

# Verantwoord beleggen 3.0: impact duurzaamheid op én van de beleggingsportefeuille

**Pensioenfondsen zijn bij uitstek langetermijnbeleggers en geïnteresseerd in zowel een beter begrip van de risico's en kansen van duurzaamheid op de beleggingsportefeuille als de leefbaarheid van de wereld van hun deelnemers, nu en op het moment dat zij hun pensioen ontvangen. De verantwoordelijkheden en interesses van pensioenfondsen schuiven, zo ook de interesses en verwachtingen van belanghebbenden in het handelen van pensioenfondsen. Verantwoord beleggen 3.0 gaat over zowel de impact van duurzaamheid op de beleggingsportefeuille (als beleggingsrisico of -kans) als de impact van de beleggingsportefeuille op duurzaamheid en een duurzame ontwikkeling van de wereld (zowel positieve als negatieve impact).**

De financiële crisis van 2008, de Covid-crisis van vandaag en de klimaatcrisis van morgen maken zichtbaar dat er grote systematische risico's zijn voor beleggers en mensen en dat de maatschappij verwacht dat institutionele beleggers die risico's begrijpen en mitigeren, alsook een bijdrage leveren aan het voorkomen van dergelijke risico's en/of het bieden van oplossingsrichtingen. Dit is zichtbaar in (semi)wettelijke initiatieven, verwachtingen van deelnemers en het groeiende aanbod van oplossingsrichtingen voor institutionele beleggers. Het bijdragen door beleggers aan die duurzamere wereld kan een doel op zichzelf zijn, maar is ook nodig voor het genereren van goede beleggingsresultaten op de lange termijn.

## ■ VERANDERENDE OMGEVING

De financiële crisis van 2008 heeft een kentering betekend in de aandacht van onder andere wetgevers en toezichthouders op de rol en verantwoordelijkheden van actoren in de financiële sector, waaronder

pensioenfondsen. De impact van het gedrag van financiële actoren op de reële economie bleek desastreus. Meer regulering was nodig om nieuwe financiële crises te voorkomen. Daarmee kwam er ook meer aandacht voor de rol van de financiële sector bij het realiseren van een duurzame ontwikkeling. Het EU-actieplan duurzame financiering en ook het DNB Platform Duurzame Financiering zijn zichtbare elementen van die ontwikkeling. Zo is er een Green Bond standaard ontwikkeld en is dit jaar de Europese taxonomie voor duurzame activiteiten vastgesteld. De Nederlandse pensioenfondsen hebben zich verbonden aan het IMVB-convenant en het Nederlandse Klimaatakkoord, en de richtlijn voor aandeelhoudersbetrokkenheid is wettelijk verankerd. Deze lijst is zeker niet volledig en het zal hier ook niet bij blijven. De aandacht voor en verwachtingen van de financiële sector – en ook pensioenfondsen – is alsmaar toegenomen en zal alleen maar verder groeien.

## Financiële crisis

De financiële crisis was uiteraard niet alleen een risico voor de reële economie. In toenemende mate is deze sector zich bewust van de impact van dergelijke systeemrisico's op de financiële prestaties en het eigen bestaan als actor binnen die sector. De financiële sector heeft een eigen verantwoordelijkheid voor het eigen handelen en het effect daarvan op het ver-



**Marcel Jeucken**  
Dr. M.H.A. Jeucken is  
directeur van SustFin BV

**De financiële sector heeft een eigen verantwoordelijkheid voor het eigen handelen en het effect daarvan op het vergroten of juist minimaliseren van systeemrisico's**

groten of juist minimaliseren van systeemrisico's. Het bewustzijn is gegroeid dat dit niet beperkt blijft tot financiële systeemrisico's, maar dat het ook om duurzaamheidssysteemrisico's gaat. Daardoor is de positieve impact die de financiële sector ook kan hebben, zichtbaarder geworden. Overigens heeft een deel van de financiële sector zich dit vóór de financiële crisis ook al gerealiseerd en zich gericht op het verminderen van de risico's en het grijpen van financiële of commerciële kansen die duurzaamheid bood. Maar de financiële crisis heeft dit wel in een stroomversnelling gebracht voor de gehele financiële sector.

