

Verantwoord beleggen, duurzaamheid en institutionele beleggers

Frank Jan de Graaf, Alfred Slager

Research informatie

Thema	Beleggingsproces
Titel	Verantwoord beleggen, duurzaamheid en institutionele beleggers
Auteur	Frank Jan de Graaf, Alfred Slager
Datum	2007
Taal	Nederlands

Verantwoord beleggen, duurzaamheid en institutionele beleggers

Verantwoord of duurzaam beleggen kan het beleggingsbeleid van een institutioneel belegger ingrijpend veranderen. Dit artikel beschrijft welke invloed deze nieuwe trend op het beleggingsbeleid van een pensioenfonds kan hebben. Hoe kan een dergelijk 'soft' concept worden geïntegreerd in een proces waarin de fiduciaire verantwoordelijkheid betekent dat harde financiële doelstellingen moeten worden gehaald, namelijk het zo goed mogelijk veilig stellen van een pensioen.

In dit artikel bespreken we eerst waarom wij spreken over verantwoord beleggen wanneer we het hebben over corporate governance, milieuvraagstukken, sociale onderwerpen en duurzaamheid. Veelal wordt hier gesproken over ESG-onderwerpen. ESG is een afkorting van de Engelse begrippen environment, social and governance (ESG). Daarna geven we suggesties voor de integratie van deze onderwerpen in het beleggingsbeleid en de rol die het management en het bestuur spelen bij deze integratie.

Verantwoord beleggen en duurzaamheid

Verantwoord beleggen is in opkomst. Een groeiende groep institutionele beleggers en de partijen die hun adviseren hoopt een win-win situatie te creëren (Mercer 2005, NAPF 2005). Onderzoeken suggereren

dat beleggingsdoelen en maatschappelijke doelen goed samen kunnen gaan (Derwall e.a. 2005, Fox Gorte, 2005).

Inmiddels hebben vele grote institutionele beleggers de Principles for Responsible Investment onder-

Frank Jan de Graaf¹ (l) UvA
en Alfred Slager² (r)
PGGM



tekend (www.unpri.org). Met dit door de Verenigde Naties gestarte initiatief spreken ze de intentie uit om verantwoord beleggen een belangrijke plaats te geven in het beleid.

De markt voor verantwoord beleggen is vrij goed in kaart gebracht. Eurosif, de promotor van dit type beleggingen, stelt dat vijf tot tien procent van de beleggingen, rond de 500 miljard in Europa, kan worden aangemerkt als een vorm van maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid (Eurosif 2006). Eurosif verzuimt overigens, net als vele anderen, de term verantwoord beleggen goed te definiëren.

Omdat een harde definitie ontbreekt, is het lastig de ontwikkelingen goed te beschrijven. Vaak wordt gesproken over maatschappelijk verantwoord beleggen ("socially responsible investment"), duurzaam beleggen ("sustainable investment") of verantwoord beleggen ("responsible investment"). De kern van bijna alle definities – of ze nu wetenschappelijk of meer praktijkgericht zijn – is dat het een beleggingsstrategie is waarin risico-rendements doelen worden gecombineerd met substantiële aandacht voor sociale onderwerpen, milieuvraagstukken en corporate governance (zie onder andere Margolis & Walsh 2003, Eurosif, 2004, Higgs & Wildsmith 2005, Hudson 2006, UNEP 2006).

Deze beschrijvende en zeer algemene definitie is niet voldoende voor een beleggingsstrategie. Om sociale onderwerpen, corporate governance en milieu doelstellingen te concretiseren in het beleggingsbeleid, is het belangrijk een duidelijke driedeling te maken tussen een ethisch gefundeerde beleggingsstrategie, een financiële, ethisch gedreven beleggingsstrategie en een institutionele benadering (zie ook Kinder 2005a, 2005b), hetgeen gebeurt in tabel 1.

Financieel gedreven beleggen – het klinkt als een contradictio in terminis – betekent simpelweg de implementatie van reguliere beleggingsstrategieën met extra aandacht voor maatschappelijke verwachtingen, corporate governance en milieu onderwerpen. Verantwoord beleggen stelt hier het reguliere beleggingsproces ter discussie door de aanname dat de huidige risico-rendementsberekeningen niet kloppen. ESG-onderwerpen zouden onvoldoende worden meegenomen in de waardebeoordeling van een aandeel (Kinder, 2005a, Hudson 2006).

