

AEGON INSIGHTS

# Wet toekomst pensioenen Maatschappelijk verantwoord beleggen

*De Wet toekomst pensioenen (Wtp) heeft grote gevolgen voor hoe pensioen wordt opgebouwd en wordt belegd. In dit kijken we naar maatschappelijk verantwoord beleggen. In het bijzonder willen we de vraag beantwoorden: Verandert de aanpak voor maatschappelijk verantwoord beleggen als gevolg van het pensioenakkoord?*

De interesse in maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) is de laatste jaren sterk toegenomen. Vrijwel alle institutionele beleggers hebben MVB tegenwoordig hoog op de prioriteitenlijst staan, onder andere gedreven door een toename van wet- en regelgeving op dit gebied.

Het andere onderwerp dat hoog op de prioriteitenlijst staat is het pensioenakkoord. Zoals we in eerdere artikelen in deze serie hebben laten zien kan dit vergaande gevolgen hebben voor de pensioenregeling en het beleggingsbeleid. Gegeven deze veranderingen is het de vraag in hoeverre dit consequenties heeft voor de mate van maatschappelijk verantwoord beleggen en de invulling daarvan.

## Pensioenakkoord en impact op beleggingsbeleid

Het pensioenakkoord heeft verschillende gevolgen voor het beleggingsbeleid. Hieronder bespreken we vier onderdelen die mogelijk van invloed zijn op de invulling van maatschappelijk verantwoord beleggen binnen de regeling.

## Beleggingen 'dichter' bij de deelnemer

De meeste deelnemers gaan van een aanspraak op een uitkering naar een persoonlijk pensioenvermogen. Dit pensioenvermogen is direct afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en zal ook direct doorwerken op de hoogte van de (verwachte) uitkering. Hierdoor komt het vermogen – en daarmee de beleggingen – gevoelsmatig dichterbij de deelnemers te liggen met mogelijk meer aandacht voor de keuzes die hierin gemaakt worden. Hierdoor zou de aandacht van deelnemers voor maatschappelijk verantwoord beleggen kunnen toenemen.



**Gosse Alserda**  
Investment  
Strategist



**Gertjan  
Medendorp**  
Investment  
Strategist



**Oliver Warren**  
Investment  
Solutions  
Consultant

## Deelnemer voorkeuren centraal

Uit de ingediende wetteksten blijkt dat pensioenfondsen de voorkeuren van de deelnemers expliciet moeten meenemen in het vaststellen van het beleggingsbeleid. Hierbij gaat het in de teksten voornamelijk om de risicovoorkeuren, die moeten worden uitgevraagd met behulp van een risicopreferentie onderzoek en die moeten terugkomen in de (impliciete) lifecycles die worden opgesteld. Het lijkt echter logisch om hierbij ook MVB voorkeuren mee te nemen.

## Geen vereist eigen vermogen

In de nieuwe regelingen komt het vereist eigen vermogen (VEV) te vervallen. Hierdoor ontstaat potentieel meer ruimte voor alternatieve beleggingen die in het VEV een relatief grote schok kennen. Hieronder vallen mogelijk ook bepaalde (private) impact beleggingen. Dit geldt echter alleen voor pensioenfondsen die het VEV als beperkend voor de inrichting van hun beleggingsbeleid beschouwen en is dus veelal niet relevant voor pensioenfondsen met een hoge dekkingsgraad.

## Meer keuze voor deelnemers

In zoverre er voor de flexibele premieregeling wordt gekozen, krijgen deelnemers meer keuzevrijheid met betrekking tot hun persoonlijke beleggingsbeleid. Dit wordt vaak ingezet voor keuzes in relatie tot het risicoprofiel (bijv. defensieve of offensieve lifecycle), maar kan ook worden ingezet om speciale MVB lifecycles aan te bieden.

## MVB voorkeuren meten en integreren

Vanwege de directere link van de beleggingen op de (verwachte) pensioenuitkeringen en het persoonlijk pensioenvermogen wordt het nog belangrijker om MVB voorkeuren goed mee te nemen in het beleggingsbeleid. Een vereiste om dit te kunnen doen is dat de voorkeuren goed in kaart zijn gebracht. Oftewel, hoe ver willen deelnemers gaan en welke thema's vinden ze belangrijk.

