007a) a.w.; Bauer en Hummels (2008) a.w.; VBDO (2009) a.w.

101 Zie Hummels, Timmer en VBA (2003) a.w.

102 Zie Hummels (2007a) a.w.

103 Zie Hummels (2007b) a.w.; Pensioenkoepels (2009) a.w.

104 Zie VBDO (2009) a.w.; VBDO (2011) a.w.

dernemen. Het gaat daarbij om niet-financiële zaken als milieudoelstellingen, klimaat of armoedebestrijding.<sup>105</sup> Onder kleine en middelgrote Nederlandse pensioenfondsen zijn uitsluiting en/of engagement en proxy voting momenteel de meest gehanteerde methoden om duurzaam beleggen vorm te geven. Deze beleggingsstrategieën zijn zeer populair geworden omdat zij geen directe invloed hebben op het hoofdinvesteringsbeleid. Vooral uitsluiting is geschikt geacht om reputatierisico te verminderen. Positieve selectie en de best-in-classstrategie zijn duidelijk van minder belang.<sup>106</sup>

#### 5.4.2 Effectiviteit

Tot op heden zijn de prestaties van duurzaam beleggen niet systematisch in kaart gebracht. Deels hangt dit samen met informatiegebrek. In zowel Nederland als andere landen zijn pensioenfondsen vaak weinig transparant over de duurzaamheid van hun beleggingen.<sup>107</sup> Daarnaast zijn de methodes en de resultaten niet eenduidig en bovendien beperkt tot aandelen, veelal van beursgenoteerde ondernemingen. De financiële consequenties van de keuze voor duurzaamheid zijn vooralsnog beperkt. Corporate governance heeft een streepje voor op verantwoord ondernemen. Vaak is er alleen aandacht voor goed ondernemingsbestuur (G) en gebrek aan beleid met betrekking tot milieu- (E) en sociale (S) aspecten.<sup>108</sup> Onderzoek naar de effectiviteit is beperkt. Wetenschappelijk onderzoek is niet voorhanden over effecten van pionier screening gezien recente ontwikkelingen. Dat geldt ook voor engagement.<sup>109</sup> Uit onderzoek van Kurznack<sup>110</sup> blijkt dat bijna de helft van alle beursgenoteerde ondernemingen in Nederland door Nederlandse institutionele beleggers actief is benaderd over niet-financiële kwesties. Zo geeft 77% van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen aan dat zij, door toedoen van Nederlandse institutionele beleggers, hun prestaties op het gebied van transparantie en rapportage over duurzaamheid hebben verbeterd. Bovendien geeft bijna de helft van deze ondernemingen aan door de actieve opstelling van beleggers veel bewuster te zijn geworden van de risico's en kansen die bepaalde duurzaamheidszaken uitoefenen op de waarde van de onderneming. Dit toont volgens Kurznack aan dat ondernemingen zich wel degelijk laten beïnvloeden door institutionele beleggers. Aandeelhoudersactivisme is een belangrijke drijfveer voor het ontwikkelen van duurzaam ondernemen binnen Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Het kan het denken in termen van stakeholders beschermen tegen het denken in aandeelhouderswaarde. De effectiviteit van

<sup>105</sup> Zie Kurznack (2006) *a.w.*

<sup>106</sup> Peijnenburg, Van der Zande, Leegwater en Trif (2011) *a.w.*

<sup>107</sup> Zie VBDO (2006) *a.w.*; Van Gelder en Scheire (2007) *a.w.*

<sup>108</sup> Zie VBDO (2009) *a.w.*

<sup>109</sup> Zie Bauer en Hummels (2008) *a.w.*; Bauer (2008) *a.w.*

<sup>110</sup> Kurznack (2006) *a.w.*

aandeelhoudersactivisme is moeilijk te meten. Dat geldt vooral voor de meer passieve vorm, waarin slechts gestreefd wordt naar bredere bewustwording, waarbij het moeilijk is om doelstellingen, normen en criteria te definiëren. Een eenduidige conclusie over het effect van uitsluiting en engagement op het risico en de rendementen kunnen we niet trekken. Deze is mede afhankelijk van het diversificatieniveau en daarmee van de mate van (drastische of beperkte) uitsluiting.<sup>111</sup>