Verdere versnelling komt van het steeds grotere inzicht in de niet-duurzame ontwikkeling van de wereld, de aanstaande klimaat- en biodiversiteitscrisis en de grote ongelijkheid in de wereld. De lancering van de Sustainable Development Goals (SDG's) en het klimaatakkoord van Parijs, beide in 2015, zijn belangrijke mijlpalen in die ontwikkeling. Dit loopt redelijk gelijk op met de sterk toegenomen aandacht onder institutionele beleggers voor verantwoord beleggen, het besef dat dit onderdeel is van de fiduciaire taak en de toegenomen verwachtingen op verantwoord beleggen van deelnemers, klanten en de bredere maatschappij. Deze ontwikkeling is onder meer te herkennen in het enorm gegroeide aantal ondertekenaars van de Principles for Responsible Investment (PRI) wereldwijd, de media-aandacht voor verantwoord beleggen en het zeer sterk toegenomen aanbod van producten en fondsen voor verantwoord beleggen, eveneens wereldwijd.

### **Covid-19: nieuw systeemrisico**

Covid-19 is een nieuw systeemrisico, zowel in zijn directe impact op mensen en de economie, als in zijn consequenties op langere termijn. De 'lockdowns' zijn noodzakelijk gebleken en hebben diepe sporen nagelaten in de economie en binnen specifieke sectoren

## **Een analyse van Covid-19 herstellepakketten over de gehele wereld laat een overduidelijke beweging richting vergroening zien**

in het bijzonder. In menige sector was krimp te zien, maar er waren ook sectoren met groei, soms zelfs flinke groei. Een analyse van herstellepakketten over de gehele wereld laat een overduidelijke beweging richting vergroening zien. Waar de eerste pakketten vooral op pijnverlichting zaten, laten de langeretermijnpakketten en plannen een duidelijke beweging richting vergroening zien (met uitzondering van de steunpakketten voor de luchtvaart).<sup>1</sup>

Covid-19 heeft daarmee niet alleen impact op de groei van de economie, maar ook op de aard van die groei. Hoe het virus zich ontwikkelt en hoe de maatschappij daarop reageert, is deels nog onbekend. Voor een

belegger betekenen deze onzekerheid, samen met het effect van de lockdowns en het karakter van de herstellepakketten, risico's en kansen op de portefeuille. Maar ook van de portefeuille; de belegger kan immers maatregelen van ondernemingen die negatieve impact op mens en milieu hebben, tegengaan en het mobiliseren van kapitaal voor duurzaam herstel stimuleren (via engagement en lobby). Ook kan hij duurzaam herstel mede mogelijk maken via het zelf verstrekken van kapitaal (direct of in de vorm van bijvoorbeeld 'blended finance').

### **■ VERANDERENDE VERANTWOORDELIJKHEID**

De afgelopen twee decennia zijn institutionele beleggers zich in toenemende mate gaan realiseren dat ontwikkelingen op het gebied van milieu, sociaal en goed ondernemingsbestuur – de zogenoemde ESG-factoren – een risico en als gevolg van dat inzicht ook een kans zijn voor de beleggingsportefeuille. Vooral de laatste jaren is er veel meer aandacht gekomen voor de impact van het handelen en niet-handelen van institutionele beleggers op de wereld en op duurzaamheid in het bijzonder.

De toegenomen verantwoordelijkheid van beleggers was eerst een voornamelijk financiële afweging. Het beleid en de intentie van de belegger kon wel breder zijn, maar de implementatie van dat beleid betekende toch vooral het meewegen van die ESG-factoren die financieel materieel waren. Als een ESG-risico wel bestond maar goed gemanaged werd of ingeprijsd was, hield de bemoeienis van die belegger veelal op. Niet alle ESG-risico's van de maatschappij vonden daarmee hun weg naar de belegger. Toch werd hier en daar ook wel rekening gehouden met ESG-factoren die niet direct pasten in deze beweging naar integratie van financieel materiële ESG-factoren. Soms was dit een intrinsieke motivatie vanuit het pensioenfonds om een 'maatschappelijke verantwoordelijkheid' te voelen en te nemen, maar vaak ook was het ingegeven ter voorkoming van reputatieschade. Wat dat betreft was een aflevering van het tv-programma Zembla uit 2007 voor veel pensioenfondsen een belangrijk kantelpunt. In de praktijk betekende dit veelal het uitsluiten van bepaalde producten en/of activiteiten van belegging. Die uitsluitingen betroffen veelal niet meer dan 0,5-1% van de totale portefeuille. ESG-integratie en ook actief aandeelhouderschap werden ingezet op de hele beleggingsportefeuille, eerst vooral beursgenoteerde aandelen, later ook andere beleggingscategorieën. Deze integratie was vooral financieel ingegeven. Dit kon ook een positieve maatschappelijke impact opleveren, maar dit was vooral bijvangst en niet zozeer doel. De focus op financieel kon zelfs betekenen dat een juiste integratie van ESG-factoren tot negatieve impact voor de maatschappij leidde. Zolang maatschappelijke impact niet

