

Institutioneel duurzaam vermogensbeheer in Nederland

Samenstelling werkgroep Maatschappelijk Verantwoord Beleggen

Marcel de Berg, Your Good Choice, marceldeberg@duurzaamvermogensbeheer.nl

Wout van Heerdt, Interpolis, W.van.Heerdt@Interpolis.nl

Marcel Jeucken, Dutch Sustainability Research, marcel.jeucken@dsresearch.nl

Robert Klijn, ING Financial Markets, robert.klijn@ingbank.com

Lysanne van der Made, SNS Asset Management, Lysanne.vandermade@sns.nl

Peter Pauw, ING Bank Vermogensbeheer, peter.pauw@mail.ing.nl

Wouter Peters, PGGM, wouter.peters@pggm.nl



EFFAS THE EUROPEAN FEDERATION
OF FINANCIAL ANALYSTS SOCIETIES

Vereniging van BeleggingsAnalisten

De Vereniging van BeleggingsAnalisten
Weteringschans 87 e
1017 RZ Amsterdam

ISBN 90-807636-5-9

Vormgeving en realisatie:  www.az-gsb.nl, Den Haag

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar worden gemaakt, in enige vorm of wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of op enige manier, zonder voorafgaande toestemming van de VBA.

Inhoudsopgave

Voorwoord	5
I Inleiding	6
II Achtergrond duurzaam beleggen	7
II.1 Manieren van duurzaam beleggen	7
II.2 Beleggingsproces	8
II.3 Door wie en waarom	9
II.4 Ontwikkeling omvang duurzaam beleggen	11
III Maatschappelijke verantwoordelijkheid binnen beleidskader pensioenfondsen	14
III.1 Pensioen- en Spaarfondsen Wet (PSW)	14
III.2 Pensioenfonds in perspectief	16
III.3 Enquête / onderzoek pensioenfondsen	17
III.4 Stand van zaken	19
IV Gebruik van duurzame / niet-financiële criteria	21
IV.1 Inleiding	21
IV.2 Verschillende methodes van gebruik van criteria	21
IV.3 Het verkrijgen van data voor duurzaamheid	23
IV.4 Het verwerken en interpreteren van duurzaamheidsinformatie	25
IV.5 Tot slot	28
V Implementatie in het beleggingsproces	29
V.1 Inleiding	29
V.2 Asset Liability Management	29
V.3 Implementatie in portefeuilles	30
VI Engagement en dialoog	33
VI.1 Inleiding	33
VI.2 Definitie en effecten engagement	33
VI.3 Ontwikkeling engagement	34
VI.4 Enquête & engagement	36
VI.5 Samenwerking bij engagement	37
VI.6 Ethiek & engagement	37
VI.7 Samenvatting en vragen engagement	38

VII	Communicatie	39
VII.1	Inleiding	39
VII.2	Resultaten onderzoek duurzaam beleggen bij pensioenfondsen	39
VII.3	Pension fund governance	40
VII.4	Afsluiting	42
VIII	Aanbevelingen voor vervolgonderzoek	44
IX	Literatuurlijst	45
	VBA-Katernen	47

Voorwoord

Binnen de Vereniging van Beleggingsanalisten is de werkgroep Maatschappelijk Verantwoord Beleggen al geruime tijd actief. De werkgroep heeft zich ten doel gesteld meer duidelijkheid te verschaffen over welke rol maatschappelijk verantwoord beleggen speelt in het beleggingsproces.

Het doel van het katern is het in kaart brengen waar duurzaam beleggen het ‘traditionele’ beleggingsproces raakt, wat hierdoor verandert aan het beleggingsproces en wat de verschillende opties bij de invulling van een duurzaam beleggingsbeleid (-proces) zijn. De werkgroep kijkt naar oplossingen en mogelijkheden om het gebied verder te onderzoeken en daarmee de belegger een stap verder te brengen.

De basis van dit VBA-katern “Maatschappelijk Verantwoord Beleggen” is het door de VBA-werkgroep “Maatschappelijk Verantwoord Beleggen” georganiseerde seminar getiteld “Stand van zaken en toekomst institutioneel duurzaam vermogensbeheer in Nederland” in de zomer van 2003.

Specifiek heeft het seminar zich gericht op de inventarisatie van de stand van zaken op dit moment en op een verkenning van toekomstige ontwikkelingen. De basis voor het seminar is het rapport getiteld “Tussen Meerwaarde en Moraal, *de ontwikkeling van duurzaam beleggen binnen de Nederlandse Pensioenfondsen*”¹ van 9 april 2003. Het rapport is een resultaat van een gezamenlijk onderzoek van de werkgroep en de universiteit van Nyenrode.

1 Een volledige versie van het rapport “Tussen Meerwaarde en Moraal” kunt u downloaden van de website van de werkgroep op www.vbawerkgroepmvpb.nl

I Inleiding

Het katern geeft in hoofdstuk 2 een korte introductie van het begrip duurzaam beleggen. Aan de hand van de resultaten van het seminar, het onderzoeksrapport en de inbreng van de werkgroep richt het katern zich verder op de volgende onderdelen van de beleidscyclus, te weten:

1. Beleid
 - a. Hoofdstuk 3 “Maatschappelijke verantwoordelijkheid binnen beleidskader pensioenfondsen”² en
 - b. Hoofdstuk 4 “Gebruik van duurzame / niet-financiële criteria
2. Implementatie
 - a. Hoofdstuk 5 “Implementatie in het beleggingsproces” en
 - b. Hoofdstuk 6 “Engagement en dialoog”
3. Verantwoording
 - a. Hoofdstuk 7 “Communicatie over het beleid en de uitvoering hiervan”

Het seminar bestond uit vijf blokken parallel aan de hierboven genoemde onderdelen van de beleidscyclus. Elk blok werd kort ingeleid door een lid van de werkgroep waarna een panel aan de hand van stellingen dieper inging op het onderwerp. De samenstelling van de panels bestond uit vertegenwoordigers van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen en een brede vertegenwoordiging van belanghebbenden rondom de pensioenfondsen, zoals koepels, vakbonden, bedrijven, research instellingen, vermogensbeheerders, non gouvernementele organisaties (NGO's), consultants en wetenschap.

De inhoud van de hoofdstukken bestaat uit een mix van basiskennis ingebracht door de werkgroep, elementen uit het onderzoeksrapport “Tussen Meerwaarde en Moraal” en de uitkomsten van de zeer interessante paneldiscussies. De werkgroep heeft vervolgens hieruit nieuwe aandachtspunten en onderzoeksonderwerpen afgeleid, die de basis vormen voor verder onderzoek en zullen resulteren in een nieuw seminar in de loop van 2004 of begin 2005. Wanneer u hiervan op de hoogte gehouden wilt worden kunt u hierover een e-mail sturen naar het VBA-secretariaat (info@nvba.nl)

² De aandacht richt zich momenteel op pensioenfondsen, het is waarschijnlijk dat de focus in de toekomst ook meer zal komen te liggen op andere institutionele beleggers zoals verzekeraars.

II Achtergrond duurzaam beleggen

II.1 Manieren van duurzaam beleggen

Het geven van een éénduidige definitie van duurzaam beleggen of maatschappelijk verantwoord beleggen is lastig. Afhankelijk van de invalshoek ontstaan verschillende uitgangspunten, die op dit moment met elkaar gemeen hebben, dat alle definities ervan uitgaan dat naast financiële criteria ook expliciet rekening wordt gehouden met niet-financiële criteria, zoals: milieu, corporate governance en maatschappelijke aspecten. Deze criteria worden bij duurzaam beleggen gebruikt om bedrijven uit te sluiten (negatief) of juist te selecteren (positief). Hieronder worden beide manieren kort toegelicht.

Negatieve screening

De eerste vorm van maatschappelijk beleggen, de negatieve of uitsluitingsscreening, is begonnen bij de beleggingsuitgangspunten van religieuze groeperingen. Deze bepalen of wel of niet ergens in mag worden belegd. Later zijn ook beleggingsuitgangspunten op andere gronden ontstaan die we onder de negatieve aanpak kunnen indelen, zoals bijvoorbeeld het in tijden van de 'Apartheid' niet beleggen in ondernemingen, die actief waren in Zuid-Afrika. De negatieve screening kan zowel betrekking hebben op individuele bedrijven als op volledige sectoren.

Positieve screening

De uitgangspunten bij de positieve screening houden rekening met de relatieve mate van duurzaamheid binnen een sector / universum; hoe vooruitstrevend zijn de bedrijven op het gebied van de niet-financiële criteria. Binnen deze aanpak zijn verschillende vormen mogelijk:

- Alleen beleggen in de beste van een sector, bijvoorbeeld het universum beperken tot de 50% (aantal of marktkapitalisatie) absoluut beste van een sector, bij deze aanpak worden alsnog bedrijven uitgesloten van het universum. In dit katern wordt deze aanpak aangeduid als "absolute beste van de sector screening";
- Geen uitsluitingen van het beleggingsuniversum, maar er wordt wel rekening gehouden met de relatieve verschillen in duurzaamheid, hetgeen leidt tot een duurzamere score van de portefeuille dan de benchmark. In dit katern wordt deze aanpak aangeduid als "relatieve beste van de sector screening".

Door de filosofie die achter de positieve aanpak ligt – de duurzamere bedrijven functioneren bovengemiddeld en het stimuleert achterblijvers om beter te gaan presteren op de niet-financiële criteria – onderscheidt bijvoorbeeld de duurzame beleggingsfondsen duidelijk van de traditionele fondsen.

Bij het vormgeven van de beleggingsuitgangspunten zijn bij beide manieren verschillende varianten mogelijk, ook zijn legio combinaties denkbaar met zowel positieve als negatieve elementen.

Behalve door daadwerkelijk de beleggingsuitgangspunten waaraan de portefeuille moet voldoen aan te passen kan de gewenste maatschappelijke verantwoordelijkheid ook

worden ingevuld door een actief gebruik van het aandeelhouderschap via de aandeelhoudersvergadering of via een informele dialoog met de onderneming.

Veelal worden ondernemingen geïdentificeerd waarvan de belegger vindt dat niet-financiële prestaties verbeterd moeten worden. Vaak wordt de aandacht gericht op die bedrijven waar de grootste winst te behalen is.

Criteria en keuzemogelijkheden

Behalve dat er niet één manier van beleggen is, bestaat er ook niet één set van criteria met bijbehorende minimale drempelwaarden en een vast omschreven hiërarchie (onderlinge belangrijkheid) van de criteria oftewel een universeel duurzaamheidsprofiel. De invulling van het duurzaamheidsprofiel is afhankelijk van de soort organisatie, het individu en van lokale en regionale cultuurverschillen.

De mogelijke combinaties van negatieve, positieve en een dialoog aanpak samen met de grote variatie in duurzaamheidsprofielen leidt enerzijds tot een gebrek aan een éénzijdige definitie van wat duurzaam beleggen is, maar leidt anderzijds tot ruime beleidsmogelijkheden voor pensioenfondsen om zowel solide te beleggen als expliciet aandacht te besteden aan milieu, sociale, maatschappelijke en ethische vraagstukken.

Veelal is het rendement risicovraagstuk nog niet direct geïntegreerd met de milieu en sociale aspecten van de beleggingsobjecten, omdat het vaak nog onduidelijk is hoe het verband tussen de milieu, sociale en winstgevendheidsaspecten van een onderneming precies moet worden gelegd. Zo is het lastig op basis van alleen niet-financiële criteria goede timingbeslissingen te nemen in het beleggingsproces.

Welke beleggingscategorieën?

Rekenschap geven van andere dan niet-financiële criteria lijkt in het beleggingsproces afgaand op de aandacht voor aandelen beperkt tot de categorie aandelen, maar het is ook toepasbaar op de andere beleggingscategorieën, zoals vastrentende waarden, onroerend goed en private equity.

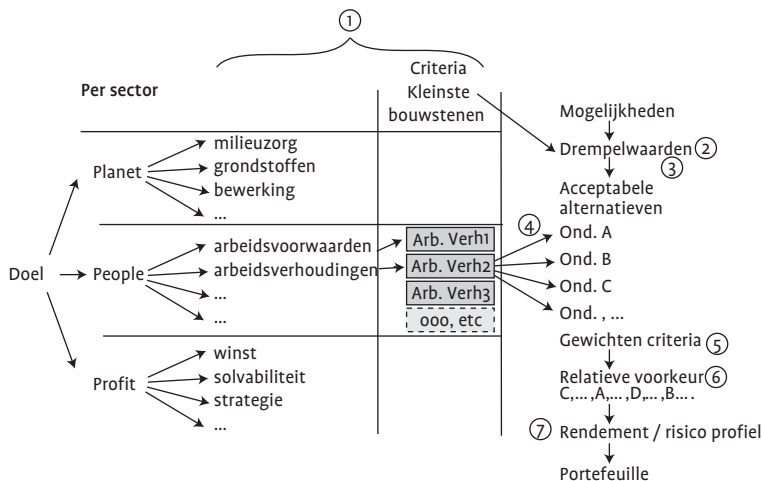
II.2 Beleggingsproces

De toepassing van de negatieve en positieve aanpak en combinaties hiervan loopt in grote lijnen als volgt (zie ook Figuur 1).

Ten eerste worden de financiële en niet-financiële criteria gedefinieerd (1)+(2) waaraan de beleggingsobjecten minimaal moeten voldoen. Vervolgens wordt getoetst of een individueel bedrijf of afzonderlijke sector voldoet aan de drempelwaarden (3). Tevens wordt een duurzaamheidsprofiel opgesteld (1) + (2).

De beleggingsobjecten die door de negatieve selectie komen worden vervolgens onderling vergeleken (4). Afhankelijk van de onderlinge gewichten van de criteria (5) ontstaat een relatieve ranking van de bedrijven aan de hand van het duurzaamheidsprofiel (6). Meestal vindt een relatieve beoordeling alleen binnen een sector plaats, omdat daar appels met appels te vergelijken zijn.

Figuur 1 Selecteren van beleggingsuniversum / portefeuille



Nadat de relatieve duurzaamheidscore van de beleggingsobjecten is bepaald, kan gekozen worden voor alleen de meest duurzame of voor die objecten die boven een bepaalde score uitkomen.