Ethisch gedreven beleggen stelt daarentegen dat met beleggen wel geld moet worden verdiend, maar dit mag niet op een manier gebeuren die strijdig is met de ethische waarden en normen van een persoon, een fonds of een organisatie. Het is te verwachten dat een pacifist niet in wapens zal willen beleggen en dat kerken pornografie mijden als belegging.

Financieel gedreven en ethisch gebaseerd beleggen worden vaak door elkaar gehaald. 'It pays to do good', is hierbij een veel gebruikte slogan. De pacifist en gelovige zal zeker denken dat het navolgen van ethische principes meerwaarde oplevert. Wanneer het navolgen van ethische principes ook zou betekenen dat financiële rendementen zijn gegarandeerd, dan zou een belangrijke moraal-filosofische én beleggingsvraag zijn opgelost, namelijk dat we goed doen en rendement kunnen creëren.

De werkelijkheid is complexer, zo weten zowel beleggers als ethici. Soms kosten principes geld, zoals beleggers gemerkt hebben die de afgelopen jaren de wapenindustrie hebben uitgesloten. Soms levert het geld op, zo merkten beleggers die begin jaren negentig de wapenindustrie hadden uitgesloten. Hier komt

Tabel 1. Verantwoorde beleggingsstrategieën

Definitie	
Financieel	Financiële beleggingsdoelen zijn het belangrijkste. Maatschappelijke ontwikkelingen worden gezien als beleggingskansen en worden dan ook beoordeeld op basis van financiële beleggingscriteria. Het positief bijdragen aan een maatschappelijke ontwikkeling is mooi, maar geen doorslaggevende doelstelling.
Ethisch gedreven	Ethische en maatschappelijke doelstellingen zijn belangrijker dan financiële doelstellingen. Veel ethische beleggers geloven dat ethisch beleggen op lange termijn meer rendement oplevert, maar ze kunnen dat niet wetenschappelijk bewijzen.
Institutioneel	Financiële doelstellingen zijn het belangrijkste, maar op een indirect niveau. Een indexbelegger in de AEX die er in slaagt de hele Euronext markt beter te laten functioneren, vergroot daarmee de potentiële waardetoename van zijn beleggingen.

nog bij dat wat voor de één ethisch verantwoord is, dat voor anderen helemaal niet kan zijn. Condooms zijn in Nederland breed geaccepteerd, terwijl de rooms-katholieke kerk niet wil beleggen in een condoomfabrikant.

Een strikte scheiding is daarom nodig tussen ethische doelstellingen in het beleggingsproces en financiële doelstellingen. Dit wordt bepleit door zowel ervaringsdeskundigen (Hudson 2006, PRI 2006), als door theoretici (Margolis & Walsh 2006). Momenteel worden ethische en financiële doelstellingen te vaak op een hoop gegooid, hetgeen leidt tot te lage rendementen of tot ethisch beleid dat niet meer is dan windowdressing.

De *institutionele* beleggingsstrategie is relatief nieuw en sluit het dichtst aan bij maatschappelijk verantwoord ondernemen. Beleggers moeten niet alleen blind eigenbelang nastreven, maar ook belang hebben bij een gezonde marktwerking. Een belegger in Nederlands vastgoed kan wel stellen dat klimaatverandering een politiek probleem is, maar wanneer klimaatverandering zijn beleggingen kan aantasten zal hij toch actie moeten ondernemen. Beleggers nemen dan hun maatschappelijke verantwoordelijkheid. De oproep van Tabaksblat aan institutionele beleggers om te stemmen is hier een goed voorbeeld van. Wettelijk is het niet verplicht, maar toch reageren institutionele beleggers verenigd in Eumedion pro-actief op deze oproep.

De institutionele beleggingsstrategie is vrij nieuw en komt vanuit het "universal owner" concept (Hawley & Williams 2000, 2003, Thamotheram & Wildsmith 2006, Frankfurter 2006). Dit concept stelt dat grote institutionele beleggers niet zozeer afhankelijk zijn van de koersontwikkeling van een enkele individuele belegging, maar dat ze vooral afhankelijk zijn van goed functionerende markten. Ze hebben dan ook een rol om excessen op die markten te voorkomen, al was het maar door overheden en toezichthouders op hun taak te wijzen. De aandacht voor de randvoorwaarden wil niet zeggen dat institutionele beleggers alles aan overheden en toezichthouders moeten overlaten. Ze zullen zelf eisen aan hen blijven stellen.

