

Maatschappelijk gemotiveerd beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen

David Hollanders, Sijbren Kuiper en Natascha van der Zwan

Reeds enige jaren staat maatschappelijk gemotiveerd beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen in de belangstelling van toezichthouder, pers, politiek en pensioenfondsen. De hoofdvraag is of deze fondsen meer dan thans moeten en mogen beleggen op grond van doelstellingen die niet uitsluitend op financieel rendement zijn gericht. Wij laten in dit artikel zien dat maatschappelijk gemotiveerd beleggingsbeleid naar de huidige wetgeving in ruime mate toelaatbaar is, doch enkele strenge door Europese regulering ingegeven grenzen kent. Voorts blijkt dat maatschappelijk gemotiveerd beleggen niet steeds efficiënt is. Voorwaarde voor efficiëntie is dat het beleggingsbeleid overeenkomt met voorkeuren van deelnemers, of positieve externe effecten heeft. Uit de bespreking van casus in Duitsland en de Verenigde Staten volgt dat maatschappelijk gemotiveerd beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen verder ontplooid kan worden.

1 Inleiding

Regelmatig rijst de vraag wat de maatschappelijke opstelling van pensioenfondsen dient te zijn ten aanzien van hun beleggingsbeleid.¹ Aanleiding voor een hernieuwde opleving van de discussie was de Zembla-uitzending ‘Het clusterbomgevoel’ (Zembla 2007). Zembla stelde vast dat fondsen onder andere belegden in bedrijven die clusterbommen produceren. Pensioenfondsen zagen in deze uitzending een reden voor herbezinning (VB et al. 2007). Recentelijk zijn ook de beleggingen in voedselderivaten, Mexicaanse windparken, plantages in Mozambique en beleggingen in de tabaksindustrie in het nieuws gekomen (Van Tilburg 2011; Witteman 2011; Water 2012; Keuning 2012). Deze beleggingen staan ter discussie vanwege hun mogelijk negatieve maatschappelijke en sociale gevolgen. Toezichthouder De Nederlandsche Bank (DNB) riep onlangs op tot meer aandacht voor maatschappe-

¹ Zie over de periode voor 2007 met name de beleggingscode voor pensioenfondsen van vakcentrale CNV (juni 1999), de nota ‘Goed belegd’ (juni 2000) van werknemersvereniging FNV, de studie van de werkgroep Maatschappelijk Verantwoord Beleggen van de Vereniging van Beleggingsanalisten in samenwerking onderzoekers van de Universiteit Nyenrode (Hummels en Timmer 2003) en een daarop volgende studie gesteund door FNV, CNV, pensioenkoepels VB en OPF, het Ministerie van Economische Zaken en de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (Hummels 2007).

lijk beleggingsbeleid door Nederlandse pensioenfondsen (Kellermann 2012). Ook de wetgeving beweegt mee. Zo zijn pensioenfondsen per 1 januari 2013 verplicht om te vermijden dat zij steun verlenen aan een onderneming die clustermunitie produceert. Het einde van de trend lijkt nog niet in zicht. Het kabinet Rutte-Asscher heeft bijvoorbeeld het voornemen de bijdrage te vergroten die pensioenfondsen leveren aan de welvaart en het welzijn van Nederland.²

Maatschappelijk beleggingsbeleid kan op meerdere manieren gestalte krijgen. Zo kunnen controversiële beleggingen *uitgesloten* worden. Er wordt dan expliciet niet belegd in bijvoorbeeld de wapenindustrie. De wens maatschappelijke doelstellingen te realiseren kan ook leiden tot *insluiting* van gewenste beleggingen. Zo doet Van Dijkhuizen (2013) in navolging van Boot en Bovenberg (2012) het voorstel pensioenvermogen aan te wenden om hypotheek van banken over te nemen. Naast in- en uitsluiting kan het maatschappelijk beleggingsbeleid inhoud worden gegeven door een *activistische opstelling* van het pensioenfonds als kapitaalverschaffer, in het bijzonder door stemgedrag bij aandeelhoudersvergaderingen.

Dit artikel heeft tot doel maatschappelijk beleggen door pensioenfondsen in een interdisciplinair kader te bezien. De vraag die wij in dit artikel trachten te beantwoorden is of pleidooien voor meer maatschappelijk beleggen standhouden; dat wil zeggen, of maatschappelijk beleggen door pensioenfondsen toelaatbaar, wenselijk en uitvoerbaar is. Wij beoordelen de juridische toelaatbaarheid en de economische wenselijkheid van meer maatschappelijk beleggen. Daartoe verkennen wij de huidige praktijk van maatschappelijk beleggen door Nederlandse pensioenfondsen (Sectie 2). Uit twee buitenlandse casussen (Secties 3 en 4) blijkt dat maatschappelijk beleggen ook een bredere invulling kan krijgen dan Nederlandse pensioenfondsen kiezen. Voorts verkennen wij de juridische toelaatbaarheid van maatschappelijk beleggen, met name in termen van adequate belangenbehartiging (Sectie 5). Ten slotte bezien wij of er vanuit theoretisch oogpunt aanleiding is te veronderstellen dat pensioenfondsen onvoldoende maatschappelijk beleggen (Sectie 6). Daarbij worden twee mogelijke problemen – inadequate *governance* en (negatieve) externe effecten – besproken.

Onder maatschappelijk beleggen wordt hier verstaan: beleggen op grond van niet (uitsluitend) op financieel rendement gerichte doelstellingen. Deze niet financiële doelstellingen worden vaak ingegeven door een algemeen belang. Wij noemen dit maatschappelijk beleggen in brede zin. Maatschappelijke beleggingsdoelen kunnen betrekking hebben op een veelheid aan zaken, zoals milieu, *corporate governance*, arbeidsomstandigheden, financieel-economische stabiliteit van Nederland, werkgelegenheid, huisvesting, ethiek en duurzaamheid. Daarnaast onderscheiden we maatschappelijk beleggen in enge zin. In dat geval worden niet-financiële doelstellingen van het beleggingsbeleid ingegeven door concrete belangen van (een groep) aanspraak- en pensioengerechtigden.

² Zie pagina 10 van het Regeerakkoord.

2 Maatschappelijk beleggen door Nederlandse pensioenfondsen

Nederlandse pensioenfondsen leggen zich in toenemende mate toe op maatschappelijk beleggen.³ Ze zijn aangesloten bij de VN *Principles of Responsible Investments*⁴ of steunen de VN *Global Compact* principes. Enkele tientallen fondsen zijn ook lid van Eumedion, een belangenorganisatie gericht op de verbetering van het ESG-beleid (*environmental, social and governance*) van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. Het maatschappelijk beleggingsbeleid blijkt uit enkele activiteiten van Nederlandse pensioenfondsen. Ten eerste sluiten pensioenfondsen beleggingen uit die negatieve externe effecten hebben.⁵ Zo beleggen pensioenfondsen veelal niet in staatspapier van overheden waartegen internationale sancties van kracht zijn. Verder wordt ook een klein aantal bedrijven geweerd, zoals producenten van controversiële wapens, extreme milieuvervuilers, en schenders van mensenrechten.⁶ Een goed voorbeeld is het bedrijf Lockheed Martin, dat door de meeste grote pensioenfondsen wordt geweerd vanwege de productie van clusterwapens.⁷ Overigens staat er slechts één Nederlands bedrijf op de uitsluitingslijsten van de Nederlandse pensioenfondsen, namelijk wapenfabrikant EADS.

Daarnaast stelt de meerderheid van de Nederlandse pensioenfondsen zich op als activistisch kapitaalverschaffer. Ten eerste stemmen onderzochte pensioenfondsen op de aandeelhoudersvergaderingen van de bedrijven waarin zij beleggen.⁸ De voornaamste onderwerpen die bij een aandeelhoudersvergadering aan bod komen, betreffen directiebenoemingen en bestuursbeloningen. Slechts in een minderheid van de gevallen wordt er gestemd over sociale zaken, zoals mensenrechten, arbeidsrelaties, of milieu. Ten tweede gaat een aanzienlijk aantal pensioenfondsen ook de dialoog aan met bedrijven, al dan niet via de vermogensbeheerder, als zij niet tevreden zijn met bepaalde aspecten van de bedrijfsvoering.⁹ De te bespreken

³ Deze sectie is gebaseerd op een analyse van de meest recente jaarverslagen van de tien grootste Nederlandse pensioenfondsen qua vermogen en, waar aanwezig, de jaarverslagen maatschappelijk verantwoord beleggen. Daarnaast is gebruik gemaakt van de 'Benchmark Verantwoord Beleggen door Nederlandse Pensioenfondsen' van de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO 2012a) en de 'Inventarisatie Beleid voor Verantwoord Beleggen' van de Pensioenfederatie (2013).

