

Verantwoord beleggen en beleggingskosten (Doelmatigheid in pensioenbeleggen – deel 2)

Door dr. Gaston Siegelaer¹

8 februari 2019

1. Samenvatting en conclusies

Veel fondsbesturen worstelen met de vraag hoe ze Verantwoord beleggen (Responsible Investing) of ESG beleid moeten vormgeven. Naast discussies over het effect op rendement en risico kunnen ook kostenoverwegingen een rol spelen. In deze onderzoekspaper heb ik onderzocht of Verantwoord beleggen gepaard gaat met hogere kosten van vermogensbeheer of transactiekosten. Voor het in kaart brengen van de mate waarin het beleid en de organisatie van het vermogensbeheer is ingericht op Verantwoord beleggen en ESG integratie heb ik gebruik gemaakt van de VBDO rapportage over de 50 grootste pensioenfondsen. De conclusie is dat hogere scores op Verantwoord beleggen niet gepaard gaan met hogere vermogensbeheerkosten of transactiekosten. Verantwoord beleggen hoeft dus niet per se meer te kosten dan vermogensbeheer zonder aandacht voor ESG aspecten. Pensioenfondsen kunnen in hun beleggingsbeleid meer nadruk op ESG leggen zonder de beleggingskosten te verhogen op onder meer de volgende manieren: 1) Verschuif beleggingen van 'traditioneel actief' naar 'ESG actief'; 2) Ga over van traditionele benchmarks naar benchmarks met een ESG filter; en 3) Pas actief engagement beleid toe in combinatie met meer passief beheer.

¹ Zelfstandig adviseur pensioenen & beleggingen onder de naam [Siegelaer pensioen innovator](#).

2. Voorwoord

Verantwoord beleggen is voor veel pensioenfondsen een vanzelfsprekend aspect van hun beleggingsbeleid. Sommige pensioenfondsen zien het als een logische consequentie van hun fiduciaire verantwoordelijkheid jegens de deelnemers van het fonds. Beleggen voor de oudedagsvoorziening moet volgens hen gepaard gaan met het rekening houden met het effect van diezelfde beleggingen op de leefomgeving en samenleving op de lange termijn. Veel deelnemers van pensioenfondsen zijn voorstander van het mee laten wegen van niet-financiële aspecten in het beleggingsbeleid.² Andere fondsen beschouwen het als een risicomitigerende maatregel in het kader van integratie van ESG (Environmental, Social, Governance) aspecten in de waardering en risicobeoordeling van beleggingen. De redenering is dan dat beleggen in effecten van niet-duurzame bedrijven of organisaties een risico met zich meebrengt. Eveneens is reputatierisico een belangrijk motief voor een fonds om niet in de achterhoede op het gebied van Verantwoord beleggen te raken. Ten slotte zijn er fondsen die ervoor kiezen om niet meer dan wat strikt wettelijk noodzakelijk. Tegelijkertijd worstelen veel fondsbesturen met de vraag hoe ze ESG beleid moeten vormgeven.

Een vraag die in veel discussies over Verantwoord beleggen speelt is of het ten koste gaat van het rendement. Er is inmiddels veel academisch onderzoek, met name over aandelenbeleggingen, verricht waaruit blijkt dat er twee effecten een rol spelen. Aan de ene kant blijken zogeheten ‘sin stocks’ een bovengemiddeld rendement op te leveren.³ Dit zijn aandelen in bedrijven die wapens produceren, tabak produceren, casino’s exploiteren, etc. Het uitsluiten van deze beleggingen of het restricteren van deze beleggingen leidt dan tot opportunity costs: minder rendement dan anders behaald zou zijn. Aan de andere kant blijkt het toepassen van ESG criteria te leiden tot het vermijden van beleggingen met een sterk neerwaarts risico. Daarbij is overigens de governance factor het meest bepalend: bedrijven waarvan de directie wordt gedomineerd door politieke vriendenbenoemingen of waar de zeggenschap van aandeelhouders sterk wordt beperkt, blijken meer dan gemiddeld grote verliezen te leiden of in faillissement terecht te komen. Het gecombineerde effect leidt dan tot beleggingsportefeuilles die ongeveer hetzelfde tot een hoger rendement opleveren ten opzichte van beleggingsportefeuilles zonder toepassing van uitsluitingsbeleid en ESG integratie.⁴

