

Pensioenfondsen en verantwoord beleggen: rendement en risico?

Prof. dr. Rob Bauer en prof. dr. Harry Hummels zijn verbonden aan het European Centre for Corporate Engagement (ECCE) aan de Universiteit Maastricht.

1. Inleiding

Deze bijdrage gaat over de invloed van verantwoord beleggen op het risico en rendement van de beleggingen van pensioenfondsen. Wij hanteren de volgende definitie voor verantwoord beleggen:

Beleggen op grond van milieu- (E), sociale- (S), en governance- (G) overwegingen en/of de beïnvloeding van bedrijven, overheden en andere relevante actoren op grond van deze overwegingen. In de financiële wereld wordt om die reden dikwijls gesproken over het ESG-beleid van een pensioenfonds.

Wij onderscheiden in dit artikel drie verschijningsvormen van verantwoord beleggen:

- a. zaken die het pensioenfonds wenst uit te sluiten, omdat een entiteit niet beantwoordt aan door het bestuur vastgelegde ESG-criteria;
- b. zaken die het pensioenfonds wenst in te sluiten door ESG-informatie te hanteren bij de selectie van investeringen teneinde het rendement-risicoprofiel (RRP) van de beleggingsportefeuille te verbeteren; en
- c. het gebruik van aandeelhoudersrechten, waaronder het stemrecht en het recht om invloed uit te oefenen op de leiding van de onderneming.

In paragraaf 2 wordt voor elke verschijningsvorm een beknopte analyse gemaakt van de mogelijke gevolgen van een ESG-beleid op de beleggingsresultaten van een pensioenfonds. Zowel de integratie van kenmerken op het gebied van milieu (E) en sociaal (S) als kenmerken op het gebied van goed bestuur (G) worden in beschouwing genomen. In paragraaf 3 verbreden we de discussie naar andere beleggingscategorieën. Paragraaf 4 vat samen en inventariseert de implicaties voor beleggers.

2. Rendement en risico

2.1 ZAKEN DIE HET PENSIOENFONDS WENST UIT TE SLUITEN

Indien een pensioenfonds niet betrokken wenst te zijn bij gedragingen of activiteiten van ondernemingen, overheden en andere entiteiten waarin het investeert, kan het fonds een uitsluitingsbeleid voeren. In het navolgende beperken wij ons tot het bespreken van de effecten op aandelenportefeuilles. In paragraaf 3 gaan we beknopt in op de overige beleggingscategorieën.

Welke invloed heeft een uitsluitingsbeleid gebaseerd op ESG-criteria op de prestaties van de (totale) portefeuille van een beleggingsfonds? De academische wereld heeft zich in de afgelopen jaren in toenemende mate op deze vraag gestort. Op voorhand moet worden opgemerkt dat het systematisch uitsluiten van ondernemingen met een slechte governance hoegenaamd niet voorkomt. Dat betekent dat we ons in het navolgende vooral richten op uitsluitingen van ondernemingen op grond van sociale, ethische en milieucriteria.

In een recent onderzoek bestuderen Geczy, Stambaugh en Levin (2005)¹ het mogelijke nutverlies voor beleggers als gevolg van de restrictie van het beleggingsuniversum door toepassing van SRI-screens. Geczy et al. (2005) concluderen dat beleggers met een rotsvast geloof in efficiënte markten naar verwachting weinig te duchten hebben van beperkte restricties van het beleggingsuniversum. Voor die groep beleggers geldt dat de rendement- en risicokenmerken van uitgesloten ondernemingen redelijk eenvoudig nagebootst kunnen worden door het toevoegen van andere ondernemingen in het beschikbare universum. Te drastische en systematische uitsluiting als gevolg van een uitgebreide set van zeer strikte ethische normen, bijvoorbeeld door het uitsluiten van beleggingen in de defensieindustrie, de luchtvaart, de olie- en gasindustrie, de transportsector en de financiële sector, kan leiden tot inefficiënte portefeuilles. De situatie is anders bij beleggers die ex ante overtuigd zijn van hun actieve selectievaardigheden (skill). Zij voelen een beperking (disnut) als gevolg van de inperking van het universum. Ze kunnen immers niet langer optimaal gebruik maken van hun toegevoegde waarde. Als bijvoorbeeld een portefeuillemanager, gespecialiseerd in de actieve selectie van defensieaandelen, niet meer mag beleggen in de defensie sector, dan kan hij zijn volledige potentieel niet meer laten zien.

De bijdrage van Geczy et al. (2005) impliceert dat de strategische visie van een pensioenfonds op actief beleggen wezenlijk is bij het vaststellen van de wenselijkheid van een uitsluitings- of opschortingsbeleid. Een pensioenfonds met een overwegend passief beleid hoeft naar verwachting als gevolg van beperkte uitsluiting geen negatieve effecten te verwachten op het rendement-risicoprofiel van de portefeuille. Heeft het fonds echter een groot vertrouwen in de toegevoegde waarde van haar (externe vermogensbeheerders, dan kan een te strikt uitsluitingsbeleid mogelijk contraproductief werken.