Fiduciaire verantwoordelijkheid

Wetgevers en andere stakeholders dichten institutionele beleggers de afgelopen decennia steeds maatschappelijke verantwoordelijkheid toe. Ondanks

Friedman's stelling (1970) dat de maatschappelijke verantwoordelijkheid van een onderneming het verhogen van de winsten is, wordt verantwoord beleggen wordt vaak gezien als natuurlijke uitbreiding van de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers (NAPF 2006, PRI 2006). Het is de vraag in hoeverre de fiduciaire verantwoordelijkheid kan worden opge-rekt.

Bij *financiële* beleggingsstrategieën is het eenvoudig. Het Amerikaanse fonds CalPERS stelt bijvoorbeeld dat ze een belangrijke verantwoordelijkheid heeft om kapitaal op nieuwe en innovatieve wijzen te beleggen, consistent met de fiduciaire verantwoordelijkheid. Met dit laatste blijft nadrukkelijk de financiële doelstelling van beleggen overeind. Een verantwoorde belegger kijkt simpelweg of er geld is te verdienen aan nieuwe maatschappelijke ontwikkelingen. Verantwoord beleggen betekent dan vooral het zoeken naar bruikbare marktinefficiënties.

Bij een *ethische* belegger is de relatie met de fiduciaire verantwoordelijkheid complexer. Bij een dergelijke ethische benadering vraagt een institutionele belegger zich af of hij met zijn strategie niet ingaat tegen de waarden van zijn deelnemers. Bij kerkelijke fondsen is het vaak duidelijk waar de normen liggen. Het wordt echter complexer als een bedrijfstakpensioen-fonds honderdduizenden deelnemers heeft met uiteenlopende meningen. Zo'n fonds zal in het algemeen meer energie steken om de gedeelde ethische waarden van haar deelnemers te identificeren en te vertalen naar een ethische beleggingsaanpak.

Een *institutionele* benadering is – mits zodanig gedoseerd dat een institutionele belegger niet alle wereldproblemen wil oplossen – het meeste in lijn met de fiduciaire verantwoordelijkheid. Er wordt geprobeerd de waarde van het breed gespreide vermogen te beschermen door de algemene marktcondities te verbeteren. Zo is een stabiele economische groei uiteindelijk op de lange termijn het beste voor een institutionele belegger met lange termijn verplichtingen. Een benchmark belegger kan niet alleen stellen dat hij door de spreiding zijn verantwoordelijkheid heeft afgedekt. Het is ook de vraag of hij de beste benchmark heeft gekozen en heeft gekeken of er ook minpunten zitten in de gekozen benchmark. Door de sterke diversificatie, een gemiddeld pensioenfonds heeft al snel meer dan 2000 verschil-

lende effecten – is het fonds vooral afhankelijk van het wel en wee van financiële markten wereldwijd en zullen aanpassingen in de marktstructuur – denk bijvoorbeeld aan EU regelgeving – leiden tot een beter risico/rendementsprofiel, zonder dat dat daar direct aan toe te rekenen is.

Strategieën voor verantwoord beleggen

Ondanks alle aandacht zijn strategieën en producten voor verantwoord beleggen nog niet ver ontwikkeld. Tot nu toe is vooral aandacht besteed aan het ontwikkelen van producten. Rond 1970 betekende verantwoord beleggen het uitsluiten van bepaalde industrieën en (soms) individuele ondernemingen. Hierin heeft een belangrijke ontwikkeling plaatsgehad en vandaag de dag is er voor bijna elk financieel product wel een verantwoorde tegenhanger te vinden. Dit leidt dan ook tot een keur aan nieuwe beleggingsstrategieën.

Ethisch gedreven beleggingsproducten zijn vooral gericht op het uitsluiten van sectoren en ondernemingen. Dit maakte het beleggingsuniversum aanzienlijk kleiner. Hoewel niet gestaafd door wetenschappelijk onderzoek, is de aanname achter deze producten dat ethische criteria niet ten kostte gaan van beleggingsopbrengsten (Kinder 2005a). Voor een institutionele belegger kunnen de criteria wel meerdere doelen dienen. Het hanteren van ethische criteria kan bijvoorbeeld een marketing-instrument zijn om bepaalde klanten te trekken.