² Zie bijvoorbeeld [Bauer, Ruaof & Smeets \(2018\), “Get real! Individuals prefer more sustainable investments,” working paper Universiteit Maastricht.](#)

³ Zie [Trinks, P.J. & Scholtens, B. \(2017\), The opportunity cost of negative screening in socially responsible investing.](#)

⁴ Zie onder meer de volgende overzichtspublicaties: [Sustainable Pension Investment Lab \(2017\), ‘The Financial Return of Responsible Investing.’](#), [Friede, Busch & Bassen \(2015\), “ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies,” Journal of Sustainable Finance & Investment, Volume 5, Issue 4, p. 210-233.](#) [Khan, Serafeim & Aaron Yoon \(2017\), “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality,” The Accounting Review, Vol. 91, No. 6, pp. 1697-1724.](#)

De vraag of Verantwoord beleggen op zichzelf tot hogere beleggingskosten leidt, komt niet vaak aan de orde. In dit tweede deel over doelmatigheid in pensioenbeleggen ga ik op deze vraag in. In paragraaf 3 licht ik toe welke data ik heb gebruikt. Paragraaf 4 beschrijft de uitgevoerde analyses. In paragraaf 5 benader ik het thema Verantwoord beleggen vanuit de invalshoek van doelmatigheid en doe ik aanbevelingen aan pensioenfondsen. De statistische bijlage bevat de regressieresultaten van de uitgevoerde analyses.

3. Data en methodologie

Of een pensioenfonds in meer of mindere mate aan Verantwoord beleggen doet is een lastig te meten criterium. In plaats van een eigen – arbitraire – methode te ontwikkelen, heb ik mij gebaseerd op de onderzoeksresultaten van de VBDO in 2017 en 2018.⁵ De VBDO publiceert een ranglijst van de 50 grootste pensioenfondsen en kent aan vier verschillende aspecten een score op een schaal van 0 tot 5 toe: governance, policy, implementation en accountability. Deze worden gecombineerd tot een overall score, waarbij de score voor implementation voor 50% meetelt en de overige drie scores elk voor 16,67%.

Tabel 1 bevat kenmerken van de (deel)scores van 2018. We zien dat de mate van spreiding van elk van de deelscores vergelijkbaar is. Tabel 2 toont de correlaties en laat zien dat de deelscores in grote mate met elkaar samenhangen, vanwege correlaties van 0,7 of 0,8.

	overall	governance	policy	implementation	accountability
gemiddeld	3,0	3,5	3,1	2,7	3,2
st.dev.	1,0	1,2	1,0	1,1	1,1
maximum	4,8	5,0	5,0	4,8	5,0
minimum	0,6	0,4	1,0	0,2	1,0

Tabel 1: Kenmerken van VBDO (deel-)scores 2018

Correlatiematrix	governance	policy	implementation	accountability
governance	1			
policy	0,8	1		
implementation	0,8	0,8	1	
accountability	0,8	0,8	0,7	1

Tabel 2: Correlatie tussen VBDO deelscores 2018 (n=50)

De lijst van 2018 bevat een nieuwkomer ten opzichte van de lijst van 2017 waardoor er 49 pensioenfondsen zijn die in beide lijsten voorkomen. Ik heb de overlappende 49 fondsen gebruikt voor vergelijkingen van jaar op jaar. De wijziging in deelscores kent voor implementation een iets lagere variatie dan voor de andere drie criteria. Verder blijkt uit tabel 4 dat de wijzigingen in deelscores onderling laag gecorreleerd zijn.

	overall	governance	policy	implementation	Accountability
Gemiddeld	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
st.dev.	0,4	0,8	0,6	0,4	0,6
Maximum	0,7	1,7	1,5	1,1	1,2
Minimum	-0,8	-1,9	-1,5	-0,9	-2,0

Tabel 3: Kenmerken van wijzigingen in VBDO (deel-)scores 2018 t.o.v. 2017 (n=49)

⁵ Zie [VBDO benchmark Verantwoord beleggen door pensioenfondsen 2017 en 2018](#).