⁴ Participanten dienen over naleving van deze principes te rapporteren. Naleving geschiedt op basis van vrijwilligheid en wordt niet afgedwongen door middel van sancties, maar het is denkbaar dat participanten reputatieschade oplopen bij niet naleven.

⁵ Dit betreft 75% (Pensioenfederatie 2013, p. 9) en 84% (VBDO 2012a, p. 50) van de onderzochte pensioenfondsen.

⁶ Zo heeft het ABP een uitsluitingslijst van 17 bedrijven, terwijl het in meer dan 4000 bedrijven belegt (ABP 2012, p. 6). PGGM rapporteert dat het in 2777 bedrijven belegt, terwijl 40 bedrijven zijn uitgesloten (PGGM 2012, p. 19).

⁷ Wel signaleert de Campagne tegen Wapenhandel dat pensioenfondsen eind 2012 in toenemende mate beleggen in kernwapenbedrijven (www.stopwapenhandel.org).

⁸ VBDO (2012a, p. 50) rapporteert dat 94% van de onderzochte fondsen stemt op een aandeelhoudersvergadering, terwijl de Pensioenfederatie slechts op 55% uitkomt (2013, p. 9).

⁹ Het gaat hier om 78% (VBDO 2012a, p. 50) en 60% (Pensioenfederatie 2013, p. 9) van de onderzochte fondsen.

onderwerpen worden ingegeven door de actualiteit. In 2011, bijvoorbeeld, rapporteerden diverse pensioenfondsen dialogen met bedrijven als BP (olieramp in de Golf van Mexico), TEPCO (kernramp bij Fukushima), en Samsung Electronics (slechte arbeidsomstandigheden bij toeleveranciers).

Een minder frequent voorkomende vorm van maatschappelijk beleggen is het insluiten van ondernemingen die positieve externe effecten creëren. Een dergelijke insluiting kan geschieden door een percentage van de portefeuille te beleggen in zogeheten doelinvesteringen, beleggingen met een expliciet maatschappelijke opbrengst, of door middel van een *best-in-class* benadering, waarbij alleen wordt belegd in bedrijven met de beste ESG-score binnen een sector.¹⁰ Zo belegt onder andere het Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW) in het speciale themafonds *Climate Change Capital Carbon Fund*, een privaat beleggingsfonds gericht op het wereldwijd reduceren van koolstofdioxide-emissies. Ook kunnen fondsen beleggingen insluiten, die een positief extern effect voor de deelnemer realiseren. Het Bedrijfstakpensioenfonds voor de Bouwnijverheid (Bpf Bouw), bijvoorbeeld, is 100% aandeelhouder in Bouwinvest, een vastgoedvermogensbeheerder. Dit stelt het pensioenfonds in staat om projecten in de eigen sector te ontwikkelen en zodoende werkgelegenheid voor deelnemers in het pensioenfonds te realiseren. Dit wordt echter door maar weinig Nederlandse pensioenfondsen gedaan.

Maatschappelijk beleggen door Nederlandse pensioenfondsen is niet zonder complicaties. Zo bestaan er verschillende visies over wat nu eigenlijk maatschappelijk verantwoord is. Het bedrijf Honeywell wordt bijvoorbeeld uitgesloten door PFZW vanwege activiteiten in kernwapens, terwijl VBDO (2012b) meldt dat ABP Honeywell juist uitlicht als een bedrijf dat een positieve bijdrage levert aan het terugdringen van klimaatveranderingen. Toch blijft de rol van de begunstigde bij de totstandkoming van het maatschappelijk beleggingsbeleid vaak beperkt tot advies van de deelnemersraad.¹¹ Het beleggingsbeleid wordt in de regel bepaald door het bestuur¹² in overleg met de vermogensbeheerder en externe adviseurs. Vermogensbeheerders lijken juist wel een grote rol te spelen bij het afstemmen van een maatschappelijk beleggingsbeleid. Veelal hebben pensioenfondsen die aangesloten zijn bij dezelfde vermogensbeheerder een haast identiek beleggingsbeleid (bijvoorbeeld ABP, Bpf Bouw en Stichting Pensioenfonds voor de Woningcorporaties). Dit kan erop duiden dat fondsen het voorgestelde beleggingsbeleid van beheerders overnemen zonder dat zelfstandig te evalueren.

¹⁰ Volgens de Pensioenfederatie belegt zo'n 18% van de onderzochte pensioenfondsen in doelinvesteringen, terwijl 12% een *best-in-class* benadering hanteert (2013, p. 9). Bij de VBDO zijn de percentages respectievelijk 26% en 10% (2012a, p. 50). De minder vergaande methode van het integreren van ESG-criteria in het beleggingsbeleid wordt door 51% (Pensioenfederatie 2013, p. 9) en 60% (VBDO 2012a, p. 50) van de onderzochte fondsen gebruikt.

¹¹ VBDO meldt dat slechts zes onderzochte pensioenfondsen de deelnemers raadplegen over het beleggingsbeleid (VBDO 2012a: 49).

¹² Deelnemers hebben via deze weg overigens wel indirect invloed. Een deel van de bestuursleden wordt benoemd door werknemers en in voorkomende gevallen door gepensioneerden. Bovendien rust op beleidsbepalers bij het pensioenfonds de wettelijke plicht zich bij de vervulling van hun taak de belangen van deelnemers aan te trekken (artikel 105 lid 2 Pensioenwet).

De bovenstaande schets laat zien dat Nederlandse pensioenfondsen zich in hun maatschappelijk beleggingsbeleid met name richten op het voorkómen van negatieve externe effecten, veelal buiten de Nederlandse samenleving. Ook stellen zij zich actief op als aandeelhouders om de interne *governance* van grote bedrijven te verbeteren. De Nederlandse pensioenfondsen doen echter maar in beperkte mate aan insluiting van beleggingen met positieve externe effecten, zoals doelinvesteringen en de *best-in-class* benadering, of aan beleggingsactivisme vanuit maatschappelijke overwegingen. Een vergelijking met Duitsland (Sectie 3) en de Verenigde Staten (Sectie 4) maakt de meerwaarde van deze vormen van maatschappelijk beleggen duidelijk.

3 Duitsland: positieve externe effecten

Vergeleken met Nederland staat maatschappelijk beleggen door Duitse pensioenfondsen nog in de kinderschoenen, hoewel het aan momentum gewonnen heeft door de zogeheten Riester-hervormingen van het pensioenstelsel in 2001. Deze hervormingen maakten het mogelijk voor vakbonden en werkgeversorganisaties om kapitaalgedekte bedrijfstakpensioenfondsen (*Pensionsfonds*) op te richten. In tegenstelling tot traditionele Duitse pensioenproducten hebben de *Pensionsfonds* nauwelijks kwantitatieve beperkingen op het beleggen in aandelen.¹³ Het fonds Metallrente is zo'n bedrijfstakpensioenfonds voor de metaal- en elektro industrie, in 2001 opgericht door vakbond IG Metall en werkgeversorganisatie Gesamtmetall. Metallrente biedt zowel een nieuwe *Pensionfondsregeling* aan als ook andere Duitse pensioenproducten. De uitvoering van de drie regelingen is uitbesteed aan een consortium van investeringsbanken, terwijl de sociale partners verantwoordelijk zijn voor het bestuur van het fonds. Deelname aan het fonds is vrijwillig en staat ook open voor werkgevers buiten de metaal- en elektrosector.

