

Kan impactbeleggen het belang van pensioen-deelnemers dienen?

Moeten pensioenfondsen zich bezighouden met het behalen van maatschappelijk rendement? Een actueel vraagstuk waar ook de binnen- en buitenlandse politiek zich van tijd tot tijd mee bemoeit.

Sceptici geloven dat pensioenfondsen zich alleen maar moeten bezighouden met het behalen van financieel rendement. Het nastreven van impact is niet in het belang van de deelnemer en zou alleen maar afleiden van het hoofddoel. Is deze kritiek terecht? Daar kan je op z'n minst over twijfelen. Naast een goede oudedag stellen veel pensioen-deelnemers het namelijk ook op prijs als maatschappij en milieu op pensioendatum in goede staat verkeren. Of dat hun kleinkinderen ook in een leefbare wereld opgroeien. Deze deelnemers zullen het juist op prijs stellen dat hun pensioenfonds bij het nemen van beleggingsbeslissingen wel degelijk rekening houdt met de positieve of negatieve maatschappelijke impact ervan.

In het kort:

- ESG-beleggen heeft een enorme groei doorgemaakt, maar veel duurzame beleggers willen meer: positieve maatschappelijke impact maken.
- Volgens tegenstanders gaat impactbeleggen ten koste van het rendement.
- Pensioendeelnemers hebben inspraak in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen.
- Naast een goed pensioen is voor veel mensen de staat van milieu en maatschappij bij pensionering ook erg belangrijk.
- Daarbij hebben pensioenfondsen de ruimte om rekening te houden met de beleggingswensen van pensioendeelnemers, financieel en niet-financieel.

AUTEURS



Marijn Jansen
Investment Solutions Specialist



Frank Wagemans
Specialist Maatschappelijk Verantwoord Beleggen

De opkomst van duurzaam beleggen

Traditioneel duurzaam beleggen, ook wel bekend als ESG-beleggen, houdt in dat beleggers in hun keuzes rekening houden met zaken als mensenrechten, arbeidsnormen, natuur en milieu, gezondheid en klimaatverandering. Deze vorm van beleggen heeft de afgelopen jaren een enorme groei doorgemaakt.

Eind 2022 was er wereldwijd ongeveer voor \$30 biljoen in ESG-strategieën belegd¹. Dat komt grofweg overeen met een kwart van alle beleggingen. Vooral het uitsluiten van 'foute' bedrijven en het meenemen van ESG-informatie om het risicorendementsprofiel te verbeteren, zijn populair.

Ondanks de enorme toename van duurzame beleggingen is deze groei nog altijd onvoldoende om de wereldwijde ESG-problemen op te lossen. Zo



rapporteerde de VN afgelopen april in het 2024 Financing for Sustainable Development Report² dat de groei van duurzame investeringen voor met name de ontwikkelingslanden onvoldoende is om de 2030 Agenda for Sustainable Development te kunnen financieren.

Van ESG-beleggen naar impactbeleggen

Daarbij komen ook steeds meer beleggers tot de conclusie dat het simpelweg verhogen van de allocatie naar traditionele ESG-beleggingen niet leidt tot de benodigde positieve veranderingen in de reële economie. Daarom zijn deze beleggers steeds meer geïnteresseerd in het vergroten van de impact van hun beleggingen via impactbeleggen.

Het Global Impact Investing Network (GIIN) definieert impactbeleggen als het financieren van activiteiten en projecten met de intentie om naast een financieel rendement ook een positieve, meetbare sociale en ecologische impact te genereren. Zeker Nederlandse pensioenfondsen lijken met hun collectieve vermogens, kennis en kunde uitstekend gepositioneerd om zo op een gecontroleerde wijze bij te dragen aan een duurzamere wereld.

Tegenstanders van impactbeleggen

Daar is niet iedereen van overtuigd. Zo komt in de discussie over het nut van impactbeleggen steeds meer de vraag naar voren of het nastreven van impact niet schuurt met de doelstelling van pensioenfondsen om in de eerste plaats een goed rendement te behalen voor een koopkrachtig pensioen van hun deelnemers.

Binnen conservatieve kringen in de Verenigde Staten bestaat een stroming die iedere vorm van ESG- of impactbeleggen zelfs beschouwt als een schending van de fiduciaire verantwoordelijkheid van pensioenfondsen. Dit heeft inmiddels zelfs geleid tot rechtszaken die tot op heden weinig succesvol bleken^{3 4}.