1 Zie <https://www.carbonbrief.org/coronavirus-tracking-how-the-worlds-green-recovery-plans-aim-to-cut-emissions> en <https://www.smithschool.ox.ac.uk/publications/wpapers/workingpaper20-02.pdf>

is ingeprijsd, kan dit een uitkomst zijn. Geld is conceptueel gezien in deze fase eigenlijk nog vooral volgend op wat er in de wereld gebeurt.

### Nieuwe instrumenten

Naarmate het inzicht groeide dat ESG-integratie in zijn zuiverste vorm wellicht niet meer duurzaamheid opleverde, waren nieuwe instrumenten nodig. Impactbeleggen is daar een belangrijke verschijningsvorm van. Met impactbeleggen wil de institutionele belegger zowel een regulier financieel rendement als een positieve impact op duurzaamheid realiseren. Bij pensioenfondsen betreft dat gemiddeld genomen tussen de

## Bij de financiële sector is het besef toegenomen van zijn rol bij de maatschappelijke uitdagingen waar de wereld in termen van duurzaamheid voor staat

0-10% van het totaal beheerde vermogen. Het denken over impactbeleggen heeft mede bijgedragen aan het toegenomen besef binnen de financiële sector van zijn rol bij de maatschappelijke uitdagingen waar de wereld in termen van duurzaamheid voor staat. Geld is daarmee niet langer slechts volgend, maar ook sturend. Het besef dat geld sturend is, brengt verantwoordelijkheid met zich mee. Verantwoordelijkheid om in het beleggingsbeleid en de beleggingsportefeuille ook te kijken naar de uitkomsten van de beleggingsactiviteiten – selectie, actief aandeelhouderschap en niet-selectie – op de wereld en op duurzaamheid, voor het *volledige* beheerde vermogen.

Voor dit laatste zijn de Sustainable Development Goals van de Verenigde Naties een breed erkende set van doelstellingen voor positieve duurzaamheidsimpact. Het Akkoord van Parijs is een concrete aanvulling daarop met betrekking tot het beperken van de opwarming van de aarde tot idealiter niet meer dan 1,5 graad en maximaal 2 graden Celsius. Het bijdra-

gen aan die doelen stelt beleggers ook weer in staat op langere termijn goede beleggingsresultaten te behalen. Of andersom gesteld: het niet behalen van die doelstellingen kan een wereld opleveren waarin het behalen van goede beleggingsresultaten niet mogelijk is. Vanuit een andere dimensie van bredere waardecreatie kun je je ook afvragen hoeveel je pensioenrendement waard is in een onleefbare wereld. Of hoe mooi het zou zijn als je naast een goed pensioen ook hebt kunnen bijdragen aan een duurzamer wereld. Dit breder waardebegrip is de kern van de toegenomen verwachtingen van pensioenfondsen die nu zichtbaar wordt en richtinggevend is voor de nabije toekomst en van verantwoord beleggen 3.0.

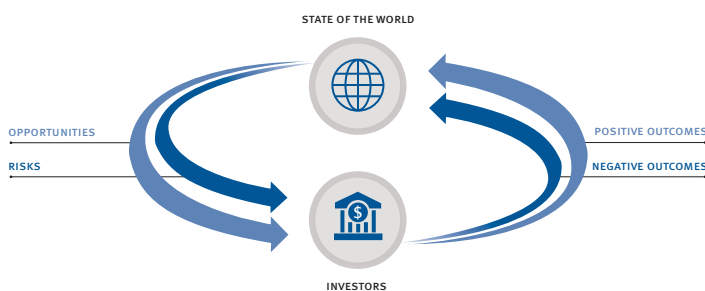
Schematisch kan dit worden weergegeven als in figuur 1. Waar ESG-integratie vooral vanuit duurzaamheid en de staat van de wereld kijkt naar de impact op de beleggingsportefeuille, gaat het bij de 'reële-wereld-uitkomsten' om de impact van de beleggingsportefeuille (beleggingskeuzes) en beleggingsactiviteiten (engagement) op duurzaamheid. Deze impact van de beleggingen kan intentioneel zijn of bijvangst, en die bijvangst kan bewust of onbewust zijn. Om de impact te begrijpen is inzicht en analyse nodig. Niet veel anders dan wat nodig was aan het begin van de fase van het begrijpen en managen van ESG-risico's. De beide zijden van dit diagram staan in continue wisselwerking met elkaar. Het verschil tussen impact op en impact van de beleggingsportefeuille is ook onderdeel van de 'EU sustainable finance disclosure regulation' die vanaf 2021 van toepassing is op de financiële sector en laat zien dat ook wetgeving zich ontwikkelt op het terrein van de uitkomsten op de reële wereld en de rol van de financiële sector daarin.

