

# Duurzaam beleggen: back to the future

Duurzaam beleggen heeft de afgelopen tien jaar een grote vlucht doorgemaakt, en toont geen tekenen van afzwakking. De VBA heeft in dit debat een rijke geschiedenis. Zo verscheen in 2004 al het rapport “Institutioneel duurzaam vermogensbeheer in Nederland” van de werkgroep Maatschappelijk Verantwoord Beleggen,<sup>1</sup> drie jaar voordat de Pensioenfederatie een rapport naar aanleiding van de Zembra crisis publiceerde met grofweg vergelijkbare conclusies<sup>2</sup> over beleid, implementatie en verantwoording.

Het rapport van 2004 heeft weinig aan actualiteit ingeboet, wat natuurlijk een compliment is voor de toenmalige werkgroep. Sindsdien heeft de VBA commissie Duurzaam Beleggen zo'n beetje elke beleggingstegel gelicht over dit onderwerp. Zo staat bijvoorbeeld in juli een bijeenkomst over verantwoord beleggen en private equity op de rol.<sup>3</sup>

Toch roept de actualiteit dat het rapport uit 2004 uitstraalt ook vragen op. Het laat ook zien dat duurzaam beleggen zich niet zonder slag of stoot een weg baant naar de “mainstream” beleggingstheorie, of een natuurlijke rol voor zich opeist bij beslissers in het beleggingsproces zoals pensioenfondsbestuurders.

Met betrekking tot de theoretische inbedding blijven onderzoekers zoeken naar goede manieren om duurzaam beleggen te integreren in de standaard beleggings- en financieringstheorie. De standaardtheorie is echter niet unaniem en daarmee behulpzaam. Om de aanpak te legitimeren hebben onderzoekers daarom elegante bruggen geslagen. Duurzaamheidsfactoren worden bijvoorbeeld ingebed in actieve strategieën. Als we factoren kunnen identificeren die duurzame van minder duurzame ondernemingen onderscheiden, dan kan de onderzoeker aan de slag om te toetsen of dit enig voorspellende waarde heeft. De aanpak maakt het legitiem, maar daarmee wordt duurzaamheid gelijk geschaard onder de zwakte van actieve strategieën in zijn algemeen: alpha, in welke vorm dan ook, is er vaker niet dan wel. In een brede studie naar ESG strategieën wordt terecht geconstateerd dat strategieën op basis van ESG criteria tijdelijk enig succes hebben, maar op den duur dezelfde nadelen ervaren als actieve beleggingsstrategieën. Ex ante is vaak



veelbelovender dan ex post. Een kwalitatieve – maar daarmee niet mindere relevante – insteek is dat duurzaamheidsfactoren misschien geen voorspellende waarde op korte termijn hebben, maar iets zou kunnen zeggen over het risicokader op lange termijn. Zo kunnen staartrisiko's als gevolg van niet duurzame bedrijfsbeslissingen beperkt worden door het hanteren van duurzaamheidscriteria.<sup>4</sup> Dit is bijvoorbeeld relevant voor vastrentende waarden, waar het vermijden van neerwaartse risico's doorslaggevend voor het rendement kan zijn dan opwaarts potentieel zoeken.

Een andere vraag is wat we precies onder duurzaamheid verstaan. Deze vraag speelt vooral bij pensioenfondsbestuurders. Zij moeten zich rekenschap geven van de voorkeuren van deelnemers. Hierover is verrassend weinig onderzoek, temeer omdat dit het onderscheidend vermogen van pensioenbeleggers kan bepalen en eventueel de binding met hun klanten of deelnemers kan versterken. Omdat de deelnemers ten hoogste indirect wat te zeggen hebben in het fonds, kan een bestuur aan de slag met een enquête onder de leden. Dit is echter weer een mijnenveld, wat bekend staat als framing. “Wilt u een minder goed, maar wel duurzaam pensioen” leidt tot een voor de hand liggend antwoord, net als “ik vind het belangrijk dat mijn pensioenfonds met duurzaam beleggen zich als een goed huisvader gedraagt”. Pensioenbeleggers lijken hierbij voor de hand liggende keuzes over te slaan. Volgens de managementstrategie Mintzberg is het namelijk vooral van belang te kijken wat we doen en daaruit afleiden wat we belangrijk vinden, niet wat we zeggen dat

we doen. Deelnemers in de zorgsector zullen zorg belangrijk vinden, huisartsen de toegang tot zorg en medicijnen, ambtenaren zullen onderwijs, corruptie en een goede rechtsgang van belang vinden. De metaalsector zal daarentegen eerlijke concurrentie en goede werkomstandigheden weer zwaarder aanzetten. Dit is gedaan zonder enquête, maar door gewoon te kijken naar wat de leden als beroep hebben en daarmee belangrijk vinden. Maar een duidelijke, voor deelnemers onderscheidende visie-ontwikkeling op duurzaam beleggen gebeurt nog maar mondjesmaat. In deze lacune stappen belangenorganisaties. En pensioenfondsbestuurders, schuw geworden voor debatten in de pers, zijn vooral geneigd om te kijken wat ze kunnen overnemen. Overheid, politici en andere belangengroepen rekken zo het bereik van duurzaam beleggen op.<sup>5</sup> Pensioenfondsen worden in toenemende mate aangesproken om lange termijn investeringen te doen om de Nederlandse economie te helpen. Daarmee gaat het duurzaamheidsdebat een spannende, nieuwe fase in. Zien institutionele beleggers de leegte die de banken achterlaten, als een win-win? Zit er oprecht een overtuiging achter dat dit bijdraagt aan de doelen van duurzaam beleggen? Vinden deelnemers dit belangrijk? Of is het een verzameling van gelegenheidsargumenten? Ik kijk met spanning uit naar een volgend rapport. ■

*Alfred Slager*

#### Noten

- 1 Oktober 2004, <http://www.vbabeleggingsprofessionals.nl/service/vba-publicaties/5/institutioneel-duurzaam-vermogensbeheer-in-nederland.html>
- 2 2007. De gearriveerde toekomst - Nederlandse pensioenfondsen en de praktijk van verantwoord beleggen. Te vinden op [http://www.pensioenfederatie.nl/services/publicaties/Pages/De\\_gearriveerde\\_toekomst\\_Nederlandse\\_pensioenfondsen\\_en\\_de\\_praktijk\\_van\\_verantwoord\\_belekken\\_17.aspx](http://www.pensioenfederatie.nl/services/publicaties/Pages/De_gearriveerde_toekomst_Nederlandse_pensioenfondsen_en_de_praktijk_van_verantwoord_belekken_17.aspx)
- 3 Responsible Private Equity Investing' Window dressing or value creation?, 3 Juli 2014, Rosarium, Amsterdam, in samenwerking met CFA en CAIA.
- 4 Verslag Duurzaamheid en vastrentende waarden: sustainable duration? 11 mei 2012. <http://www.vbabeleggingsprofessionals.nl/platform/verslagen/814/duurzaamheid-en-vastrentende-waarden-sustainable-duration.html>
- 5 Zie bijvoorbeeld de bijeenkomst van het VBA op 12 April 2013. Van bommen tot bont – blijft die grens maar schuiven? <http://www.vbabeleggingsprofessionals.nl/platform/archief-bijeenkomsten/891/van-bommen-tot-bont-blijft-die-grens-maar-schuiven.html>