In de meeste gevallen zal nog een rendement risico toets worden uitgevoerd (7) om te zorgen dat de portefeuille binnen het geëiste rendement risicokader valt. Wanneer de portefeuille niet voldoet leidt dit meestal tot aanpassing van de minimale waarden van de niet-financiële criteria om te komen tot een uitgebalanceerde duurzame aanpak. Uiteraard is het ook mogelijk het rendement risico kader aan te passen.

Steeds meer wordt getracht om de waardevolle informatie uit de duurzaamheidsanalyse zo goed mogelijk te benutten ten behoeve van een beter rendement risicoprofiel en tegelijkertijd een duurzamere portefeuille te realiseren. De verwachting is dat op institutioneel niveau een verschuiving zal plaatsvinden van eerst een duurzame toets met daarna een financiële toets, naar een integrale duurzame benadering.

II.3 Door wie en waarom

Onderstaand wordt aangegeven hoe verschillende groepen beleggers met het duurzaam beleggen omgaan.

Particulieren

Een belangrijke bijdrage aan duurzaam beleggen is afkomstig van particulieren. Bij individuen wordt aansluiting gezocht bij de eigen normen en waarden. Ook hier zien we het gebruik van negatieve criteria, maar een belangrijke ontwikkeling is de positieve aanpak geweest. Bij de positieve aanpak wordt belegd in de beste bedrijven volgens een bepaalde definitie van duurzaamheid.

Leggen de religieus ingestelde beleggers als het ware verantwoording af aan hun geloof, anderen leggen verantwoording af aan zichzelf of aan hun familie. Benchmarks en wettelijke richtlijnen spelen hier in vergelijking bij de institutionele beleggers een veel kleinere rol. Een belangrijk verschil met de particulieren is dat bij de groep van institutionele partijen het afleggen van de verantwoording anders ligt.

Institutionele beleggers

Tot deze groep behoren de pensioenfondsen, banken, vermogensbeheerders en verzekeraars. Binnen de pensioenfondsen waren de bedrijfstakpensioenfondsen de eerste die stappen op dit terrein hebben gezet, doordat de vakbonden FNV en CNV via hun beleggingscodes de pensioenfondsen hebben aangespoord een meer maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid te realiseren. Binnen de banksector zijn het de niche spelers, zoals ASN Bank en Triodos, die een sterke maatschappelijke filosofie uitdragen, die als eerste de toon zetten. Binnen het verzekeringswezen is het relatief rustig met uitzonderingen zoals AGIS Zorgverzekeringen. Dit kan veranderen door de vorig jaar uitgebrachte gedragscode waar wordt ingegaan op het thema duurzaam beleggen. De code laat veel ruimte over voor interpretatie. Er zijn nog weinig banken en verzekeringsmaatschappijen die duurzame criteria toepassen op beleggingsproces van het eigen vermogen.

Binnen de groep vermogensbeheerders wordt er ook steeds meer en meer aandacht besteed aan duurzaam beleggen. In het begin was het vaak meer inspelen op de vraag van de klant, dan dat er een visie was over de zin van duurzaam te beleggen. Steeds meer dragen echter ook de vermogensbeheerders een visie uit waarom het zinvol is om bewust rekening te houden met niet-financiële criteria.

Charitieve en religieuze instellingen, stichtingen en non gouvernementele organisatie

Een aparte groep vormen de non gouvernementele organisaties, stichtingen en charitatieve en religieuze instellingen. In hun missie geven ze blijk van een duidelijke maatschappelijke betrokkenheid, maar uit onderzoek van DSR en ING IM (Jeucken, Pot en Smallegange 2004) blijken zij bij het beheer van hun gelden niet altijd dezelfde maatstaven toe te passen. Uit het onderzoek blijkt dat ruim 30% reeds concreet actief is op het terrein van duurzaam beleggen. Nog eens 30% overweegt een duurzaam beleggingsbeleid te ontwikkelen. Hoewel een meerderheid van mening is dat duurzaam beleggen geen significante invloed heeft op rendement of risico, denkt 32% dat dit toch zal resulteren in een daling van het rendement. Een ruime meerderheid van charitatieve instellingen denkt dat inzicht in de duurzaamheidsprestaties van ondernemingen leidt tot een betere inschatting van beleggingsrisico's. Opvallend is dat 70% van de ondervraagde charitatieve instellingen van mening is dat zij een rol hebben te spelen in het bevorderen van duurzaam beleggen.

Als belangrijkste reden voor het opstellen van een duurzaam beleggingsbeleid wordt het passen van de missie bij de organisatie genoemd.

II.4 Ontwikkeling omvang duurzaam beleggen

Institutioneel

Uit een studie van Eurosif³ van september 2003 blijkt dat Europese institutionele beleggers samen minimaal 34 miljard euro duurzaam hebben belegd. Wanneer het begrip ‘duurzaam beleggen’ heel ruim wordt geïnterpreteerd kan men zelfs komen tot een bedrag van maar liefst 336 miljard euro.

Dit is de eerste keer dat in Europa een brede studie naar duurzaam beleggen door instellingen is verricht. Het marktaandeel van duurzaam beleggen in de totale Europese markt van pensioenfondsen bedraagt momenteel 2,1% van de aandelenbeleggingen. Niettemin constateert Eurosif ook dat het marktaandeel groeiende is: er zijn duidelijke tekenen dat het duurzaam beleggen in Europa door steeds meer institutionele beleggers wordt omarmd. Daarnaast wordt gewerkt aan verdergaande regelgeving op dit gebied. Verder neemt de aandacht in de media voor duurzaam beleggen toe als reactie op de grote financiële schandalen van de afgelopen tijd. Toch geldt volgens Eurosif voor alle landen dat het van groot belang is dat er nieuwe initiatieven ontplooid worden om de markt voor duurzaam beleggen verder te ontwikkelen.

Nederland staat na het Verenigd Koninkrijk, dat maar liefst 69% marktaandeel heeft, samen met Duitsland en Zwitserland, met elk 8% marktaandeel, op de tweede plaats in de totale institutionele Europese markt van duurzaam beleggen. Er wordt hierbij uitgegaan van de strenge definitie van duurzaam beleggen. In Spanje en Italië zijn de markten voor duurzaam beleggen verwaarloosbaar.

De verschillen in marktaandeel worden voornamelijk veroorzaakt doordat in de diverse landen totaal verschillende ‘spelers’ actief zijn. In Frankrijk zijn, evenals in Nederland de vakbonden belangrijke stimulators van de ontwikkelingen. De Franse pensioenfondsen spelen echter geen enkele rol als duurzame beleggers, terwijl dit in Nederland de grootste investeerders zijn op dit gebied. Ook in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk zijn pensioenfondsen de belangrijkste duurzame beleggers. In Spanje zijn maatschappelijke organisaties de drijvende krachten achter de ontwikkelingen. Daarnaast speelt in Spanje en Italië de druk van de andere Europese landen een belangrijke rol in de ontplooiing van nieuwe initiatieven.

Particulier

In Nederland⁴ vormt duurzaam sparen en beleggen door particulieren slechts een beperkt deel van de totale vermogensvorming. Maar uit het verzamelde cijfermateriaal blijkt dat zowel het duurzaam sparen als het duurzaam beleggen al sinds 1987 vrijwel jaarlijks marktaandeel veroverd op de totale spaar- en beleggingsmarkt. Sinds 1996 lijkt er zelfs

3 Eurosif, Socially Responsible Investment among European Institutional investors – 2003 report (www.eurosif.org)

4 www.vbdo.nl

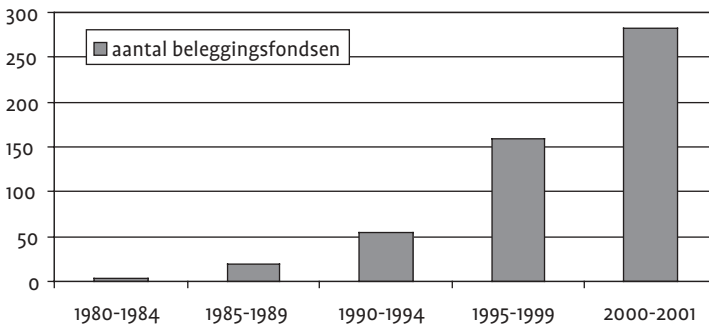
sprake van een versnelde groei van het marktaandeel. Met name het duurzaam beleggen is de afgelopen 10 jaar fors gegroeid.

Soms wordt een vergelijking gemaakt met de Amerikaanse markt voor duurzaam beleggen. Deze markt zou 12% bedragen van het totaal. In vergelijking daarmee is de Nederlandse markt met 1,7%, waarvan 50% in 'groene' beleggingen, nog maar klein. Van belang is echter dat de Amerikaanse cijfers gebaseerd zijn op een veel ruimere definitie. Zo rekt het Amerikaanse Social Investment Forum ook de beleggingen mee die alléén gebruik maken van aandeelhoudersactivisme en geen duurzaamheidscriteria gebruiken bij het selecteren van hun beleggingen. Deze groep wordt door het Social Investment Forum geraamd op ongeveer 1/3 van het totaal. In Nederland is moeilijk te achterhalen hoeveel vermogen precies onder deze categorie valt. Daarom is zij (nu nog) buiten beschouwing gelaten.

Wanneer de duurzame beleggingen worden gerelateerd aan de totale inleg bij Nederlandse beleggingsinstellingen blijkt dat vooral in de jaren negentig de groei indrukwekkend was. Tot die tijd vormden de duurzame beleggingen minder dan 0,1% van het totaal. De sterke stijging van duurzame beleggingen in de jaren negentig vond plaats in een enorme groeiemarkt. De stijging van het marktaandeel van duurzaam beleggen naar 1,7% eind 2002 (1,5% eind 2001) mag derhalve zeker een prestatie genoemd worden. Maar ook in jaren waarin het slecht ging op de beurs (zoals 2001 en 2002) zette de groei van het duurzaam beleggen door. Ondanks de daling in de absolute omvang van duurzaam beleggen groeide het marktaandeel in 2002 met 0,2%.

De groei ziet men ook terug in de sterke opkomst van duurzame beleggingsfondsen (zowel in Europa als in Amerika) in de afgelopen jaren (data tot en met 2001).

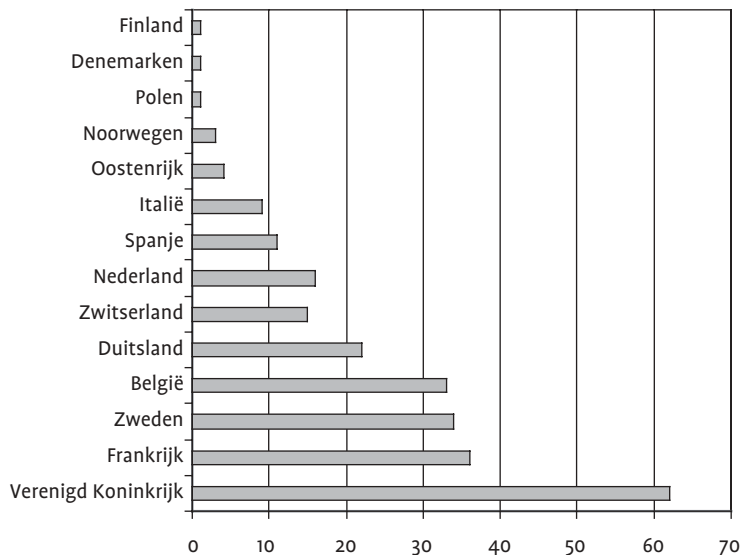
Grafiek 1 Aantal duurzame beleggingsfondsen



Bron Siri Group/Avanzi met de steun van CRS Europe en Euronext

De fondsen zijn als volgt verdeeld over de landen in Europa.

Grafiek 2 Aantal duurzame beleggingsfondsen per land (30/06/2001, n = 251)



Bron Siri Group / Avanzi met de steun van CSR Europe en Euronext

III Maatschappelijke verantwoordelijkheid binnen beleidskader pensioenfondsen

Tot nu toe heeft de werkgroep zich geheel gericht op de pensioenfondsen. De verwachting is dat de werkgroep zich in de toekomst ook meer gaat richten op de andere institutionele beleggers.

III.1 Pensioen- en Spaarfondsen Wet (PSW)

Het wettelijk kader waarbinnen een pensioenfonds moet opereren is de ‘Pensioen- en Spaarfondsen Wet’ (PSW). Binnen dit kader heeft het pensioenfonds als doel te zorgen voor een betaalbaar en goed pensioen voor de aangesloten werknemers, gewezen werknemers en hun partners. De PSW stelt ondermeer in artikel 5 en meer in het bijzonder lid 4 van dit artikel, dat :

“De personen die het beleid van een pensioen- of spaarfonds bepalen of mede bepalen zich richten bij de vervulling van hun taak naar de belangen van de bij het fonds betrokken deelnemers, gewezen deelnemers en overige belanghebbenden en ervoor zorgen dat dezen zich door hen op evenwichtige wijze vertegenwoordigd kunnen voelen.”

Daarnaast schrijft de PSW voor dat de belegging van de daartoe beschikbare gelden van een pensioenfonds of een spaarfonds op solide wijze moet geschieden.

Het zorgen voor een goed pensioen en bij de uitvoering van de regeling letten op de belangen van de bij het fonds betrokken deelnemers⁵ biedt veel ruimte voor interpretatie en is (haast) per definitie afhankelijk van de tijdsgeest.

Het belang voor de deelnemers lag na de Tweede Wereldoorlog bij de opbouw van een goed pensioenstelsel en in die tijd betekende solide beleggen, beleggen in overheids-papier en daardoor per definitie in de normen en waarden van onze maatschappij / overheid. De jaren negentig bijvoorbeeld kenmerkten zich door een modernisering van het pensioenstelsel met het oog op de vergrijzing en de roep om een flexibele pensioenleeftijd. In die periode betekende solide beleggen, voor een belangrijk deel beleggen in aandelen en door de vergroting van het percentage zakelijke waarden schoven daarmee de normen en waarden van de beleggingsportefeuille meer richting die van het internationale bedrijfsleven.