Metallrente is een uniek fonds vanwege haar maatschappelijk beleggingsbeleid voor de *Pensionsfondsregeling*. Tot 2005 werden bedrijven uitgesloten op basis van de *Core Labor Standards* van de Internationale Arbeidsorganisatie (ILO) en de *Global Compact* principes van de Verenigde Naties. Deze criteria omvatten onder meer vrijheid van vereniging, het recht op collectieve arbeidsonderhandelingen, de afschaffing van kinderarbeid, en gelijke behandeling en non-discriminatie in de arbeidsrelatie. Daarnaast werden bedrijven uit bepaalde sectoren geweerd (wapenindustrie, kernenergie-industrie, tabaksindustrie, porno-industrie), oliemaatschappijen en bedrijven die beleggen in autoritaire regimes (Karch 2008). In 2005 werd dit beleggingsbeleid veranderd naar een *best-in-class* benadering. Deze alternatieve benadering, gebaseerd op de *Dow Jones Sustainability Indices*, identificeert bedrijven die zich houden aan ESG-criteria zonder bepaalde sectoren daarbij van tevoren

¹³ Wel is Duitsland partij bij het Clusterinitieverdrag (in 2010 in werking getreden). Daarnaast mag een *Pensionsfonds* niet meer dan 5% van de portfolio in een onderneming beleggen, inclusief de sponsorende onderneming (bij meerdere sponsors niet meer dan 15%).

uit te sluiten. Het fonds investeert, bijvoorbeeld, niet alleen in de beste bedrijven in de auto-industrie of in de IT-sector, maar ook in de olie-industrie.¹⁴

Het uitsluitingsbeleid werd om een aantal redenen gestaakt. Niet alleen was uitsluiting erg arbeidsintensief en vergde het veel onderzoek door de vermogensbeheerder, maar men vreesde ook dat het de beleggingshorizon van het pensioenfonds te veel zou beperken en daarmee diversificatie in het geding zou brengen. Net zo belangrijk was echter ook de vrees voor een belangenconflict als Duitse bedrijven op de lijst terecht zouden komen (Karch 2008). Het fondsbestuur was bang dat een dergelijk bedrijf het lidmaatschap van Metallrente zou opgeven of zou eisen dat de werkgeversorganisatie het bedrijf van de uitsluitingslijst zou schrappen.¹⁵ Een dergelijke overweging verklaart ook waarom Metallrente niet aan aandeelhoudersactivisme doet. Hoewel IG Metall hier bij de oprichting van het fonds wel interesse in had, verwierpen de werkgevers dit idee. Het huidige maatschappelijke beleggingsbeleid, dat als compromis naar voren kwam, maakt het beleggingsbeleid van het nieuwe fonds compatibel met het sociaal partnerschap (*ibid.*).

4 Verenigde Staten: maatschappelijk beleggen in enge zin

Amerikaanse bedrijfstakpensioenfondsen houden zich al decennialang bezig met maatschappelijk beleggen. Deze *Taft-Hartley* fondsen, genoemd naar de wetgeving die hen reguleert, vindt men met name in sectoren met een hoge arbeidsmobiliteit, zoals de bouw of de transportsector. De Taft-Hartley fondsen hebben een paritair bestuur, met gelijke zetels voor vakbonden en werkgevers. Vakbonden hebben vaak een sterkere positie in de Taft-Hartley fondsen, omdat ze zijn voorgekomen uit vakbondspensioenfondsen. Dit wordt versterkt door het feit dat vakbondsvetegenwoordigers binnen de besturen een georganiseerd blok vormen tegenover de vaak onverenigde werkgevers (Schwab en Thomas 1998, p. 1077). Fondsbesturen sturen het beleggingsbeleid met hun keuze voor een vermogensbeheerder en het opstellen van beleggingsrichtlijnen. De rol van de deelnemer is beperkt: bestuursleden worden aangesteld door vakbonden en werkgeversorganisaties en de fondsen hebben geen deelnemersraad.

Taft-Hartley fondsen houden zich al sinds medio jaren zeventig intensief bezig met maatschappelijk beleggen. Net als de Nederlandse pensioenfondsen combineren zij strategieën van uitsluiting, insluiting en engagement. Waar de Amerikaanse fondsen echter erg verschillen van de Nederlandse fondsen, is in hun steun voor

¹⁴ Bij Metallrente worden de wapenindustrie, kernindustrie, tabaksindustrie en porno-industrie nog wel geweerd uit de beleggingsportefeuille.

¹⁵ Dit belangenconflict is uiteraard niet geheel opgelost door de overgang naar de Dow Jones Sustainability Indices, omdat een aangesloten werkgever nog steeds kan aandringen op een belegging door het fonds. De sociale partners hebben zich hier op twee manieren tegen beschermd. Ten eerste wordt strikt geheim gehouden in welke bedrijven Metallrente belegt. Ten tweede komt dankzij de overgang naar de Dow Jones Sustainability Indices het beleggingsbeleid neutraler over dan eerder het geval was. De combinatie van geheimhouding en neutraliteit beschermt het pensioenfonds daarvoor tegen druk van buitenaf.

maatschappelijk beleggen in enge zin: een belegging moet voor de deelnemer zowel een financieel als een sociaal rendement behalen, zoals het creëren van betaalbare huisvesting of werkgelegenheid. Neem het Housing Investment Trust (HIT), een *mutual fund* opgericht door vakbondfederatie AFL-CIO, waaraan zo'n 350 pensioenfondsen deelnemen. Het HIT investeert in woningbouwprojecten die uitgevoerd worden door vakbondsleden. Met een vermogen van 4,54 miljard dollar claimde HIT in 2011 69.000 banen gecreëerd te hebben en 100.000 huizen te hebben gebouwd sinds haar oprichting in 1981. In datzelfde jaar behaalde het HIT een netto rendement van 7,86% (AFL-CIO Housing Investment Trust 2012).

Daarnaast heeft een klein aantal fondsen ook gebruik gemaakt van de mogelijkheid om de niet-financiële belangen van hun deelnemers via de aandeelhoudersvergadering te vertegenwoordigen. Het kan hier gaan om pogingen om de werknemers van het bedrijf te organiseren (zie bijvoorbeeld de Teamsters bij Consolidated Freightways), het oplossen van een arbeidsconflict (bijvoorbeeld de Oil, Chemical and Atomic Workers Union bij Crown Central Petroleum), of vraag naar betere arbeidsvoorwaarden (bijvoorbeeld de Communications Workers of America bij NYNEX). Ondertussen hebben de vakbonden hun beleggingsactiviteiten in grote mate geprofessionaliseerd. Sommige organisaties, zoals de Teamsters of de Carpenters hebben hun eigen *capital stewardship* afdelingen die het beleggingsactivisme van hun pensioenfondsen coördineren. Andere vakbonden hebben speciale vermogensbeheerders voor deze taak ingehuurd. Deze bedrijven overleggen zowel met de vakbonden als met de investeringsafdeling van de AFL-CIO hoe ze zullen stemmen tijdens de aandeelhoudersvergaderingen. Vandaag de dag is de Amerikaanse vakbeweging één van de meest activistische aandeelhouders in de Verenigde Staten (Van der Zwan 2011).

Maatschappelijk beleggen door pensioenfondsen is ook in de Verenigde Staten niet zonder controverses. Ten eerste wordt betwist dat maatschappelijk beleggen in overeenstemming is met de *prudent person regel* uit de *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) van 1974. Zo spande het Amerikaanse Ministerie van Arbeid in 1985 een procedure aan tegen twee vakbonden uit de *Development Foundation of Southern California*. Zij zouden leningen tegen 2,4 en 5,4 procentpunt onder de standaardrentes verstrekt hebben, waarbij de bonden een bedrag van ongeveer 8 miljoen dollar verspeeld zouden hebben (English 1985, p. 73-74). Ten tweede verbiedt de *Securities and Exchange Act* aandeelhouders om industriële relaties ter sprake te stellen tijdens aandeelhoudersvergaderingen. Dit betekent dat de vakbonden de aandeelhoudersvergadering niet kunnen gebruiken om de niet-financiële belangen van hun leden te vertegenwoordigen. In verband hiermee heeft het beleggingsengagement van de Amerikaanse vakbeweging zich in twee richtingen ontwikkeld: naar een toenemende focus op *corporate governance* onderwerpen en in de richting van brede maatschappelijke thema's, zoals divesteren uit autoritaire regimes of landen met al te slechte arbeidsomstandigheden (Van der Zwan 2011).

