

Verantwoord beleggen – tijd om de kinderschoenen te ontgroeien!

Auteurs
Manuel Adamini en
Harry Hummels¹

Samenvatting:

Verantwoord beleggen heeft een vlucht genomen. Beleggers zeggen niet meer alleen wat ze niet willen, door controversiële bedrijven uit hun portefeuilles te weren. Ze hebben ook een mening wat ze wel verwachten en gaan daarover met ondernemingen het gesprek aan. De effectiviteit hiervan is alleen anekdotisch aangetoond, waarbij twee zaken opvallen. Ten eerste hebben beleggers vaak nog een beperkt beeld van de risico-rendementsimpact van maatschappelijke thema's op hun beleggingen. Door het verbeteren van het inzicht in de impact van hun activiteiten op het gebied van verantwoord beleggen neemt de kans toe dat met meer inzicht en verantwoordelijkheid zal worden gehandeld. Ten tweede zouden beleggers meer impact hebben als zij op meer gerichte en gestructureerde wijze samen zouden werken. Dat vereist echter de aanwezigheid van een heldere lange termijn visie van institutionele beleggers op hun maatschappelijke rol en opdracht. Het is aan besturen en directies van institutionele partijen om aan beide zaken invulling te geven. De veranderingen die in de afgelopen 20 jaar zijn gerealiseerd laten zien dat dat niet onmogelijk is.

Hoe kwamen we hier?

Met afschrikwekkende beelden van verminkte kinderen schudde Zembla de publieke opinie in maart 2007 wakker. Bij veel beleggers zullen die beelden nog scherp op het netvlies staan alsof ze gisteren werden uitgezonden. De boodschap was helder: clusterbommen en landmijnen moeten zo snel mogelijk de wereld uit. De ondernemingen die dit leed veroorzaakten dienen hun verantwoordelijkheid te nemen. En met hen degenen die het allemaal financieel mogelijk maakten door te investeren in

de productie van dit wapentuig: de institutionele beleggers zoals pensioenfondsen.

De ophef na Zembla was niet nieuw. Eens in de zoveel tijd vindt er in de wereld – en zeker in Nederland – een discussie plaats over maatschappelijk ongewenste investeringen. We herinneren ons de acties tegen apartheid in Zuid-Afrika in de jaren zeventig en tachtig, de kritiek op Shell in de jaren negentig na de dood van Ken Saro Wiwa of de Brent Spar. Recentelijk waren de investeringen in door Israël bezette gebieden voorpaginanieuws.

Naar aanleiding van de clustermunitiediscussie stelden de gezamenlijke Nederlandse pensioenfondsen, verenigd in de VB, UvB en OPF, een 'Praktische Commissie' in.² Het commissierapport 'De gearriveerde toekomst' (November 2007) heeft ertoe bijgedragen dat inmiddels vrijwel alle pensioenfondsen beleid voeren op het terrein van verantwoord beleggen. In sommige gevallen heeft verantwoord beleggen zijn weg gevonden in de *investment beliefs* van pensioenfondsen en is daarmee een van de vertrekpunten geworden van concreet beleid. Bij het operationaliseren van het beleid gebruiken de pensioenfondsen daarbij vaak de 10 uitgangspunten van de *United Nations Global Compact*³ als referentiekader. Bescherming van mensenrechten en het respecteren van internationaal recht spelen een belangrijke rol. Het logische gevolg van het hebben van een verantwoord beleggingsbeleid is het uitvoeren ervan en het afleggen van verantwoording daarover.

Waar staan we?

De kern van een verantwoord beleggingsbeleid wordt gevormd door een raamwerk van algemeen aanvaarde uitgangspunten en een aantal strategieën om invulling te geven aan die uitgangspunten. De keuze voor een strategie wordt veelal bepaald door de beleggingscategorie en de daaraan gekoppelde beïnvloedingsmogelijkheden. Uiteraard zijn ook de visie van de eindbelegger of de vermogensbeheerder maatgevend. De belangrijkste strategieën die we hier willen behandelen zijn uitsluiting van ongewenste gedragingen of activiteiten; engagement en het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen.