Zoals gesteld in artikel 5 van de PSW heeft een bestuur dus de taak zich een beeld te vormen van de belangen van de betrokken partijen. De volgende vragen zijn hierbij onder meer denkbaar:

- Betreft het alleen de financiële belangen?
- Stelt een betrokkene ook belang in de wijze waarop de financiële voorziening tot stand komt?

⁵ Deelnemersraden krijgen een steeds belangrijker rol binnen het pensioenfonds. Daarnaast eisen de gepensioneerden ook een grotere invloed op het pensioenfondsbeleid.

- Is het in het belang van de betrokkene dat het pensioenfonds zijn invloed uitoefent om er voor te zorgen dat de betrokkene ook kwalitatief van zijn financiële voorziening kan genieten?

De PSW eist van het bestuur dat deze inventariseert welke middelen zij tot haar beschikking heeft om zo goed mogelijk de belangen van de deelnemers na te streven. Per definitie gaat dit verder dan alleen een som geld. De inspanning om het pensioenpakket flexibeler te maken was duidelijk maatschappelijk zeer gewenst, uiteraard was het financiële plaatje één van de belangrijker afwegingen, maar niet de enige. De maatschappelijke roep voor het hanteren van duidelijke normen en waarden binnen het beleggingsbeleid past dus zeer goed binnen de kaders van de PSW.

In welke mate deze niet-financiële effecten een rol mogen of moeten spelen in de besluitvorming is mede afhankelijk van de belangen van de deelnemers van het fonds en welk effect het toepassen van deze criteria heeft op de financiële performance. De vakbonden⁶ CNV en FNV hebben ieder een (beleggings)code naar buiten gebracht volgens welke normen en waarden en op welke wijze zij graag zien dat het vermogen wordt beheerd waarvoor zij mede verantwoordelijk zijn.

Keuzeafweging

Het bestuur dient een afweging te maken tussen financiële en maatschappelijke elementen, tussen de lasten (de pensioenpremies voor de pensioenregeling) en lusten (de pensioenen) en welke risico's zij hierbij wil lopen.

Risico's zijn niet alleen van financiële aard, bijvoorbeeld kans op het niet kunnen voldoen aan de verplichtingen, maar afhankelijk van de definitie van de belangen van de deelnemers ook van kwalitatieve aard.

De preferenties oftewel nutsprofielen die bepalend zijn bij de weging van de lusten en lasten bij de verschillende beleidsvarianten zijn afhankelijk van:

- de situatie van de desbetreffende onderneming in geval van een ondernemingspensioenfonds (microniveau) en
- van een bedrijfstak ingeval van een bedrijfstakpensioenfonds (mesoniveau).
- macro factoren zoals wetgeving, fiscale en maatschappelijke trends (sturende factoren zoals de huidige maatschappelijke roep om in alle geledingen van de samenleving verantwoordelijk te handelen ten aanzien van het milieu en sociale gevolgen), zowel nationaal als internationaal.

Op basis van het nutsprofiel wordt een keuze gemaakt ten aanzien van:

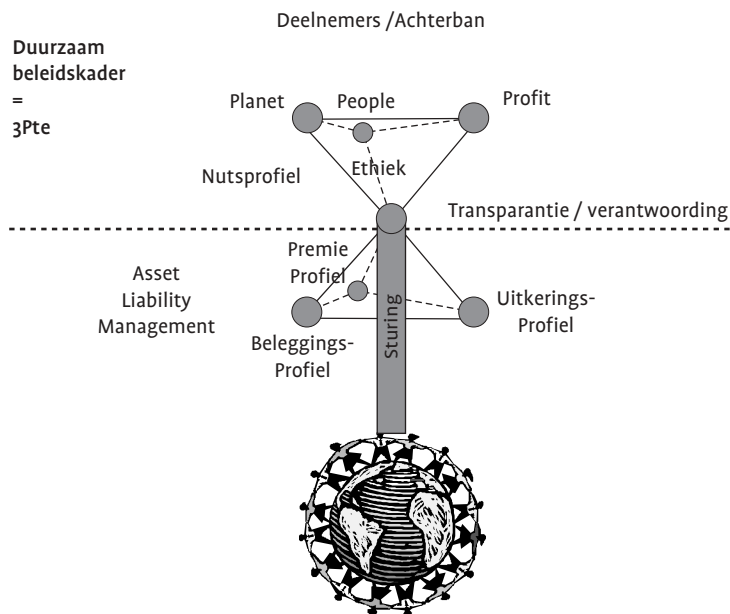
- pensioenregeling, inclusief indexatiebeleid;
- beleggingsbeleid;
- premiebeleid.

Elk pensioenfonds heeft zijn eigen unieke nutsprofiel en daarvan afgeleide criteria op grond waarvan de verschillende varianten worden afgewogen. Het integraal afstemmen van het premie-, beleggings- en pensioenprofiel op het nutsprofiel vindt plaats binnen het ALM-beleid (Asset en Liabilite Management).

⁶ De werknemers worden met name in de bedrijfstakpensioenfondsen vertegenwoordigd via afgevaardigden van de vakbonden.

III.2 Pensioenfonds in perspectief

Figuur 2 *Pensioenfonds in perspectief*



Bron *Your Good Choice*

De onderste piramide van de zweefmolen visualiseert de operationele activiteiten van het pensioenfonds. De actieven, slapers en gepensioneerden van het pensioenfonds maken als het ware een ritje in de zweefmolen. Het scharnierpunt (nutsprofiel) wordt beïnvloed door de wensen van de achterban en andere belanghebbenden en is daarmee via de as van de zweefmolen, de aansturing vanuit de maatschappij (politiek, wettelijk kader, maatschappelijke ontwikkelingen, etc.) verankerd in de samenleving.

De maatschappelijke afweging kan worden gevisualiseerd door een contragewicht – een omgekeerde piramide – boven op de zweefmolen. Deze 'duurzame' piramide visualiseert de aandacht voor een evenwichtige balans tussen *People, Planet en Profit* (3P's) en sluit via de transparantie / verantwoording afleggen aan op het scharnierpunt (nutsprofiel) van de zweefmolen, hetgeen tevens het afleggen van verantwoording op alle facetten weer spiegelt.

Behalve de drie P's en transparantie is een belangrijk onderdeel van duurzaam vermogensbeheer de ethiek⁷ ofwel het meenemen van al die gedragingen en handelingen die in zekere kring algemeen als goed of geoorloofd gelden en aanvaard worden.

De ethiek staat niet los van de andere 3P's. Visueel kun je de ethiek zien als de verbandingen tussen de hoekpunten van de duurzame piramide.

In formulevorm kan het begrip maatschappelijke verantwoordelijkheid van pensioenfondsen, duurzaam beleggen en duurzame ontwikkeling als volgt worden weergegeven: 3P^{te}. Waarbij t staat voor transparantie, openheid, verantwoording en de ontwikkeling in de tijd en e voor de bindende factor van ethisch handelen.

De 3P's (people, planet en profit) worden tot de macht verheven met t en e, ervan uitgaande dat transparantie, verantwoording, ethiek en de ontwikkeling in de tijd in potentie een versnellende factor / hefboomwerking in zich hebben, maar bij het uitblijven van actie ook wellicht zware achteruitgang kan betekenen met ondermeer grote sociale, milieu en uiteraard ook financiële gevolgen.

Effecten uit hoofde van de 3P^{te} worden zowel kwantitatief als kwalitatief in de keuzeafweging / besluitvorming meegenomen. De meeste zaken kennen wel een financiële component, maar de relatie tussen de 3P's is vaak niet éénduidig te maken.

Het is niet meer dan logisch dat pensioenfondsen hun maatschappelijke verantwoordelijkheid opnieuw tegen het licht houden. Dit heeft invloed op het nutsprofiel van het pensioenfonds en daarmee op de keuzeafweging van het gewenste ALM-beleid.

Een belangrijke impuls op het nutsprofiel van het pensioenfonds en dus op het ALM-beleid van de afgelopen jaren was de roep om meer flexibiliteit in het pensioenpakket. Op dit moment staat de solvabiliteit van de pensioenfondsen sterk in de belangstelling. Daarnaast vormt de grote omvang van het door middel van kapitaaldekking opgebouwd pensioenvermogen een belangrijke machtsfactor binnen de maatschappij en wordt er steeds meer bij stilgestaan hoe met deze verantwoordelijkheid moet worden omgegaan.

Binnen het beleggingsbeleid uit zich dit in toenemende betrokkenheid bij het gebied van corporate governance en aandacht voor een duurzaam beleggingsbeleid. De 'M' van ALM krijgt naast de betekenis van Managen van de verplichtingen en de beleggingen ook de betekenis van *Maatschappelijke verantwoordelijkheid* en uit zich specifiek in de aandacht voor *Maatschappelijk verantwoord of duurzaam beleggen*.

III.3 Enquête⁸ / onderzoek pensioenfondsen

Op welke wijze binnen het beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen om wordt gegaan met niet-financiële criteria was het onderzoeksgebied van een door de werkgroep in samenwerking met de universiteit van Nyenrode gehouden enquête onder pensioenfondsen.

7 Volgens de van Dale: Ethiek: praktische wijsbegeerte die handelt over de zedelijke begrippen en gedragingen, over wat goed en kwaad is. Zeden: al die gedragingen en handelingen die in zekere kring algemeen als goed of geoorloofd gelden en aanvaard worden, ethische norm.

8 Kenmerken respondenten

Van de 300 aangeschreven pensioenfondsen, zijn 44 ingevulde vragenlijsten ontvangen. De reacties vormen wel een groot gedeelte (ca. 68%) van het totaal beheerd vermogen van Nederland. Relatief veel grote pensioenfondsen hebben gereageerd en er was een relatief hoge respons van bedrijfstakpensioenfondsen.

Belang van duurzaam beleggen

Een groot gedeelte (62,8%) van de pensioenfondsen vindt het belang van duurzaam beleggen een belangrijke ontwikkeling en vindt dat zij een eigen verantwoordelijkheid hebben (60,5%). Naarmate het pensioenfonds groter is, wordt het belang meer onderkend. Ook blijkt een verschil tussen bedrijfstak en ondernemingspensioenfondsen. De grotere ondernemingspensioenfondsen zijn bezig, maar buiten de top 20 is nog relatief weinig beweging.

Beleidsinspanningen

Een klein deel heeft een beleid geformuleerd en een deel is nog bezig met de ontwikkeling.

Als beleidsmotieven worden genoemd: een praktische manier om invulling te geven aan de verantwoordelijkheid van het pensioenfonds (27,3%), het past bij de missie van het pensioenfonds (25%), het sluit aan bij de corporate governance gedachte (20,5%), het leidt tot een beter rendement / risicoprofiel (18,2%) en het draagt bij aan de reputatie van het pensioenfonds (18,2%).

Rendement / risicovraagstuk

Van de respondenten geeft 70% aan dat duurzaam beleggen leidt tot een gelijkwaardig rendementrisicoprofiel en een klein percentage is van mening dat duurzaam beleggen dient te leiden tot een beter rendementrisicoprofiel.

Beleid / totstandkoming

Bij de bedrijfstakpensioenfondsen worden de vakbonden, directies en overige bestuursleden betrokken bij de formulering van het duurzaam beleggingsbeleid. Bij de ondernemingspensioenfondsen ligt dit anders en ziet men de grotere invloed van de sponsor. Externe vermogensbeheerders spelen een belangrijke (pioniers)rol, vanuit de ervaring die zij hebben. Wat niet uit de enquête naar voren kwam maar wel kenmerkend is, is dat de koepels van de pensioenfondsen hierin geen rol spelen.

Het feit dat grote pensioenfondsen relatief meer aandacht aan het onderwerp besteden zou kunnen betekenen dat de capaciteit van de staf van het pensioenfonds een belangrijke rol speelt bij de aandacht die besteed kan worden aan duurzaam beleggen.

De aarzeling voorbij?

Uit het onderzoek lijkt de conclusie getrokken te kunnen worden dat de aarzeling om duurzaam te beleggen voorbij is, maar dat nog een grote stap te maken is. Het belang wordt, afhankelijk van de grootte van de pensioenfondsen, onderkend. De beleidsinspanningen nemen toe en er is een duidelijke betrokkenheid van besturen en directies van pensioenfondsen. Er blijkt oog voor het gebruik van duurzaamheidsinformatie, maar er is echter nog veel onwetendheid over het op een verantwoorde wijze integreren van deze informatie.

III.4 Stand van zaken

Via de paneldiscussie op het VBA-seminar Duurzaam Beleggen hebben we verder voortbordurend op de onderzoeksresultaten geprobeerd te achterhalen of duurzaam beleggen beschouwd mag worden als iets van voorbijgaande aard, of het wel of niet tot het werkkerrein van de pensioenfondsen behoort en of het uiteindelijk zal worden geïntegreerd in het “mainstream” beleggingsproces. In het bijzonder hebben we stilgestaan bij de wijze waarop het pensioenfonds wordt bestuurd (pension fund governance) en of dit een succesvolle introductie van duurzaam beleggen in de weg staat. Uit de paneldiscussie blijkt het volgende.

Aandacht

Duurzaam beleggen staat bij de vakorganisaties en veel pensioenfondsen op de agenda. De afgelopen tijd is er wat tegenwind door discussies over herstelplannen en problemen waarin de pensioenfondsen zich bevinden en gaat er meer aandacht uit naar de inhoud van de regeling. De verwachting is echter dat het onderwerp duurzaam beleggen net als maatschappelijk verantwoord ondernemen niet van voorbijgaande aard is en dat aandacht voor de duurzame vraagstukken een geïntegreerd onderdeel wordt van het gehele beleggingsproces en van het ondernemingsbeleid. De gedeelde conclusie is in ieder geval dat duurzaam beleggen tot het werkkerrein van de pensioenfondsen behoort.

Er zal een continue verschuiving plaatsvinden van aandacht, zowel inzake nieuwe onderwerpen als het onderlinge belang van de duurzame criteria. Dat wil niet zeggen dat op verschillende momenten geen verschil in inzicht zal bestaan over wat belangrijk is, dat is nu eenmaal een gegeven binnen onze democratische maatschappij. Een open dialoog met de verschillende belanghebbenden over de relevantie van onderwerpen gebaseerd op een gedegen inzicht in het gedrag van ondernemingen bepaalt de richting en het tempo van bewegingen en veranderingen.