Empirisch onderzoek toont aan dat ethisch gescreende fondsen en duurzaam beleggen leiden tot positieve, negatieve en neutrale effecten op het financieel resultaat.<sup>112</sup> Dat zegt echter niets over de risico's van die beleggingen. Deze kunnen in geval van beleggen in aandelen duidelijk lager zijn.<sup>113</sup> Bovendien of en in welke mate de keuze voor duurzaam beleggen de risico's en rendementen beïnvloedt, is sterk afhankelijk van de gebruikte criteria, de gekozen strategie en de strengheid waarmee deze in de praktijk worden gehanteerd. Zelfs als het rendement lager is, levert het eveneens sociale baten op. Dit is de meerwaarde van duurzaam beleggen. Deze niet-financiële waarden zijn nog onvoldoende in kaart gebracht.<sup>114</sup> Wat duurzaam beleggen oplevert in termen van mens en milieu – bijdraagt aan een betere wereld – is nog niet duidelijk. Er is niet of nauwelijks onderzoek op dit punt. Er is nog minder inzicht in de impact van hun investeringen op duurzame ontwikkeling. Deels is dit inherent aan het gevoerde beleid van vrijheid, blijheid. Bovendien is wetenschappelijk onderzoek naar de effectiviteit beperkt. Voor het bepalen van de effectiviteit is het op de eerste plaats van belang hoe de prestaties van duurzame beleggingen worden gemeten: welke benchmark er wordt toegepast, bijvoorbeeld de Financial Times Stock Exchange Index (FTSE 100), de Dow Jones Industrial Average Dow Jones indices of de Morgan Stanley Capital International index. Bovendien zijn de ESG-scores van bedrijven niet altijd betrouwbaar en vergelijkbaar.<sup>115</sup> Er zijn nog slechts weinig objectieve standaarden voor duurzaamheid en maatschappelijke verantwoordelijkheid. Enkele voorbeelden van indexcijfers zijn: Dow Jones Sustainability Indices (gebaseerd op insluiting; onderzoek door SAM uit Zurich), de Londense FTSE4GOOD (gebaseerd op uitsluiting; onderzoek door Ethical Investment Research Services (EIRIS), de Frankfurtse DAXglobal Sarasin Sustainability Index en de Europese Advanced Sustainability Performance Indices (ASPI) (Vigeo). De methodes die door de verschillende beoordelingsbureaus (rating agencies) worden gehanteerd zijn weinig gestandaardiseerd en daarmee moeilijk vergelijkbaar, vaak intransparant, maken gebruik van subjectieve selectieprocessen en zijn gebaseerd op incomplete informatie.

111 Zie Bauer en Hummels (2008) *a.w.*; Bauer (2008) *a.w.*

112 Zie Van Poll (1999) *a.w.*: 44; Jansens en Scholtens (2000) *a.w.*; Allianz Global Investors (2010) *a.w.*; Bauer en Hummels (2006) *a.w.*: 85-101; VBDO (2009) *a.w.*: 14-15.

113 Zie Otten en Koedijk (2001) *a.w.*

114 Zie Jansens en Scholtens (2000) *a.w.*

115 Zie Bauer (2008) *a.w.*

## 5.5 Conclusies

Duurzaam beleggen is een containerbegrip. De belangstelling onder Nederlandse pensioenfondsen voor duurzaam beleggen groeit onder invloed van de publieke opinie. Door de financiële crisis van 2007-2008 en het beleid van de DNB staat die belangstelling onder druk. Duurzaam beleggen door Nederlandse pensioenfondsen bevindt zich nog in de ontwikkelingsfase. Deels hangt dit samen met het belang dat wordt gehecht aan zelfregulering, deels ook met gebrek aan objectieve informatie over zowel het gebruik van duurzaamheidsstrategieën als de effectiviteit, deels ook met de ondergeschiktheid van niet-financiële doelen. Zelfregulering op basis van overleg tussen stakeholders met uiteenlopend eigenbelang valt niet samen met het maatschappelijk belang door externe effecten en samenstellingsfouten. Een gezamenlijke door deelnemers gelegitimeerde adviserende Ethische raad naar Noors voorbeeld kan als oplossing dienen voor de discussie over bedrijven waarin wel en waar niet in te beleggen. Een andere optie is een wettelijk verbod voor pensioenfondsen om te investeren in bepaalde bedrijven. Toevoeging van niet-financiële doelen in de Pensioenwet is een andere optie. Goed pensioenfondsbestuur vereist transparantie en impliceert dat er meer wordt geluisterd naar en gecommuniceerd wordt met de deelnemers en belanghebbenden, maar ook meer zeggenschap voor deelnemers in het (duurzaam) beleggingsbeleid. De ondergrens is – nu is dat nog niet mogelijk – dat ontevreden deelnemers stemmen met de voeten en hun eigen pensioenfonds oprichten met vergaande gevolgen voor de verplichtstelling en daarmee de solidariteit. Een andere vergaande optie is deelnemers de mogelijkheid te bieden tot switchen tussen pensioenfondsen. Dit heeft eveneens vergaande consequenties voor de verplichtstelling en impliceert het einde van de bedrijfstakpensioenfondsen. Een andere optie is deelnemers meer te laten kiezen dan nu het geval is. Dit kan echter alleen binnen grenzen, gezien de ingewikkeldheid van het pensioenproduct en de te grote hoeveelheid informatie. Bijvoorbeeld een bepaald deel van de betaalde premie duurzaam beleggen in de vorm van pakketten. De Nederlandse overheid ziet zichzelf als secundaire stakeholder. Of dit terecht is, is de vraag gezien het gesignaleerde falen van de markt. Bij het nader inhoud en richting geven van duurzaam beleggen en het bepalen van de gewenste uitkomst dient de overheid een primaire rol te vervullen.