Hoewel slechts weinig resoluties een meerderheid van stemmen behalen, ondernemen vakbonden dergelijke campagnes vanwege de positieve publiciteit die ze

genereren en de druk op bedrijven om een dialoog met de vakbeweging aan te gaan (O'Connor 2005, Marens 2005). De Amerikaanse vakbeweging heeft dan ook met enthousiasme deze strategieën in andere landen geïntroduceerd: zo organiseert de UFCW sinds 2011 een aandeelhouderscampagne tegen het Nederlandse Ahold - in samenwerking met FNV Bondgenoten (Rolvink 2011).

De Duitse *best-in-class* benadering en het Amerikaanse maatschappelijk beleggen in enge zin vormen twee alternatieve benaderingen van maatschappelijk beleggen door pensioenfondsen. Gezien de huidige pleidooien voor meer maatschappelijk beleggen door Nederlandse pensioenfondsen, roepen deze voorbeelden de vraag op of dergelijke praktijken ook in Nederland juridisch toelaatbaar en/of economisch wenselijk zijn. Ten eerste moeten we onderzoeken of een actief insluitingsbeleid niet haaks staat op het wettelijke voorschrift van evenwichtige belangenafweging en het verbod op nevenactiviteiten. Daarnaast rijst de vraag, of aandeelhoudersengagement jegens Nederlandse bedrijven geen belangenverstrenghing in het leven roept, gezien het paritaire karakter van het pensioenfondsbestuur. Ten slotte kunnen we ons afvragen in hoeverre Nederlandse pensioenfondsen zich geroepen zullen voelen om externe effecten te realiseren, zonder overheidsingrijpen: terwijl de Taft-Hartley fondsen ongeveer de helft van hun vermogen in de Verenigde Staten beleggen (Agrawal 2012), beleggen Nederlandse fondsen maar een klein percentage van de aandelenportfolio in Nederland. In de volgende secties worden deze problemen verder uitgewerkt.

5 Regulering van beleggingsbeleid

Nederlandse pensioenfondsen zijn gehouden een beleggingsbeleid te voeren dat met name is gebaseerd op het uitgangspunt dat waarden worden belegd in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden.¹⁶ Dit uitgangspunt is de kern van de *prudent person regel*. Deze regel heeft te gelden voor elke binnen de Europese Unie werkzame ‘pensioeninstelling’.¹⁷ Nederlandse pensioenfondsen zijn een dergelijk type instelling. Maatschappelijk beleggen staat soms op gespannen voet met de *prudent person regel*. Ook zal blijken dat vergaand aandeelhoudersactivisme en engagement niet steeds toelaatbaar is.

Regulering van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen kent twee componenten. Ten eerste zijn er *kwalitatieve voorschriften*. Deze voorschriften begrenzen beleggingsbeleid door in meer abstracte termen de toelaatbare, met dat beleid te dienen belangen, te benoemen. De belangrijkste daarvan is dat waarden belegd

¹⁶ Artikel 135 lid 1 Pensioenwet (‘PW’) en artikel 130 Wet verplichte beroepspensioenregeling (‘Wvb’). Zie over de uitwerking van deze norm voor het Nederlands recht Maatman 2004 en 2007, Van Leeuwen en Rinnooy Kan 2007; Kuiper en Lutjens 2011, Maatman en Van der Graaf 2012.

¹⁷ Meer precies wordt hier verwezen naar op basis van kapitaaldekking gefinancierde, instellingen die onafhankelijk van enige bijdragende onderneming of bedrijfstak zijn opgericht met als doel het verstrekken van arbeidsgerelateerde pensioenuitkeringen. Vergelijk over de *prudent person regel* in deze context artikel 18 Richtlijn 2003/41/EG.

worden in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden.¹⁸ Een andere kwalitatieve beperking is de plicht op een zodanige wijze te beleggen dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de beleggingen als geheel worden gewaarborgd.¹⁹

Ten tweede zijn er *kwantitatieve voorschriften*. Dat zijn in absolute termen gestelde grenzen (maxima of minima) aan de mate waarin het een pensioenfonds is toegestaan waarden een bepaalde bestemming te geven. Zo mag een pensioenfonds maximaal 5% van de portefeuille als geheel in de bijdragende onderneming investeren.²⁰ Er zijn ook andere voorbeelden. Pensioenfondsen mogen in beginsel geen leningen aangaan, tenzij deze tijdelijk worden aangegaan voor liquiditeitsdoelstellingen.²¹ Voorts is het pensioenfondsen sinds 1 januari 2013 verboden directe steun te verlenen aan een (buitenlandse) onderneming die clustermunie produceert, verkoopt of distribueert.²² Dergelijk uitsluiten bij wet is niet op voorhand problematisch. Het spiegelbeeld – een plicht tot maatschappelijk beleggen – kent evenwel grenzen. Het staat de Nederlandse overheid namelijk niet vrij om pensioenfondsen te dwingen tot beleggen in van overheidswege benoemde categorieën van activa.²³

Het is de vraag in hoeverre beleggingsregels grenzen stellen aan maatschappelijk beleggen door pensioenfondsen. Vooropgesteld kan worden dat, met uitzondering van een enkele bepaling over clustermunie, de voor pensioenfondsen geldende normen zich niet expliciet richten op maatschappelijk beleggen. Dat wordt mogelijk binnenkort in zoverre anders dat aanhangig is een wetsvoorstel pensioenfondsen te verplichten in het jaarverslag te berichten op welke wijze in het beleggingsbeleid rekening wordt gehouden met milieu en klimaat, mensenrechten en sociale verhoudingen.²⁴ Voor beantwoording van genoemde vraag zal men dan ook terugvallen op meer algemene, niet specifiek voor maatschappelijk beleggen geschreven beleggingsregels.

Een pensioenfonds dient het belang van aanspraak- of pensioengerechtigden bij zijn beleggingsbeleid voorop te stellen. Belangen van anderen (en dat is ook de werkgever) wegen mogelijk mee bij meer algemene beleidskeuzes,²⁵ maar mogen bij het beleggingsbeleid nauwelijks een rol spelen.²⁶ Dit mag ook blijken uit de Europese pensioenfondsenrichtlijn: “In geval van mogelijke tegenstrijdige belangen

¹⁸ Artikel 135 lid 1 sub a PW; artikel 130 lid 1 sub a Wvb.

¹⁹ Artikel 13 lid 1 Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen.

²⁰ Artikel 135 lid 1 sub b PW.

²¹ Artikel 136 PW; artikel 131 Wvb.

²² Artikel 21a van het Besluit marktmisbruik Wft. Met dit verbod implementeert Nederland het Verdrag inzake Clustermunie (Trb. 2009, 45).

²³ Artikel 18 lid 3 Richtlijn 2003/41/EG.

²⁴ *Kamerstukken II*, 2011-2012, 33 182, nr. 2, artikel I onder E.

²⁵ Vergelijk artikel 105 lid 2 PW en aanbeveling A5 van de Principes voor goed pensioenfondsbestuur.

²⁶ Sterke aandacht voor de belangen van de werkgever, bijvoorbeeld door het volgen van een beleggingsstrategie gericht op beperkte kosten voor de sponsor, kent bovendien het risico dat het bestuur van het pensioenfonds de verschillende belangen van de bij het fonds betrokkenen niet evenwichtig weegt en daarom in strijd handelt met (artikel 105 lid 2 van) de Pensioenwet (Rb. Rotterdam 25 april 2013, LJN BZ9201, Pensioenfonds Jonhson & Johnson Nederland).

zorgt de instelling [...] ervoor dat de belegging uitsluitend in het belang van de deelnemers en de pensioengerechtigden geschiedt”.²⁷

Het gedrag van een pensioenfonds als aandeelhouder is gereguleerd. Principe (IV. 4) in de Nederlandse *corporate governance* code²⁸ is dat institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, primair handelen “in het belang van hun achterliggende begunstigen of beleggers en [...] een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigen of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen [hebben] om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursvennootschappen.” Een fonds mag afwijken van dit principe, maar zal daarvan gemotiveerd opgave moeten doen in zijn jaarverslag, op zijn website of aan het adres van zijn deelnemers.²⁹