Om vast te stellen hoever deelnemers willen gaan in maatschappelijk verantwoord beleggen kan bijvoorbeeld gebruik gemaakt worden van onderstaande schaal. Bij elke stap neemt de ESG ('Environment', 'Social' en 'Governance') impact toe, maar is er mogelijk ook impact op het risicogewogen rendement, omdat de risico/rendementsafweging steeds minder de primaire doelstelling is. Dit is ook in figuur 1 visueel weergegeven.

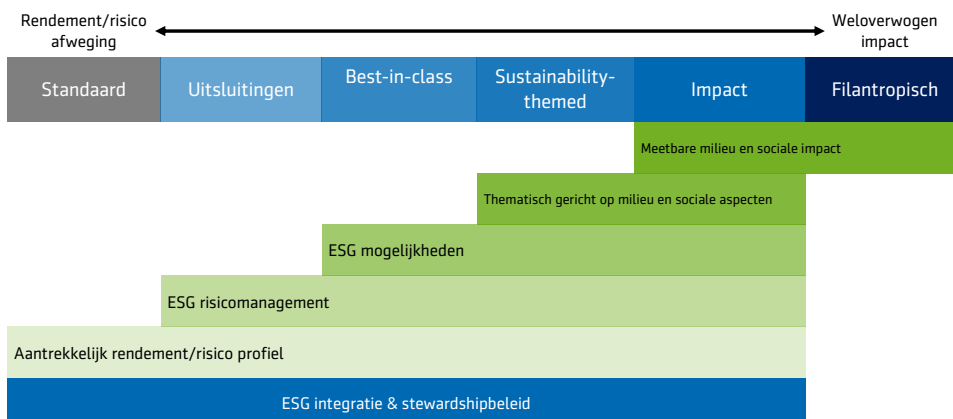
0. ESG agnostisch: ESG factoren worden niet meegenomen in het beleggingsbeleid, ook niet als ze van belang zijn voor risico-/rendementskenmerken.
1. ESG integratie (de 'standaard'): Bij beleggingsbeslissingen wordt ESG-informatie meegenomen om het risico-/rendementsprofiel te verbeteren. Hierbij ligt de nadruk op de financiële aspecten (en zijn duurzaamheidsvoorkeuren niet van belang) en in hoge mate op risicobeheersing. Hierdoor stijgt het verwachte risicogewogen rendement.
2. Uitsluitingen: Bedrijven en/of sectoren die niet bereid of niet in staat zijn om veranderingen door te voeren op een wijze die aansluit bij het maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid worden door het pensioenfonds van het beleggingsuniversum uitgesloten.

*In zoverre er voor de flexibele premieregeling wordt gekozen, krijgen deelnemers meer keuzevrijheid met betrekking tot hun persoonlijke beleggingsbeleid.*

3. Best-in-class: Beleg enkel bedrijven die binnen hun peergroup betere of verbeterende ESG resultaten tonen. In haar publicatie van 2019 onderscheidt McKinsey<sup>1</sup> vijf manieren waarop bedrijven met een beter ESG-profiel meerwaarde kunnen creëren ten opzichte van de concurrentie. Naast het lagere risico op geschillen, ervaren ze tevens minder obstakels vanuit de regelgeving en toezichhouders om te groeien, hebben ze lagere operationele kosten, zijn ze in staat om goed gekwalificeerd personeel aan te trekken en bieden ze in potentie ook een betere strategische propositie.
4. Thema beleggen ('Sustainability themed'): Beleggingen gericht op specifieke of meerdere thema's, die inherent bijdragen aan het aanpakken van sociale en/of milieukwesties. Focus ligt hierbij op het selecteren van duurzame sectoren/activiteiten, waardoor de sectorverdeling gaat afwijken van reguliere marktkapitalisatie. Dit kan interessante investeringsmogelijkheden bieden die een bijdrage leveren in de transitie naar een duurzamere wereld. Hierdoor is er een mogelijkheid om aantrekkelijke rendementen te behalen en tegelijkertijd een positieve resultaat te behalen op het vlak van bijvoorbeeld milieu en sociale kwesties.
5. Impact beleggen: Zoals de naam suggereert wordt de grootste ESG impact bereikt met impact beleggen. Hierbij is ESG impact een van de primaire doelstellingen van de belegging. Vooral wanneer belegd wordt in projecten die anders niet gefinancierd zouden kunnen worden (bijvoorbeeld omdat het risicogewogen rendement te laag is) kan er (netto) ESG impact worden bereikt.
6. Filantropisch: Een positieve impact op het vlak milieu en maatschappij is de enige doelstelling. Rendement is alleen van belang zolang het (in de toekomst) een bijdrage kan leveren aan de impact doelstelling.