In het geval van uitsluiting weert de belegger een onderneming die om meerdere redenen niet voldoet aan de randvoorwaarden van het verantwoord beleggingsbeleid uit de portefeuille. In het geval van engagement (en het stemmen op vergaderingen) sluit hij de onderneming niet uit, maar gaat ermee

Harry Hummels (l)
Manuel Adamini (r)



in gesprek. Doel van dat gesprek is het bedrijf aan te sporen haar beleid en prestaties te verbeteren, om te voldoen aan internationale uitgangspunten, standaarden en richtlijnen.

Voor veel beleggers staat verantwoord beleggen nog steeds gelijk aan uitsluiting, wellicht omdat uitsluiting een eenduidige en relatief simpele handeling is. Het aandeel wordt verkocht, en daarmee is de kous af. Voor de belegger is het dan geruststellend te weten dat hij niet betrokken is bij schendingen van mensenrechten, de gevolgen van clusterbommen, corruptie, of ernstige milieuvervuiling. Het verandert evenwel niet de situatie voor de slachtoffers en – in een vrije kapitaalmarkt waarin voldoende kapitaal beschikbaar blijft – ook niet voor de uitgesloten ondernemingen. Hun toegang tot financiële markten verandert door uitsluiting niet, omdat het aantal beleggers dat controversiële bedrijven mijdt slechts marginaal is. De ondernemingen kunnen gewoon doorgaan met de door verantwoorde beleggers gewraakte praktijken. Pas als de groep uitsluitende aandeelhouders zo groot wordt dat de kapitaalkosten conform de wetten van de markt gaan oplopen, kan uitsluiting enig effect sorteren. Vooral nog is dat echter niet het geval.⁴

Welke discussies moeten we voeren?

Steeds vaker vragen institutionele beleggers zich daarom af of het niet beter bij hen past om het aantal uitsluitingen minimaal te houden en vooral gebruik te maken van de rechten waarover aandeelhouders beschikken. Wie zijn aandelen verkoopt verliest immers zijn recht en toegang om als aandeelhouder invloed uit te oefenen.

De dialoog met het bestuur kan een middel zijn om uitsluiting te voorkomen. SNS Asset Management is namens haar klanten al langere tijd in gesprek met het Canadese *Newmont Mining*. We maken ons zorgen over het lozen van mijnbouwafval in de diepzee en over de lekkage van gevaarlijke stoffen. Die zorgen werden weggenomen toen het bedrijf inzage bood in een zeer uitgebreide onafhankelijke milieueffectrapportage. We leerden dat het bedrijf conform internationale *best practice* standaarden handelt. Het bedrijf is door ons toedoen dus niet van gedrag veranderd, maar wij zagen dat het haar zaken beter op orde had dan van buiten zichtbaar was. Zonder dit inzicht hadden wij uitsluiting moeten overwegen.

Helaas gaat de dialoog niet altijd van harte en leidt deze ook niet altijd tot een positief resultaat. Vaak wordt de vragende partij beleefd ontvangen, waarbij het belang dat wordt gehecht aan het gesprek een directe afspiegeling is van de omvang van het kapitaal dat door de vragsteller wordt vertegenwoordigd. In veel gevallen is dat belang relatief klein. En zelfs in het geval de beleggers een significant belang vertegenwoordigen worden zij nog regelmatig aan het lijntje gehouden. Hoewel het niet met zoveel woorden wordt gezegd, is de boodschap helder: ‘Wie bent u eigenlijk om ons de maat te nemen?’ Een voorbeeld, dat in 2013 het NOS Journaal

haalde, was de uitsluiting door APG – de beheerder van ambtenarenpensioenfonds ABP – van de Amerikaanse retail-gigant Wal-Mart. Ondanks jarenlange gesprekken, zo berichtte het Journaal, zou het bedrijf niet bereid zijn om haar beleid en handhaving rondom vakbondsvrijheid te verbeteren. APG, de grootste belegger van Nederland en een van de toonaangevende spelers op het vlak van verantwoord beleggen in Europa en daarbuiten, besloot daarop haar belang in de onderneming van de hand te doen.