Daar de wettelijke beleggingsregels zich primair richten op het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden, is het relevant te weten wat het recht erkent als hun belang. Kunnen zij bijvoorbeeld maatschappelijk beleggen *kieszen* als hun belang? Er lijkt beperkt ruimte te zijn voor pensioenfondsbesturen om tegemoet te komen aan andere dan financiële belangen van aanspraak- of pensioengerechtigden. Voorwaarde is dat activa op zodanige wijze worden belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel worden gewaarborgd.³⁰ Het beheerde vermogen heeft voorts een pensioendoelstelling en vermogensbeheer – en dus ook het stembeleid bij aandeelhoudersvergaderingen³¹ – is daarmee gericht op het voorzien in levenslang pensioen.³²

Het objectieve financiële belang van aanspraak- en pensioengerechtigden is niet het *enige* belang dat met het door fondsen beheerde vermogen gediend mag worden. Eerder genoemde Europese richtlijn poneert als uitgangspunt dat aangehouden activa *in de regel* niet voor andere doeleinden worden gebruikt dan ter verstrekking van pensioenuitkeringen.³³ Uitzonderingen zijn dus wellicht denkbaar. Het doel pensioenuitkeringen te verstrekken kan wellicht langs meerdere wegen worden bereikt, waarbij niet ondenkbaar is dat een van deze wegen zich kenmerkt door preferenties van deelnemers over maatschappelijk beleggen. Indien de beleggingsportefeuille als geheel solide blijft, is een door maatschappelijk verantwoordelijkheid gemotiveerde belegging vanuit juridisch perspectief niet op voorhand verdacht. Dat betekent wel dat beleggingen of een stembeleid dat bijvoorbeeld ten goede komt van de werkgelegenheid in de bedrijfstak waarvoor het pensioenfonds is verplicht gesteld, maar dat leidt tot suboptimale rendementen, meer uitvoerige onderbouwing behoeven.

²⁷ Artikel 18 lid 1 sub a Richtlijn 2003/41/EG. Voor premiepensiensinstellingen is dit ‘uitsluitend’ belang overigens wel expliciet overgenomen in de Nederlandse wet (artikel 3:267b lid 2 Wft).

²⁸ De code bedoeld in artikel 2:391 lid 2 BW jo artikel 2 van het daarop gebaseerde Vaststellingsbesluit nadere voorschriften inhoud jaarverslag. De code is gepubliceerd in Staatscourant nr. 18499 d.d. 3 december 2009.

²⁹ Artikel 5:86 Wft.

³⁰ Artikel 18 lid 1 sub b Richtlijn 2003/41/EG.

³¹ Zie hierover van Leeuwen en Rinnooy Kan 2007.

³² Preambule 13 Richtlijn 2003/41/EG. In gelijke zin Maatman 2007.

³³ Preambule 31 Richtlijn 2003/41/EG.

Een mandaat van belanghebbenden kan de harde eis dat pensioenfonds activa op zodanige wijze behoren te beleggen dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel worden gewaarborgd, niet opzij zetten (Maatman 2007). Het is echter het pensioenfonds dat voor zijn concrete geval invulling moet geven aan de *prudent person regel*. Daarbij kan het wensen van belanghebbenden betrekken. Wanneer toezichthouder DNB meent dat daardoor niet is voldaan aan prudentievereisten, heeft voor de toezichthouder een zware motiveringsplicht te gelden.³⁴ Voorlopige conclusie is dat eerst wanneer het belang maatschappelijk te beleggen parallel loopt aan het belang van aanspraak of pensioengerechtigden, een dergelijk beleggingsbeleid prudent is.

Met deze analyse van de *prudent person regel* is de kous niet af. De vraag is gesteld of beleggingsbeleid van een pensioenfonds kan overgaan van vermogensbeheer in een verboden nevenactiviteit.³⁵ Voor nevenactiviteiten heeft te gelden dat ‘ondernemend beleggen’ mag, maar ‘beleggend ondernemen’³⁶ niet op voorhand toelaatbaar is,³⁷ ook niet als dit in belang is van deelnemers.³⁸ Een pensioenfonds dient zich te beperken tot activiteiten in verband met pensioen en werkzaamheden die daarmee verband houden.³⁹ In andere woorden: kernactiviteit is het uitvoeren van een pensioenregeling, of in de woorden van de SER “organiseren van collectiviteiten op basis van solidariteit” (SER 2002, p. 45). De werkzaamheden die daarmee verband houden zijn algemene risicobeheersing en fondsbeheer, administratie van de regeling, informatievoorziening aan deelnemers en beleggen en beheren van financiële middelen (Commissie Conglomeraatvorming 2003, p. 4).⁴⁰

Activistisch beleggingsbeleid van een pensioenfonds lijkt, gezien het verbod op nevenactiviteiten, op het eerste gezicht niet zo ver te mogen gaan dat een pensioenfonds actief mag ingrijpen in de bedrijfsvoering van een onderneming waarin het belegt. Uitwerking van het verbod op nevenactiviteiten richt zich evenwel hoofdzakelijk op aandelenbezit en daarmee hoogstens indirect op aandeelhoudersactivisme. Tot uitgangspunt is wel genomen beperkt aandeelhouderschap inhoudende *in beginsel* niet meer dan 20 procent.⁴¹ Toch wordt in de praktijk de soep niet zo

³⁴ Rechtbank Rotterdam 24 november 2011, LJN BU6966 en 15 maart 2012, LJN BV9210.

³⁵ De vraag of beleggingsbeleid kan overgaan in een nevenactiviteit, kwam overigens niet voort uit activistisch beleggingsbeleid van pensioenfondsen, maar uit een sinds de jaren negentig gesignaleerde trend van conglomeraatvorming. Pensioenfondsen investeerden, zo werd gesteld, in toenemende mate in banken of verzekeraars niet vanwege rendementen, maar vanwege marketing- of overlevingsstrategische overwegingen. Zie de adviesvraag van het kabinet aan de SER opgenomen als bijlage 1 in SER 2002

³⁶ Dit is het (mede) drijven van een onderneming (Commissie Conglomeraatvorming Pensioenfondsen 2003, p. 19).

³⁷ Dit was de opvatting van de Pensioen- en verzekeringskamer, de toenmalige toezichthouder (PVK 2000, p. 20-21).

³⁸ *Kamerstukken II*, 2003-2004, 28 294, nr. 3, p. 6.

³⁹ Artikel 116 PW.

⁴⁰ Bij de parlementaire behandeling van de Pensioenwet instemmend overgenomen in *Kamerstukken II*, 2005-2006, 30 413, nr. 3, p. 74.

⁴¹ Commissie Conglomeraatvorming Pensioenfondsen 2003, p. 5; *Kamerstukken II*, 2003-2004, 28 294, nr. 3, p. 8.

heet gegeten. De procentuele grens is slechts een signaal en uitzonderingen zijn mogelijk indien daar objectieve gronden voor zijn.⁴² Het pensioenfonds dat een groter percentage aandelenbezit kan verklaren vanuit (maatschappelijke) beleggingsbeleid en kan aantonen dat het dienstbaar is aan de kernactiviteiten van het fonds, handelt niet op voorhand onzuiver.

Uit het voorgaande blijkt dat regulering van beleggingsbeleid in Nederland voor pensioenfondsen ruime grenzen kent. De veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille staan voorop en beleggingsbeleid zal zich in de kern moeten richten op verstrekking van pensioenuitkeringen. Voorts zal activistisch beleggingsbeleid niet behoren om te slaan in ondernemen en daarmee een verboden nevenactiviteit. Een fonds heeft daarmee veel mogelijkheden, mits gemotiveerd vanuit voornoemde perspectieven. Een *best-in-class* benadering als in Duitsland is ook in Nederland toelaatbaar. Hierbij heeft evenwel te gelden dat fondsen de wapensector en aanverwante industrieën in zoverre links moeten laten, dat zij niet mogen bijdragen aan productie, verkoop en distributie van clustermunificatie. De aanpak van maatschappelijk beleggen in enge zin als gehanteerd in de VS, is mogelijk problematisch. De nadruk in de huidige regulering ligt op financieel rendement. Wanneer Nederlandse fondsen slechts die investeringen kiezen waarbij zij zowel een financieel als een sociaal rendement behalen, sluiten zij een categorie van investeringen uit die mogelijk een hoger financieel rendement hebben. Wanneer dat komt vast te staan, is het nog maar de vraag of met deze wijze van handelen de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille voorop blijken te staan.