¹ Zie referenties aan het slot van dit artikel.

Andere empirische studies geven aan dat verantwoorde beleggingsfondsen, d.w.z. beleggingsfondsen gebaseerd op een vorm van ESG-screening, hetzelfde niveau van portefeuillediversificatie hebben en gelijkwaardige rendementen. Een voorbeeld hiervan is het onderzoek van Bauer, Koedijk en Otten (2005) dat laat zien dat zogenaamde verantwoorde of duurzame beleggingsfondsen (SRI mutual funds) niet beter of slechter presteren dan conventionele beleggingsfondsen die niet expliciet rekening houden met ESG-factoren. Bello (2005) toont aan dat duurzame beleggingsfondsen en conventionele fondsen min of meer hetzelfde diversificatieniveau hebben en gelijkwaardige langetermijnrendementen. Saillant detail in dit kader is de constatering in beide studies dat zowel verantwoorde als conventionele beleggingsfondsen slechter presteren dan de beurs als geheel. Een onderzoek van Schroeder (2007) inventariseert de prestaties van duurzame indices (bijvoorbeeld de FTSE4Good). In de meeste gevallen presteren deze indices – die een actieve selectie maken uit het totaal beschikbare aandelenuniversum – in rendementstermen niet minder dan reguliere indices (bijvoorbeeld de Morgan Stanley Capital International of MSCI-index). Bij sommige indices is echter wel sprake van een enigszins hoger risico. Enige terughoudendheid bij de interpretatie van de bovenstaande onderzoeken naar verantwoorde beleggingsfondsen en indices is wenselijk. Slechts een beperkt deel van de onderzochte beleggingsfondsen hanteert daadwerkelijk een stringent uitsluitingsbeleid. Andere fondsen kiezen bijvoorbeeld bewust voor een 'best-in-class' strategie of positieve selectie. Conclusies over de invloed van een bepaalde vorm van uitsluitingsbeleid kunnen dus op grond van deze onderzoeken moeilijk getrokken worden.

Ten slotte nog een relativerende opmerking over actief beleggingsbeleid: elke portefeuillemanager van een actieve portefeuille kiest in wezen ook voor een vorm van uitsluitingsbeleid, alleen gebeurt dat op andere dan ESG-gronden. Een groot deel van het beleggingsuniversum wordt immers uitgesloten omdat hij verwacht dat deze ondernemingen relatief minder zullen renderen dan de benchmark. Natuurlijk kan de portefeuillemanager die ondernemingen op basis van financiële overwegingen later weer toevoegen, maar feit blijft dat een actieve portefeuille op enig moment een bepaalde deelverzameling van de index uitsluit. De mate waarin portefeuillemanagers van actieve aandelenportefeuilles in staat zijn om daadwerkelijk de index systematisch te verslaan door dit 'dynamische uitsluitingsbeleid' is in de beleggingsliteratuur uitvoerig bestudeerd. Studies van Malkiel (1995) en Gruber (1996) tonen onomstotelijk aan dat managers van actieve beleggingsfondsen in de regel niet in staat zijn om de benchmark systematisch te verslaan. Sterker nog, na kosten blijkt een significante onderperformance van plus-minus 1,0% per jaar. De volgende vraag rijst: welk uitsluitingsbeleid heeft nu grotere gevolgen voor de belegger? Een beperkt uitsluitingsbeleid toegepast op een overigens passieve beleggingsstrategie of een systematisch slechter presterende actieve portefeuille?

In de praktijk sluiten pensioenfondsen zelden of nooit hele sectoren van de economie uit van hun beleggingen. Het bewust beëindigen of opschorten van beleggingen in

individuele ondernemingen komt echter wel voor, maar heeft veel minder ingrijpende gevolgen. Zo schortte het Noorse Petroleumfonds – via haar vermogensbeheerder Norwegian Bank Investment Management – in 2006 de investering in 19 ondernemingen op tot deze ondernemingen voldoen aan de financiële en ESG-criteria van het fonds². Het gaat hier overwegend om producenten van clusterbommen en landmijnen, al wordt ook vanwege ethische- en milieugronden niet belegd in enkele multinationals uit andere sectoren. Op basis van bovengenoemde studies kan worden aangenomen dat het fonds geen negatieve invloed op het rendement-risico profiel hoeft te verwachten. Een ander voorbeeld is de uitsluiting van ondernemingen die zeer actief waren in Zuid-Afrika in de jaren 70 en 80 (Munnell, 2007). Beleggers die Zuid-Afrikaanse ondernemingen uitsloten presteerden zelfs beter dan beleggers die geen uitsluitingen hanteerden. De reden was echter dat ondernemingen met een link naar Zuid-Afrika doorgaans zeer groot waren en dat de portefeuilles met uitsluiting dus een relatief hoge weging hadden in small cap aandelen. Deze presteerden in de onderzoeksperiode (1960-1983) beduidend beter dan large cap aandelen (vgl. Grossman and Sharpe, 1986).