Of het vertrouwelijke gesprek met het ondernemingsbestuur nu wel of niet tot stand komt, de aandeelhouder heeft altijd het fundamentele recht op tijdig, accuraat en volledige informatie over de onderneming waarin wordt belegd. Het formele en voor elke aandeelhouder toegankelijke moment om die informatie te verkrijgen, en hierover een mening te geven, is de aandeelhoudersvergadering. Stemmen (en spreken) op aandeelhoudersvergaderingen is een basisrecht van de belegger. Vaak zijn de onderwerpen op de agenda van de aandeelhoudersvergadering, het verloop van de discussie en de balans van de uitgebrachte stemmen, aanleiding voor dit nadere gesprek. Dat gesprek kan echter ook plaatsvinden voorafgaand aan de vergadering van aandeelhouders. In sommige gevallen, zeker als bedrijf en belegger het niet met elkaar in vertrouwelijke sfeer eens kunnen worden, kunnen beleggers zelf agendaonderwerpen op de agenda van de aandeelhoudersvergadering zetten.

Een recent voorbeeld is oliegi-gigant Exxon Mobil. Beleggers, aangevoerd door de “Sisters of St. Dominic of New Jersey” en ondersteund door onder meer PGGM en F&C, vroegen om meer concrete en ambitieuze kwantitatieve doelstellingen voor de reductie van broeikasgasemissies. Het bedrijf was van mening al over voldoende robuust milieurisicomanagement en rapportage daarover te beschikken. Daarop agendeerde de groep beleggers het onderwerp ter bespreking op de aandeelhoudersvergadering eind mei 2014. Het is op moment van schrijven nog niet duidelijk op hoeveel steun deze motie van andere aandeelhouders kon rekenen, omdat nog niet alle stemmen geteld zijn. Alleen de publieke zichtbaarheid van het voorstel en de discussie daarover tijdens de vergadering kunnen al helpen om de druk op de onderneming te verhogen.

Gelukkig zijn er ook voorbeelden te noemen waar de (positieve) afloop al wel bekend van is. Vorig jaar pakte een goed afgestemde samenwerking van beleggers zo uit dat de bestuursvoorzitter van mijnbouwgi-gigant *Glencore-Xstrata* tijdens de aandeelhoudersvergadering gedwongen moest vertrekken. Door een enorm groot aantal stemmen tegen zijn herbenoeming, en de herbenoeming van drie andere bestuursleden, moest het bedrijf in zeer korte tijd het bestuur vernieuwen. Uit onderzoek blijkt dat aandeelhouders op deze manier hun ontevredenheid hebben duidelijk gemaakt over de beloningsafspraken met de Xstrata-bestuurders tijdens de fusie met Glencore. Beloningsbeleid en

–uitvoering staan in veel landen bovenaan de agenda van verantwoorde beleggers, en ook de media brengen er geregeld verslag over uit. Beleggers willen bekwame bestuurders voor ‘hun’ onderneming en ze naar prestatie belonen. Excessen wil men daarbij voorkomen.

Wat zien we nu al gebeuren?

Verondersteld dat de wil aanwezig is, veranderen kost tijd en vergt inspanning van alle betrokkenen. Een bedrijf dat erkent dat er een probleem is, dient beleid te ontwikkelen of het bestaande aan te passen, om het vervolgens te implementeren. Bij multinationale ondernemingen, complexe eigendomstructuren of ingewikkelde logistieke processen verdeeld over vele landen, kan dit een uitdaging vormen. Ook is het niet ongebruikelijk dat beleid na een testfase wordt bijgesteld en haar effectiviteit opnieuw onderzocht moet worden. Het is dan ook niet verrassend dat engagementtrajecten al snel meer dan een jaar en soms vele jaren in beslag nemen. De belegger moet al die tijd het bedrijf door specialisten met kennis van de sector en de relevante onderwerpen blijven volgen. Hij moet bereid zijn vele gesprekken in soms ver weg gelegen oorden te voeren.