6 Oorzaken van inefficiënt beleggingsbeleid

Indien maatschappelijk rendement niet ten koste gaat van financieel rendement is er uit economisch oogpunt geen probleem. Er kan dan immers belegd worden in die waarden die zowel het financieel als het maatschappelijk rendement maximaliseren. Er is dan geen afruil.

Uit theoretisch oogpunt kan maatschappelijk verantwoord beleggen –indien dat ook inhoudt het uitsluiten van beleggingen– ten koste gaan van de diversificatiemogelijkheden. Het kan daarmee ten koste gaan van het risico-gecorrigeerde rendement (het risico wordt immers niet goed gespreid). Er is daarmee theoretische grond om aan te nemen dat maatschappelijk rendement ten koste kan gaan van financieel rendement. Dit is een mogelijke tegenwerping bij bijvoorbeeld het plan om Nederlandse pensioenfondsen in Nederlandse hypotheeklen te laten beleggen. Het percentage van het pensioenvermogen dat in Nederland wordt belegd (z.g. *home bias*) is de afgelopen jaren verminderd van 37% in 1992 naar 13% in 2006

⁴² *Kamerstukken II*, 2003-2004, 28 294, nr. 3, p. 8. Zie in die zin het beleid van toezichthouder DNB (www.dnb.nl) (geraadpleegd 22 oktober 2012).

(Rubbiany et al. 2011). Dit is mede ingegeven door de wens geografisch te diversificeren.

Indien er een afruil is tussen maatschappelijk en financieel rendement, dan dienen beide tegen elkaar afgewogen te worden. De uiteindelijke belegging is dan efficiënt als de beleggingsbeslissing gebaseerd is op de preferenties van diegenen ten behoeve van wie belegd wordt (de deelnemers). Daarnaast vereist efficiëntie dat – indien relevant – ook de preferenties van niet bij de financiële transactie betrokken derden bij de beslissing wordt meegewogen.

Preferenties van deelnemers dienen leidend te zijn. Verschillende vragen zijn daarbij relevant voor de deelnemer. Hoe geeft het pensioenfonds het maatschappelijke beleggingsbeleid vorm? Wat zijn de gevolgen van verantwoord beleggen voor het verwacht rendement en verwacht risico van de gehele portefeuille? Wat is de consequentie voor premies en uitkeringen? Niet alle deelnemers zullen overigens gebruik maken van geboden mogelijkheden tot meer betrokkenheid. Een meerderheid van 53% laat het beleggingsbeleid bij voorkeur over aan het fonds, terwijl een minderheid van 23% het eigen pensioenvermogen wil beleggen (Van Rooij et al. 2011). Tegelijkertijd wijst een ruime meerderheid van deelnemers van het pensioenfonds PFZW betrokkenheid bij mensenrechtenschendingen (89%) en kinderarbeid (96%) af (De Deken 2008).

Inefficiënte beleggingsbeslissingen kunnen het gevolg van twee zaken: inadequate interne *governance* en gevolgen voor niet bij de financiële transactie betrokken derden (externe effecten). Het uitsluiten van beleggingen in Mexicaanse windparken en plantages in Mozambique kunnen mogelijk gerechtvaardigd worden door externe effecten. De beleggingen hebben, zo stelt voornoemde berichtgeving, negatieve effecten voor de plaatselijke bewoners.

Deelnemers beleggen hun pensioenvermogen echter niet zelf. Het fondsbestuur beslist over het (beleggings)beleid. Bij afwezigheid van directe zeggenschap, ontstaat een potentieel *principal-agentprobleem*. De *agent* (het bestuur) dient ten behoeve van de *principal* (de deelnemers) te handelen, zonder dat de laatste de acties van de eerste volledig kan afdwingen of zelfs geheel kan observeren (Dixit 2002). Hierdoor maakt de *principal* mogelijk een andere keuze dan dewelke in het belang van de agent is. In het bijzonder kan er te weinig (of te veel) met niet-financiële doelstellingen rekening worden gehouden. Er zijn meerdere oorzaken voor inadequate belangenrepresentatie, waardoor het maatschappelijk beleggingsbeleid afwijkt van het door de deelnemers gewenste beleid:

Verkeerde prikkels. De belangen van het bestuur kunnen afwijken van die van de belanghebbenden. In het bijzonder kunnen bestuursleden gericht zijn op een eigen belang of op een bepaald deelbelang (Hollanders 2009). Deze belangen komen niet noodzakelijkerwijs overeen met dat van deelnemers. Zo kunnen bestuurders uit carrièreoverwegingen beleggingen of uitvoeringscontracten gunnen aan potentiële toekomstige werkgevers. Ook kunnen financiële prikkels voor het bestuur (of binnen de uitvoeringsorganisatie) aanzetten tot risicovol beleggen (Bebchuk en Spammann 2009). Omgekeerd kunnen bestuurders, uit eigen overtuiging of uit publicitaire overwegingen, te veel gericht zijn op maatschappelijk beleggen, of kan het

fonds “gekaapt” worden door een (mediagenieke) belangengroep en zich te veel naar diens wensen voegt.

Keten van principal-agentproblemen. Het principal-agentprobleem kan ver-groot of zelfs geheel veroorzaakt worden doordat veel pensioenfondsen meerdere zaken uitbesteden, zoals vermogensbeheer, beleggingsadvies, risicomangement, administratie en intern toezicht (De Deken 2008). Bij 90,5% van de fondsen is be-heer van minstens 30% van het vermogen uitbesteed en bij 83,7% van de fondsen is de administratie uitbesteed.⁴³ Sommige pensioenfondsen werken daarbij met tientallen externe partijen. Hierdoor ontstaat een keten van principal-agentrelaties. DNB signaleert een gebrek aan zakelijke relatie tussen fonds en pensioenuitvoeringsorganisatie (“PUO”) (Rademakers en Hinskens 2011). Er zijn dikwijls geen resultaatafspraken en geen periodieke evaluatie. De PUO rapporteert dikwijls over de uitvoering en het fonds baseert zich daar bij de oordeelsvorming vervolgens vol-ledig op. Ook bij extern advies ontbreekt soms kritische evaluatie en zelfstandige afweging. Hierdoor ontstaat het risico dat adviseurs en beheerders feitelijk het be-leid bepalen.

Competentie. Bestuursleden dienen kennis en ervaring te hebben om evenwicht-ig te besluiten en ten uitvoerlegging van besluiten vorm te geven. Competentie is niet vanzelfsprekend; zo blijkt uit experimenten dat Engelse pensioenfondsbestuur-ders risico’s niet goed inschatten en informatie niet efficiënt verwerken (Clark et al. 2006). Effectieve belangenbehartiging vereist ook dat het bestuur als geheel ef-fectief opereert. Dit houdt in dat bestuursleden zich coöperatief opstellen, hun functioneren periodiek evalueren, informatie delen, en er een bestuurscultuur is die groepsdenken en kuddegedrag tegengaat (Veltrop et al. 2012).

Informatie. Bestuurders kunnen alleen de voorkeuren van deelnemers volgen als deze bekend zijn. De voorkeuren zijn echter niet op voorhand bekend en deel-nemers kunnen deze in de huidige *governance* (verplichtstelling en indirecte zeg-genschap) ook niet op directe wijze te kennen geven. Adequate belangenbeharti-ging vergt dat een fonds de voorkeuren van deelnemers langs andere wegen nagaat. Frijns et al. (2010, p. 5) stellen te dien aanzien: “het bestuur van het fonds dient na te gaan wat de houding van de deelnemers van het fonds en van de bijdragende werkgevers is betreffende duurzaamheid. Dit dient vervolgens het uitgangspunt te vormen voor het risico- en beleggingsbeleid.”