De lessen die we kunnen leren uit de bovenstaande onderzoeken is dat elk uitsluitingsbeleid, voordat het wordt geïmplementeerd, moet worden getoetst op de invloed die het heeft op de risicofactoren die de rendementen van aandelen op de beurs bepalen. Het op voorhand uitsluiten van een groot aantal ondernemingen in een universum vanwege het feit dat deze ondernemingen deel uitmaken van een bepaalde bedrijfstak, zoals olie en gas, luchtvaart of chemie, of de genotsmiddelensector kan – indien ondoordacht uitgevoerd – leiden tot een drastische reductie van het aantal ondernemingen in het beleggingsuniversum. Er is dus minder keuze voor de portefeuillemanager en dat kan de efficiëntie van zijn portefeuille in gevaar brengen. Een beperkt uitsluitingsbeleid, zoals het uitsluiten van een klein aantal ondernemingen uit een (wereld)aandelenindex, hoeft naar verwachting geen negatieve effecten te hebben als er voldoende rekening wordt gehouden met de risicofactoren bij het construeren van de portefeuille. Sinds de opkomst van de moderne risicomodellen en -software is deze taak steeds eenvoudiger. Het spreekt vanzelf dat deze opgave moeilijker wordt, naarmate meer ondernemingen worden uitgesloten. Voor een actieve portefeuillemanager, bijvoorbeeld een belegger die een dynamische sectorallocatie uitvoert, wordt het moeilijker om al zijn kennis in de portefeuille te laten neerslaan. Dat kan zijn rendement negatief beïnvloeden, tenminste als hij inderdaad in staat is de benchmark systematisch te verslaan.

2.2 ZAKEN DIE HET PENSIOENFONDS WENST IN TE SLUITEN

De integratie van extra-financiële informatie in het reguliere beleggingsproces staat minder ter discussie. Er is geen sprake van een beperking, maar van de mogelijkheid (kans) om een stuk extra-financiële informatie mee te nemen in het beslissingsproces. Voorstanders pakken dit

² Council on Ethics for the Government Pension Fund – Global, Annual Report 2006, Oslo, p.8.

op en tegenstanders hebben de keuze om dit niet te doen. Relatief weinig portefeuillemanagers integreren deze informatie expliciet in hun beleggingsproces. Dit vindt zijn oorsprong in het feit dat er in de wetenschappelijke wereld geen consensus is over de toegevoegde waarde voor de belegger. Tegenstanders (o.a. Milton Friedman, 1970) wijzen op de onduidelijke focus van een onderneming indien zij zich zowel richt op winst maken als op andere doelen, zoals maatschappelijk verantwoord ondernemen. Beleggers in die ondernemingen zullen in hun ogen geconfronteerd worden met lagere rendementen vanwege de directe en indirecte kosten die gepaard gaan met de aandacht voor andere dan de primaire bedrijfsdoeleinden. Voorstanders (o.a. Michael Porter, 1995) zien echter reputatie- en concurrentievoordelen voor ondernemingen die hoog scoren op ESG-factoren. Zij verwachten dat dergelijke ondernemingen innovatiever zijn en betere relaties met stakeholders onderhouden. Het gevolg hiervan is dat vermogensverschaffers naar verwachting minder risicopremie eisen hetgeen resulteert in lagere financieringskosten voor de onderneming. Beleggers profiteren hier uiteindelijk van, omdat deze informatie waarschijnlijk nog niet in de beurswaardering, c.q. koersen, is verwerkt. Deze voornamelijk theoretische beschouwingen uit de managementliteratuur gingen helaas niet vergezeld van fundamenteel en longitudinaal empirisch onderzoek, wat een jarenlange patstelling tussen de beide kampen tot gevolg heeft gehad. Onderzoek naar verantwoord beleggen bleef nadrukkelijk een niche.

Wetenschappelijk onderzoek naar de effecten van corporate governance (G) wordt al enige tijd gepubliceerd.³ De meeste studies richten zich op het effect van corporate governance indicatoren op respectievelijk aandelenrendementen, de waardering van ondernemingen op de beurs en boekhoudkundige winstbegrippen. Pensioenfondsen zijn als langetermijnbeleggers bij uitstek geïnteresseerd in de invloed van (G) op de prestaties van ondernemingen op lange termijn. Helaas heeft slechts een beperkt aantal studies een dergelijk lange horizon. Een uitzondering is het onderzoek van Gompers, Ishii en Metrick (2003), die de beschikking hadden over een voldoende grote steekproef (plusminus 1500 beursgenoteerde ondernemingen in de VS) met een tijdreeks van 10 jaar. In dit vaak geciteerde onderzoek analyseren zij de invloed van 24 mogelijke beschermingsconstructies op aandelenrendementen. Na correctie voor risico blijkt dat portefeuilles van goed geleide ondernemingen (i.c. geen beschermingsconstructies) jaarlijks maar liefst 8,5% meer rendement behaalden dan portefeuilles van slecht geleide (veel barrières) ondernemingen in de periode 1990-1999. Bovendien zijn goed geleide ondernemingen doorgaans hoger gewaardeerd op de beurs, hebben zij hogere winstmarges en (boekhoudkundige) rendementen op het eigen vermogen. Soortgelijke onderzoeken in Europa en Japan van Bauer, Guenster en Otten (2004) en Bauer, Frijns, Otten en Tourani Rad (2008) documenteren vergelijkbare resultaten.