Het zou dan ook efficiënter en ongetwijfeld effectiever zijn als partijen meer, vaker, en slimmer de krachten zouden bundelen. Enerzijds kunnen zij dan het werk onder elkaar verdelen. Anderzijds kunnen ze samen een grotere vuist maken. Een gecombineerde *engagement* door 20 grote beleggers met een significant aandelenbelang, is in de regel effectiever dan het verzoek om een gesprek door een enkele belegger.

Op dit moment werken beleggers veelal samen op *ad hoc* basis, rondom specifieke onderwerpen of gericht op specifieke bedrijven. Overigens liggen op dit vlak nog wel enkele uitdagingen te wachten. Beleggers vormen maar zelden grootschalige internationale allianties. Ze weten elkaar te vinden, maar hebben soms een voorkeur om binnen de eigen regio samen te werken. Ook hebben ‘de grote jongens’ nogal eens de neiging de samenwerking exclusief te houden. Er zijn echter bekende uitzonderingen daarop.

In Nederland is dat de belangenbehartiger van professionele beleggers *Eumedion*. Haar succes is te danken aan een duidelijke focus – Nederlandse bedrijven inzake *corporate governance* vraagstukken aanspreken – met een heldere organisatiestructuur en langjarige betrokkenheid van organisaties en hun deskundige afgevaardigden. Hetzelfde geldt voor de *Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB)*, mede door APG en PGGM in het leven geroepen. Hier werkt een groep van toegewijde wetenschappers, ondersteund door een deskundig bestuur, aan een voor beleggers concreet bruikbaar instrument. De ratings – en vooral de onderliggende analyses – geven aan hoe goed of slecht vastgoedondernemingen met duurzaamheid omgaan.

De *Principles for Responsible Investment* leveren een gemengd beeld op. Het aantal en de kwaliteit van de meer dan 1.250 *signatories* en het gigantische vermogen dat zij vertegenwoordigen (meer dan US\$ 34.000 miljard)⁵ is ronduit indrukwekkend. Dat verhuult echter niet dat de effectiviteit van de inspanningen vooralsnog marginaal is. De PRI heeft verantwoord beleggen *salonfähig* gemaakt, maar het wachten is op een aanpak die daadwerkelijk hout snijdt. De talloze werkgroepen leveren vaak niet meer op dan abstracte en voor de kenner weinig verrassende *guidance documents*. Al valt het niet hard te maken, de indruk bestaat dat talloze – vooral – *asset managers* veelal opportunistisch de uitgangspunten ondertekenen om niet het risico te lopen aantrekkelijke klanten te missen. Ondertekening is een *free ride* en biedt bovendien fraaie netwerk mogelijkheden. Het grootste succes van de PRI ligt wellicht daarin dat het transparantie onder haar leden bevordert. Ook sommige collectieve engagements via de *PRI Clearinghouse* – een soort online beurs waar beleggers elkaar kunnen zoeken en vinden om samen te werken – zijn succesvol, zeker daar waar een duidelijke focus aanwezig was. Voorbeelden zijn werkgroepen rondom de rechten van inheemse volkeren of schaliegas.

Een trend die we waarnemen is dat beleggers – gegeven de moeite die individueel maar ook collectief engagement van tal van bedrijven kost – hun aandacht verschuiven naar initiatieven die het gehele *operating environment* waarbinnen bedrijven werken beïnvloeden. Een belangrijke variabele ligt daarin bij de wet- en regelgever en toezichthouder. De stappen die hij neemt – zij het op gebied van het milieu, mensen- en arbeidsrechten, of *corporate governance* – zijn immers zelden vrijblijvend, en hebben impact op hele sectoren of sector-overkoepelende vraagstukken. Dat geldt in ieder geval in ontwikkelde industriële naties. In sommige opkomende economieën kan de aandacht van verantwoorde beleggers er ook op gericht zijn om het vermogen van instituties te versterken om een goed regelgevend raamwerk neer te leggen.