Een goede *governance* lijdt niet aan bovengenoemde euvels en borgt dat het bestuur de belangen en voorkeuren van deelnemers in ogenschouw neemt bij het beleggingsbeleid. Daarbij past wel de kanttekening dat er (aanzienlijk) verschil van mening kan bestaan over wat als maatschappelijk wenselijk aangemerkt moet wor-den. Is bijvoorbeeld een hoger cao-minimumloon maatschappelijk gewenst, of schaadt dit de werkgelegenheid, export of de legitieme aanspraken van kapitaalver-schaffers? Wellicht is er consensus over de onwenselijkheid van kinderarbeid, maar moet dat gestimuleerd worden door niet te beleggen in ondernemingen die zich daarvan bedienen of dient de kritische dialoog gevoerd te worden vanuit de

⁴³ Zie DNB-website (www.dnb.nl).

positie van invloedrijke kapitaalverschaffer? Dit zijn lastige vraagstukken. Zolang het pensioenvermogen collectief beheerd wordt, zal hierover collectief moeten worden besloten en zullen strijdige zienswijzen moeten worden verenigd.

De empirische literatuur wijst daarbij overigens uit dat maatschappelijk rendement niet noodzakelijkerwijs ten koste gaat van financieel rendement (Bauer et al. 2002; Kreander et al. 2005; Orlitzky et al. 2003).

Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen heeft niet alleen gevolgen voor de eigen deelnemers, maar ook voor Nederland. Dat is het gevolg van de grote omvang van het pensioenvermogen (1007 miljard euro, ca. 166% bbp).⁴⁴ Zowel positieve als negatieve gevolgen voor niet bij de financiële transactie betrokken derden ('externaliteiten') leiden tot inefficiëntie. Maatschappelijke kosten en baten worden, zo valt te verwachten, uit de aard der zaak niet (volledig) bij de beslissing meegewogen. Een negatieve of positieve externaliteit kan, zouden wij menen, dan ook extern (overheids)ingrijpen in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen rechtvaardigen (vgl. Teulings et al. 2005). Een belangrijke kanttekening is evenwel dat overheidsingrijpen eerst wenselijk is als laatste redmiddel. Het beleggingsbeleid van een pensioenfonds is er ten principale niet voor het ondervangen van inadequaat overheidsbeleid. Zo dienen zelf-rechtvaardigende verkoopgolven op obligatiemarkten vooraleerst voorkomen te worden door adequaat monetair beleid (lener-in-laatste-instantie en banktoezicht) (Jacobs 2012; Buiters 2012) en niet door het sturen van beleggingen van pensioenfondsen (zogenaamde financiële repressie). Indien de overheid een project uit maatschappelijk oogpunt wenselijk acht, dient het dat in beginsel zelf te financieren. De overheid internaliseert dan alle maatschappelijke kosten en baten. Pensioenfondsen zijn, stelt PGGM-voorzitter Van Rijn "niet de pinautomaat van het kabinet" (Baltsen 2009). Pensioenfondsen hebben immers de wettelijke plicht belangen van deelnemers voorop te stellen.

7 Conclusie

Verschillende partijen stellen dat pensioenfondsen meer maatschappelijke betrokkenheid moeten tonen met hun beleggingsbeleid. Er gaan daarbij zowel stemmen op om controversiële beleggingen uit te sluiten als om gewenste beleggingen in te sluiten. Fondsen komen aan de oproep tot maatschappelijk beleggen als gezegd reeds enigszins tegemoet. De vraag is evenwel of zij dit in nog grotere mate zouden moeten en kunnen doen. Dit artikel bespreekt tegen die achtergrond de samenhangende vragen of meer maatschappelijk beleggen toelaatbaar, gewenst en uitvoerbaar is. Bij beoordeling van pleidooien voor (meer) maatschappelijk beleggen zouden, zo menen wij, deze drie vragen leidend moeten zijn.

Een maatschappelijk gemotiveerd beleggingsbeleid is bij de huidige wetgeving in ruime mate, maar niet zonder meer toelaatbaar. Ongeacht de vorm van maatschappelijk beleggen die Nederlandse pensioenfondsen kiezen, zal steeds het be-

⁴⁴ Gegevens ultimo 2012 van DNB (www.dnb.nl).

lang van aanspraak- of pensioengerechtigden voorop behoren te staan. Conflicterende belangen bij beleggingsbeleid dient het fonds evenwichtig te wegen. Vanwege de *prudent person regel* prevaleren evenwel die van de begunstigen voor de uitkering. De veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel dient een pensioenfonds te waarborgen. Een *best-in-class* benadering in de wapensector is niet onverkort houdbaar. In de regel zal het beleggingsbeleid gericht moeten zijn op het verstrekken van pensioenuitkeringen. Een mandaat van belanghebbenden om andere belangen bij het beleggingsbeleid te betrekken kan dat niet opzij zetten. Activistisch beleggingsbeleid mag niet zover gaan dat het uitmondt in een verboden nevenactiviteit. Wie pleit voor (meer) maatschappelijk beleggen zou moeten onderzoeken of het pleidooi binnen bovenstaand kader past, en zo niet, welke wetgeving aanpassing behoeft.

Een maatschappelijk gemotiveerd beleggingsbeleid, als toelaatbaar, is niet zonder meer gewenst. Het is gewenst indien zulks overeenkomt met de voorkeuren van deelnemers, of indien het beleggingsbeleid positieve externe effecten heeft. Een goede *governance* moet borgen dat de voorkeuren van deelnemers in het beleid doorklinken. Als aandachtspunten signaleerden wij de belangentegenstellingen tussen bestuur en aanspraak- en pensioengerechtigden, *principal-agentproblemen*, kennis en ervaring van fondsbestuurders en de beschikbaarheid van informatie over de voorkeuren van deelnemers.

Een maatschappelijk gemotiveerd beleggingsbeleid, als toelaatbaar en wenselijk, is niet zonder meer eenvoudig uit te voeren. Dit blijkt uit de ervaringen in twee landen waar maatschappelijk beleggen op andere wijze dan in Nederland in de praktijk wordt gebracht. Zo werd bij het Duitse *Pensionsfonds Metallrente* beleggingsactivisme bij voorbaat uitgesloten vanwege mogelijke belangenconflicten met de deelnemende werkgevers. Ook werd het uitsluitingsbeleid om dezelfde reden vroegtijdig beëindigd. Bij Amerikaanse Taft-Hartley fondsen werden juist de niet-financiële belangen van deelnemers vaak voorop gezet bij het beleggingsbeleid, hetgeen in sommige gevallen in strijd met de *prudent person regel* was. Desalniettemin laten beide voorbeelden de potentie zien om maatschappelijk beleggingsbeleid verder vorm te geven.

Pleidooien voor maatschappelijk beleggen zijn wellicht sympathiek, maar verdienen een gedegen onderbouwing. Het wegen van rendement of ideële doelstelling is niet het enige dat partijen te doen staat. Uitwerking en onderbouwing zijn van belang daar waar maatschappelijk beleggen ontoelaatbaar en onwenselijk kan zijn en uitvoer lastig kan blijken. Met het in kaart brengen van relevante gezichtspunten en presenteren van voorbeelden levert het bovenstaande daaraan een bijdrage.

Auteurs

David Hollanders (e-mail: d.a.hollanders@uva.nl) Sijbren Kuiper (e-mail: s.h.kuiper@uva.nl) en Natascha van der Zwan (e-mail: n.a.j.vanderzwan@uva.nl)

(UvA) zijn als postdoctorandus verbonden aan de Universiteit van Amsterdam, het Amsterdams Instituut voor Arbeidsstudies (AIAS). Ze bedanken twee anonieme referenten voor het ontvangen commentaar op eerdere versies van dit artikel.