Recent onderzoek van Core, Guay en Rusticus (2006) toont echter aan dat de informatie met betrekking tot goed ondernemingsbestuur voor een groot deel verwerkt lijkt te zijn in de koersen. Bovendien argumenteren zij dat een groot deel van het rendement van de strategie gebaseerd op Gompers et al. (2003) te verklaren is door de internethype. Wanneer zij technologieaandelen buiten beschouwing laten, is de outperformance vele malen kleiner en statistisch insignificant. Cremers en Nair (2005) doen daar nog een schepje bovenop door aan te tonen dat de resultaten nogal gevoelig zijn voor de procedure van de portefeuilleconstructie.

Deze empirische onderzoeken tonen aan dat een ruime historie met informatie over corporate governance kenmerken noodzakelijk is voordat we ferme conclusies kunnen trekken. Zelfs in het geval dat de data in ruime mate beschikbaar zijn, is terughoudendheid geboden. Concentratie van het grote aanbod van ratinginstituten en een verdere kwaliteitsverbetering zijn dan geen overbodige luxe. Wat ons betreft is de algemene conclusie van dit type onderzoek dat er op zijn minst geen negatief verband lijkt te bestaan tussen corporate governance kenmerken en (langetermijn-) aandelenrendementen. Hoewel governance-informatie in toenemende mate direct of indirect wordt meegewogen in het beleggingsproces, ligt het niet voor de hand dat een eenvoudige strategie als louter het kopen van goed geleide ondernemingen in de komende jaren nog zal werken. Veeleer zullen (onverwachte) veranderingen in de kwaliteit van het bestuur van ondernemingen rendementen en risico's van beleggingen beïnvloeden.

Onderzoek op het gebied van de overige ESG-factoren (E en S) heeft een minder lange historie als het gaat om empirisch onderzoek naar de relatie met financiële prestaties van ondernemingen. De meeste studies kennen een managementstrategische onderbouwing voor de integratie van duurzaamheid in de bedrijfsprocessen van ondernemingen. Het onderzoeksinstituut European Centre for Corporate Engagement (ECCE)⁴ heeft twee studies gepubliceerd op basis van zogenaamde eco-efficiency data, een begrip uit het vakgebied milieumanagement. Beide studies verbinden de inzichten uit de theoretisch georiënteerde managementliteratuur met de performance- en risicometing uit de moderne financiering- en beleggingsliteratuur. Deze onderzoeken laten zien dat portefeuilles van ondernemingen met hoge scores op het gebied van eco-efficiency beter presteren dan portefeuilles van ondernemingen met lage scores. Deze resultaten veranderen niet na correctie voor marktrisico, beleggingsstijlen en sectoreffecten. Bovendien blijkt dat ondernemingen die laag scoren op eco-efficiency doorgaans laag gewaardeerd zijn op de beurs. De waardering van hoog scorende ondernemingen is echter niet afwijkend van het gemiddelde. Het lijkt er dus op dat beleggers voornamelijk slecht presterende ondernemingen direct afstraffen en dat het langer duurt voordat het goede nieuws in de koersen is verwerkt. Dit is mogelijk een gevolg van de grotere aandacht die de pers heeft voor negatief nieuws over een onderneming (bijvoorbeeld de ondergang van de Exxon Valdez en de daaruit resulterende, voor de onderneming zeer kostbare, milieugevolgen). Beleggers reageren blijk-

3 Voor een uitvoerig overzicht van onderzoek naar de invloed van ESG-factoren op beleggingsportefeuilles zie o.a. Hummels en Bauer (2006) hoofdstuk 5 en Bauer, Frentrup, Günster en de Ruijter (2004).

4 Derwall et al (2005) en Günster et al. (2006), voor meer informatie over ECCE zie: www.corporate-engagement.com.

baar direct op onverwachte negatieve informatie door hun inschatting van de toekomstige cashflows en risico's van de onderneming bij te stellen. Bij positief nieuws wordt eerst de kat uit de boom gekeken, maar uiteindelijk wordt de informatie opgenomen in de koersen van de onderliggende aandelen.