De grote groei in nieuwe instrumenten zit vooral in financieel gedreven producten. Steeds meer aanbieders nemen ESG onderwerpen in hun aandelenselectie mee (Hudson 2006). Soms leidt dit tot een best-in-class approach waarbij een specifiek universum wordt ontwikkeld gebaseerd op ESG ratings waarna de beste aandelen worden geselecteerd met traditionele financiële indicatoren. Beleggingsstrategieën met een best-in-class aanpak hoeven over het algemeen

Tabel 2: Product categorieën voor verantwoord beleggen

	Product	Definitie	Beleggings-Horizon	Voorbeeld
Ethisch gedreven producten	Aandelenselectie met uitsluitingscriteria	Waarde gedreven, niet een beleggingsstrategie maar een ethische keuze is belangrijk.	Geen horizon	KLD-index
	Best in Class	Ontwikkel een universum. In theorie kunnen alle beleggingen in dit universum.	Afhankelijk van het mandaat	FTSE4Good
Financieel gedreven producten	Aandelenselectie (mede)gebaseerd op ESG onderwerpen	ESG-onderwerpen integreren in reguliere aandelen research. Deze onderwerpen kunnen een ander perspectief bieden op de waarde van een onderneming.	1 jaar	Onderzoek geleverd door brokers (banken), bijvoorbeeld Goldman Sachs of Citigroup
	Engagement	Door engagement (dialoog) het ondernemingsbeleid verbeteren. Waarde toevoegen door actieve belegger te zijn. Dit geldt met name bij passieve mandaten, waar een belegger niet uit kan stappen. Dialoog blijft daarbij over om risico's te reduceren.	3 tot 5 jaar	
	Alternatieve beleggingen	Beleggen in nieuwe maatschappelijke thema's die zullen leiden tot innovatieve producten	3 tot 5 jaar	Emissie rechten
	Stemmen op aandeelhoudersvergadering	Proberen ondernemingsbeleid te veranderen door corporate governance instrumenten te gebruiken	3 tot 5 jaar	Hermes Focus Fund
Institutioneel	Sector engagement	Proberen standaarden in een land of sector te verhogen		Aanpassen van de interne benchmarks

Tabel 3: De integratie van verantwoord beleggen in het beleggingsproces

Beleggingsactiviteit	Karakteristieken	Implicaties voor de SRI strategie		
		Financieel gedreven	Ethisch gedreven	Waarde beschermend
Strategische Asset Allocatie	Bestuursbesluit: Bepaalt de lange termijn doelstelling en het gewenste risico van het fonds, gebaseerd op de verplichtingen. Bepaalt de lange termijn asset allocatie en het beta risico	Keuze voor alternatieve beleggingsklassen	Sterk politiek gedreven. Het heeft implicaties voor de benchmark, landen, sectoren en of ondernemingen worden uitgesloten (bijvoorbeeld Birma)	Sterk gedreven bij lange termijn (regulatieve)ontwikkelinge, bijvoorbeeld op het gebied van corporate governance
Tactische Asset Allocatie	Beslissing van het hoofd beleggingen. Het uitvoeren van de lange termijn asset allocatie beleid en het bepalen van alpha risico: Actieve posities ten opzichte van de benchmark om additionele opbrengsten te genereren	Lange termijn beleggingen in complexe categorieën, bijvoorbeeld groene energie, corporate governance of opkomende markten	Aanpassen van de benchmark	Engagement met een sector, bijvoorbeeld over de implicaties van nieuwe patentwetgeving in de farmaceutische sector
• Portefeuille Constructie	Beslissing van het hoofd beleggingen: Beleggingsstrategieën en risico allocatie wordt vastgesteld om te voldoen aan de alpha and beta doelstellingen	Beoordeel en kies SRI-instrumenten: Exposure in sectoren, regio's en trends gebaseerd op ESG screening	Implicaties voor de benchmark. Uitsluitingen van bepaalde sectoren, regio's of beleggingscategorieën	Weeg bepaalde sectoren over, bijvoorbeeld groene energie
• Mandaten	Beslissing van de portfolio manager. Selecteer, monitor en evalueer interne en externe mandaten met de vraag in hoeverre ze hebben bijgedragen aan de beleggingsstrategie	Bepaal welke ESG inefficiency waarvan het mandaat profiteert	Formuleer SRI beperkingen in de beleggingsstrategie en de benchmark: Wat is de toegevoegde waarde van de beperkingen en wat is vastgesteld door het bestuur?	Kies een ESG strategie, bijvoorbeeld in private equity
• Monitoren en evaluatie	Ex ante and ex post risico management en performance evaluatie	Integreer SRI-beslissingen in het reguliere performance attributie process: Het moet worden gemeten	“Softe” performance attributie: is er een ethische toegevoegde waarde gezien de beleggingshorizon?	Beoordeel politieke en regulatieve veranderingen