### ■ EEN RAAMWERK VOOR BELEGGEN MET SDG-UITKOMSTEN

Ook de PRI heeft deze handschoen opgepakt en zich gerealiseerd dat verantwoord beleggen moet doorevoluteren van zuivere ESG-integratie naar het vergroten van de positieve impact van de beleggingen van haar leden op duurzaamheid en het verminderen van de negatieve impact op duurzaamheid. Haar rapport 'Investing with SDG Outcomes' uit 2020 legt hier de basis voor.<sup>2</sup> De PRI stelt een raamwerk voor dat bestaat uit vijf delen waarop beleggers vorm kunnen geven aan het behalen van de SDG's in 2030 en de doelstellingen van het klimaatakkoord van Parijs. De PRI neemt daarbij de OECD-richtlijnen voor multinationale ondernemingen en de VN-richtlijn voor mensenrechten en ondernemingen (UNGP) als basis voor het verminderen van de negatieve impact van de beleggingen. Dit is ook exact de basis van het IMVB-convenant (Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen), dat een overgrote meerderheid van de Nederlandse pensioenfondsen eind 2018 heeft getekend. Dit zijn twee werelden (SDG en IMVB) die op deze wijze bij elkaar komen.

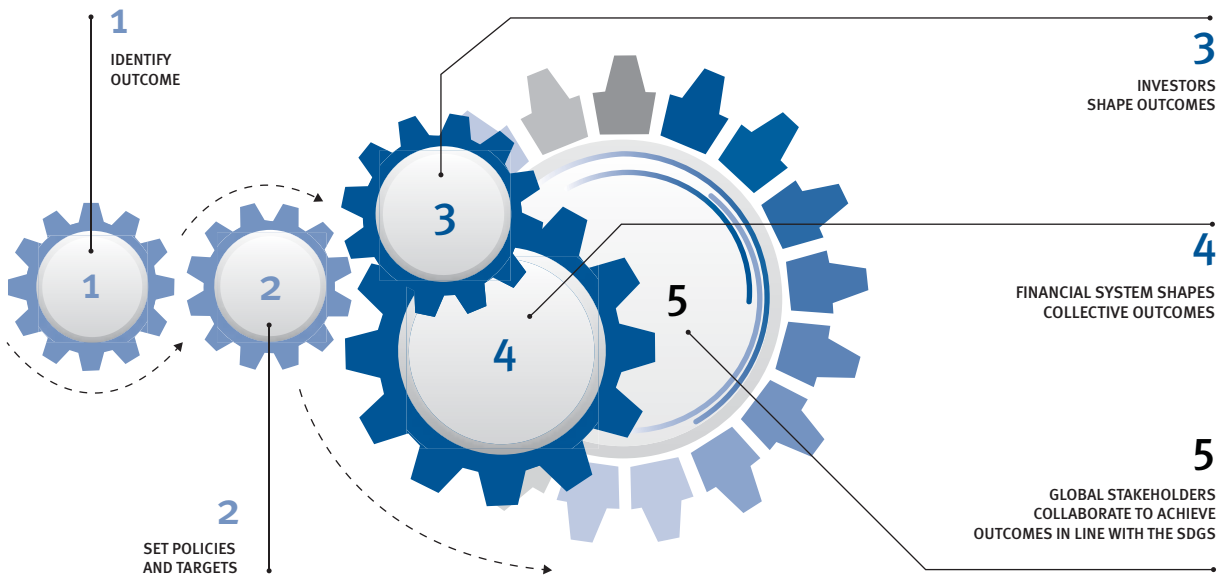
Het raamwerk in figuur 2 kan beleggers helpen de uitkomsten op duurzaamheid van hun beleggingen en beleggingsactiviteiten te begrijpen en verder vorm te geven. Dit raamwerk licht ik hierna verder toe.