Het was wachten op het moment dat vergelijkbare geluiden ook in eigen land zouden klinken. Die kwamen. Het meest recente voorbeeld is de motie Aartsen in de Tweede Kamer begin juni om meer maatregelen te nemen tegen zogenoemd “activistisch of ideëel” beleggen”, omdat “sommige pensioenfondsen een activistisch beleggingsbeleid voorstaan en ideële uitgangspunten soms meer leidend laten zijn dan rendement voor een koopkrachtig pensioen”.

De meerderheid van de Kamer stemde voor. Het is daarom niet meer dan begrijpelijk dat pensioenfondsbestuurders zich nu afvragen of impactbeleggen de juiste weg is.

De weerstand tegen ESG- en impactbeleggen gaat vooral uit van de mening dat het mogelijk accepteren van lagere rendementen in ruil voor positieve impact in strijd is met het uitgangspunt dat bedrijven uitsluitend moeten kiezen voor winstmaximalisatie. Alleen wetgeving en risicomanagement mogen in deze gedachtegang beperkende factoren zijn. Bedrijven zouden zich moeten toeleggen op het maximaliseren van aandeelhouderswaarde in de vorm van marktwaarde, zo betoogde Milton Friedman⁵ al in 1970. Als bedrijven zich volledig focussen op het maximaliseren van aandeelhouderswaarde, dan kan de belegger zelf bepalen hoeveel impact zij wil maken door een deel van de beleggingswinst te schenken aan liefdadigheid, zo is de gedachte.



Los van het feit dat er grote verschillen zijn in de effectiviteit van goede doelen⁶, kunnen de negatieve externaliteiten van bedrijfsvoering vaak niet gecompenseerd worden via liefdadigheid of overheidsingrijpen⁷. Voorkomen is ook in dit geval beter dan genezen. Ter illustratie: een bijenkolonie die verdwijnt door de schadelijke activiteiten van een firma in Spanje, wordt niet gecompenseerd door een donatie voor de bestrijding van de Amerikaanse rivierkreeft in Nederland.

Minder pensioengeld voor een betere wereld?

Een ander belangrijk argument vóór impactbeleggen is dat pensioendeelnemers wel degelijk voorkeuren kunnen hebben op het gebied van ESG en impact. Zij begrijpen dat de staat waarin het milieu en de maatschappij na pensioendatum verkeren in belangrijke mate bepalend zijn voor hun oude dagbeleving. Er is dus veel voor te zeggen dat het ook in het belang van pensioendeelnemers is dat het beleggingsbeleid rekening houdt met mogelijke schade van economische activiteiten op de lange termijn.

Dat beleggers ESG-voorkeuren hebben en eventueel zelfs bereid zijn om daarvoor voor te betalen is in de wetenschap een redelijk geaccepteerd fenomeen^{8 9 10}. Ook in de praktijk zien we hier regelmatig bewijs van. Denk aan consumenten die meer willen betalen voor biologische producten. Uit onderzoek door Deloitte (2021)¹¹ blijkt bijvoorbeeld dat meer dan 70% van de Europese consumenten bereid is om minstens 5% meer te betalen voor biologische voedingsmiddelen, voedingsmiddelen die duurzaam en lokaal zijn geproduceerd, en voor fair trade producten.

Pensioenfondsen hebben ruimte

Indien we kunnen vaststellen dat deelnemers ESG- en impactvoorkeuren hebben, dan is het deelnemersbelang er dus mee gediend als die voorkeuren worden meegenomen in het beleggingsbeleid. Ook toezichthouder DNB benadrukte onlangs nog dat de huidige pensioenwet aan pensioenfondsen de ruimte biedt om andere doelstellingen dan louter rendement na te streven, zolang dit in het belang is van de deelnemers¹².

Artikel 135 van de Pensioenwet stelt dat een pensioenfonds een beleggingsbeleid voert dat in overeenstemming is met de prudent-person regel (PPR). Volgens DNB houdt dat in dat “pensioenfondsen beleggen in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden. In wet- en regelgeving is hieraan een nadere invulling gegeven. Maar er blijft uitdrukkelijk sprake van een open norm: de verantwoordelijkheid om een beleggingsbeleid te voeren in overeenstemming met het prudent person beginsel ligt bij het pensioenfonds.”¹³

Ook de UN PRI, de belangrijkste voorvechter van verantwoord beleggen, is opgevallen dat de PPR in dit opzicht wel wat verduidelijking kan gebruiken.

Het heeft daarom in 2022 een aantal belangrijke aanbevelingen gepubliceerd om Europese Pensioenwetgeving (IORPII) op het gebied van impact en de interpretatie van de PPR te verbeteren¹⁴:

- Verduidelijken wanneer impactdoelstellingen onder het prudent person principe moeten en kunnen worden meegenomen.
- Impactdoelstellingen explicieter meenemen in de definitie van deelnemersbelang.
- Opnemen dat pensioenfondsen informatie moeten ophalen over de voorkeuren van deelnemers op het gebied van impact.
- Het verduidelijken van de relatie tussen financiële en ESG-doelstellingen.