geen slechtere risico-rendements verhouding op te leveren dan de beleggingsstrategieën met “standaard aanpak”. Er lijkt hiervoor in onderzoeken consensus over te ontstaan (cf. Derwall et al, 2005). ESG-ratings spelen op dit moment echter bijna geen rol in kwantitatieve strategieën; er is weinig historische data waardoor back-testen moeilijk is. Verder wordt thema beleggen steeds populairder, bijvoorbeeld het beleggen in windmolenparken of de handel in CO₂ emissierechten. Hier gaat het echt om nieuwe maatschappelijke trends waar beleggers op in proberen te spelen.

De derde categorie, institutionele strategieën, raken de hele portefeuille, en zijn daarom sterk beta gerelateerd. In het Verenigd Koninkrijk bieden fondsmanagers als F&C, Insight en Morley engagement overlay producten. Voor een bepaalde portefeuille voeren zij engagement strategieën uit met als doel de waarde van de portefeuille te beschermen. Zij richten zich op toekomstige maatschappelijke ontwikkelingen – bijvoorbeeld klimaatverandering – die de economische ontwikkeling in sectoren structureel kunnen bedreigen. In theorie maakt een dergelijke benadering het mogelijk eerder te anticiperen op nieuwe markt inefficiënties, en daar een “first mover advantage” uit te slepen. Toch blijft het op dit moment moeilijk een directe relatie te leggen tussen de arbeidsintensieve engagement activiteiten en de beleggingsopbrengsten.

Institutionele strategieën zijn direct gerelateerd aan het goed functioneren van de markt en daarmee per definitie gericht op de lange termijn. Beleggers profiteren niet op korte termijn van het feit dat bijvoorbeeld een beschermingsconstructie wettelijk wordt verboden. Toch wordt een onderneming daarmee op de lange termijn interessanter.

Een voorlopige conclusie is dan ook dat de meeste strategieën voor verantwoord beleggen niet op korte termijn veel richting geven in portfolio management, maar beter geschikt zijn voor de lange termijn. Dit zou een belangrijk principe moeten zijn in het bepalen waar en onder verantwoordelijkheid van wie deze strategieën geïmplementeerd zouden moeten worden.

Verantwoord beleggen in het beleggingsproces

In deze paragraaf beschrijven we het effect van verantwoord beleggen op de meest belangrijke onderdelen van het beleggingsproces: strategische asset allocatie, tactische asset allocatie, maar ook de uitvoering van het beleggingsproces: de selectie van externe mandaten en interne portefeuilles. We beschrijven kort waar verantwoord beleggen het beleggingsproces raakt (tabel 3).

Het bestuur van een pensioenfonds is verantwoordelijk voor de strategische asset allocatie. Deze beslissing zou de risicotolerantie of risico aversie van het bestuur moeten weerspiegelen en dient de best mogelijke optie te zijn om de doelen van het pensioenfonds te bereiken (Anson 2004).

Bij strategische asset allocatie bepaalt het bestuur tevens welke plaats ESG onderwerpen krijgen. Dit kan in de vorm van een specifieke asset categorie zijn, overlay strategie bij de totale portefeuille of als onderdeel van een asset categorie. Extra aandacht voor ESG kan bijvoorbeeld een alpha strategie zijn om outperformance te genereren. Een keuze voor specifieke onderwerpen hoeft het bestuur niet per se te maken. Beleggers hebben het beste zicht welke strategie wel of geen financiële meerwaarde oplevert.

Voor ethische strategieën ligt dat anders. De ethische keuzes zijn de exclusieve verantwoordelijkheid van het bestuur. Zij vertegenwoordigen de belangen van de deelnemers. Op zeker moment worden ook institutionele strategieën belangrijk. Een fonds dat exclusief in Nederlandse waardepapieren belegt, heeft er alle belang bij dat de economische structuur van ons land goed blijft omdat het fonds bij economische neergang sterk wordt getroffen.

