

VERANTWOORD BELEGGEN 2.0 IN DE PENSIOENWERELD

Harry Hummels

“ Alles stroomt. ”

Herakleitos, Grieks filosoof (540-480 v.C.)

De financiële crisis waart rond, de dekkingsgraden van pensioenfondsen staan onder druk en van een gedeelde visie op de toekomst van het Nederlandse pensioenstelsel is geen sprake meer. In die context wordt van pensioenfondsen nog steeds gevraagd verantwoord te beleggen. Voor sommige fondsen hoeft dat even niet meer. Zij beperken zich tot het drijvend houden van het pensioenschip. Aandacht voor andere zaken dan het directe overleven is er niet. Het gros van de pensioenfondsen in Nederland, zo wees onderzoek van pensioenkoepel Opf enkele jaren geleden uit, voert inmiddels actief beleid op het vlak van verantwoord beleggen.⁸⁸ In de uitvoering blijft het beleid echter vaak steken in het uitsluiten van de meest ongewenste beleggingen – zoals die van producenten van controversiële wapens – en het aanspreken van ondernemingen op hun gedragingen.

Een kleine groep voorlopers, waaronder ABP, PFZW, het Spoorwegpensioenfonds en het Shell Pensioenfonds, gaat een stap verder. Vanzelfsprekend hebben ook deze pensioenfondsen aandacht voor de problemen op de kapitaalmarkten en de gevolgen daarvan voor hun beleidsvoering. Maar deze problemen vormen geen belemmering voor een geconcentreerde aanpak op het vlak van ‘impact investing’. Dat wil zeggen, de pensioenfondsen beleggen op een wijze die naast een goed financieel rendement tevens bewust en beoogd een goed maatschappelijk rendement genereert. Ik noem dit Verantwoord Beleggen 2.0. Daarmee gaan zij een stap verder dan het ‘traditionele’ verantwoord beleggen, dat vooral is gestoeld op morele of reputatieoverwegingen.

⁸⁸ Brief van de gezamenlijke pensioenkoepels (VB, OPF en UvB) aan toenmalig minister van Sociale Zaken, Donner, d.d. 21 december 2009.

Er zijn inmiddels talloze wetenschappelijke studies⁸⁹ verricht naar de vraag of de meer moreel getinte informatie over controversiële wapens, mensenrechten, corruptie of milieudegradatie leidt tot financieel toegevoegde waarde. Ondanks de vele hoopvolle studies is de argumentatie veelal niet overtuigend. De conclusie lijkt te zijn dat rekening houden met sociale, maatschappelijke, milieu- en governance-informatie *niet* leidt tot een *verslechtering* van het risico-rendementsprofiel. Hoewel het wetenschappelijk onderzoek op het terrein van impact-investeren nog in statu nascendi is, lijkt de inzet hier een duidelijk andere. Het doel van pensioenfondsen met oog voor maatschappelijke impact is – net als voor andere investeringscategorieën – bewust gericht op het behalen van marktconforme rendementen bij een vergelijkbaar risicoprofiel. Daar bovenop komt dan nog een expliciet streven naar het behalen van een meetbaar maatschappelijk of milieurendement. Ten grondslag aan deze vooruitstrevende invulling van verantwoord beleggen ligt het nieuwe denken over het creëren van gemeenschappelijke waarde. In een uit 2011 daterend artikel in de *Harvard Business Review* hebben Michael Porter en Mark Kramer uitgelegd wat de kern is van gemeenschappelijke waardecreatie.⁹⁰

Neem nu de automobiellindustrie. Geconfronteerd met een financiële en klimaatcrisis onderkent de branche dat het anders moet. De reductie van brandstofgebruik en uitlaatgassen is tegenwoordig schering en inslag. Dat strekt tot financieel voordeel voor de consument. Energiezuinig is dus vooral kostenbesparend. Niet het morele element staat voorop, maar het zakelijke. Door bij te dragen aan het transformeren van auto's in voertuigen die minder brandstof verbruiken of – bij voorkeur zelfs – die helemaal aangewezen zijn op niet-fossiele brandstoffen, houdt de automobiellindustrie zichzelf overeind.