Rol institutionele belegger

Zowel in uitspraken van de SER en recentelijk in de corporate governance code van de commissie Tablaksblat wordt een belangrijke rol toegedicht aan de institutionele belegger. Zowel in het gebruik maken van aandeelhoudersrechten als in het afleggen van verantwoording over het gevoerde beleggingsbeleid. De kanttekening wordt geplaatst dat morele aspecten van het beleggingsbeleid op een praktische manier moeten worden ingevuld, zodat de beleggingsvrijheid van het pensioenfonds voldoende wordt gewaarborgd en het tegelijkertijd zijn invloed kan laten gelden.

Rol deelnemers en deelnemersraden

Bij de individuele deelnemers van de pensioenfondsen staat duurzaam beleggen binnen het pensioenfonds nog niet hoog op de agenda, maar wordt wel meer aandacht voor duurzaam beleggen gevraagd binnen de deelnemersraden. De deelnemersraden kunnen belangrijke partijen zijn en lijken bij de invulling van een maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid, zich zeer terdege bewust van de lange horizon van het pensioenfonds,

van de noodzakelijke aandacht voor toekomstige generaties en van de notie dat een duurzame samenleving een betere garantie vormt voor een gezonde ontwikkeling van het pensioenvermogen. Daarnaast hebben de recente moeilijkheden rond de solvabiliteit van de pensioenfondsen de betrokkenheid van de individuen bij hun pensioenfondsen vergroot. In combinatie met de toegenomen communicatie over het gevoerde beleid en de bereidheid van pensioenfondsen om te rapporteren op welke wijze zij hun maatschappelijke verantwoordelijkheid invullen in het beleggingsbeleid, is de verwachting dat de betrokkenheid van de individuele deelnemer zal toenemen.

Rol vakbond

De invloed van de Nederlandse vakbonden op het duurzame karakter van het beleggingsbeleid van de pensioenfondsen is zeer wezenlijk. Ook in het Verenigd Koninkrijk en in Zweden spelen de vakbonden een grote rol. Elders in Europa willen vakbonden niets met aandelen te maken hebben vanwege het kapitalistische karakter. De Nederlandse vakbonden zijn in 1999 via hun beleggingscodes begonnen pensioenfondsen vanuit hun eigen verantwoordelijkheid aan te sporen tot een duurzamer beleggingsbeleid. Momenteel is men bezig deze codes bij te stellen, zoals het CNV recentelijk heeft gedaan. Een mogelijke conclusie kan zijn dat er wettelijke kaders worden opgesteld om duurzaam beleggen te verankeren in het beleggingsbeleid van de pensioenfondsen.

Pension fund governance, wie de bal kaatst ...

Dat pensioenfondsen andere partijen steeds meer aanspreken op hun acties, bijvoorbeeld op het gebied van corporate governance, leidt er toe dat de bal wordt teruggekaatst bij de pensioenfondsen en dat pensioenfondsen ook steeds meer gedwongen worden na te denken over hun eigen “*pension fund governance*”. Dit staat het proces van duurzaam beleggen niet in de weg.

Tempo en de rol van de koepels

De koepels van de pensioenfondsen hebben nog geen voortrekkersrol gekregen van hun leden om duurzaam beleggen te bevorderen, dit wordt momenteel overgelaten aan de individuele pensioenfondsen. Het tempo waarin duurzaam beleggen zijn weg vindt binnen het beleggingsbeleid van pensioenfondsen ligt niet hoog. Er wordt bij een aantal pensioenfondsen wel bewust naar toe gestuurd via het zetten van eerste stappen. De acties van een aantal pensioenfondsen om bijvoorbeeld 1% van de portefeuille duurzaam te beleggen is zo'n eerste stap. Voordat zo'n stap wordt gezet is er uitvoerig aandacht aan besteed binnen het bestuur van een pensioenfonds en staat dit dus zichtbaar op de agenda. De uitstraling gaat verder dan die ene en wil niet zeggen dat andere delen van de portefeuille niet zouden voldoen aan te stellen duurzame criteria. Het straalt uit op de ‘traditionele’ beleggingsanalist die meer oog krijgt voor duurzame aspecten en via de dialoog (engagement) komen de onderwerpen op de agenda van ondernemingen.

IV Gebruik van duurzame / niet-financiële criteria

IV.1 Inleiding

Een criterium wordt in de “Van Dale” omschreven als “een beginsel waarnaar, kenmerk waardoor het ware van het onware, het werkelijke van het schijnbare, wordt onderscheiden; maatstaf voor beoordeling.” De definiëring van de maatstaf geeft vele keuzemogelijkheden. Er is geen éénduidige methode om criteria vast te leggen of een richtlijn om met die bepaalde systematiek aan het werk te gaan. Door de tijd heen is wel een verschuiving van methodes en gebruik van criteria zichtbaar. In dit hoofdstuk worden de verschillende methodes nader bekeken en wordt ingegaan op de informatievergaring en de informatieverwerking.

IV.2 Verschillende methodes van gebruik van criteria

Gebruik absolute criteria (eerste generatie)

De eerste duurzame beleggingsmandaten en duurzame beleggingsfondsen startten met negatieve screening of *absolute screening* (uitsluitingscriteria). Daarbij werd duidelijk in welke bedrijven niet belegd mocht worden. Het is van belang dat de belegger zijn waarden en normen vertaald ziet in de gekozen criteria. Daardoor verschillen de gekozen criteria dan ook per belegger.

Een dergelijke screening houdt in dat maatschappelijk controversiële bedrijfsactiviteiten uitgesloten worden van belegging. Te denken valt aan: nucleaire energie, wapenproductie, kinderarbeid / gedwongen arbeid, mensenrechten / arbeidsrechten, alcohol, tabak, gokken (zgn. ‘sin stocks’), dierproeven / biotechnologie. Denk bijvoorbeeld aan sterk vervuilende industrieën uit de chemische of olie & gas industrie. Het kan ook gaan om bedrijfsactiviteiten in zogenaamde risicolanden op het gebied van mensenrechten (bijvoorbeeld Birma). Tot het beleggingsuniversum worden alle ondernemingen toegelaten die niet betrokken zijn bij controversiële activiteiten. Beleggingsfondsen en mandaten die zo zijn ingericht noemt men wel de *eerste generatie fondsen*. Consequentie van een dergelijk beleid is dat complete industriële sectoren van belegging kunnen worden uitgesloten.

Absolute criteria betreffen een reeks bedrijfsactiviteiten die in onze samenleving ter discussie staat. Soms worden deze activiteiten door een groot deel van de samenleving als ronduit ongewenst of onaanvaardbaar aangemerkt (bijvoorbeeld kinderarbeid, al zijn ook hier nuances aan te brengen). Maar soms zijn de meningen sterk verdeeld (bijvoorbeeld genetische modificatie).

Onderzoek “Tussen Meerwaarde en Moraal”, Issues

Bij het onderzoek “Tussen Meerwaarde en Moraal” blijken de volgende issues een rol in het beleid te spelen: Schending van de mensenrechten 34,1%, overtreden van wet-en regelgeving 27,3%, corruptie 22,7%, wapenhandel en -productie 20,5%, kinderarbeid 15,9% en arbeidsomstandigheden 13,6%.

Gebruik van relatieve criteria (tweede generatie)

De tweede methode gaat uit van de relatieve duurzaamheidsprestatie van de onderneming ten opzichte van andere ondernemingen uit dezelfde industriële of diensten-sector. Dit noemt men ook wel een *positieve of relatieve screening*. Bij screening op basis van relatieve criteria kan gekeken worden naar onder andere business ethics, milieuprestatie, sociale prestatie (intern en extern) en financiële prestatie, waarbij bedrijven met elkaar vergeleken worden. Geen enkele sector wordt van investering uitgezonderd. Een onderneming wordt dus vergeleken met haar zogenaamde *peer group*. De gemiddelde of centrale duurzaamheidsprestatie van de *peer group* wordt gebruikt om de relatieve duurzaamheidsprestatie van de onderneming te bepalen. Een door de belegger gestelde grens (bijvoorbeeld gemiddelde, mediaan of 3^e kwartiel) bepaalt of een aandeel of obligatie kan worden opgenomen in het beleggingsuniversum. Een dergelijk fonds met een ‘*best-in-class*’ of ‘*best-in-sector*’-benadering noemt men wel een *tweede generatie fonds*.

Gebruik van relatieve en absolute criteria (derde generatie)

De derde methode is een combinatie van *absolute* en *relatieve screening*. In principe worden geen sectoren uitgesloten. De duurzaamheidsprestatie van de onderneming wordt gerelateerd aan de gemiddelde duurzaamheidsprestatie van haar *peer group* (sector). Een grens (bijvoorbeeld bovengemiddeld) bepaalt of een onderneming voor investering in aanmerking komt en dus of haar aandeel of obligatie kan worden opgenomen in het beleggingsuniversum (*best-in-sector* benadering). Tegelijkertijd worden absolute uitsluitingscriteria gedefinieerd op basis van maatschappelijk controversiële bedrijfsactiviteiten.

Hybride fondsen

In werkelijkheid zijn duurzame beleggingsfondsen en duurzame beleggingsmandaten vaak hybride vormen van eerste, tweede of derde generatiefondsen. Er zijn bijvoorbeeld duurzame fondsen die bij selectie uitgaan van zowel een positieve als negatieve screening, echter zonder hierbij een *peer group* uit de sector door te lichten (om de gemiddelde duurzaamheidsprestatie te bepalen). In plaats daarvan worden beursgenoteerde ondernemingen met een goed imago op het gebied van duurzaam ondernemen uit het aanbod van beursgenoteerde ondernemingen geselecteerd (*stock picking*). Hierbij worden vaak ondernemingen uit controversiële sectoren bij voorbaat uitgesloten. Vervolgens wordt aan de hand van een duurzaamheidsanalyse gekeken of de geselecteerde onderneming de verwachting waar maakt. Zo ja, dan wordt deze onderneming opgenomen in het duurzame beleggingsuniversum.

Rapport “Tussen Meerwaarde en Moraal”, Strategieën

De meest gehanteerde strategieën zijn, investeren in best-in class bedrijven (45,5%), uitsluiten van bedrijven die niet aan de gestelde criteria voldoen (29,5%), inventariseren van sociale maatschappelijke en milieurisico's (27,3%) en het gebruik van informatie en stemrecht tijdens de AVA (25,0%).

Culturele verschillen; Europa versus VS

De kijk op duurzaamheid verschilt niet alleen door de tijd, maar ook per cultuur. Niet alleen komen cultuurverschillen voor tussen emerging markets en de westerse wereld, maar ook de verschillen tussen de Verenigde Staten en Europa zijn duidelijk aanwijsbaar.

Tabel 1 Europa versus VS

Europa meer transparant	VS minder transparant
Stakeholder model	Shareholder model
Beleid gebaseerd op normen en waarden	Beleid gebaseerd op regels en wetten
Communicatie direct aan de stakeholders	Communicatie vooral aan aandeelhouders

Wanneer de bedrijfscultuur van Europa vergeleken wordt met die van de VS, blijkt dat Europa transparanter is dan de VS. Europese ondernemingen zijn gericht op een brede groep van stakeholders, terwijl Amerikaanse ondernemers zich voornamelijk richten op die ene stakeholder; de aandeelhouder. Europese ondernemingen lijken zich vervolgens meer te laten leiden door principes (waarden en normen) en Amerikaanse bedrijven meer door regels. Dit uit zich bijvoorbeeld in de voor Amerika typische claimcultuur met enorme geldsommen. Als laatste grote verschil loopt de communicatie van informatie in Europa direct via alle stakeholders. In de Verenigde Staten vindt de informatieverstrekking voornamelijk aan de aandeelhouder plaats. Deze verschillen zijn van invloed op het onderzoek naar duurzaamheid en maken vergelijking tussen Amerikaanse en Europese sectoren moeilijker.

IV.3 Het verkrijgen van data voor duurzaamheid**Informatie en GRI**

Veel onderzoeksinstellingen voor duurzaamheid werken met een uitgebreide vragenlijst, die alle relevante informatie boven water haalt. Uiteraard is het voor onderzoeksinstellingen gemakkelijk als er standaarden zijn, waarin bepaalde informatie op een uniforme wijze wordt gerapporteerd.

Voor het meten van de duurzaamheidsprestatie van een onderneming bestaat voornog geen éénduidige, algemeen aanvaarde lijst van indicatoren. Iedere duurzame researchinstelling hanteert hiervoor een eigen selectie met de belangrijkste criteria of indicatoren waaraan duurzaamheid afgemeten kan worden. De lijst is veelal samengesteld uit indicatoren die zijn opgenomen in gevestigde milieustandaarden en uit sociale standaarden die zijn toegepast in het internationale bedrijfsleven. De lijst dient verder afgestemd te zijn

op verschillende toonaangevende initiatieven om te komen tot een gestandaardiseerde rapportage van de sociale- en milieuprestaties van ondernemingen, zoals het Global Reporting Initiative (GRI).

Algemeen en sectorspecifiek

Een grote groep duurzaamheidsindicatoren heeft als kenmerk 'algemeen toepasbaar'. Deze groep is van toepassing op alle te onderzoeken ondernemingen, ongeacht de industriële sector waarin de onderneming actief is. Een kleinere groep duurzaamheidsindicatoren heeft het kenmerk 'sectorspecifiek'. Deze groep richt zich op duurzaamheidsvraagstukken die specifiek zijn voor een bepaalde industriële sector of groep van sectoren.

Ontwikkeling

Het definiëren van duurzaamheidsindicatoren is geen éénmalige zaak. Met enige regelmaat worden de duurzaamheidsindicatoren aangepast aan recente industriële en maatschappelijke ontwikkelingen en aan internationale ontwikkelingen op het gebied van onder meer auditing en accounting.

Beantwoording questionnaire

De vastgestelde lijst met duurzaamheidsindicatoren en controversiële bedrijfsactiviteiten wordt bewerkt tot een uitgebreide lijst met vragen (questionnaire). Elke vraag betreft een indicator, controversiële activiteit of onderdeel daarvan. Het eigenlijke onderzoek bestaat uit het beantwoorden van de vragen uit de questionnaire door researchers op basis van algemene informatie.