De beleggingsafdeling van het pensioenfonds implementeert de strategische asset allocatie en bepaalt de tactische asset allocatie. Hierin heeft het hoofd beleggingen, de Chief Investment Officer (CIO), de leiding. Tactische asset allocatie probeert gebruik te maken van de arbitragemogelijkheden wanneer bepaalde (deel)markten of fondsen uit evenwicht zijn. De CIO bepaalt wanneer actieve posities worden ingenomen en hoe die zich verhouden tot passieve benchmarks (Anson, 2005). Hij moet bepalen hoeveel risico hij neemt. Hij verantwoordelijk voor de

uitvoering van het ethisch gedreven beleid door de benchmarks aan te passen.

Binnen een institutionele strategie, beslist de CIO of bepaalde sectoren worden onder- of overwogen. Wanneer hij duidelijke aanwijzingen heeft dat belemmerende institutionele voorwaarden voor beleggingsmarkten in een land of een sector worden aangepakt, kan hij dit land of deze sector hoger waarderen. In deze beleggingsstrategieën overlapt de financieel gedreven benadering de institutionele benadering van verantwoord beleggen. Een fonds kan een sterke positie innemen in een sector en op hetzelfde moment de sector met een engagementstrategie proberen te veranderen. Zo kan het werk van Eumedion in Nederland worden gezien als poging de 'Dutch discount' op Nederlandse aandelen te laten verdwijnen.

De allocatie in sub-klassen en de benchmarks, de selectie van externe mandaten en het creëren van een intern mandaat zijn onderdeel van de implementatiefase (al dan niet met ethische gedreven restricties). Hiervoor is de portfolio manager verantwoordelijk. Hij moet marktinefficiëncies ontdekken en daarvan gebruik maken in zijn beleggingsstrategie. Toepassing van financieel gedreven strategieën is dan onderdeel van zijn gereedschapskist – het is voor hem gewoon een van de keuzes die hij kan maken om zijn doel te bereiken.

De beleggingscyclus wordt afgerond door het monitoren en evalueren van de beleggingen. De evaluatie zou helder inzichtelijk moeten maken tot welke risico's en kansen verantwoord beleggen heeft geleid. Dit is een belangrijk onontgonnen onderzoeksgebied. Wat is nu echt de toegevoegde waarde van verantwoord beleggen? Een performance attributie naar de drie strategieën kan waardevolle informatie opleveren. Het is voor de transparantie in verantwoording voor de hand liggend de keuzes door te rekenen die bestuurders hebben gemaakt voor verantwoord beleggen. De kosten en opbrengsten zijn tot nu toe niet eenvoudig apart te identificeren of toe te rekenen, gezien de complexiteit van factoren waardoor een koers wordt bepaald. Toch zullen op dit moment weinig beleggers betwijfelen of een organisatie als Eumedion – hetgeen hierboven is gedefinieerd als een uitvloeisel van de institutionele benadering – belangrijk is voor verbetering van het corporate governance beleid van Nederlandse onder-

nemingen en daarmee voor het beleggingsklimaat in Nederland. Onduidelijkheid in performance attributie moet dus voorlopig voor lief worden genomen.

Vijf richtlijnen

Op basis van bovenstaande argumenten kunnen vijf aanbevelingen worden gedaan:

1. **Definieer wat je bedoelt met verantwoord beleggen.** Verantwoord beleggen is zeer slecht gedefinieerd, maar kan belangrijke gevolgen hebben voor de beleggingsstrategie van een pensioenfonds. In dit artikel is beschreven welke doelstellingen verantwoord beleggen kan hebben en wat voor implicaties dat heeft voor een pensioenfonds. Een fonds zal hierin echter zelf een duidelijke keuze moeten maken.
2. **Formuleer heldere doelstellingen voor verantwoord beleggen.** Deelnemers van een pensioenfonds moeten weten wat ze kunnen verwachten van hun fonds. Het bestuur zal dan ook duidelijk moeten aangeven hoe zij de verschillende gebieden in verantwoord beleggen (ethisch, financieel en institutioneel gedreven) wil invullen, om de kans op teleurstelling bij betrokkenen op termijn zo klein mogelijk te maken.
3. **Bepaal de rollen en verantwoordelijkheden.** Het artikel laat zien waar besluiten moeten worden genomen wanneer verantwoord beleggen wordt geïmplementeerd. De rol van het bestuur is vooral belangrijk bij het bepalen van eventuele ethische criteria, terwijl het hoofd beleggingen – binnen zijn mandaat – beleggingsgedreven beslissingen kan nemen. Hiermee worden de interne verantwoordelijkheden helder.
4. **Maak een eerlijke afweging en communiceer dit.** In beleggingsstrategieën kan nooit met alles rekening worden gehouden. Bij ethische afwegingen geldt dit nog sterker. Pensioenfondsen kunnen en moeten niet de verantwoordelijkheid nemen voor alle problemen op de wereld. De afwegingen moeten helder worden gemaakt en over de dilemma's die daaruit voortvloeien, moet duidelijk worden gerapporteerd.