Correlatiematrix	governance	policy	implementation	accountability
governance	1			
policy	0,3	1		
implementation	0,5	0,1	1	
accountability	0,0	0,5	0,1	1

Tabel 4: Correlatie tussen wijziging van VBDO deelscores 2018 ten opzichte van 2017 (n=49)

De kosten die pensioenfondsen maken voor vermogensbeheer en beleggingstransacties worden door DNB gepubliceerd.⁶ Ik heb de data gebruikt van de boekjaren 2016 en 2017. Aangezien de VBDO benchmark 2018 betrekking heeft op 2017, heb ik de kostengegevens over boekjaar 2017 gecombineerd met de VBDO scores in 2018, en de kostengegevens over boekjaar 2016 met de VBDO scores in 2017. Het betreft de pensioenfondsen in de lijst van de VBDO 2018; dat zijn pensioenfondsen met een belegd vermogen van € 2,8 mld. of meer.

Vermogensbeheerkosten	Boekjaar 2017	Boekjaar 2016	Verschil jaar op jaar
Gemiddeld	0,41%	0,39%	0,02%
st.dev.	0,15%	0,14%	0,05%
maximum	0,73%	0,66%	0,21%
minimum	0,09%	0,10%	-0,12%

Tabel 5: Vermogensbeheerkosten van pensioenfondsen uit de VBDO 2018 top 50 (n=50)

De vermogensbeheerkosten van de top 50 fondsen zijn licht gestegen, met 2 basispunten. Dat is over het totaal van de 50 fondsen een kostenstijging van € 5,4 mln. Van de 50 fondsen kenden 13 fondsen een kostendaling en bleven er 5 gelijk in termen van basispunten. De overige 32 fondsen kenden een kostenstijging.

⁶ Zie [DNB statistiek website](#).

4. Verantwoord beleggen en beleggingskosten: uitgevoerde analyses

De eerste vraag is of het niveau van kosten samenhangt met de VBDO score op Verantwoord beleggen.⁷ Ik heb daarvoor een regressieanalyse uitgevoerd van de vermogensbeheerkosten van de 49 fondsen op de VBDO overall score in 2018. Er blijkt geen statistisch significant verband te zijn (zie tabel 6 in de statistische bijlage⁸). Voor de vermogensbeheerkosten in boekjaar 2016 is er evenmin een verband (zie tabel 7). Fondsen met een hogere VBDO score hebben dus niet noodzakelijkerwijs hogere vermogensbeheerkosten.

Dezelfde analyse heb ik uitgevoerd voor de transactiekosten. In geen van beide boekjaren is er een verband tussen de transactiekosten en de VBDO overall score (zie tabel 8 en 9).

Hangt de wijziging van vermogensbeheerkosten van 2017 op 2018 samen met een verandering van hun VBDO score (aangeduid met Δ VBDO score)? Er lijkt een licht significant positief verband (op het 5%-betrouwbaarheidsniveau) te zijn tussen een stijging van de overall score en een stijging van de vermogensbeheerkosten (zie tabel 10).

Aangezien de overall score is samengesteld uit vier deelscores, kunnen we nader onderzoeken welke invloed elk van de vier deelscores heeft. Daartoe heb ik de regressieanalyse verricht op de verandering in elk van de deelscores (zie tabel 11). Hieruit blijkt dat de wijziging in Governance score de dominante verklaringsfactor is. Van de kostenstijging van 0,02% wordt 0,002% statistisch verklaard door de wijziging in governance score, dus maar een tiende deel. In euro's uitgedrukt is dat minder dan € 10.000 kostenstijging per fonds. De statistische verklaringskracht van Δ VBDO score is overigens net niet significant op het 5%-betrouwbaarheidsniveau.

Al met al kunnen we concluderen dat een wijziging van de VBDO score geen verband houdt met de kosten van vermogensbeheer en transacties. Verantwoord beleggen hoeft niet per se meer te kosten dan vermogensbeheer zonder aandacht voor ESG aspecten.

⁷ In mijn vorige [onderzoekspaper “Doelmatigheid in pensioenbeleggen deel 1”](#) heb ik de relatie tussen de hoogte van de vermogensbeheerkosten en de omvang van het belegd vermogen onderzocht. Het blijkt dat er nauwelijks schaalvoordelen zijn.

⁸ Omwille van een vlotte leesbaarheid van deze tekst zijn de regressie-uitkomsten in de statistische bijlage weergegeven.