*Naast het algemene niveau van MVB kan ook worden uitgevraagd welke thema's deelnemers van belang vinden.*

**Figuur 1: niveaus van maatschappelijk verantwoord beleggen**



For illustrative purposes only. ESG integration and active ownership are not applicable, or not applicable to the same degree, across all affiliates or all strategies. Responsible investment products, services and approaches may vary by region and affiliates.

Naast het algemene niveau van MVB, kan ook worden uitgevraagd welke thema's deelnemers van belang vinden. Hiervoor vormen de 'Sustainable Development Goals' (SDG's) van de Verenigde Naties een goed uitgangspunt. De SDG's zijn concrete doelstellingen op verschillende aspecten die bijdragen aan het creëren van een

<sup>1</sup>McKinsey, Five ways that ESG creates value, november 2019

betere wereld. Daarmee kunnen de SDG's een goede kapstok zijn voor de inrichting en uitvoering van het beleggingsbeleid. De SDG's kunnen ook helpen in bijvoorbeeld deelnemerscommunicatie door in een gezamenlijke taal te communiceren over maatschappelijke uitdagingen en doelen.

**Figuur 2: Sustainable development goals (SDG's)**



Bron: Verenigde Naties

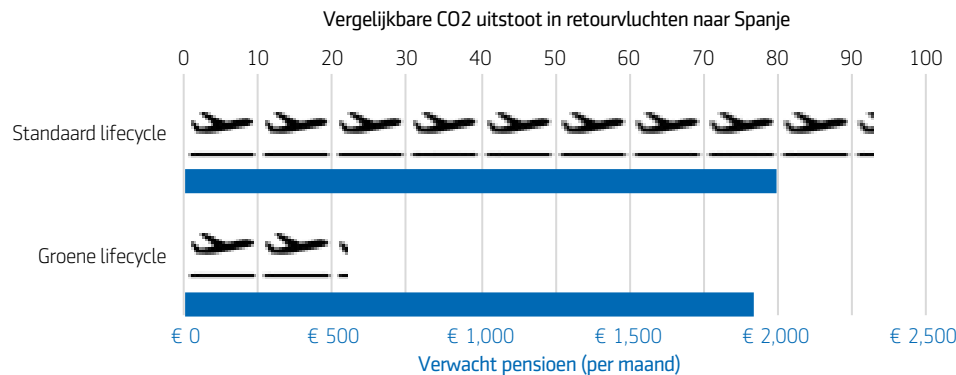
Niet alle SDG's zijn even 'belegbaar', bij de selectie moet dus wel rekening gehouden worden in hoeverre er met de beleggingen daadwerkelijk bijgedragen kan worden aan de relevante SDG's. Juist omdat de SDG's steeds populairder worden, ligt 'SDG-washing' op de loer. Er is geen universeel 'stappenplan' voor aansluiting met beleggingen in SDG's. Wat de één als een belegging in een SDG ziet, is voor de ander niet groen of maatschappelijk genoeg. Daarom is het belangrijk om hier kritisch naar te

kijken. Daarnaast is het van belang om de gekozen thema's breed genoeg te definiëren zodat ze ook daadwerkelijk geïmplementeerd kunnen worden en ruimte bieden in de keuze van de juiste oplossing.

### MVB voorkeuren uitvragen

Voor een goede uitvraag van MVB voorkeuren kan er gesteund worden op 'best practices' bij het uitvragen van de risicohouding. Hier is de laatste jaren veel onderzoek naar gedaan. De inzichten hiervan zijn grotendeels ook toepasbaar bij het veel nieuwere uitvragen van MVB voorkeuren. Zo lijkt het gewenst om voorkeuren ook gedeeltelijk kwantitatief uit te vragen, zodat de expliciete afweging tussen risicogewogen rendement en ESG impact goed in kaart gebracht kan worden. Een illustratief voorbeeld hiervan is in figuur 3 weergegeven.