De bovenstaande voorbeelden geven aan dat aandelenbeleggers ofwel hogere rendementen kunnen behalen, of dat ze juist minder vatbaar zijn voor plotseling opduikend negatief nieuws over de onderneming indien ze relevante delen van de extra-financiële informatie integreren in het beleggingsproces. Het is echter van belang te beseffen dat deze informatie naar verwachting slechts een beperkt deel van de verwachte rendementen zal verklaren. Niet elke informatie in het spectrum van ESG-factoren is relevant. De koers van een aandeel wordt voor het grootste deel verklaard door de winstgevendheid van ondernemingen die wederom een functie is van de kwaliteit van het management, de innovatiekracht, de operationele efficiency en de vooruitzichten voor de sector waarin de onderneming actief is en andere, soortgelijke indicatoren. Daarnaast impliceert een goede score van een onderneming op het gebied van ESG-factoren niet per definitie een goede belegging in die onderneming, aangezien eerst de vraag beantwoord dient te worden of de relevante extra-financiële informatie al in de koers verwerkt is. Het ligt overigens voor de hand dat dit in vele gevallen niet het geval is, aangezien dit type informatie pas sinds korte tijd structureel beschikbaar is en door institutionele beleggers en analisten tot op heden zeer beperkt wordt ingezet in het beleggingsproces.

Een vaak geciteerde studie van McKinsey (2002) bevestigt dit beeld: 80% van de institutionele beleggers geeft aan bereid te zijn een premie te betalen voor aandelen van 'goed bestuurde' ondernemingen in ontwikkelde landen. Een recent onderzoek van Mercer Investment Consultants (2007) toont tevens aan dat pensioenfondsen in de Verenigde Staten ESG-factoren in toenemende mate integreren in hun beleggingsproces en het aanbod van financiële producten: een duidelijke aanwijzing voor een mogelijk 'early mover advantage'. De bovenstaande bevindingen zijn eveneens consistent met recente enquêtes van ECCE door Jaworski (2007) en Bauer, Derwall en Jaworski (2007) onder Europese institutionele beleggers, analisten (werkzaam bij brokers) en Europese large cap ondernemingen. Analisten screenen ondernemingen vooral op 'corporate governance', en in mindere mate op ethische, sociale en milieuaspecten. Hoewel institutionele beleggers informatie over de corporate governance van ondernemingen eveneens het belangrijkste achten, vragen ze in toenemende mate om integratie van relevante ethische, sociale en milieu-informatie in fundamentele bedrijfsanalyses. Uit de enquête blijkt duidelijk dat brokers op dit moment niet in deze behoefte voorzien ondanks initiatieven als het Enhanced Analytics Initiative en de ondertekening van de Principles voor Responsible Investing door een deel van hun klanten.

Impliciet testen de eerdergenoemde empirische onderzoeken de nulhypothese dat ESG-factoren geen rol spelen bij de waardering van aandelen op de beurs. De cruciale

vraag is of ESG-informatie relevant is, en zo ja, verwerkt is in de koersen van beleggingsobjecten? Het alternatief is dat deze informatie niet relevant is voor de belegger omdat er geen relatie is, of omdat de ermee gepaard gaande risico's niet geprijsd worden. Volgens sommige studies zijn elementen van extra-financiële informatie wel degelijk van invloed (enkele governance karakteristieken en bijvoorbeeld eco-efficiency), terwijl een groot aantal studies aangeeft weinig of geen relatie te vinden met ESG-factoren.⁵ Het is de verantwoordelijkheid van de portefeuillemanager de steeds groter wordende stroom aan informatie over ondernemingen op zijn merites te beoordelen. Een recente, ludieke toevoeging aan de discussie is een artikel van Hong en Kacperczyk (2006) getiteld: 'The Price of Sin'. De auteurs betogen dat beleggers die bereid zijn om aandelen aan te houden van ondernemingen die buiten de sociale norm vallen (zogenaamde 'sin stocks'), bijvoorbeeld ondernemingen die tabak of alcohol produceren, juist alleen bereid zijn deze aandelen aan te houden als ze een hoger rendement ontvangen. Deze vergoeding voor het aanhouden van minder liquide aandelen impliceert dat deze beleggers op lange termijn hogere rendementen halen.

Op basis van de huidige wetenschappelijke literatuur kan geen eenduidig beeld geformuleerd worden over welke factoren relevant zijn en welke niet. Voor- en tegenstanders kunnen altijd wel een studie citeren die hun gedachtegoed bevestigt. Voor een nadere uiteenzetting verwijzen wij onder meer naar Hummels en Bauer (2006), Bauer et al. (2004) en Orlitzky et al. (2004).

2.3 HET INZETTEN VAN AANDEELHOUDERS-RECHTEN

Engagement en proxy voting zijn relatief nieuwe strategieën die beleggers inzetten om het management van een onderneming te beïnvloeden. Dat heeft als nadeel dat er nog weinig onderzoek is verricht naar de effecten van beide strategieën op de risico's en rendementen van ondernemingen, evenals op het risico-rendementprofiel van beleggingen in die ondernemingen. Dat geldt al helemaal voor longitudinaal onderzoek, dat eenvoudigweg niet beschikbaar is.