Pensioenfondsen kunnen dezelfde logica toepassen op hun vermogensbeheer. Dat geldt vooral voor verantwoorde alternatieve en innovatieve beleggingen in private equity, groene gebouwen, verantwoorde landbouw, infrastructuur, schone technologie, betaalbare woningen en

89 Voorbeelden van overzichtsstudies op dit terrein zijn: Waddock, S. (1997), 'The corporate social performance-financial performance link, in: *Strategic Management Journal*, vol. 18:4, p. 303-319; Margolis, J.D. en J.P. Walsh (2001), *People and Profits?*; Erlbaum, Mahwah, NJ; Orlitzky, M., F. Schmidt, S.L. Rynes (2003), 'Corporate social and financial performance: a meta-analysis', in: *Organization Studies*, 24(3), p. 403-441; Mercer (2007), 'Demystifying responsible investment performance, a review of key academic and broker research on ESG factors', in samenwerking met UNEP; Mercer (2009), *Shedding light on responsible investment: approaches, return and impacts*, Londen: Mercer LLC.

90 Porter, M. en M. Kramer, 'Creating Shared Value', in: *Harvard Business Review*, januari/februari 2011.

microfinanciering. Daar zijn de markten nog relatief imperfect, wat in het voordeel is van geïnformeerde beleggers. Drie voorbeelden.

VERANTWOORD VASTGOED

Het eerste thema is gebaseerd op recent onderzoek van collega's Piet Eichholtz, Nils Kok en Rob Bauer van het aan Maastricht University verbonden European Centre for Corporate Engagement. Wat blijkt uit hun Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB)? In vergelijking met 2010 is een verbetering opgetreden in de uitstoot van CO₂-gassen met een kleine 2 procent. Wereldschokkend is dat niet. Interessant vanuit beleggings oogpunt zijn de 65 'green stars' – op een totaal van 340 vastgoedfondsen. Een voorbeeld daaruit van een groene uitblikker: het Climate Change Property Fund (CCPF). Het fonds investeert in Britse kantoorgebouwen in grote steden als Londen, Manchester, Edinburgh en Birmingham. Het doet dat op 'prime locations' dicht bij knooppunten van openbaar vervoer. CCPF heeft als doel een goed financieel rendement te verbinden met een lager verbruik van elektriciteit, gas en water, het terugdringen van CO₂-emissies en van het geproduceerde afval. Met name op het terrein van executie van het beleid scoort CCPF uitstekend, zowel op financieel als op milieugebied. Met een – deels generaliseerde – IRR (internal rate of return) van meer dan 20 procent en een significante verlaging van de milieubelasting laat het fonds zien dat 'groene meerwaarde' meer is dan een mooie kreet.

ONTWIKKELINGSFINANCIERING

Het tweede thema betreft de aan emerging markets debt gerelateerde ontwikkelingsfinanciering. Development Finance Institutions (DFI's), zoals de IFC, EBRD, de Inter-American Development Bank en de Nederlandse FMO, verstrekken alle leningen in opkomende economieën. Het gaat hier om omvangrijke leningen in onder meer onderwijsinstellingen, duurzame energievoorzieningen, sanitaire voorzieningen, huisvesting en landbouwprojecten. Deze leningen hebben een aantal voordelen voor de leningverstrekkers. Zo hebben de leningen een bevoorrechte positie in het geval de leningnemer niet aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen. Het rendement op deze leningen bedroeg in de afgelopen vijf jaar gemiddeld 250 basispunten (2,5 procent) boven de benchmark, de London InterBank Offered Rate (Libor). Een recente ontwikkeling is dat de DFI's de leningen doorplaatsen naar geïnteresseerde

beleggers in de vorm van B-leningen.⁹¹ Deze leningen hebben dezelfde voordelen voor de beleggers als voor de oorspronkelijke leninggevers.

VERANTWOORDE LANDBOUW

Het derde thema heeft betrekking op verantwoorde investeringen in grondstoffen. Naast ertsen, olie en gas gaat het dan onder meer om landbouwgewassen. Dan gaat het niet zozeer over de handel in gewassen op de verschillende termijnmarkten, maar meer om investeringen in land. Verantwoord investeren in land en in de productie van voedingsgewassen – als onderscheiden van gewassen die bijvoorbeeld bedoeld zijn voor biobrandstoffen – heeft als voordeel dat pensioenfondsen minder snel betrokken raken bij maatschappelijk delicate kwesties, zoals de stijging van de graanprijzen. Vooral Afrika is momenteel in trek, maar ook Oost-Europa, Latijns-Amerika en Australië zijn populair. De gedachte achter deze investeringen is dat er nog grote efficiencyverbeteringen kunnen worden doorgevoerd. De ervaringen van, bijvoorbeeld, de South-African Fruit Exporters (SAFE) wijzen uit dat nettorendementen van rond de 20 procent reëel zijn. SAFE zelf behaalde over de laatste tien jaar een aandelenrendement van gemiddeld 18 procent op jaarbasis. Tegelijkertijd gaan deze investeringen gepaard met maatschappelijke verbeteringen in de infrastructuur, het onderwijs, de gezondheidszorg en de huisvesting van de landarbeiders.