Het bronnenmateriaal waar de researcher bij duurzaamheidsanalyse gebruik van maakt, bestaat voor een belangrijk deel uit publicaties die door de onderneming op aanvraag worden verstrekt (bijvoorbeeld het financieel jaarverslag, sociaal (jaar-)verslag, milieu- (jaar-) verslag, Health & Safety rapportages, gedragscodes of zogenaamde Business Principles). Ook de door de onderneming verstrekte informatie op internet, kan worden gebruikt. Doorgaans wordt de onderneming ook nog eens mondeling of schriftelijk benaderd met gerichte vragen. Dit kan gepaard gaan met een bedrijfsbezoek voor gesprekken met de verantwoordelijken op het terrein van duurzaam ondernemen. Vanzelfsprekend behoren bedrijfsafhankelijke informatiebronnen, zoals rapporten van onderzoeksbureaus of non-gouvernementele organisaties (NGO's) over de betreffende onderneming, publicaties in vakliteratuur en berichtgevingen in de media, tot het studiemateriaal. Een beroep op andere onafhankelijke internationale onderzoeksbureaus, die onderzoek doen naar de sociale- of milieuprestatie van beursgenoteerde ondernemingen is eveneens mogelijk. De research is hierdoor (in eerste instantie) niet afhankelijk van de welwillendheid van een onderneming om een toegestuurde questionnaire te beantwoorden. De ingevulde questionnaire wordt vaak nog voorgelegd aan de betreffende onderneming met het verzoek de antwoorden te verifiëren en eventueel ontbrekende vragen te beantwoorden.

Rapport “Tussen Meerwaarde en Moraal” Duurzaamheidsinformatie en ondernemingsrisico

52% van de onderzochte pensioenfondsen vindt de informatie over duurzaamheid toereikend, 20% is niet tevreden. 83% van de pensioenfondsen vindt dat de duurzame informatie extra waarde geeft bij het inschatten van de financiële risico's die een onderneming loopt. Uit het onderzoek blijkt dat beschikbare informatie een goede inschatting mogelijk maakt (37%).

Paneldiscussie Seminar “Stand van zaken en toekomst institutioneel duurzaam vermogensbeheer in Nederland”, juni 2003.

Het verzamelen en interpreteren van gegevens gebeurt op veel verschillende manieren. De diversiteit is groot en het is wenselijk om transparantie en onafhankelijkheid aan te brengen. Beleggers onderstrepen de wens naar uniformiteit. GRI is hier op gebaseerd. Zij streven naar meer consistentie en meer vergelijkbaarheid. GRI geeft aan dat onafhankelijke verificatie van belang is.

Als alle ondernemingen volgens een standaard een duurzaamheidsverslag uitbrengen, dan zou dit ideaal zijn. Op dit moment staat men nog aan het begin van dit proces. Het is van belang dat deze verslagen er komen, bij voorkeur gebruikmakend van GRI, zodat onderlinge vergelijking mogelijk is. Voor de betrouwbaarheid is het van belang dat een verificatie op het rapport zit of dat een gecertificeerd managementsysteem is gebruikt. De initiatieven die GRI en anderen ondernemen, worden ondersteund. Het is belangrijk om hier actief mee bezig te blijven: waar wordt de informatie vandaan gehaald, hoe betrouwbaar is deze en welke informatie moet nog verwerkt worden.

In een op het congres gehouden paneldiscussie komt tot uiting dat de ruime meerderheid vindt dat interpretatie van duurzaamheidsgegevens en de verzameling ervan geïntegreerd moet zijn. Tevens vinden beleggers dat financiële data geïntegreerd moeten worden met duurzaamheidsdata, zodat één eendoordeel geveld kan worden.

IV.4 Het verwerken en interpreteren van duurzaamheidsinformatie

Inleiding

Er zijn veel mogelijkheden om op basis van de duurzaamheidsinformatie tot een vergelijking te komen. Vaak worden door middel van wegingen de gegevens geaggregeerd tot één rapportcijfer. De rapportcijfers worden met elkaar vergeleken. Vele aggregatiemogelijkheden bestaan en het is van belang deze mogelijkheden te beoordelen.

Sectoronderzoek

Voor sectorresearch dienen vanuit beleggingsoogpunt representatieve groepen te worden samengesteld (peer group). De ondernemingen uit de sector moeten bedrijfsactiviteiten ontplooiën die voldoende vergelijkbaar zijn, zodat de duurzaamheidsprestaties van deze ondernemingen op een zinvolle wijze met elkaar kunnen worden vergeleken.

De peer group vormt de onderzoeksgroep die aan een duurzaamheidsanalyse wordt onderworpen. Deze duurzaamheidsanalyse moet uiteindelijk vaststellen welke de boven de grens presterende ondernemingen zijn op sociaal- en milieu-gebied. Uiteindelijk zijn het deze ondernemingen die voor investering in aanmerking komen (best-in-class of best-in-sector).

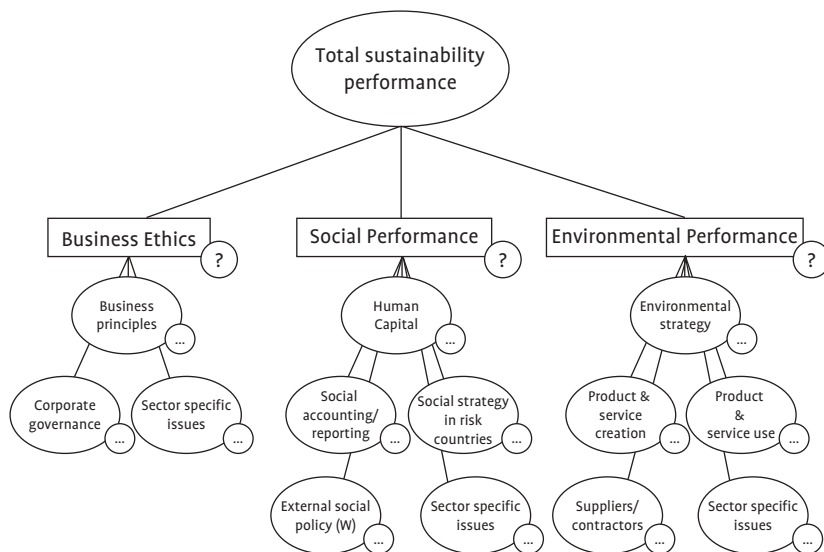
De antwoorden op de vragen uit de questionnaire die aan de onderneming zijn voorgelegd en door de analisten zijn beantwoord, krijgen een waardering of een score. Dit gebeurt volgens een vooraf vastgestelde waarderingstabel. Deze waarderingstabel drukt de mate uit waarin een te onderzoeken onderneming kan voldoen aan het gestelde duurzaamheids criterium. De antwoorden krijgen een label of score. Deze kan per vraag en achterliggende duurzaamheidsindicator verschillen.

Duurzaamheidsprestatie

De duurzaamheidsprestatie van een onderzochte onderneming komt uiteindelijk samen in één getal (bijvoorbeeld liggend tussen de 0 en 100) of in één label (bijvoorbeeld 'slecht', 'matig', 'goed' en 'uitstekend'). Dit getal of label probeert aan te geven hoe de duurzaamheidsprestatie van de onderzochte onderneming moet worden gewaardeerd. Feitelijk geeft dit een duurzaamheidsrating te vergelijken met de bekende financiële ratings, zoals die van de bekende ratingbureaus (S&P, Moody's). De duurzaamheidsprestatie wordt hier expliciet berekend met betrekking tot de sociale en milieu bottom lines (People & Planet). Dit gebeurt door de scores voor de verschillende duurzaamheidsindicatoren gewogen te middelen. De vaststelling van deze weging kan plaats vinden in samenspraak met de belegger waarvoor een duurzaam beleggingsuniversum wordt ingericht. Zo bepaalt de belegger op welke aspecten van duurzaam ondernemen het accent moet komen te liggen om tot een eindoordeel te komen van de duurzaamheidsprestatie van de onderneming. Daardoor wordt het voor een pensioenfonds, een maatschappelijke organisatie of andere instelling mogelijk haar normen en waarden door te laten klinken in het beleggingsbeleid.

Wanneer de duurzaamheidsprestatie van de onderneming uit de peer group is uitgedrukt in een rating (op basis van de toegekende scoring en wegingsfactoren) worden de ondernemingen gerangschikt naar hun prestatie, het zogenaamde 'ranken' of 'rangordenen'.

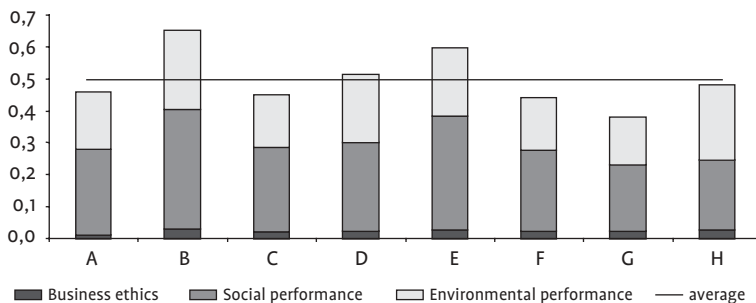
Figuur 3 Een voorbeeld van aggregatie van indicatoren



Bovengemiddeld presterende ondernemingen

Naast de rangschikking van de ondernemingen uit de peer group (ranking), wordt de gemiddelde duurzaamheidprestatie van de peer group of sector uitgerekend. Voor de selectie van best presterende ondernemingen wordt doorgaans gebruik gemaakt van het criterium 'bovengemiddeld' voor toelating tot het beleggingsuniversum. Echter, ook hier kan de belegger zijn specifieke ideeën en opvattingen laten doorklinken in het beleid en dit in het beleggingsmandaat laten vastleggen.

Figuur 4 Een voorbeeld van een peergroup onderzoek



Combineren met uitsluitingscriteria

Naast relatieve criteria kan worden vastgesteld welke ondernemingen uit de peer group op basis van betrokkenheid bij controversiële bedrijfsactiviteiten van investering zouden moeten worden uitgesloten. Het is mogelijk dat een onderneming bovengemiddeld presteert op sociaal- of milieugebied, maar niet voor investering in aanmerking komt, omdat zij betrokken is bij een bedrijfsactiviteit waarvan in het beleggingsmandaat is afgesproken dat deze activiteit de onderneming uitsluit van investering.

Toelaten fondsen tot duurzaam beleggingsuniversum

Nadat de uitsluitingscriteria zijn toegepast, kunnen alle fondsen van de bijvoorbeeld bovengemiddeld presterende ondernemingen waarop geen uitsluitingscriteria van toepassing zijn, worden toegelaten tot het duurzame beleggingsuniversum. Het duurzaam beleggingsuniversum is nu een feit. Op basis van dit universum wordt uiteindelijk een beleggingsportefeuille samengesteld.

IV.5 Tot slot

Verschillen in criteria, beoordeling van de informatie en toepassing van de criteria én verschillen in de systematiek van de ratingverwerking in de portefeuille kunnen leiden tot vele verschillende methoden van het beoordelen van duurzaamheid. Duurzaam beleggen is een proces van bewustwording en van duidelijke keuzes.

Momenteel zijn de eerste fondsen ruim 10 jaar oud en sindsdien is veel op het gebied van criteria, onderzoeksmethoden en informatieaanbod veranderd. Ook de komende 10 jaar zullen nieuwe inzichten worden toegevoegd aan het “duurzaam beleggen”.

V Implementatie in het beleggingsproces

V.1 Inleiding

Wanneer in het beleid de keuze is gemaakt om aandacht te geven aan duurzaam beleggen dient hieraan invulling gegeven te worden in het beleggingsproces. De keuze voor één van de reeds genoemde verschijningsvormen van duurzaam beleggen: negatieve screening, relatieve screening (best-in-class) en engagement of een mengvorm van deze, zal mede bepaald zijn door de overwegingen waarop de beleidskeuze voor duurzaam beleggen is gebaseerd. In dit hoofdstuk wordt niet ingegaan op de overwegingen die een rol spelen bij de beleidskeuzes maar zal worden ingegaan op de implementatie van duurzaam beleggen vanaf het moment waarop de beleidskeuze is gemaakt.

V.2 Asset Liability Management

De eerste stap in de implementatie is de inpassing van duurzaam beleggen in het Asset Liability Model. In de meest vereenvoudigde vorm is een ALM model niet meer dan een serie inputvariabelen, enkele beslissingsregels en een interpretatie van de gegenereerde output. Het eerste punt is het vaststellen van de input voor het ALM, deze is afhankelijk van de gemaakte keuzes ten aanzien van duurzaam beleggen:

- Negatieve screening: bij negatieve screening worden delen van het totale beleggingsuniversum uitgesloten van het zelf gehanteerde beleggingsuniversum. Afhankelijk van de mate van uitsluiting is het mogelijk dat de risico-/rendementskarakteristieken van het gehanteerde beleggingsuniversum kunnen afwijken van het totale beleggingsuniversum. Bij uitsluiting van enkele kleinere landen, individuele aandelen of één (kleinere) sector, kan in het ALM gebruik gemaakt worden van de risico-/rendementskarakteristieken van het totale beleggingsuniversum. Bij grote uitsluitingen dienen de risico/rendementskarakteristieken van het gehanteerde beleggingsuniversum bepaald te worden.
- Relatieve screening: Bij relatieve screening wordt het totale beleggingsuniversum in eerste instantie gehandhaafd echter in de praktijk zal niet iedere titel in het universum voor belegging in aanmerking komen. Of dit leidt tot een wijziging van de risico/rendementskarakteristieken is niet eenvoudig vast te stellen. De vraag welke impact dit heeft op de input voor ALM zal mede afhankelijk zijn van de overwegingen en overtuigingen die ten grondslag lagen aan de beleidskeuze voor relatieve screening.
- Engagement: Engagement kan op verschillende wijzen ingevuld worden. Bij een actieve vorm van engagement, waarin bewust wordt gekozen voor het beleggen in ondernemingen waarmee een dialoog wordt gevoerd, zal er eerder sprake zijn van impact op de risico/rendementskarakteristieken van de beleggingen dan bij een meer passieve vorm van engagement.