Toch kan wel iets worden gezegd over de mogelijke effecten van engagement op de financiële performance van ondernemingen. Een aansprekend voorbeeld is het zogenaamde 'CalPERS-effect'. CalPERS publiceert al jaren een zwarte lijst met ondernemingen die in haar ogen slecht presteren op het gebied van corporate governance: de zogenaamde 'focus list of corporate laggards'. De jaren vóórdat deze bedrijven op de lijst werden geplaatst, presteerden ze ver beneden het beursgemiddelde. In de jaren na de openlijke bekendmaking dat deze ondernemingen bij CalPERS op de zwarte lijst staan, presteren ze ruim boven het gemiddelde. Kennelijk leidt deze vorm van engagement tot resultaten.

In toenemende mate vindt beïnvloeding plaats op het terrein van corporate governance, maar ook op sociaal, ethisch en milieuvlak. Kenmerkend voor deze strategie is

5 Zie Hummels en Bauer (2006, hoofdstuk 5).

het ontbreken van beperkingen die worden opgelegd aan de portefeuillemanagers in het samenstellen van hun portefeuilles. Sterker nog, men dient juist belegd te zijn in ondernemingen om gebruik te kunnen maken van de rechten die verbonden zijn met het aandeelhouderschap. Wel dient te worden geconstateerd dat het uitoefenen van het stemrecht en het aangaan van gesprekken met ondernemingen kosten met zich meebrengen. Die kosten leiden niet automatisch tot financiële tegenprestaties, al geeft het voorbeeld van CalPERS aan dat de kosten van engagement zeker geen weggegooid geld zijn.

3. Verbreding naar andere beleggingscategorieën

Een tweede element in de discussie is de reikwijdte van de ESG-factoren in het beleggingsspectrum. De aandacht in de praktijk en in de wetenschap gaat vooral uit naar aandelen, zoals ook bleek uit het ECCE-onderzoek van Hummels (2007). Uit oogpunt van consistentie zou dezelfde discussie gevoerd kunnen – en moeten – worden over beleggingen in, bijvoorbeeld, vastrentende waarden of onroerend goed. Helaas is er weinig empirisch onderzoek in deze beleggingscategorieën. Er zijn enkele uitzonderingen. Recent is er bijvoorbeeld aandacht besteed aan de relatie tussen governance karakteristieken (voornamelijk beschermingsconstructies) en bedrijfsobligaties (Cremers, Nair en Wei, 2007). Hieruit blijkt dat vreemd vermogen verschaffers lagere spreads (i.e. lagere risicopremies) eisen bij de aanwezigheid van beschermingsconstructies, terwijl een dergelijke aanwezigheid door aandeelhouders juist als negatief wordt ervaren (Gompers et al. 2003). Pensioenfondsen bezitten in de praktijk dikwijls zowel aandelen als bedrijfsobligaties van dezelfde onderneming. De uitvoering van hun corporate governance en engagementbeleid zou hiermee rekening moeten houden. Onderzoek naar de relatie tussen de spreads op bedrijfsobligaties en andere ESG-factoren staat nog in de kinderschoenen.

Ook de impact van extra-financiële informatie op vastgoed is vrijwel niet onderzocht in de wetenschap behoudens enkele studies naar de governance structuur van REITS. Wij volstaan hier met de verwijzing naar een recente ECCE studie van Bauer, Eichholtz en Kok (2007).⁶ In het geval van REITS (*real estate investment trusts*: genoteerd vastgoed) is het management verplicht om genoeg alle 'free cash flow' uit te keren aan de aandeelhouders. Dit impliceert dat managers van REITS relatief weinig speelruimte hebben om waarde van aandeelhouders naar zich toe te trekken. Uit een onderzoek naar de relatie tussen ISS⁷ governance ratings van 220 US REITS, blijkt dat de waardering en de winstgevendheid van REITS niet gecorreleerd is met haar ISS governance ratings. Een soortgelijke analyse bij genoteerde large cap ondernemingen bevestigt het beeld dat Gompers et al. (2003) schetsen met betrekking tot aandelen. Bij reguliere (niet REIT) ondernemingen vinden de auteurs wel de positieve relatie tussen enerzijds winstgevendheid en waardering en anderzijds de governance score. In de markt zijn daar-

naast talloze initiatieven om (E) en (S) te verwerken in vastgoedbeleggingsproducten, maar de wetenschappelijke grondslag ontbreekt grotendeels.