In veel Aziatische landen is het bijvoorbeeld lastig om met individuele bedrijven in gesprek te gaan. De eigendoms- en bestuursstructuren leiden er vaak toe dat de inspraak van beleggers beperkt is. Die beperkingen kunnen door taal- en cultuurbarrières voor buitenlandse partijen in de praktijk nog groter worden. In het Zuid-Koreaanse model van *Chaebol*, bijvoorbeeld, controleren families sinds generaties met elkaar verweven conglomeraten. Er is weinig vrij verhandelbaar aandelenkapitaal, en bedrijfsstatuten beperken de rechten verder. Ook in China gelden er belangrijke obstakels voor aandeelhoudersrechten. Chinese bedrijven worden vaak bestuurd op basis van een gestructureerd duaal bestuursmodel. Dat bestaat uit bestuursleden en vertegenwoordigers van grote (Chinese) aandeelhouders, meestal zonder commissies die verbonden zijn aan de raad van commissarissen. Er wordt slecht gerapporteerd, bestaande rapportages worden zelden vertaald, en de achtergrond van

genomineerden voor de raad van bestuur wordt zelden verschaft. Daarnaast is het nog veel gebruikelijker dan in veel Westerse markten dat verschillende aandelen verschillende stemrechten met zich meebrengen. Het *corporate governance* beginsel van 'one share, one vote' wordt dus veelal niet nageleefd. Beleggers komen daarom samen in de *Asian Corporate Governance Association (ACGA)*, die net als *Eumedion* in Nederland de dialoog tussen ondernemingen, toezichthouders, wet- en regelgevers en beleggers wil verbeteren. De ACGA beschikt over diepgaande kennis van de lokale marktomstandigheden en heeft functionarissen in dienst die uit de relevante cultuur- en taalgebieden afkomstig zijn.

Een nog gericht internationaal initiatief is dat van de *Sustainable Stock Exchanges*, mede voortgekomen uit de PRI en *UN Global Compact*. Het onderzoekt hoe aandelenbeurzen, gegeven hun markt-regulerende rol, met beleggers, toezichthouders en wet- en regelgevers samen kunnen werken om meer transparantie bij bedrijven rondom maatschappelijke prestaties te bevorderen. Negen grote beurzen wereldwijd, zoals NASDAQ en NYSE Euronext, naast een grote groep institutionele beleggers, werken hieraan mee.

Een mooi voorbeeld op sectorniveau is de *Extractive Industries Transparency Initiative (EITI)*. Voor de mijnbouw en olie- en gasindustrie, waar veel maatschappelijke en milieukwesties spelen, is de EITI een bijzonder gezaghebbend initiatief. EITI wil de transparantie in die sectoren verbeteren, zodat de vaak straatarme bevolking in landen met veel grondstoffen meer baat heeft bij die bodemschatten. Het is een multi-stakeholder initiatief waarin delfstofrijke landen, bedrijven, maatschappelijke belangengroepen en landen die transparantie willen ondersteunen, met elkaar samenwerken. Het doel is om op het hoogste niveau landen en bedrijven aan te zetten tot transparantie en het gevecht tegen corruptie. Beleggers, samen goed voor USD 20.000 miljard aan vermogen, zijn eveneens lid van EITI.⁶

EITI biedt de unieke mogelijkheid om *engagement* op overheids- en bedrijfsniveau samen te brengen. Zo hebben recentelijk institutionele beleggers, aangespoord door de EITI, bij de wet- en regelgevers in de grootste markten aangedrongen op een rapportageplicht voor de grondstoffensector. Meer dan 30 partijen met een gezamenlijk vermogen van bijna EUR 6.000 miljard stuurden een open brief aan de Amerikaanse beurswaakhond SEC, het Canadese ministerie voor de grondstoffensector en de Europese Commissie. De Canadese overheid gaf gedurende een (openbare) bestuursvergadering van de EITI in Abidjan in oktober 2013, en nogmaals in Oslo in februari 2014, aan dat de brief een belangrijke steun in haar rug was bij het vormgeven van passende wetgeving, die voor juni 2015 is aangekondigd. Europa en de VS zijn in een verder gevorderd stadium.