5. Doelmatig beleggen en Verantwoord beleggen: 3 aanbevelingen om meer nadruk op ESG aspecten in het vermogensbeheer toe te passen zonder de kosten van vermogensbeheer te verhogen

Wat kunnen pensioenfondsen doen die meer nadruk op ESG beleid willen leggen, maar de kosten van vermogensbeheer niet willen laten stijgen? Ik geef hiervoor drie aanbevelingen.

1) *Verschuif beleggingen van ‘traditioneel actief’ naar ‘ESG actief’*

Een groot deel van het beheerde vermogen van pensioenfondsen zit in actief beheerde fondsen of mandaten. Dat wil zeggen dat de fondsbeheerder of portefeuillemanager de opdracht heeft om een benchmark te verslaan. Hiervoor worden hogere vermogensbeheervergoedingen gerekend, c.q. het gaat gepaard met hogere interne kosten dan bij passief beheer. Onder passief beheer versta ik in deze context het beleggen overeenkomstig een benchmark, zonder de opdracht deze benchmark te verslaan. Een beleggingsbeleid dat bij de selectie en risico-analyse expliciet aandacht besteedt aan ESG aspecten is eveneens arbeidsintensiever en kan op zichzelf met hogere vermogensbeheerkosten dan passief beheer gepaard gaan. Echter door beleggingen te verschuiven van ‘traditioneel actief’ naar ‘ESG actief’ hoeven de kosten van vermogensbeheer niet te stijgen.

2) *Ga over van traditionele benchmarks naar benchmarks met een ESG filter*

Veel pensioenfondsen hanteren dezelfde benchmarks voor aandelenportefeuilles, bijvoorbeeld de bekende MSCI indices. Door de aandelenselectie te beperken tot een smaller universum, namelijk door bedrijven met een hoog ingeschat risico ten aanzien van ESG eruit te filteren, kan een aangepaste benchmark worden geconstrueerd. Een dergelijk ijkpunt heeft als voordeel dat ESG aspecten in het beleggingsbeleid worden meegenomen, terwijl dit een traditionele actieve beleggingsaanpak niet hoeft te hinderen: het universum is na filteren op ESG aspecten breed genoeg om voor een succesvolle actieve manager outperformance te kunnen laten zien. De kosten van actief beheer hoeven niet hoger te zijn bij een andere benchmark. Er zijn tegenwoordig diverse aangepaste indices beschikbaar.⁹

3) *Pas actief engagement beleid toe in combinatie met meer passief beheer*

Een achterliggende gedachte bij Verantwoord beleggen is voor veel pensioenfondsen dat de keuzes bij vermogensbeheer een positieve invloed moeten hebben op niet-financiële gevolgen van de economische activiteit die door de financiering met eigen vermogen

⁹ Zie bijvoorbeeld de [Dow Jones Sustainability Indices](#), [MSCI ESG Indices/MSCI Socially Responsible Investment \(SRI\) Indices](#), en de [FTSE4Good indices](#).

(aandelen) of vreemd vermogen (bedrijfsleningen en obligaties van (semi-)overheden) wordt gefaciliteerd. Bij beursgenoteerde beleggingen vindt bij elke verkoop van effecten een aankoop plaats; de wereld verandert er niet door. Bijvoorbeeld door een aandelenportefeuille “met lage CO₂ uitstoot” samen te stellen verandert er op zichzelf niets aan de bedrijven. Volgens sommige experts zet het daarom weinig zoden aan de dijk om bepaalde beleggingen uit te sluiten of om er minder in te beleggen¹⁰. Om echt invloed uit te oefenen op niet-financiële indicatoren zijn er de volgende alternatieven.

Het eerste alternatief is impact investing: beleggen in aandelen of vreemd vermogen met als doel een meetbare positieve invloed uit te oefenen op sociale of milieuaspecten naast het behalen van een financieel rendement. Een bekend voorbeeld is microfinanciering. Deze beleggingsaanpak heeft als nadeel dat het vaak beperkt schaalbaar is. Het beheer ervan is net als bij gewone private debt of private equity beleggingen duur. Er is namelijk specialistische expertise voor vereist en vergt extra aandacht voor operationele beheersbaarheid; het is daarom niet voor elk pensioenfonds weggelegd.