Een andere vorm van de integratie van ESG-factoren zijn de zogenaamde doelbeleggingen. Anders dan bij aandelenbeleggingen, respectievelijk vastrentende beleggingen, gaat het bij doelbeleggingen om directe investeringen in bijvoorbeeld bosbouwprojecten, 'climate change' en 'clean-tech' projecten of investeringen in microfinancieringsinstellingen. Het zijn juist de pensioenfondsen die voorop lopen met aanzienlijke investeringen in deze projecten. Omdat het hier investeringen betreft in niet-transparante markten, projecten en ondernemingen, kunnen beleggers die tijdig over goede informatie beschikken, goede rendementen behalen op hun investeringen. Deze beleggingen beogen niet alleen bij te dragen aan het vergroten van de diversificatie van de totale beleggingsportefeuille en het behalen van goede absolute rendementen, ze doen dat ook op een wijze die bijdraagt aan maatschappelijke doelen. Wetenschappelijk onderzoek naar de risico's en rendementen van deze nieuwe categorie beleggingen is op dit moment nog niet voorhanden. Daarvoor is de historie van deze beleggingen nog te kort. Een beleggingscategorie als microfinancieringen – voor zover zelfs gesproken mag worden van een beleggingscategorie – kenmerkt zich sterk door een mandaatgedreven karakter. In de sfeer van de fondsen is nog niet eens een handvol fondsen beschikbaar dat beantwoordt aan de eisen en behoeften van institutionele beleggers. Iets vergelijkbaars doet zich voor ten aanzien van investeringen in bosbouw, alternatieve energie en schone technologie, met dien verstande dat het aanbod aan fondsen hier iets groter is.

4. Implicaties voor de belegger

De fiduciaire plicht van het bestuur van een pensioenfonds komt niet in gevaar bij een doordachte implementatie van het 'verantwoord beleggen' beleid. Het opschorten van beleggingen die niet voldoen aan ESG-criteria heeft, mits verstandig toegepast, geen negatieve invloed op het rendement-risicoprofiel. Dat wil zeggen, zolang een pensioenfonds niet ten principale hele sectoren van de economie uitsluit en haar criteria niet zodanig scherp formuleert dat een significant deel van het beleggingsuniversum wordt geschrapt, zal de invloed op het RRP in de regel aanvaardbaar zijn.

Wij voegen hier een relativerende opmerking aan toe. Ook actief vermogensbeheer is ten principale een vorm van dynamische uitsluiting. Gemiddeld genomen presteren actieve mandaten significant beneden de benchmark. Pensioenfondsen zouden de beslissing om actief te beheer net zo goed moeten evalueren als de beslissing al of niet uit te sluiten op grond van ESG-overwegingen. Dit is des te belangrijker omdat veel verantwoorde portefeuilles een combinatie zijn van een vorm van uitsluiting en een vorm van actief beheer. Toch lijkt het erop dat de meeste pensioenfondsen de strategische beslissing om actief te beleggen niet in dezelfde mate ter discussie stellen. Pensioenfondsen die wensen rekening te houden met een beperkte set van uitsluitingscriteria wordt dan ook in overweging gegeven om naast actieve strategieën ook passieve strategieën in ogenschouw te nemen.

⁶ In deze working paper staan verwijzingen naar een beperkt aantal andere studies naar de governance structuur van REITS.

⁷ Institutional Shareholder Services (ISS): een aanbieder van informatie op het gebied van verschillende governance kenmerken van een onderneming.

Waar een pensioenfonds zaken wenst in te sluiten – als onderscheiden van het mijden van zaken waar men niet bij betrokken wil zijn – lijken sommige elementen van de extra-financiële informatie positief gecorreleerd met de rendementen en waardering van de ondernemingen (G: afwezigheid beschermingsconstructies en E: eco-efficiency). Andere wederom lijken minder interessant of zelfs negatief gecorreleerd. In het algemeen geldt dat voornamelijk informatie over de kwaliteit van het bestuur van de onderneming (G) zeer relevant lijkt. Onderzoeken naar de informatie over (E) en (S) laten ambivalente resultaten zien. Portefeuillemanagers hebben de taak alle beschikbare informatie (en data) mee te wegen bij hun beleggingsbeslissingen. Nu ze ook in toenemende mate de beschikking hebben over extra-financiële informatie is het aan hen om aan die informatie waarde toe te kennen of niet. In beide gevallen hebben ze additionele informatiebronnen, kennis, wetenschappelijk onderzoek en tools nodig om die informatie efficiënt te verwerken. De belangrijkste inschatting die ze moeten maken is echter: zijn ESG-factoren al verwerkt in de koersen van de beleggingsobjecten? Vooral voor (G) lijkt het of het al te laat is om te profiteren van de inzichten van de wetenschappelijke studies. Dit laat onverlet dat goede governance beleggers ook de gelegenheid geeft om onderwerpen op het gebied van (E) en (S) te adresseren aan de onderneming.

Het stembeleid van een pensioenfonds op het gebied van haar aandelenpositie kan niet losgezien worden van de positie in andere beleggingscategorieën als bedrijfsobligaties. Sommige standpunten als aandelenbezitter conflicteren bijvoorbeeld met de positie van vreemd vermogen verschafter. Het is aan te bevelen dat een pensioenfonds zich hiervan bewust is bij het uitvoeren van een engagementbeleid.