Hoewel de genoemde voorbeelden geen sluitend bewijs vormen voor de stelling dat impact investing financieel kan concurreren met conventionele beleggingen in vastgoed, schuldpapier van ondernemingen en overheden in opkomende economieën, of reële activa, vormen ze wel een serieuze aanwijzing voor het gelijk van de stelling. Investerings met een maatschappelijke of een milieudoelstelling kunnen concreet waarde toevoegen. Ze genereren absolute rendementen bij aanvaardbare risico's en dragen veelal bij aan de gewenste diversificatie van risico's. Daarmee passen ze wel degelijk binnen een fiduciair kader, waarbij (spreiding van) financiële risico's en rendementen de boventoon voeren. We vinden deze ontwikkeling momenteel terug bij de diverse Nederlandse pensioenfondsen. De grote fondsen, zoals ABP, PFZW, PME, SPF en Shell Pensioenfonds, lopen hierbij voorop. Maar ook bij middelgrote pensioenfondsen, zoals

⁹¹ De lening wordt in tweeën geknipt: één deel blijft bij de DFI (de 'A'-lening), het tweede deel wordt doorgezet naar institutionele investeerders (de 'B'-lening).

die van Nedlloyd, DSM, de apothekersmedewerkers en het cabinepersoneel van de KLM, zien we deze trend terug.

DE TOEKOMST ONTVOUWT ZICH RAZENDSNEL

Ondanks de potentie die aanwezig is in dit nieuwe verantwoorde beleggen wijs ik op een paar beperkingen.

Allereerst is deze wijze van beleggen niet voor ieder pensioenfonds opportuun. Of en in hoeverre impact investing past binnen het beleggingsbeleid van een pensioenfonds hangt af van de keuzes die het fonds maakt, onder meer in zijn asset-liability management (ALM).

Ten tweede is het aanbod aan investeringsmogelijkheden beperkt. Hoewel het aantal maatschappelijke investeringen schier oneindig lijkt, is de omvang van de markt niet onuitputtelijk. In een recent rapport raamt J.P. Morgan de markt van impact-beleggingen en investeringen in huisvesting, microfinanciering, educatie en water op een kleine 1000 miljard dollar. Dat lijkt veel, maar wereldwijd is het natuurlijk beperkt. Juist waar pensioenfondsen vaak grootschalig willen investeren, vormt een gelimiteerde omvang van de investeringen een belemmering.

Ten derde beantwoorden niet alle investeringsmogelijkheden aan de risico-rendementsprofielen van de pensioenfondsen. Met een concreet voorbeeld: het is mogelijk te investeren in microfinanciering met een verwacht rendement van 2 procent, van 6 procent en van meer dan 10 procent. Vanzelfsprekend verschillen ook de risicoprofielen van deze investeringen. Sommige investeringen passen meer bij pensioenfondsen dan andere.

Ten vierde zijn impact-investeringen vaak illiquide, liggen ze voor lange termijn vast. De rendementen zijn daarop afgestemd, maar een beperkte liquiditeit van een belegging betekent voor pensioenfondsen een duidelijke min in onzekere financiële tijden.

Ondanks de beperkingen en met inachtneming van de zorgvuldigheid die pensioenfondsen moeten betrachten bij het selecteren van impact-investeringen, tekent zich hier een nieuwe invulling af van 'verantwoord beleggen'. Niet de eis van maatschappelijke betamelijkheid of verantwoordelijkheid staat centraal, maar de fiduciaire verantwoordelijkheid van een pensioenfonds in relatie tot de begunstigden van het fonds. Die begunstigden willen een goed pensioen, maar wel in een wereld waarin dat pensioen ook genoten kan worden. Zoals de voorbeelden aantonen, hoeft het een het ander niet uit te sluiten.

TOT SLOT

Pensioenfondsen wijzen vaak op teruglopende dekkingsgraden om geen aandacht te hoeven besteden aan hun mandaat waarin zij hun beleid voor verantwoord beleggen hebben vastgelegd. Dan doen ze zichzelf en hun deelnemers tekort. Impact investing ontwikkelt zich rap als een toonaangevende vorm van verantwoord beleggen 2.0. De pensioenfondsen die daar al mee bezig zijn, doen dat maar om één enkele reden: het belang van de deelnemers! En zo hoort het ook.

Prof. dr. Harry Hummels is managing director van SNS Impact Investing. Tevens is hij hoogleraar Ethics, Organisations and Society aan Maastricht University en fellow van het European Centre for Corporate Engagement (ECCE).