Een tussenvorm tussen impact investing en traditioneel beleggen is beleggen in green bonds en social impact bonds. Met dergelijke leningen halen bedrijven en organisaties via de kapitaalmarkt financiering op voor specifieke projecten met een meetbaar niet-financieel criterium. Ook voor het vermogensbeheer daarvan is specialistische expertise vereist. Alleen voor pensioenfonds die deze expertise in huis hebben is dit een toepasbare beleggingsvorm.

Een alternatief dat wel voor veel pensioenfonds toepasbaar is, is een actief engagement beleid. Dat wil zeggen dat het pensioenfonds actief gebruik maakt van de rechten als aandeelhouder¹¹ danwel de invloed als vreemdvermogensverschaffer om daarmee invloed uit te oefenen op het beleid van de effectenuitgevende instelling. Het pensioenfonds moet dan bij voorkeur zelf juridisch eigenaar zijn van de betreffende effecten¹². Het pensioenfonds kan dit zelf doen, zelfstandig opererend of samen in coalities met gelijkgezinde institutionele beleggers. Het fonds kan ook ervoor kiezen engagement beleid te formuleren en de uitvoering ervan uit te besteden aan gespecialiseerde partijen. Op zichzelf gaat actief engagement beleid gepaard met hogere kosten; deze kunnen echter gemakkelijk worden terugverdiend door in de allocatie aan mandaten of beleggingsfondsen een kleine verschuiving van actief naar passief beheer door te voeren.

¹⁰ Zie [Brest, P. en Born, K. \(2013\), “Unpacking the impact in impact investing.”](#)

¹¹ Waaronder ook proxy voting: het delegeren van stemrecht aan een derde partij met specifieke steminstructies.

¹² Bij beleggingen in beleggingsfondsen of etf's is de fondsbeheerder juridisch eigenaar van de onderliggende effecten. De fondsbeheerder bepaalt dan wat er aan engagement beleid geschiedt. Een pensioenfonds kan indirect invloed uitoefenen door bij de selectie van de vermogensbeheerder ook het stembeleid te betrekken in de selectiecriteria.

Statistische bijlage

	Coëfficiënten	Standaardfout	T- statistische gegevens	P- waarde
Constante	0,003851	0,000692	5,563843	1,22E-06
VBDO score	9,42E-05	0,00022	0,428866	0,66998

Tabel 6: regressie van vermogensbeheerkosten boekjaar 2017 op VBDO score 2018 (n=49)

	Coëfficiënten	Standaardfout	T- statistische gegevens	P- waarde
Constante	0,003293	0,000633	5,204157	4,2E-06
VBDO score	0,000217	0,000207	1,048229	0,299894

Tabel 7: regressie van vermogensbeheerkosten boekjaar 2016 op VBDO score 2017 (n=49)

	Coëfficiënten	Standaardfout	T- statistische gegevens	P- waarde
Constante	0,001142	0,000202	5,642588	9,31E-07
VBDO score	-1,7E-05	6,42E-05	-0,26978	0,788513

Tabel 8: regressie van transactiekosten boekjaar 2017 op VBDO score 2018 (n=49)

	Coëfficiënten	Standaardfout	T- statistische gegevens	P- waarde
Constante	0,001426	0,000218	6,547327	3,98E-08
VBDO score	-0,00013	7,12E-05	-1,77407	0,082529

Tabel 9: regressie van transactiekosten boekjaar 2016 op VBDO score 2017 (n=49)

	Coëfficiënten	Standaardfout	T- statistische gegevens	P- waarde
Constante	0,000175	6,99E-05	2,505723	0,015741
Δ VBDO score	0,000400	0,000187	2,137259	0,03781

Tabel 10: regressie van wijziging in vermogensbeheerkosten op verandering (Δ) van VBDO score (n=49)

	<i>Coëfficiënten</i>	<i>Standaardfout</i>	<i>T- statistische gegevens</i>	<i>P- waarde</i>
Constante	0,000183	7,15E-05	2,559601	0,013992
Δ Gov	0,000201	0,000104	1,933927	0,05957
Δ Pol	0,000039	0,000134	0,294166	0,770014
Δ Impl	0,000054	0,000189	0,286335	0,775966
Δ Acc	0,000011	0,00013	0,086343	0,931585

Tabel 11: regressie van wijziging in vermogensbeheerkosten op verandering (Δ) van VBDO deelscores (Gov: governance, Pol: policy, Impl: implementation en Acc: accountability) (n=49)