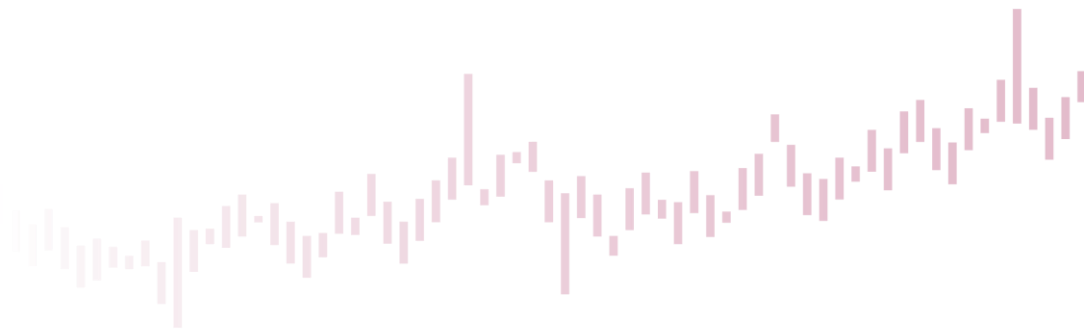
Wet- en regelgeving lijkt dus aan pensioenfondsen voldoende ruimte te bieden om impactbeleggen toe te passen. Terugkerend thema daarbij is wederom dat het belang van de deelnemer in acht wordt genomen, waarbij dat belang dus zowel financieel en niet-financieel kan zijn.

Daarmee rijst wel onmiddellijk de vraag hoe pensioenfondsen die niet-financiële voorkeuren van hun deelnemers kunnen achterhalen. Dat is onderwerp van het tweede deel in dit drieluik over impactbeleggen. In deel drie gaan we op zoek naar antwoord op de vraag of impactbeleggen betekent dat er concessies moeten worden gedaan op rendementsverwachtingen.

Geraadpleegde bronnen

1. Global Sustainable Investment Alliance - Global Sustainable Investment Review 2022: <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>
2. <https://desapublications.un.org/file/20487/download>
3. ESG litigation to watch: NYC pension case tees up first test of GOP fiduciary duty theory. Will more suits follow? - <https://www.ropesgray.com/en/insights/viewpoints/102itsq/esg-litigation-to-watch-nyc-pension-case-tees-up-first-test-of-gop-fiduciary-du>
4. *What's Next for Public Pensions and ESG?* - https://www.ncpers.org/blog_home.asp?display=310
5. Friedman, M. 1970. "A Friedman doctrine - The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits". *New York Times Magazine*. September 13.
6. Caviola, Schubert, Teperman, Moss, Greenberg, Faber. Donors vastly underestimate differences in charities' effectiveness. *Judgment and Decision Making*. 2020;15(4):509-516. doi:10.1017/S1930297500007452
7. Hart, Oliver D. and Zingales, Luigi, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value* (August 1, 2017). ECGI - Finance Working Paper No. 521/2017, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3004794> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3004794>
8. Riedl, A. and Smeets, P. (2017), *Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?*. *The Journal of Finance*, 72: 2505-2550. <https://doi.org/10.1111/jofi.12547>
9. Heeb, Florian and Kölbel, Julian and Paetzold, Falko and Zeisberger, Stefan, *Do Investors Care About Impact?* (January 5, 2022). Forthcoming in *The Review of Financial Studies*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3765659> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3765659>
10. Brad M. Barber, Adair Morse, Ayako Yasuda, *Impact investing*, *Journal of Financial Economics*, Volume 139, Issue 1, 2021, Pages 162-185, ISSN 0304-405X, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.008>.
11. <https://www.deloitte.com/nl/en/Industries/retail/research/the-conscious-consumer-connecting-with-health-and-sustainability-priorities.html>
12. <https://fd.nl/politiek/1519289/dnb-pensioenfondsen-niet-verplicht-om-rendement-op-eerste-plaats-te-zetten>
13. <https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/sectoren/pensioenfondsen/prudentieel-toezicht/beleggingen/prudent-person-regel-als-open-norm/>
14. UNPRI (2022) *A Legal Framework For Impact – European Union: Empowering Investors to Pursue Sustainability Goals* - <https://www.unpri.org/download?ac=16174>





Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. (“Achmea IM”) heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (“Wft”). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontlenen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op [achmeainvestmentmanagement.nl](https://www.achmeainvestmentmanagement.nl) voordat u een beleggingsbeslissing neemt. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten (“AFM”) in Amsterdam (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.