De tweede component in een ALM model zijn de beslissingsregels. Deze bevatten onder meer de relatie tussen premiebeleid, pensioenbeleid en beleggingsbeleid. Verder is de nutsfunctie een onderdeel van de beslissingsregels. Het is niet aannemelijk dat duurzaam beleggen invloed zal hebben op één van deze elementen. Derhalve is duurzaam beleggen voor de tweede ALM component, de beslissingsregels, niet relevant.

De derde ALM component is het interpreteren van de uitkomsten, vergezeld van een “common sense” toetsing van deze uitkomsten. In deze stap komen tevens die elementen aan bod die niet in beslissingsregels gevangen kunnen worden. Bijvoorbeeld de meer zachte elementen van de nutsfunctie, waaronder de mate waarin invulling wordt gegeven aan de maatschappelijke verantwoordelijkheid die met het beheer van een groot maatschappelijk vermogen gepaard gaat. Veelal zal pas in deze stap aandacht worden gegeven aan maatschappelijk verantwoord beleggen. Hiermee wordt impliciet gesteld dat maatschappelijk verantwoord beleggen geen impact heeft op de eerdere stappen in het Asset Liability Management.

V.3 Implementatie in portefeuilles

Het uitvoeren van research, het bepalen van duurzaamheidcriteria en de mogelijkheden binnen engagement worden in andere hoofdstukken behandeld. Daarom wordt hier enkel ingegaan op de inbedding van duurzaam beleggen in het algemene beleggingsbeleid en die punten waar de monitoring en evaluatie van duurzaam beleggen anders is dan de standaard monitoring en evaluatie van beleggingsportefeuilles.

Negatieve screening / uitsluiting

Negatieve screening raakt met name de monitoring en evaluatie aspecten van het beleggingsproces. Ten behoeve van de performancemeting dient duidelijk te zijn wat de impact van de keuze voor uitsluiting is op de performance. Voor beperkte uitsluitingen kan volstaan worden met een schatting van de impact van de uitsluiting. Wanneer de uitsluitingen substantieel worden zullen deze expliciet in de performancemeting opgenomen moeten worden door bijvoorbeeld maatwerk indices te gebruiken. De volgende aandachtspunten spelen hierbij een rol:

- voor het verkrijgen van een maatwerk benchmark moeten over het algemeen extra kosten gemaakt worden;
- wanneer een deelbenchmark op maat wordt gemaakt moet bepaald worden hoe dit wordt verwerkt in de totale benchmark van het pensioenfonds. Dit speelt met name wanneer delen van de benchmark op basis van de relatieve marktkapitalisatie van de indices worden geaggregeerd. Wanneer gewerkt wordt met vaste gewichten is de aggregatie van deelbenchmarks tot een totale benchmark eenvoudig.

Wanneer de aggregatie plaatsvindt op basis van marktkapitalisatie zijn er twee alternatieven. Kijken naar de daadwerkelijke marktkapitalisatie van de fondsen die nog steeds binnen de benchmark liggen en daarmee de aggregatie uitvoeren. De tweede mogelijkheid is om de verhoudingen in de marktkapitalisatie van de markten waarbinnen men actief is te nemen en op basis daarvan te aggregeren. Dit impliceert dat per beleggings-

markt de bedrijven die uitgesloten zijn opgevuld worden met andere aandelen die op diezelfde beleggingsmarkt genoteerd zijn.

Relatieve screening

Voor de inbedding van relatieve screening is het van groot belang dat er geen misverstanden kunnen ontstaan doordat definities niet helder zijn, of dat begrippen door een ieder op eigen wijze uitgelegd kunnen en mogen worden. In feite is dit niet anders dan voor andere aspecten van het beleggingsproces, immers ook de betiteling “een onderneming is goedkoop”, dient een uniforme lading te hebben binnen ieder beleggingsbedrijf. Wanneer in de implementatie gekozen wordt voor een mix van intern en extern beheer dient dit met name veel aandacht te krijgen.

Wanneer relatieve screening op duurzame aspecten gezien wordt als een vorm van actief beheer, is aanpassing van de benchmark niet aan de orde. Wanneer de relatieve screening feitelijk leidt tot een versmalling van het beschikbare beleggingsuniversum is de situatie anders. Het is dan mogelijk om over te gaan tot het op maat maken van de gehanteerde benchmark. Hierbij speelt dan naast de onder (uitsluiting) genoemde elementen nog de manier waarop de versmalling van het beleggingsuniversum tot stand komt een rol:

- Wanneer de portefeuillebeheerder in zijn eerste screening besluit een deel van het beleggingsuniversum uit te sluiten van belegging op grond van duurzame criteria kan dit bezien worden als een overweging van de portefeuillebeheerder die onderdeel is van het actieve portefeuillebeleid.
- Wanneer echter de duurzaamheidscriteria en de wijze waarop daarmee in de portefeuilleconstructie omgegaan dient te worden zeer expliciet in de opdracht aan de portefeuillemanager zijn opgenomen fungeren zij ten opzichte van de portefeuillemanager feitelijk als “indirecte” uitsluitingen.

Engagement

Bij engagement kan een actieve en een passieve vorm gekozen worden. Deze worden hieronder toegelicht:

- Actief engagement: De dialoog met de onderneming wordt ondersteund door daarin relatief grote beleggingen te doen, waarmee extra aandacht van het management wordt gevraagd. Er wordt door middel van de dialoog geprobeerd het management van de onderneming te beïnvloeden. Duurzaam beleggen en corporate governance zijn hierbij zeer moeilijk van elkaar te onderscheiden.
- Passief engagement: Er wordt een brede dialoog met veel ondernemingen gevoerd zonder dat dit in de beleggingsbeslissingen een rol speelt. Deze vorm van engagement is met name bedoeld om de maatschappelijke verantwoordelijkheid in te vullen en streeft geen concrete veranderingen op ondernemingsniveau na, maar veeleer een bredere bewustwording van de noodzaak en mogelijkheden van duurzaam ondernemen.

De impact van engagement op de beleggingsresultaten is moeilijk zichtbaar te maken. Dit geldt met name voor de meer passieve vormen van engagement. Ten behoeve van monitoring en evaluatie is het ook zeer lastig om voor deze vormen van engagement concrete doelstellingen en normen te definiëren waartegen de bereikte resultaten afgezet

kunnen worden. Er wordt vaak gesteld dat voor duurzaam beleggen veel meer researchkosten gemaakt worden hetgeen een drukkend effect heeft op de performance. Wanneer duurzaamheid economische waarde heeft zal meer informatie hierover bijdragen aan de kwaliteit van de beleggingsbeslissing. Hogere researchkosten zullen zichzelf in een dergelijke situatie dan ook terugbetalen in een hogere performance. Desondanks is het goed om portefeuilleresultaten altijd op basis van netto performance met elkaar te vergelijken.

VI Engagement en dialoog

VI.1 Inleiding

Tom Jones van Citygroup zei in juni 2003: ‘...voor aandeelhoudersactivisme word ik niet betaald’. Citygroup is één van de tien grootste vermogensbeheerders wereldwijd. Het is opmerkelijk dat zij afstand neemt van een actieve opstelling als aandeelhouder terwijl andere institutionele beleggers juist meer invloed zoeken. Het Californische pensioenfonds Calpers publiceerde vrijwel hetzelfde moment een model dat het niveau van de beloning van het management van bedrijven beoordeelt.

De stand van zaken rond engagement en het aangaan van een dialoog met een onderneming staan in dit hoofdstuk centraal. De volgende vraagstukken komen aan bod:

- Wat is de definitie van engagement? Hoe verloopt de dialoog met een bedrijf? Wat zijn de effecten van engagement?
- Wat is de ontwikkeling van een actievere houding van de aandeelhouder? Welke soort organisaties stimuleert dit?
- Welk resultaat geeft de enquête over het aangaan van een dialoog met een bedrijf en het gebruik van informatie- en stemrecht tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders (AvA)?
- Waarom is samenwerking bij engagement noodzakelijk?
- Ethiek komt aan de orde bij de laatste vraag. Komt de public relations van een bedrijf over haar corporate social responsibility overeen met het werkelijke bedrijfsproces?

VI.2 Definitie en effecten engagement

Het Van Dale woordenboek definieert engagement als ‘het in zijn werk ervan blijk geven bij de tijdsproblemen betrokken te zijn en daarop reageren’. De vertaling in de context van institutioneel vermogensbeheer is als volgt: engagement is het door beleggers reageren op duurzaamheid- en corporate governance vraagstukken door met de onderneming een dialoog aan te gaan met als doel gedragsverandering.

Onderwerpen die vaak in de belangstelling staan zijn milieu- en mensenrechten. Hoe bespreekt de AvA zaken die de Raad van Bestuur niet op de agenda zet? Kan zij de samenstelling van de Raad van Bestuur beïnvloeden?

De directe dialoog is een informele discussie of onderhandeling op initiatief van de aandeelhouder of een groep aandeelhouders met het management van een bedrijf. Het doel is het bereiken van verandering met betrekking tot een bepaald onderwerp of zorg (zie bijvoorbeeld de website van Friends of the Earth). Bij dit informele engagement kunnen beleggers de bedrijven laten weten hoe zij ten opzichte van andere bedrijven in de sector presteren.

Tijdens reguliere gesprekken met het management kunnen beleggers ook specifieke corporate governance of duurzaamheidvraagstukken aan de orde stellen. Corporate governance gaat over goed ondernemingsbestuur (Cools en Van Praag, p.220, 2003). In Nederland betekent dit een samenspel van gescheiden toezichhouders, de Raad van Commissarissen

en het uitvoerend management. Zij moeten bereid zijn over hun taakuitoefening tegenover de aandeelhouders verantwoording af te leggen.

Engagement behoort tot de dagelijkse taak van een grote beursgenoteerde onderneming. De uitwisseling van informatie tussen het bedrijf en bijna alle beleggers is waardevol. De dialoog vindt niet alleen met beleggers, maar ook met andere bedrijven en Niet-Gouvernementele Organisaties (NGO's) plaats. De combinatie van de verschillende groepen, met ieder zijn eigen prioriteiten, heeft invloed.

Vaak start een proces van formele resoluties of voorstellen als het informele engagement mislukt. De mate waarin de formele rechten van aandeelhouders zijn beperkt door protectionistische maatregelen is in deze tweede fase van het formele engagement van belang. Het uitgeven van certificaten van aandelen zonder stemrecht maakt bedrijven bijvoorbeeld relatief ongevoelig voor acties van aandeelhouders.

Proxy voting is formeel engagement waarbij een bevoegd persoon tijdens de AvA voor beleggers stemt die zelf niet aanwezig zijn. Met name in de Verenigde Staten en in mindere mate in het Verenigd Koninkrijk is proxy voting goed ontwikkeld. Nederland wacht nog steeds op een goede wetgeving rond proxy voting. Veel Spaanse bedrijven geven een cent extra dividend voor het stemmen op de AvA, ook via proxy voting. Het is een activiteit op de achtergrond.

Meer profilering biedt het verschijnen op de AvA. NGO's als Greenpeace of de Vereniging van Effecten Bezitters gebruiken in Nederland de AvA om kritische vragen te stellen op het gebied van corporate governance. Ook beleggers hebben aangegeven de mogelijkheden van de AvA meer te gaan benutten. ABP en PGGM hebben dit bijvoorbeeld in de Ahold affaire gedaan.

In de VS kan iedere belegger die minimaal voor \$2000 aandelen van een bedrijf een jaar in portefeuille heeft, voorafgaand aan de AvA een aandeelhoudersresolutie indienen. Hij vraagt om informatie aan – of verandering van beleid door – het management van dat bedrijf. De AvA stemt over iedere resolutie. Steeds meer duurzame beleggingsfondsen in het Verenigd Koninkrijk of de VS publiceren hun stemgedrag over resoluties om transparantie te bevorderen.

De mogelijkheid van het bijeenroepen van een buitengewone aandeelhoudersvergadering over onderwerpen in het kader van maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO) is tot op dit moment nog niet gebruikt.

De effecten van engagement zijn nog niet te staven met technische overwinningen op AvA's. Tot nu toe hebben resoluties over bijvoorbeeld het inkomen van het topmanagement nooit geresulteerd in aanvaarding door een meerderheid van de aandeelhouders.

VI.3 Ontwikkeling engagement

De geschiedenis leert dat aandeelhoudersactie mogelijk een bijdrage heeft geleverd aan het verminderen van de uitstoot van schadelijke stoffen door autofabrikanten en zelfs aan het afschaffen van het apartheidregime in Zuid-Afrika (zie de websites van Shareholder

Action Network en Friends of the Earth). In Nederland heeft het stopzetten van nieuwe investeringen van IHC Caland in Birma lang op de agenda gestaan.

De volgende Nederlandse en Europese organisaties dragen bij aan de verdere ontwikkeling van engagement.

In 1995 richtten duurzame beleggers de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) op. Deze ontwikkelde zich tot een vereniging voor vakorganisaties, NGO's, particulieren, institutionele beleggers en fondswervende instellingen. Namens haar leden stelt zij vragen over MVO op de AVA.

In 2001 richtte de VBDO samen met zusterorganisaties uit Frankrijk, Duitsland, Oostenrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk een Europese organisatie op, the European Sustainable and Responsible Investment Forum (Eurosif).

Paneldiscussie Seminar “Stand van zaken en toekomst institutioneel duurzaam vermogensbeheer in Nederland”, juni 2003

De VBDO is inmiddels met een groot aantal bedrijven een actieve dialoog aangegaan. Eén van de eerste bedrijven was Shell. Aanvankelijk stemde de VBDO met de voeten en niet met de stem. Zij heeft zich met name gericht op de transparantie van ondernemingen via een duurzaamheidsverslag. Op basis hiervan gaan de leden van de VBDO de dialoog aan. Bij de grote bedrijven (top 15) is dit succesvol gebleken. DSM is jaren geleden een duurzaamheidsverslag gaan publiceren. Zij verbeterde dit elk jaar. Inmiddels komt zij in veel duurzame beleggingsportefeuilles voor. Dit is een direct voordeel voor het bedrijf. Zij boort een nieuwe, stabiele groep beleggers aan.