Waar gaat de reis heen?

Verantwoord beleggen kent diverse gezichten, zo gaven wij aan in deze bijdrage. Deze gezichten zijn de

uitdrukking van de ontwikkeling die het onderwerp in de afgelopen twee decennia heeft doorgemaakt. Veelal lag een maatschappelijke verontwaardiging ten grondslag aan het besef dat beleggers hun verantwoordelijkheid dienden te nemen voor de indirecte gevolgen van hun investeringsgedrag. Er is veel bereikt in de afgelopen jaren, maar een maatschappelijke of morele verontwaardiging reikt slechts zover als de beleggers bereid zijn zich op deze terreinen aan te laten spreken. In de regel is dat niet ver.

Om echt een stap voorwaarts te maken is vereist dat de zorgen om maatschappelijke of milieuthema's door beleggers zelf concreet worden vertaald in termen van een financiële kosten-baten analyse. Pas wanneer duidelijk wordt dat de financiële en niet-financiële aspecten materiële gevolgen hebben voor de belegger en de begunstigen, neemt de kans toe dat op basis van deze informatie met meer inzicht en verantwoordelijkheid zal worden gehandeld. Het is goed om vast te stellen dat veel beleggers sinds kort actief bezig zijn met 'ESG-integratie': het inbedden van ESG-factoren in risico- en rendements-gedreven beleggingsbesluitvorming. De impact en reikwijdte van ESG-integratie moet nog worden vastgesteld. Ook staat de vraag nog open of ESG-integratie leidt tot aantoonbaar betere beleggingsbeslissingen. Een tweede, wenselijke verbetering betreft inzicht in de interactie tussen beleggers en bedrijven omtrent het verloop van het engagementproces. Hoe kan de kans worden vergroot om op een effectieve wijze invloed uit te oefenen die in het belang is van de belegger en de onderneming? Over dit proces is nog maar weinig bekend. Maar wellicht de belangrijkste stap voorwaarts wordt gezet als besturen van institutionele beleggers gaan beseffen dat zij ook verantwoordelijk zijn voor de gevolgen van de (indirecte) effecten van hun beleggingsbeslissingen. Het vereist een lange termijnvisie op de betekenis van de rol van institutionele beleggers in de samenleving. De door ons genoemde EITI vormt een goed voorbeeld van een multi-stakeholder benadering waarbij duidelijk wordt dat beleggers een rol hebben in het vormgeven van een duurzame en verantwoorde samenleving. Het is vervolgens aan besturen en directies van de PRI ondertekenaars om daar concreet invulling aan te geven. De veranderingen die in de afgelopen 20 jaar zijn gerealiseerd laten zien dat dat niet onmogelijk is. ■

Noten

- 1 De auteurs zijn als Head of ESG-research en Managing Director Impact Investing werkzaam bij SNS Asset Management.
- 2 Een van de auteurs van dit artikel, Prof.Dr. Harry Hummels, fungeerde als voorzitter van de commissie.
- 3 Zie <http://www.unglobalcompact.org/AboutTheGC/TheTenPrinciples/index.html> voor een lijst van en uitleg over de tien principes.
- 4 Onderzoek – zoals het bijvoorbeeld Eurosif regelmatig uitvoert – leert dat het aandeel 'verantwoord beleggen' uit de totale globale vermogensbeheermarkt van USD 90 biljoen daarvoor veel te klein (hoe hard dat kleine aandeel gedurende de laatste jaren ook is gegroeid).
- 5 Zoals als actueel weergegeven op <http://www.unpri.org/about-pri/about-pri/>, opgezocht in juni 2014.
- 6 Een van de auteurs van dit artikel, Manuel Adamini, is lid van het bestuur van de EITI.