**Figuur 1: Continue relatie tussen de impact van duurzaamheid op én van de portefeuille**



Bron: PRI (2020), Investing with SDG outcomes – A five-part framework, auteurs: M. Jeucken, S. Whitley, N. Fabian.

**Figuur 2: Raamwerk voor sturen op SDG-uitkomsten van beleggers**



Bron: PRI (2020), Investing with SDG outcomes – A five-part framework, auteurs: M. Jeucken, S. Whitley, N. Fabian.

### 1. Identificeer uitkomsten

Waar met traditionele ESG-analyses en met onderzoek en engagement gericht op grote schendingen van de Global Compact van de VN, beleggers al een deel van de positieve en negatieve impact van de portefeuille in kaart weten te brengen, betreft dit veelal slechts nog een deel van de portefeuille en kan deze analyse onvolkomen zijn. Bepaalde impact heeft geen plek in ESG-analyses, de analyses richten zich alleen op negatieve, dan wel positieve impact, of alleen op de operatie en processen van ondernemingen waarin wordt belegd en niet tevens op

## Inzicht en analyse is nodig van alle negatieve en positieve impact over de gehele beleggingsportefeuille, van de bewuste en onbewuste impact

hun producten. Om te kunnen sturen op die impact is inzicht en analyse nodig van alle negatieve en positieve impact over de gehele beleggingsportefeuille, van de bewuste en onbewuste impact, en voor de processen en producten van entiteiten waarin wordt belegd. Dit vereist aandacht en data. Sommige beleggers zijn al bezig met het in kaart brengen van waar zij positieve impact op de wereld hebben. De Sustainable Development Investments taxonomy en platform van APG en PGGM is daarin een belangrijk initiatief om de *positieve* bijdrage van de beleggingsportefeuille op de SDG's in kaart te brengen.<sup>3</sup> Met IMVB zullen Nederlandse pensioenfondsen zelf of

via hun externe managers de *negatieve* impact op de thema's van de OECD-richtlijnen en UNGP's in kaart brengen. Aanvullende analyses op de gehele set SDG's zullen nodig zijn om volledig te zijn. Uiteindelijk kan deze analyse het mogelijk maken om alle strategieën en fondsen te plotten op twee assen: de mate van (ongemanagede) ESG-risico's en de mate van positieve of negatieve impact op de SDG's (zie figuur 3).

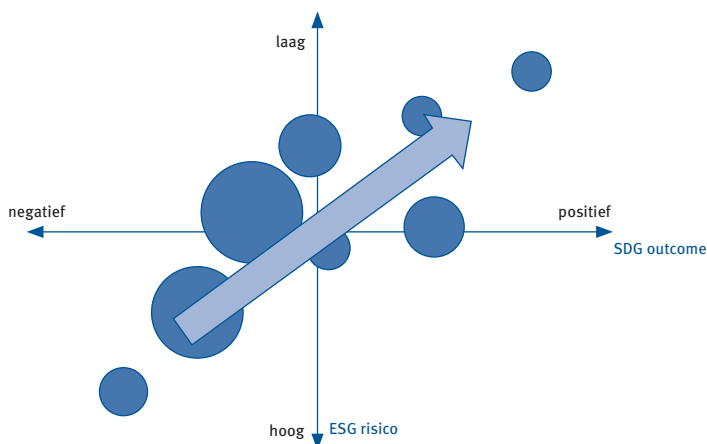
### 2. Stel beleid en doelstellingen op uitkomsten vast

In het 2e deel van het raamwerk bewegen beleggers van de identificatie en het begrip van (onbewuste) positieve en negatieve impact van hun beleggingsactiviteiten naar bewuste keuzes en beleid om die impact te veranderen (meer positieve en minder negatieve impact). Omdat de impact op veel duurzaamheidsvraagstukken onderlinge verbanden kent, bijvoorbeeld klimaatverandering en waterschaarste of voedselzekerheid en armoede, zullen beleggers over alle beleggingen en alle SDG's heen moeten kijken en moeten bepalen waar de belangrijkste impact zit die ze *kunnen* beïnvloeden. In dialoog met deelnemers van pensioenfondsen en andere belanghebbenden kan worden bepaald waarop een pensioenfonds impact *wil* hebben. Beleid en doelstellingen kunnen vervolgens worden geformuleerd om de beleggingsportefeuilles te verschuiven op de assen ESG-risico en SDG-impact (zie figuur 3).