**Figuur 3. Voorbeeld uitvraag voorkeuren rondom maatschappelijk verantwoord beleggen**



Voorbeeld enkel ter illustratie. Daadwerkelijke getallen zullen anders zijn

### Duurzame lifecycles

Wanneer wordt gekozen voor de flexibele premieregeling dan kan er ook keuzevrijheid worden aangeboden aan de deelnemers. Tot nu toe wordt de keuzevrijheid voornamelijk ingezet rondom het risicoprofiel, oftewel of deelnemers minder ('defensieve lifecycle') of meer ('offensieve lifecycle') risico willen nemen dan de standaard ('neutrale') lifecycle. De lifecycle vertegenwoordigd hierbij het beleggingsbeleid over verschillende leeftijden.

Dezelfde keuzevrijheid kan echter ook worden aangeboden in termen van MVB beleid. Als bepaalde deelnemers verder willen gaan dan het gemiddelde van de populatie, of andere thema's van belang vinden, dan kan hierin tegemoet gekomen worden door specifieke duurzame lifecycles aan te bieden. Hiervoor zijn veel verschillende mogelijkheden denkbaar. Hieronder hebben we een aantal voorbeelden uitgewerkt om een beeld te geven waaraan gedacht zou kunnen worden. Deze lifecycles zijn samengevat in figuur 4.

### Standaard lifecycle

De standaard lifecycle vormt het uitgangspunt. Hierin wordt belegd in verschillende zakelijke (aandelen, private equity en vastgoed) en vastrentende waarden (obligaties

*De duurzame lifecycle gaat een stap verder in termen van duurzaamheid dan de standaard lifecycle.*

opkomende markten (EMD), bedrijfsobligaties, hypotheke en een rente-overlay). Er is geen specifieke duurzaamheidsdoelstelling, maar ESG integratie wordt wel toegepast om het risicogewogen rendement te verbeteren. Verder wordt het algemene stewardship en uitsluitingenbeleid gevolgd.

## Duurzame lifecycle

De duurzame lifecycle gaat een stap verder in termen van duurzaamheid dan de standaard lifecycle. Duurzaamheid is een expliciete doelstelling, hoewel deze nog wel secundair is aan het risicogewogen rendement. Er wordt belegd in bedrijven die het beste presteren op ESG onderdelen binnen een sector (best-in-class), zodat diversificatie over sectoren in stand blijft. Het private equity mandaat wordt ingezet als impact belegging, waarbij niet specifiek een bepaald thema wordt gekozen.

## Groene lifecycle

Voor de laatste twee lifecycles is duurzaamheid de belangrijkste doelstelling. Voor de 'groene lifecycle' nemen we 'net zero' als uitgangspunt met een focus op SDG's 7 ('affordable and clean energy'), 11 ('Sustainable cities and communities') en 13 ('climate action'). Met behulp van green bonds, een 'Paris aligned' invulling van aandelen en specifieke doelstellingen voor vastgoed en private equity wordt de 'net zero' doelstelling ingevuld. Daarnaast wordt de private equity portefeuille specifiek ingericht met een focus op cleantech.

## Maatschappij lifecycle

De 'maatschappij lifecycle' in dit voorbeeld heeft een focus op SDG's 1 ('no poverty'), 3 ('good health and well-being') en 9 ('industry, innovation and infrastructure'). Dit wordt ingericht met thema- / impactbeleggingen in 'health & well-being' binnen aandelen en private equity, met een belegging in sociale huurwoningen en een belegging in 'social bonds'. Bijdrage aan maatschappelijke impact kan concreet gemaakt worden door doelstellingen op bepaalde 'key performance indicators' die door verschillende aanbieders worden gemeten.

## Lifecycle of collectief niveau?













We kiezen ervoor om in deze voorbeeld lifecycles het stewardship- en uitsluitingenbeleid op collectief niveau te houden. Hoewel dit in theorie ook op lifecycle niveau zou kunnen lijkt het niet logisch om hiervoor verschillend beleid te voeren binnen één pensioenfonds. Dit zorgt enerzijds voor hogere complexiteit maar bovendien ook voor lagere effectiviteit wanneer vanuit hetzelfde pensioenfonds op verschillende manieren engagement wordt gevoerd op hetzelfde bedrijf. Eventueel kan er wel voor worden gekozen om – vanuit de lifecycles – op enkele actuele/relevante thematische aandachtspunten periodiek extra engagement te voeren.