Literatuur

- AFL-CIO Housing Investment Trust, 2011, Annual Report: Competitive Returns, Affordable Housing, AFL-CIO Housing Investment Trust, Washington (http://www.aflcio-hit.com/user-assets/Documents/annual_reports/2011_annual.pdf; website bezocht 25 september 2012).
- Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP), 2012, Verslag Verantwoord Beleggen ABP 2011 (<http://www.abp.nl/over-abp/publicaties/jaarverslagen/Verslag-verantwoord-beleggen-2011.html>; bezocht 22 oktober 2012).
- Baltsen, F., 2009, Geen geld van pensioenfonds voor zorgsector, *NRC*, 22 december 2009.
- Bauer, R., K. Koedijk en R. Otten, 2002, International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style, *Journal of Banking and Finance*, 29(7): 1751-67.
- Bebchuk, L. A. en H. Spamann, 2009, Regulating Bankers' Pay, Harvard Law School Discussion Paper 641 6/2009.
- Boot, A.W.A. en A.L. Bovenberg, 2012, Macro-oplossing voor hypotheekberg, *ESB*, vol. 97(4636): 326-29.
- Buiter, W., 2012, Zwaluwen boven de eurozone, *Me Judice*, 11 oktober 2012.
- Clark, G.L., E. Caerlewy-Smith en J.C. Marshall, 2006, Pension fund trustee competence: decision making in problems relevant to investment policy, *Journal of Pension Economics and Finance*, vol 5(1): 91-110.
- Commissie Conglomeraatvorming Pensioenfonds, 2003, Het pensioenfonds als taakorganisatie, 'schoenmaker blijf bij je leest', Amsterdam.
- De Deken, J.J., 2008, Pension Fund governance and stakeholding: the double trust dilemma in the control of supplementary pensions in Europe, paper presented at the ESPANET 2008 conference held in Helsinki September 18-20.
- Dixit, A., 2002, Incentives and Organizations in the Public Sector: An Interpretative Review, *The Journal of Human Resources*, vol. 37(4): 696-727.
- Dijkhuizen, C. van, 2013, Voortgangsbericht Verkenning rol van institutionele beleggers bij hypothecaire woningfinanciering, Den Haag: 11 maart 2013.
- English, C.W., 1985, When Unions Link Pension Funds, Jobs, *U.S. News & World Report*, 13 mei 1985: 73-74.
- Frijns, J.M.G., J.A. Nijssen en L.J.R. Scholtens, 2010, *Onzekere zekerheid Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfonds*, Eindhoven.
- Hollanders, D.A., 2009, The political economy of intergenerational risk sharing, Netspar Discussion Paper. 01/2009-011.
- Hummels, G.J.A., 2007, *De Kracht van Pensioenfonds*, Maastricht: Universiteit Maastricht.
- Hummels, G.J.A., D. Timmer en VBA Werkgroep MVB, 2003, *Tussen Meerwaarde en Moraal; De ontwikkeling van duurzaam beleggen binnen Nederlandse Pensioenfonds*, Breukelen: Universiteit Nyenrode, EIBE.
- Jacobs, B., 2012, *Een Politiek-Economische Analyse van de Standpunten van de Nederlandse Politieke Partijen over de Eurocrisis*, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Karch, H., 2008, Das Versorgungswerk Metallrente – Ziele und Strategien einer sozialpartnerschaftlichen Einrichtung, in: G. Ulshöfer en G. Bonnet (eds), *Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt: Nachhaltiges Investment - politische*

- Strategien - ethische Grundlagen*: 178-181, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Kellermann, J., 2012, Het vermogen van pensioenfondsen, speech tijdens het symposium 'De toekomst van ons pensioenstelsel', 21 augustus 2012.
- Keuning, M., 2012, Pensioenen huisartsen belegd in sigaretten, *Volkskrant.nl*, 5 mei 2012.
- Kreander, N., R.H. Gray, D.M. Power en C.D. Sinclair, 2005, Evaluating the Performance of Ethical and Non-ethical Funds: A Matched Pair Analysis, *Journal of Business Finance&Accounting*, vol. 32(7/8): 1465-93.
- Kuiper, S.H. en E. Lujens, 2011, Zorgen om en voor pensioenbeleggingen, *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, nr. 3: 5-13.
- Leeuwen, A.W. van, en R.E.M. Rinnooy Kan, 2007, Pensioenfonds als belegger en aandeelhouder, *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk*, nr. 5: 213-217.
- Maatman, R.H. en B.P. van der Graaf, 2012, Pensioenfonds Glas in goud: beleggen volgens de prudent person-regel, *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, nr. 21.
- Maatman, R.H., 2004, *Het pensioenfonds als vermogensbeheerder*, Kluwer, Deventer.
- Maatman, R.H., 2007, Prudent-person-regel en verantwoord beleggingsbeleid, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*, nr. 6: 177-187.
- Marens, R. 2004, Waiting for the North to Rise: Revisiting Barber and Rifkin after a Generation of Union Financial Activism in the United States, *Journal of Business Ethics*, vol. 52(1): 109-23.
- O'Connor, M., 2005, Labor's Role in the American Corporate Governance Structure, *Comparative Labor Law & Policy Journal*, vol. 22(1): 97-133.
- Orlitzky, M., F.L. Schmidt en S.L. Rynes, 2003, Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis, *Organization Studies* 24(3): 403-41.
- Pensioen- en verzekeringskamer (PVK), 2002, Jaarverslag Verzekeringskamer 1999, Apeldoorn.
- Pensioenfederatie, 2013, Inventarisatie Beleid voor Verantwoord Beleggen van Pensioenfondsen, Den Haag.
- Pensioenfonds Metaal en Techniek (PMT), 2011, Kwartaalreportage Maatschappelijk Verantwoord Beleggen PMT, (http://www.bpmt.nl/client/bpmt/upload/downloads/Kwartaalrapportage%20MVB%20PMT_Q4%202011.pdf; bezocht 22 oktober 2012).
- Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW), 2012, Uitsluitingen Ondernemingen (<http://www.pfzw.nl/over-ons/beleggingen/verantwoord-beleggen/activiteiten/Paginas/uitsluitingen-ondernemingen.aspx>; bezocht 22 oktober 2012).
- PGGM, 2012, Verantwoord Beleggen Jaarverslag 2011 (<http://www.pfzw.nl/over-ons/Documents/verantwoord-beleggen/verantwoord-beleggen-jaarverslag-2011.pdf>; bezocht 22 oktober 2012).
- Rademakers, I. en T. Hinskens, 2011, Besturen is vooruitzien, *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, nr. 4: 8-13.
- Rolvink, F., 2011, Amerikaanse vakbond bij Ahold ongewenst, *Het Financieele Dagblad*, 19 april 2011, p. 11.
- Rooij, M. van, H. Prast en A. Smits, 2011, Gedragsreacties van deelnemers op nieuwe contracten, *ESB*, vol. 96(4625S): 60-65.
- Rubbaniy, G., I.P.P. van Lelyveld en W.F.C. Verschoor, 2011, Home Bias and Dutch Pension Funds' Investment Behaviour. Working Paper, Erasmus School of Economics.
- Schwab, S. en R. Thomas, 1998, Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions, *Michigan Law Review*, vol. 96(4): 1018-94.

- Sociaal Economische Raad (SER), 2002, Aanvullend advies Nieuwe Pensioenwet (Advies 2002/01), SER, Den Haag.
- Stichting pensioenfonds De Nederlandsche Bank (Pf DNB), 2011, *Jaarverslag 2011*, Pf DNB, Amsterdam.
- Teulings, C., L. Bovenberg en H. van Dalen, 2005, *De cirkel van goede intenties, De economie van het publieke belang*, Amsterdam University Press.
- Tilburg, R. van, 2011, Food Markets in Dutch; *Dutch Banks and Pension Funds in Agricultural Derivatives Markets*, SOMO, Amsterdam.
- VB, UvB en OPF, 2007, De gearriveerde toekomst; Nederlandse pensioenfondsen en de praktijk van verantwoord beleggen, Den Haag.
- Veltrop, D, N. Hermes, T. Postma en J. de Haan, 2012, A Tale of Two Factions: Exploring the Relationship between Factional Faultlines and Conflict Management in Pension Fund Boards, *SOM Research Report 12001*.
- Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO), 2012a, *Benchmark Responsible Investment by Pension Funds in the Netherlands 2012*, Utrecht: VBDO.
- Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO), 2012b, "VBDO Profile: ABP," website (<http://www.vbdo.nl/files/download/792/Profile%202011%20ABP.pdf>; bezocht 22 oktober 2012).
- Water, M. van de, 2012, Indianen Mexico boos op pensioenbelegger PGGM, *Volkskrant.nl*, 10 september 2012.
- Witteman, J., 2011, Project pensioenfonds ABP in Mozambique mondt uit in landroof, *Volkskrant.nl*, 3 december 2011.
- Zembla, 2007, Het clusterbom gevoel - uitzending 18 maart 2007.
- Zwan, N. van der, 2011, Contentious Capital: The Politics of Pension Investment in the United States and Germany (diss.), New School for Social Research, Verenigde Staten.