Beleggers moeten beseffen dat aan engagement kosten zijn verbonden. Een directe relatie met het resultaat van de beleggingen is dikwijls niet aanwezig. Indirect kan engagement resulteren in financiële voordelen, indien daardoor afgedwongen verbeteringen in de bedrijfsvoering op termijn leiden tot kostenvoordelen of tot het beperken van extra-financiële risico's, waaronder het reputatierisico. Die voordelen zijn echter moeilijk te kwantificeren.

Referenties

- Bauer, R., J. Derwall en W. Jaworski (2007), 'Extra-financial Information in Financial Communication of European Companies', *ECCE report*, Universiteit Maastricht.
- Bauer, R., P. Eichholtz en N. Kok (2007), 'Corporate Governance and Performance: The REIT effect', *ECCE Working Paper*, Maastricht University.
- Bauer, R., P. Frentrop, N. Günster en H. de Ruiter (2004), 'Corporate Governance: A Review of the Debate in The Netherlands and Empirical Evidence on the Link with Financial Performance', *VBA Journaal*, 20:4, pp. 19-34.
- Bauer, R., B. Frijns, R. Otten en A. Tourani Rad (2008), 'The Impact of Corporate Governance on Corporate Performance: Evidence from Japan', forthcoming in

Pacific Basin Finance Journal.

- Bauer, R., N. Günster en R. Otten (2004), 'Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance', *Journal of Asset Management*, 5:2, pp. 91-104.
- Bauer, R., C.G. Koedijk en R. Otten (2005), 'International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style', *Journal of Banking and Finance*, 29, pp. 1751-1767.
- Bello, Z.Y. (2005), 'Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification', *Journal of Financial Research*, 28, pp. 41-57.
- Council on Ethics for the Government Pension Fund – Global, *Annual Report 2006*, Oslo
- Core, J., W. Guay en T. Rusticus (2006), 'Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations', *The Journal of Finance*, 61, pp. 655-687.
- Cremers, M. en V. Nair (2005), 'Governance Mechanisms and Equity Prices', *The Journal of Finance*, 60, pp. 2859-2894.
- Cremers, M., V. Nair en J. Wei (2007), 'Governance Mechanisms and Bond Prices', *The Review of Financial Studies*, 20, pp. 1359-1388.
- Derwall, J., N. Günster, R. Bauer en C.G. Koedijk (2005), 'The Eco-Efficiency Premium Puzzle', *Financial Analysts Journal*, 61:2, 2005, pp. 51-63.
- Friedman, M. (1970), 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits', *The New York Times Magazine*, September 13th, New York.
- Geczy, C., Stambaugh, R.F. en D. Levin, 'Investing in Socially Responsible Mutual Funds', *Working Paper*, University of Pennsylvania, 2005.
- Gompers, P., Ishii, J.L. en Metrick, A., 'Corporate Governance and Equity Prices', *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118:1, 2003, pp. 107-155.
- Grossman, B.R., en W. Sharpe (1986), 'Financial Implications of South African Divestment', *Financial Analysts Journal*, 42:4, 2005, pp. 15-29.
- Gruber, M.J. (1996), 'Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds', *The Journal of Finance*, 51, pp. 783-810.
- Günster, N., J. Derwall, R. Bauer, en C.G. Koedijk (2006), 'The Economic Value of Corporate Eco-efficiency', *ECCE Working Paper*, Maastricht University.
- Hong, H. and M. Kacperczyk (2007), 'The Price of Sin: the Effect of Social Norms on Markets', *Sauder School of Business Working Paper*.
- Hummels, H. (2007), 'De Kracht van Pensioenfondsen', *ECCE Report*, April, Universiteit Maastricht.
- Hummels, H. en R. Bauer (2006), 'Van Stille Kracht naar Stille Macht: Pensioenfondsen in Gesprek met Ondernemingen over Corporate Governance en Maatschappelijk Handelen', van Gorcum, Assen.
- Jaworski, W. (2007), 'The Use of Extra-financial Information by Research Analysts and Investment Managers', *ECCE Report*, Universiteit Maastricht.
- Malkiel, B.G. (1995), 'Returns from Investing in Equity Mutual Funds from 1971 to 1991', *The Journal of Finance*, 50, pp. 549-572.
- McKinsey (2002), 'Global Investor Opinion Survey', (www.McKinsey.com).
- Mercer Investment Consultants (2007), 'Defined contri-

- bution plans and socially responsible investing in the United States: a survey of plan sponsors, administrators and consultants', www.mercer.com.
- Munnell, A. H. (2007), 'Should Public Pension Funds Engage in Social Investing?', *Publication Center for Retirement Research*, Boston.
 - Orlitzky, M., F. Schmidt en S. Rynes (2003), 'Corporate Social and Financial Performance: a Meta-analysis', *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
 - Porter, M. en C. van der Linde (1995), 'Green and Competitive, Ending the Stalemate', *Harvard Business Review*, September-October, pp.120-135.
 - Schroeder, M. (2007), 'Is There a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices', *Journal of Business Finance and Accounting*, 34 (1&2), pp. 331-348.