## Wenselijkheid MVB lifecycles

Als deelnemers sterk verschillen in hun MVB voorkeuren dan lijkt het interessant om verschillende MVB lifecycles aan te kunnen bieden. Het is echter de vraag of dit ook in de praktijk voldoende meerwaarde biedt. De laatste jaren is het algehele MVB niveau van de beleggingsportefeuilles van veel pensioenfondsen sterk omhoog gegaan. Het

is daarom de vraag of er nog voldoende onderscheid zit in het 'standaard beleid' en de 'duurzame variant'. De volgende stappen naar o.a. impactbeleggen zijn waarschijnlijk wel een significante stap, maar er is voldoende schaal nodig om dit te kunnen aanbieden, omdat voor substantiële impact vaak een zekere mate van private (illiquide) beleggingen nodig zijn. Tot op heden zien we dat deelnemers maar zelden afwijken van de standaard (default) lifecycle, waardoor er mogelijk maar weinig vermogen in de andere lifecycles terecht komt. Voordat er gekozen wordt om meerdere MVB lifecycles aan te bieden moet dus eerst worden vastgesteld of de lifecycles naar verwachting voldoende schaal krijgen om ook daadwerkelijk de aan deelnemers beloofde impact te kunnen maken.

**Figuur 4: Illustratief voorbeeld van verschillende MVB lifecycles**

Lifecycle	 Standaard	 Duurzaam	 Groen	 Maatschappij
 Doestelling	Risico-rendement	Risico-rendement & duurzaamheid	Impact op milieu ('net zero') & risico-rendement	Impact op maatschappij & risico-rendement
 SDG focus				
 ESG integratie	✓	✓	✓	✓
 Stewardship	Collectieve engagement & stembeleid waarbij er eventueel accenten kunnen worden gelegd op verschillende thema's			
 Uitsluitingen	Collectief uitsluitingbeleid + aanvullende uitsluitingen per lifecycle (custom benchmarks)			
 Beleggingen	<b>Aandelen</b>	Best-in-class	Paris aligned	Sustainability themed (health & well-being)
	<b>Private equity</b>	Impact (breed mandaat)	Impact (cleantech)	Impact (health & well-being)
	<b>Vastgoed</b>	Best-in-class	GRESB + CO <sub>2</sub> -uitstoot doelstelling	Sociale huur woningen
	<b>EMD</b>	Sustainability themed	Green bonds	Social bonds
	<b>Bedrijfsobligaties</b>	Sustainability-linked bonds		
	<b>Hypotheken</b>	Hypotheken	Hypotheken	Hypotheken
	<b>Rente overlay</b>	Rente overlay	Rente overlay	Rente overlay

### Kader 1: Een governance lifecycle?

In onze optiek is het niet mogelijk om een lifecycle in te richten die specifiek gericht is op Governance (de G in ESG). Klanten die extra nadruk willen leggen op Governance adviseren we om dit dan te integreren in het screening, engagement, stem en uitsluitingenbeleid. Verder is Governance een belangrijk aspect in de integratie van ESG bij zowel het selecteren en monitoren van externe managers als ook bij de selectie van aandelen, obligaties en vastgoed. Ten slotte geldt voor een belegger die accenten wil leggen op andere thematische aandachtsgebieden dat goede Governance een belangrijke basisvoorwaarde is, zoals grafisch weergegeven in figuur 5.

**Figuur 5: Governance als basisvoorwaarde**



*ESG-integratie draagt positief bij aan het rendements-risico profiel en zou daarom een vast onderdeel moeten zijn van iedere lifecycle.*

### Conclusie

Vanwege de directere link van de beleggingen op de (verwachte) pensioenuitkeringen en het persoonlijk pensioenvermogen wordt het nog belangrijker om MVB voorkeuren goed mee te nemen in het beleggingsbeleid. Een vereiste om dit te kunnen doen is dat de voorkeuren goed in kaart zijn gebracht. Oftewel, hoe ver willen deelnemers gaan en welke thema's vinden ze belangrijk. We denken dat de SDG's een goede kapstok zijn voor de inrichting en uitvoering van een specifieke MVB lifecycle. Door in te zetten op een selectie van de zeventien SDG's kan een gericht MVB beleid gevoerd worden.