5. Accepteer het niet afgebakende karakter van verantwoord beleggen en kies een eigen weg.

Ondanks alle nieuwe producten op de markt is de integratie van verantwoord beleggen nog steeds een "investment belief": een beleggings-overtuiging die niet 100% hard gemaakt kan worden maar wel aannemelijk. Nieuwe producten en ideeën als verantwoord beleggen hebben al snel een dilemma: Institutionele beleggers willen meer in verantwoord beleggen investeren wanneer verantwoord beleggen strategieën beter worden onderbouwd. Op hetzelfde moment geldt dat er pas meer onderzoek komt naar SRI wanneer meer geld op een verantwoord beleggen wijze wordt belegd.

Literatuur

Anson, M. (2004). Strategic versus tactical asset allocation: Beta drivers versus alpha drivers. *The Journal of Portfolio Management* Winter 2004, 8-22.

Anson, M. (2005). Institutional portfolio management. *The Journal of Portfolio Management* Summer 2005, 33-43.

Derwall, J., N. Guenster, R. Bauer, and K. Koedijk (2005). The ecoefficiency premium puzzle. *Financial Analysts Journal*, 51-63.

Eurosif (2004). SRI Toolkit 2004-2005, www.eurosif.org

Eurosif (2006). European SRI-study 2006, www.eurosif.org

Fox Gorte, J. (2005). Corporate social responsibility: Close to victory. *The Journal of Investing* fall, 140-141.

Frankfurter, G.M. (2006), The theory of fair markets (TFM) toward a new finance paradigm. *International Review of Financial Analysis* 15: 130-144

Friedman, M. (1970, September 13). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*.

Ghilarducci, T. (1994). Pension investment policy and perfect capital market theory. *Challenge* (July/August), 1-12.

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

Hawley, J. and A. T. Williams (2003). Shifting ground: Emerging global corporate governance standards and the rise of fiduciary capitalism. *Proceedings*

Global Standards Conference, University of Oxford.

Higgs, C. and H. Wildsmith (2005). *Responsible Investment Trustee Toolkit*, Just Pension. London

Hudson, J. (2006). *The Social Responsibility of the Investment Profession*. CFA Institute

Kinder, P. D. (2005a). New fiduciary duties in a changing social environment. *The Journal of Investing* (fall 2005), 57-66.

Kinder, P. D. (2005b). *Socially responsible investing, an evolving concept in a changing world*. KLD, New York.

Margolis, J. and J. Walsh (2001). *People and Profits? The Search for a Link between a Company's Social and Financial Performance*. Mahwah, New Jersey: Lawrence and Erlbaum Associates.

Margolis, J. D. and Walsh, J.P. (2003). Misery loves companies. *Administrative Science Quarterly* 48: 268-305.

Mercer Investment Consulting (2005). *Fearless forecast*.

Orlitzky, M., F. Schmidt, and S. Rynes (2003). Corporate social and financial performance. *Organization Studies* 24 (3), 403-441.

Thamotheram, R. and H. Wildsmith (2006). Putting the universal owner hypothesis into action: Why large retirement funds should want to collectively increase overall market returns and what they can do about it. *Delegate Handbook Corporate Governance & Responsible Investment*, May 31 2006, Stockholm.

The National Association of Pension Funds (2005, August 22). *The NAPF and CSR/SRI*. Press release.

UNEP Finance Initiative (2006, April 26). *United nations secretary-general launches principles for responsible investment*. Press Release. www.unpri.org

Noten

- 1 Universiteit van Amsterdam Business School. Email f.j.degraaf@uva.nl,
- 2 PGGM Investments, RSM Erasmus University. Email aslager@rsm.nl. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.