2 De PRI spreekt over 'outcomes'. Iedere belegging heeft een outcome. De PRI gebruikt het Engelse 'impact' als de verandering in die outcome zoals vormgegeven door de belegger. Omwille van de leesbaarheid wordt in dit artikel uitkomst gehanteerd voor 'outcome' en impact voor zowel 'outcomes' als 'impact'.

3 <https://www.sdi-aop.org/>

**Figuur 3: Identificeren, doelen stellen en vormgeven van verantwoord beleggen 3.0**



Bron: SustFin.eu

### 3. Geef sturing aan de gewenste uitkomsten binnen de eigen beleggingsportefeuille

In het 3e deel van het PRI-raamwerk geven institutionele beleggers zelfstandig vorm aan het beleid en de doelstellingen om te sturen op impact op de gehele beleggingsportefeuille. Onderdeel daarvan is het bieden van transparantie over de bereikte resultaten, middels rapportage en externe communicatie. Stappen die beleggers kunnen zetten zijn: ESG-integratie toepassen op alle beleggingscategorieën, ESG- en SDG-integratie toevoegen aan strategische asset allocatie (bijvoorbeeld stresstesten of scenario-analyses op klimaat), doelstellingen formuleren voor impactbeleggen of Sustainable Development Investments, de integratie van IMVB in alle beleggingsstrategieën, het richten van engagement op SDG-impact, het versterken van samenwerking met andere beleggers, het geven van expliciete opdracht aan externe managers en dienstverleners om de negatieve impact op duurzaamheid te minimaliseren en de positieve impact te vergroten, en ten slotte het meten van de bijdrage aan SDG-uitkomsten in reële termen (CO<sub>2</sub>, mensenlevens, m<sup>3</sup> water, kilogram voedsel, etc). De portefeuilles en beleggingsstrategieën bewegen hiermee naar rechtsboven in figuur 3.

### 4. Werk samen met anderen in de financiële sector in de sturing van de gewenste impact

Deel 4 gaat in op de bijdrage van het financiële systeem. Het vormgeven van impact in overeenstemming

met de SDG's op het niveau van het financiële systeem vindt plaats door zowel de optelsom van acties van individuele beleggers – de aggregatie van deel 3 – als van collectief handelende beleggers, ook samen met andere actoren in de financiële sector, zoals kredietbeoordelaars, indexaanbieders, banken, verzekeraars en multilaterale financiële instellingen. Collectieve vormen van engagement tussen beleggers met ondernemingen, aanbieders van financiële producten, toezichhouders en overheden is een mogelijke manier om als pensioenfondsen op dit niveau de impact op de SDG's vorm te geven. Lidmaatschap van netwerkorganisaties als PRI, IIGCC en Eumedion draagt hier ook aan bij.

### 5. Werk samen met anderen binnen en buiten de financiële sector

Deel 5 van het PRI-raamwerk erkent dat geen enkele actor de SDG's kan realiseren in isolement; samenwerking tussen verschillende belanghebbenden is nodig. De financiële sector, het bedrijfsleven, overheden, wetenschap, media, consumenten en burgers spelen ieder een eigen rol en zullen door samenwer-

## Geen enkele actor kan de SDG's realiseren in isolement; samenwerking tussen verschillende belanghebbenden is nodig

king en collectiviteit uiteindelijk het bereiken van alle SDG's haalbaar moeten maken. Het zogenoemde Diepe Spoor van het IMVB-convenant waarin pensioenfondsen, ngo's, vakbonden en de overheid met elkaar samenwerken in concrete engagementen met ondernemingen, zijn een mooi voorbeeld van de benodigde nieuwe samenwerkingsvormen. Ook vormen van 'blended finance', waarbij overheden of multilaterale banken een specifiek risico nemen ('first loss') en informele beleggers of charitatieve instellingen een ander specifiek risico nemen (lager renderend), kunnen nieuwe vormen van financiering mogelijk maken die voor pensioenfondsen moeilijk financierbare SDG's toch belegbaar maken. ●