Met behulp van verschillende MVB lifecycles kan binnen de flexibele premieregeling eventueel tegemoet worden gekomen aan individuele MVB voorkeuren, bijvoorbeeld met een duurzame lifecycle en/of specifieke thema lifecycles. Het is echter wel belangrijk dat er voldoende vermogen in deze lifecycles wordt verwacht om ook daadwerkelijk impact te kunnen hebben.

Ongeacht de MVB voorkeuren is het wat ons betreft altijd gewenst om duurzaamheidsaspecten mee te nemen in het beleggingsbeleid. ESG-integratie draagt positief bij aan het rendements-risico profiel en zou daarom een vast onderdeel moeten zijn van iedere lifecycle.



## Disclaimers

**Uitsluitend bedoeld voor professionele partijen. De inhoud van dit document mag niet worden verspreid onder of worden gebruikt door particuliere klanten.**

**Alle beleggingen bevatten risico's en kunnen waarde verliezen.**

Dit document dient uitsluitend voor informatieve doeleinden in verband met de promotie van en reclame voor producten en diensten is geen beleggingsonderzoek, advies of aanbeveling. Eventuele meningen, schattingen of prognoses zijn de huidige opvattingen van de auteur(s) op het moment van publicatie en kunnen zonder kennisgeving worden gewijzigd. Het onderzoek dat in dit document is verwerkt, kan al dan niet zijn gebruikt voor of aansluiten bij alle beleggingsstrategieën van Aegon Investment Management B.V. Verwijzingen naar effecten, beleggingscategorieën en financiële markten zijn uitsluitend ter illustratie opgenomen en mogen niet worden gebruikt als hulp of informatie bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Het is niet opgesteld in overeenstemming met wettelijke vereisten ter bevordering van de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek en kan door Aegon Investment Management B.V. en haar medewerkers voor eigen doeleinden zijn gebruikt.

Alle beleggingen houden risico's in en kunnen hun waarde verliezen. Verantwoord beleggen is kwalitatief en subjectief van aard en er is geen garantie dat de criteria of het oordeel van een bedrijf van Aegon Investment Management B.V. de overtuigingen of waarden van een bepaalde belegger weerspiegelen. Normen voor verantwoord beleggen verschillen per regio. Er is geen garantie dat de toegepaste strategie en technieken voor verantwoord beleggen succesvol zullen zijn.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Resultaten, met inbegrip van de betaling van inkomsten, zijn niet gegarandeerd.

Meningen en andersoortige subjectieve uitingen vertegenwoordigen onze kennis van de huidige en historische markten en worden gebruikt om de vermogensbeheermogelijkheden van Aegon Investment Management B.V. te promoten: het is geen beleggingsaanbeveling, onderzoek of advies. De gebruikte bronnen worden door Aegon Investment Management B.V. op het moment van schrijven betrouwbaar geacht. Merk op dat deze promotie niet is opgesteld in overeenstemming met wettelijke vereisten ter bevordering van de onafhankelijkheid

van beleggingsonderzoeken niet onderworpen is aan een handelsverbod door Aegon Investment Management B.V. of haar medewerkers voorafgaand aan de publicatie.

"Gegevens die afkomstig zijn van een derde partij ("Gegevens van derden") zijn eigendom van die derde partij en/of andere leveranciers (de "Data-eigenaar") en worden door Aegon Investment Management B.V. onder licentie gebruikt. Gegevens van derden: (i) mogen niet worden gekopieerd of verspreid; en (ii) zijn niet gegarandeerd nauwkeurig, volledig of tijdig. Noch de Data-eigenaar, Aegon Investment Management B.V. of enige andere persoon verbonden aan, of van wie Aegon Investment Management B.V. de Gegevens van derden gebruikt, is aansprakelijk voor enig verlies of aansprakelijkheid voortvloeiend uit het gebruik van de Gegevens van derden.

Alle gegevens zijn afkomstig van Aegon Asset Management (een handelsnaam van Aegon Investment Management B.V.), tenzij het anders vermeld staat. Het document is accuraat op het moment van schrijven, maar kan achteraf zonder kennisgeving worden gewijzigd."

Aegon Investment Management B.V. (KVK-nummer 27075825) staat bij de Autoriteit Financiële Markten geregistreerd als een vergunninghoudende fondsbeheerder. Op basis van haar fondsbeheervergunning is Aegon Investment Management B.V. ook bevoegd tot het verlenen van discretionair vermogensbeheer, beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders.

AdTrax code: 4750605.2