Maatschappelijke druk helpt om transparantie te bevorderen. De media spelen hierbij een rol. Bij actievoeren ten aanzien van duurzaamheid, door bijvoorbeeld Greenpeace, is sprake van een issue en ligt de nadruk op publiciteit. Dit kan een grote druk op een bedrijf leggen, maar hoeft niet tot het gewenste effect te leiden. De duurzame (institutionele) belegger wil in het bedrijf blijven beleggen. Hij wil dat het bedrijf op de lange termijn een duurzame onderneming wordt. Hij noemt de grootte van zijn positie, zijn normen en geeft aan dat het bedrijf hieraan niet voldoet. Hij voert de druk op. Na een dialoog kan hij aangeven dat hij de positie in het bedrijf heroverweegt als het bedrijf onvoldoende progressie boekt. Kritische opmerkingen van beleggers gaan meestal rechtstreeks naar de Raad van Bestuur. Deze beslist of actie nodig is. Bedrijven en beleggers maken zelden afspraken over een gewenste verandering.

Een achttal grote pensioenfondsen richtte begin 1998 de SCGOP (Stichting Corporate Governance Onderzoek Pensioenfondsen) op. Zij zorgt er voor dat pensioenfondsen één keer in de zes weken bij elkaar komen om te overleggen over op de agenda staande stemmingen. Op haar website staan aanbevelingen over bijvoorbeeld bestuurdersbeloning.

Institutionele beleggers zijn zich aan het oriënteren op hun rol ten aanzien van corporate governance. Moris Tabaksblat ziet bij pensioenfondsen en vooral bij verzekeraars en vermogensbeheerders weerstand tegen de lasten van het formuleren, uitvoeren en verantwoordwoorden van een stembeleid. Hij zegt het volgende: ‘Het is cruciaal dat we stemmen meer faciliteren, bijvoorbeeld door elektronisch stemmen en het verzamelen van volmachten

mogelijk te maken. Het is niet acceptabel dat beleggers het excuus gebruiken dat stemmen in Nederland te ingewikkeld is. Het debat wordt internationaal harder en dat komt ook naar Nederland. In het Verenigd Koninkrijk wordt al over een stemplicht gesproken' (FD, p.11).

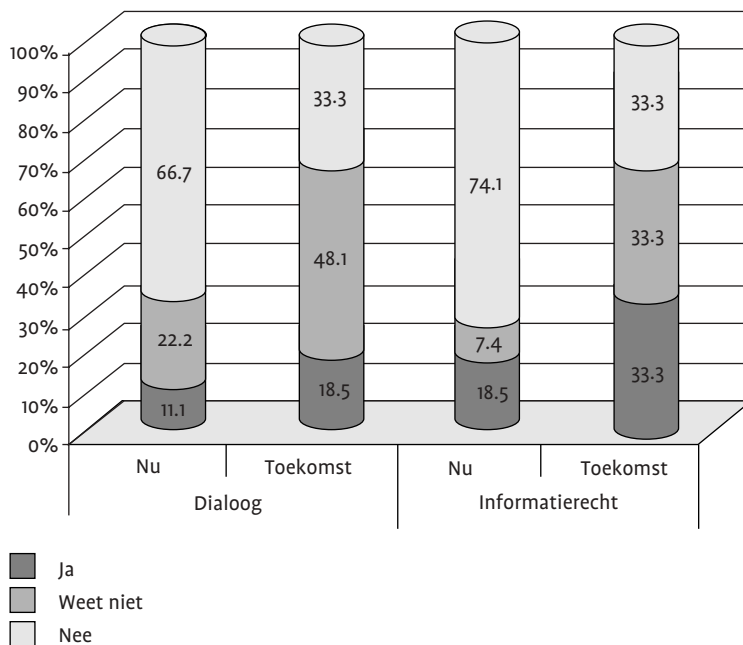
Een Europese variant van de SCGOP is de European Corporate Governance Service (ECGS). Zij vergemakkelijkt het engagement proces door research en advies gebaseerd op standaardbenaderingen. Locale omstandigheden leiden tot aanpassingen.

Organisaties gericht op corporate governance en MVO kunnen hun invloed verhogen door samenwerking via het Global Reporting Initiative (GRI). Het GRI maakt rapportage-richtlijnen voor bedrijven op het gebied van milieu-, sociale en economische activiteiten.

VI.4 Enquête & engagement

De belangstelling van de pensioenfondsen voor het aangaan van de dialoog met ondernemingen is gering, zo blijkt uit de enquête. Slechts 14% van de pensioenfondsen is van mening dat dit een bruikbare strategie is om invulling te geven aan duurzaam beleggen. Slechts 25% maakt gebruik van het informatie- en stemrecht tijdens de AvA.

Figuur 5 De dialoog en het recht op informatie nu en in de toekomst (respons 61,4%)



Bron rapport 'Tussen Meerwaarde en Moraal' (2003), pp. 21.

De figuur toont linksonder dat in het verleden 11% van de pensioenfondsen zelf of via een externe dienstverlener de dialoog is aangegaan met ondernemingen inzake hun sociale, maatschappelijke en milieuprestaties. Dit zal in de toekomst licht stijgen naar 19%. Ook heeft 19% in het verleden van het recht gebruik gemaakt om tijdens de AvA informatie in te winnen of te stemmen. Dit zal in de toekomst stijgen naar 33%. Dit zorgt in potentie voor een actievere rol van pensioenfondsen.

De toegenomen media-aandacht voor het stemgedrag tijdens de AvA stimuleert een actievere opstelling over met name de beloning van topbestuurders. Zelfs de overheid wordt actiever. In het verleden was zij een passief aandeelhouder tijdens AvA's.

De enquête toonde geen significante verschillen tussen antwoorden van bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen of tussen grote en kleine pensioenfondsen.

VI.5 Samenwerking bij engagement

Beleggers en anderen raken in toenemende mate actief in gesprek met bedrijven over MVO. Pensioenfondsen kunnen kosten besparen en een groter machtsblok vormen door samen te werken met andere pensioenfondsen. De procedure rond het stemmen tijdens de AvA kan bijvoorbeeld verbeteren. Aandeelhouders die willen stemmen op de AvA in Nederland melden hun aandelen gemiddeld vijf dagen tevoren aan. Zij kunnen hun geblokeerde aandelen dan niet verkopen. In de praktijk betekent dit dat beleggers niet voor hun gehele belang gaan stemmen om de mogelijkheid te hebben het niet aangemelde belang direct te verkopen. Samenwerking tussen pensioenfondsen en andere institutionele beleggers is nodig om deze procedure af te schaffen.

Zo organiseerde ING Financial Markets in 2003 een serie bedrijfsbezoeken en seminars over MVO. Duurzame en mainstream beleggers krijgen hierdoor de gelegenheid tot een actieve groepsdialoog met bedrijven. Institutionele beleggers organiseren nu zelf ook groepsdialogen met bedrijven.

Ondernemingen staan in het algemeen achter doelstellingen om de wereld te verbeteren, maar hun hoofdtaak is om met het geïnvesteerd vermogen rendement te maken. Onderzoek van Justpensions in het Verenigd Koninkrijk van juli 2002 toont aan dat de aanpak van belangrijke vraagstukken als klimaatverandering, corruptie, internationale ontwikkeling en mensenrechten alleen resultaat heeft als een groot deel van de beleggingsmarkt actie van bedrijven verwacht. Dit vraagt om meer dan alleen samenwerking bij het samenvoegen van stemrechten. De conclusie van het onderzoek is dat slechts een handvol Engelse beleggers engagement goed in de praktijk brengt.

VI.6 Ethiek & engagement

Public relations van bedrijven over MVO kan positief zijn voor een onderneming. Het trekt extra klanten en beleggers. Zij krijgen de indruk dat zij minder risico lopen. De volgende ethische vraag is dan: komt de werkelijke corporate social responsibility (CSR) van een bedrijf overeen met de mooie woorden van de bedrijfsleiding? CSR gaat over het bestuur van een bedrijf en de manier van winst maken.

De Association of British Insurers ziet CSR niet alleen als middel om het reputatierisico te verminderen. Slecht management van de gehele bedrijfskolom, slecht milieumanagement, mensenrechtenschendingen en slechte behandeling van werknemers, leveranciers of klanten zijn een risico voor de aandeelhouderswaarde. CSR biedt een mogelijkheid tot concurrentievoordeel door een grotere loyaliteit van de belanghebbenden.

Een noodzakelijke voorwaarde om CSR serieus te nemen is opname hiervan in de hoofdmanagementsystemen van het bedrijf. Wetgeving kan dit bevorderen. Ook voor pensioenfondsen is het belangrijk om het investeringsrisico te verminderen, omdat hun verplichtingen een lange termijn karakter hebben.

VI.7 Samenvatting en vragen engagement

Engagement ofwel het aangaan van de dialoog wint aan belangstelling. Beleggers en andere belanghebbenden maken steeds meer gebruik van hun rechten, met name op de AvA. Samenwerking tussen belanghebbenden in ondernemingen is noodzakelijk om bedrijven maatschappelijk verantwoord te laten ondernemen. Ook voor de ondernemingen zijn er voordelen. Het verminderen van reputatie- en ander risico geeft positieve public relations en een hogere aandelenkoers.

De volgende vragen zijn geschikt voor vervolgonderzoek.

- Wat zijn verdere mogelijkheden voor samenwerking bij engagement tussen NGO's en institutionele beleggers?
- Hoe kunnen institutionele beleggers en ondernemingen worden overtuigd dat engagement loont?
- Hoe veranderen ondernemingen hun gedrag na engagement?
- Welke mogelijkheid biedt internationalisering voor het engagementproces in Nederland?

VII Communicatie

VII.1 Inleiding

Waar pensioenfondsen met duurzaam beleggen aan de slag gaan, doemt vroeg of laat de vraag op hoe zij daar in hun communicatie naar deelnemers en andere belanghebbenden mee omgaan. Het gaat hierbij om verantwoording afleggen, transparantie over het gevoerde beleid, verslaglegging en pension fund governance. In de praktijk bestaan nog veel vragen rondom de rol van pensioenfondsen en de invulling die zij aan verantwoording en communicatie omtrent duurzaamheid zullen (moeten) geven. Nog weinig pensioenfondsen zijn op dit moment op dit terrein actief. Om die reden wordt in dit hoofdstuk slechts stilgestaan bij enkele waarnemingen uit het veld en vooral bij de vragen die pensioenfondsen rondom dit thema hebben.

VII.2 Resultaten onderzoek duurzaam beleggen bij pensioenfondsen

Een deel van de enquête 'Tussen Meerwaarde en Moraal' heeft zich gericht op hoe pensioenfondsen hun rol ten aanzien van verantwoording en communicatie zien.

- 82% stelt dat pensioenfondsen zich in het openbaar dienen te verantwoorden;
- 64% stelt dat dit moet plaatsvinden naast de reguliere financiële verantwoording;
- 57% stelt dat pensioenfondsen transparant dienen te zijn over de overwegingen achter haar investeringen.

Het percentage bij de eerste stelling is hoger dan verwacht, te meer omdat op dit gebied nog niet veel gebeurt. Bij de derde stelling is 21% van de pensioenfondsen het met de strekking niet eens. Uit het rapport 'Tussen Meerwaarde en Moraal' blijkt dat ondernemingspensioenfondsen tot op heden minder open zijn dan bedrijfstakpensioenfondsen.

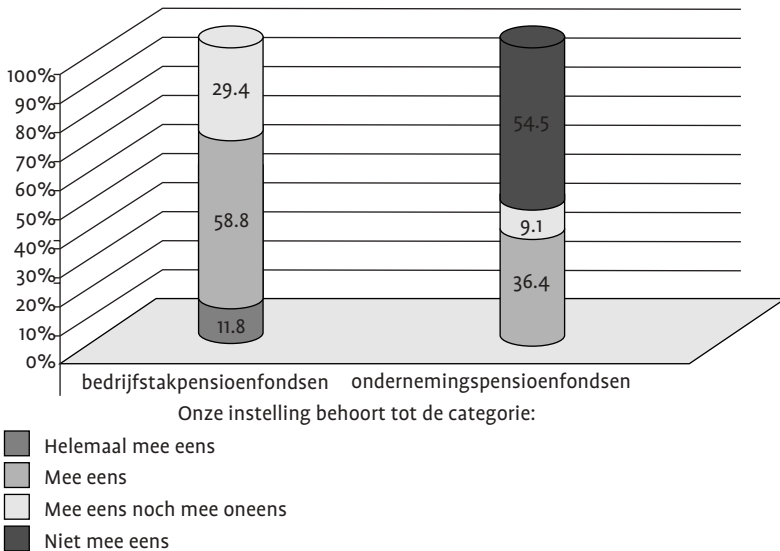
De ideeën van pensioenfondsen rondom communicatie kunnen ook geïllustreerd worden aan wat zij als belangrijkste redenen voor beleidsontwikkeling aangeven. Uit het rapport 'Tussen Meerwaarde en Moraal' komen de volgende motieven als meest belangrijke naar voren:

- invulling geven aan de verantwoordelijkheid van het pensioenfonds (27,3%)
- past bij de missie van het pensioenfonds (25%)
- sluit aan bij het denken over corporate governance (20,5%)
- duurzaam beleggen leidt tot hoger rendement (18,2%) en
- draagt bij aan de reputatie van het pensioenfonds (18,2%)

Opvallend is kortom dat de belangrijkste redenen voor beleidsontwikkeling samenhangen met communicatieve onderwerpen (verantwoording, missie, reputatie).

Onderstaande figuur geeft de respons van de pensioenfondsen weer op de stelling dat het voor deelnemers en anderen duidelijk moet zijn op grond van welke overwegingen een fonds heeft geïnvesteerd in een onderneming.

Figuur 6 Bekendmaken investeringsoverwegingen



Bron *Rapport 'Tussen Meerwaarde en Moraal' (2003), pp. 21.*

Wederom blijkt een groot verschil tussen bedrijfstakpensioenfondsen en ondernemingspensioenfondsen te bestaan. 54% van de ondernemingspensioenfondsen blijkt het niet met de stelling eens te zijn. Daarentegen is minder dan een derde (30%) van de bedrijfstakpensioenfondsen het niet met deze stelling eens. Het overgrote deel is het kortom wel eens met de stelling en vindt dat de deelnemers geïnformeerd moeten worden over op grond van welke overwegingen een fonds heeft geïnvesteerd in een onderneming. Het screenen van ondernemingen op duurzaamheid kan hier een belangrijk uitvloeisel van zijn. De vraag blijft dan in welke mate pensioenfondsen hierover willen cq. kunnen communiceren door verantwoording af te leggen in bijvoorbeeld jaarverslagen. Deze vraag is nauw verbonden met de vraag hoe pensioenfondsen hun eigen governance hebben ingericht.

VII.3 Pension fund governance

Pension fund governance is de wijze waarop bij het pensioenfonds de verdeling van taken, bevoegdheden en verantwoordelijkheden, het afleggen van verantwoording hierover en de transparantie van de organisatie is geregeld. Tot nu toe wordt in pension fund governance geen aandacht besteed aan duurzaam beleggen. Een vraag die hierbij opdoemt is of er een verschil in bevoegdheid en/of verantwoordelijkheid bestaat van pensioenfondsen ten opzichte van actieve deelnemers respectievelijk gepensioneerden. Zit hier een spanningsveld in?

Andere vragen die zich hierbij voordoen zijn:

- Hoe legt een pensioenfonds verantwoording af aan haar betrokkenen omtrent duurzaam beleggen?
- Welke partijen worden hierbij onderscheiden?
- Hoe betreft een pensioenfonds haar deelnemers erbij?
- Hoe weet een pensioenfonds of het duurzaam beleggingsbeleid goed is uitgevoerd en effect heeft?
- Hoe kan dit worden gemeten en wat kan een pensioenfonds wel/niet meten?
- Welke rapportagevormen zijn er om verantwoording af te leggen?

Naar aanleiding van de laatste vraag kunnen twee praktijkvoorbeelden uit de omgeving van particuliere duurzame beleggingsfondsen illustreren hoe pensioenfondsen in hun verslaglegging uiting kunnen geven aan op grond van welke overwegingen zij heeft geïnvesteerd in een onderneming. Deze voorbeelden illustreren hoe een fonds over individuele ondernemingen (zie onderstaand kader) kan rapporteren en wat de overwegingen zijn geweest om al dan niet in een bepaald bedrijf te beleggen. Op een dergelijke wijze kan een pensioenfonds onder andere richting haar deelnemers aangeven wat duurzaam beleggen in de praktijk betekent. De voorbeelden geven aan hoe een pensioenfonds in communicatieve zin met haar verantwoording om zou kunnen gaan. Op dit moment zijn nog geen praktijkvoorbeelden onder pensioenfondsen bekend. Wel bestaat een brede consensus dat dit slechts een kwestie van tijd is voordat dit gemeengoed binnen de sector gaat worden en in ieder geval voor die partijen die vooroplopen bij het implementeren van duurzaamheid in het beleggingsproces.

Praktijkvoorbeelden van verslaglegging over gronden van investeringen in ondernemingen. Wolters Kluwer is wereldwijd actief als uitgever van professionele publicaties, waaronder juridische, fiscale en medische vakbladen. De Nederlandse onderneming werd oorspronkelijk geselecteerd wegens zijn goede prestaties op sociaal en milieugebied. Bij een Europese sectorstudie in 2002 bleek het bedrijf echter onder het gemiddelde van de sector te scoren. Wolters Kluwer publiceert geen rapport over zijn sociale en milieu-activiteiten. Bovendien kon niet worden uitgesloten dat het bedrijf betrokken is bij niet-duurzame houtproductie. Op grond hiervan is het bedrijf uitgesloten van belegging door het fonds.

Unilever is onderdeel van twee holdings; British Unilever plc and Dutch Unilever nv. Unilever is een grote speler op de markt van persoonlijke verzorgingsproducten. Het bedrijf is intensief betrokken bij internationale organisaties die een relatie hebben met duurzaamheid en neemt initiatieven om duurzaamheid in het bedrijfsleven te vergroten. Een bekend voorbeeld hiervan is het 'Marine Stewardship Council', dat Unilever samen met het Wereld Natuurfonds heeft opgericht met als doel de visserij op zee te begrenzen. Daarnaast is Unilever actief op het gebied van duurzame landbouw en proactief ten opzichte van toeleveranciers als het gaat om maatschappelijk verantwoorde onderwerpen. In 2003 werd de status van het bedrijf tijdelijk gewijzigd van geselecteerd naar 'oordeel opgeschort' in verband met kinderarbeid in de keten van de katoenzaadproductie. Omdat het bedrijf samenwerkt met lokale ngo's om het probleem aan te pakken werd de status terugveranderd naar geselecteerd. Het bedrijf is in de portefeuille opgenomen aangezien het niet voldoet aan de uitsluitingscriteria en binnen de beste 50% van de sector zit.

Bron *Triodos Meerwaardefonds, Jaarverslag 2003.*

VII.4 Afsluiting

Communicatie rondom het duurzaam beleggen is een thematiek die nog veel vragen oproept, in het veld, in het rapport 'Tussen Meerwaarde en Moraal' en tijdens het seminar 'Stand van zaken en toekomst institutioneel duurzaam vermogensbeheer in Nederland' (zie onderstaand kader). De volgende vragen zullen in de komende jaren beantwoord dienen te worden om een betere grip op de rol van pensioenfondsen rondom communicatie te kunnen krijgen. Ontwikkelingen zoals de Tabaksblat Code en de Richtlijn 400 van de Raad voor de Jaarverslaggeving zullen dit zoekproces verder stimuleren.

- Dient een pensioenfonds aan te geven waarin het wel óf niet belegt; welke sectoren of activiteiten het wel óf niet uitsluit?
- Hebben deelnemers invloed op de criteria die een pensioenfonds stelt? En andere betrokkenen?
- Voor pensioenfondsen is de transparantie van ondernemingen waarin belegd wordt van groot belang: dienen pensioenfondsen daarom daarin het goede voorbeeld te tonen?

- Zijn wettelijke eisen omtrent de verantwoording van pensioenfondsen over duurzaam beleggen noodzakelijk? Of zelfregulering?
- Indien men van mening is dat duurzaamheid geen zaak voor het pensioenfonds is, moet het daar dan ook transparant in het jaarverslag over zijn?

Paneldiscussie Seminar “Stand van zaken en toekomst institutioneel duurzaam vermogensbeheer in Nederland”, juni 2003

Op de vraag wat nu al qua verantwoording naar belanghebbenden van pensioenfondsen plaatsvindt en wat de prioriteiten zijn, wordt vanuit de beleggerszijde van de pensioenfondsen aangegeven dat dit eigenlijk alleen maar de klanten (werknemers en werkgevers en gepensioneerden) zijn. De kerntaak is: een zo goed mogelijke pensioenregeling tegen een zo laag mogelijke prijs. Al vele jaren bestaat de behoefte aan innerlijke verantwoording van het financiële beleid van deze groep. Middelen die hiervoor gebruikt worden zijn het jaarverslag (zo transparant mogelijk), de website en seminars waarbij de dialoog aangegaan wordt. Rondom transparantie wordt verwezen naar de VBDO-richtlijn voor (retail) duurzame beleggingsfondsen. In eerste instantie was het bij de ontwikkeling van deze richtlijn ook de bedoeling dat zij toepasbaar zou zijn (al dan niet in aangepaste vorm) voor pensioenfondsen. Hiervan is afgezien vanwege de complexiteit die het bij pensioenfondsen met zich meebracht. Zo is het onder andere niet helder wat een deelnemer precies mag verwachten rondom duurzaamheid (dit is voor particuliere beleggers in duurzame beleggingsfondsen uiteraard veel helderder). In de discussie wordt gesuggereerd dat pensioenfondsen alleen aan duurzaam beleggen doen om hun eigen imago op te poetsen. Communicatie zou dan pure marketing zijn. Zelfregulering wordt daarom gezien als te vrijblijvend. Toch wordt niet veel gezien in een wettelijke verplichting. In de praktijk zijn pensioenfondsen nog weinig actief rondom verantwoording en transparantie ten aanzien van duurzaamheid. De fondsen worstelen veelal nog met de vraag of ze er al iets mee moeten en zo ja hoe dat dan te implementeren. Externe communicatie is dan nog een brug te ver. Het voordeel van wettelijke omkadering is dat dan binnen de sector duidelijkheid kan ontstaan over de wijze van communicatie en wat van pensioenfondsen verwacht wordt. Communicatie is ook nodig om de dialoog verder te helpen. Veelal wordt over intenties gesproken die aangevuld worden met een aantal succesvoorbeelden. Meer aandacht zal moeten komen voor het begrip duurzaam beleggen en de invulling die daaraan gegeven kan worden. Naast de succesvoorbeelden moet ook aangegeven worden waar het niet goed ging. Het is verder van belang te kijken of de informatiebehoefte van de doelgroepen gelijkvormig is. Het gaat dan met name over het gevoerde beleid, de maatregelen, wat zijn de criteria geweest en wat is bereikt.

VIII Aanbevelingen voor vervolgonderzoek

Naar aanleiding van de uitkomsten van het Rapport 'Tussen Meerwaarde en Moraal, de ontwikkeling van duurzaam beleggen binnen de Nederlandse Pensioenfondsen' en de paneldiscussies op het Seminar 'Stand van zaken en toekomst institutioneel duurzaam vermogensbeheer in Nederland' komen wij tot de volgende onderwerpen voor eventueel vervolgonderzoek:

- Het gebruik van niet-financiële indicatoren in het 'mainstream' beleggingsonderzoek; Op welke wijze dragen niet-financiële criteria bij een correcte waardebeoordeling van een bedrijf?
- Op welke wijze is de beleggingsperformance te herleiden naar de bedrijfsperformance van de niet-financiële aspecten?
- Het gebruik van niet-financiële criteria in de duurzame beleggingspraktijk uitgesplitst naar absolute en relatieve criteria;
- De doelstelling en de resultaten van duurzaam beleggen bij pensioenfondsen, verzekeraars en andere institutionele beleggers;
- Pension fund governance: op welke wijze leggen (of zouden) pensioenfondsen verantwoording af (moeten leggen) over hun maatschappelijke verantwoordelijkheid en op welke wordt of zou hierover moeten worden gecommuniceerd?
- Het gebruik van 'shareholders engagement' in de dagelijkse beleggingspraktijk.

IX Literatuurlijst

Association of British Insurers (ABI), *Investing in Social Responsibility, Risks and Opportunities*, september 2001.

Cools, K. en C.M. van Praag, in: *Economisch Statistische Berichten*, 16 mei 2003, 88^e jaargang – nr. 4403, Uitgeverij Lemma.

David Coles and Duncan Green, *Do UK Pensionfunds Invest Responsibly?* Just Pensions, juli 2002.

Eurosif, 2003 Report, *Socially Responsible Investment among European Institutional investors*

Financieele Dagblad (FD), Het, *'Nederland houdt wel van duidelijkheid'; Moris Tabaksblad niet onder de indruk van de doemscenario's van zijn critici*, 8 september 2003.

Hummels, G.J.A., Timmer, D., VBA Werkgroep MVB, *Tussen Meerwaarde en Moraal. De ontwikkeling van duurzaam beleggen binnen de Nederlandse Pensioenfondsen*, Universiteit Nyenrode/VBA, 9 april 2003.

ING Investment Management, *Shareholder engagement and SRI*, oktober 2002.

Jeucken, M.H.A., A. Pot, R. Smallegange (2004), *Duurzaam beleggen bij charitatieve instellingen*, Dutch Sustainability Research/ING Investment Management

Lubberts Ronald, *Duurzaamheidsonderzoek naar Amerikaanse ondernemingen; culturele verschillen tussen Europees en Amerikaans ondernemen, Duurzaam Denken Duurzaam Doen*, juli 2003.

NRC Handelsblad, *Thema Duurzaam ondernemen*, 31 mei 2003.

Triodos Meerwaardefonds, *Jaarverslag 2003*, Zeist.

VBDO, *Duurzaam Sparen en Beleggen in Nederland 2003, ontwikkelingen in omvang en groei 1987 – 2002*

Websites

Social Investment Forum, www.socialinvest.org.

Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling, www.vbdo.nl.

European Social Investment Forum, www.eurosif.org.

CSR Europe, www.sricompass.org.

Domini Social Investments, www.domini.com.

Friends of the Earth, www.foe.org/international/shareholders/toolsfordemocracy.htm.

Shareholder Action Network (SAN), www.shareholderaction.org/about.cfm.

Just Pensions, www.justpensions.org.

VBA-Katernen

- nr. 1 Winst per aandeel door H. Haarbosch en R.L. Boissevain (niet voorradig)
- nr. 2 Vastrentende waarden; een inventarisatie van beleggersinformatie door J.J. 't Hart, J.P. Kleverlaan, P.P.F. van der Linden en J.C. van Roekel (niet voorradig)
- nr. 3 Asset Liability Management bij pensioenfondsen door de Commissie Portfolio Management werkgroep Asset & Liability Management (niet voorradig)
- nr. 4 Het Option Adjusted Spread Model door P.A. van Hoeken RBA, drs. J.C.M. Molenaar RBA, drs. C.L.J. Schoof RBA en R. van Wijk-Russchen RBA (niet voorradig)
- nr. 5 Bond indices for the euro zone door drs. I.S.A. Ruis-Sijstermans RBA, drs. J.J. 't Hart en drs. J. de Wit RBA
- nr. 6 Index Selectie in het Beleggingsproces door de Commissie Portfolio Management werkgroep Benchmarking (niet voorradig)
- nr. 7 Goodwill in het licht van de economische benadering door de Accounting Commissie
- nr. 8 VBA Performance Presentatie Standaarden 2003 The Dutch translation of GIPS door de VBA PPS commissie
- nr. 9 High Yield Bond Indices
An issue of the Dutch Commission on Bonds
- nr. 10 Bondholder Value & Covenants
An issue of the Dutch Commission on Bonds

exemplaren zijn te bestellen bij het secretariaat van de VBA

Weteringschans 87 e

1017 RZ Amsterdam

uitsluitend per fax of e-mail:

fax: 020 - 6182542

e-mail: secretariaat@nvba.nl

