

## ESG-integratie

Toepassing en best-practices binnen de Nederlandse markt





# ESG-integratie

## Toepassing en best-practices binnen de Nederlandse markt

Onderzoek door de VBDO  
(Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling)

**VBDO:** Rudy Verstappen Project Manager Duurzaam Beleggen  
Frank Wagemans Project Manager Duurzaam Beleggen  
Duif Kraamwinkel Project Medewerker Duurzaam Beleggen  
Imre Vellenga Project Manager Duurzaam Beleggen

**Informatie:**

Sigi Simons, PR and Communications  
sigi.simons@vbdo.nl, +31 (0) 6 20 33 09 97

Utrecht, December 2014

**In samenwerking met sponsoren:**

**actiam**  
DE VERANTWOORDE VERMOGENSBEHEERDER

**syntrus** | **achmea**

# Samenvatting

Vermogensbeheerders betrekken in toenemende mate informatie over bijvoorbeeld energie efficiëntie, omgang met werknemers en bonusbeleid bij beleggingsbeslissingen. Dit proces van ESG-integratie, naar de Engelse woorden Environment, Social en Governance, is zich snel aan het professionaliseren.

Onder ESG-integratie verstaan we in dit rapport:

Het expliciet opnemen door vermogensbeheerders van ESG-risico's en kansen in de traditionele financiële analyse en investeringsbeslissing gebaseerd op een systematisch proces en op basis van gepaste onderzoeksbronnen (Eurosif, 2012).

Hoewel ESG factoren steeds vaker onderdeel zijn van de analyse van bedrijven is er veel onduidelijkheid over de wijze waarop vermogensbeheerders dit instrument in de praktijk hanteren. Deze studie heeft als doel een overzicht te geven van de toepassing van ESG-integratie door verschillende Nederlandse vermogensbeheerders in het algemeen, en in het bijzonder bij het beheer van bedrijfsobligatie portefeuilles.

Deze studie bestaat uit twee onderdelen. Aan de hand van literatuuronderzoek wordt kort de meerwaarde van ESG-integratie geduïd. Vervolgens wordt inzicht gegeven in de diverse manieren waarop vermogensbeheerders ESG-integratie in de praktijk brengen. Hiervoor is gesproken met ESG-analisten en portfolio managers van 7 Nederlandse vermogensbeheerders over:

- De motivatie voor het toepassen van ESG-integratie;
- De wijze waarop ESG-integratie binnen hun organisatie is georganiseerd;
- De manier waarop ESG-data wordt gebruikt en gewaardeerd;
- Wat nog nodig is om ESG-integratie verder te ontwikkelen.

## Motivatie

In de gesprekken met Nederlandse vermogensbeheerders komen drie redenen naar voren voor het hanteren van ESG-integratie:

- Hun overtuiging dat ESG-integratie leidt tot betere beleggingsbeslissingen;
- Hun overtuiging dat ESG-integratie bijdraagt aan een duurzamere economie;
- De toenemende vraag van klanten naar duurzaamheid in het algemeen en de toepassing van ESG-integratie in het bijzonder.

## Organisatie van ESG-integratie

ESG-integratie wordt op verschillende manieren georganiseerd bij Nederlandse vermogensbeheerders. Grofweg zijn er drie manieren te onderscheiden:

- *Financieel analisten hebben de lead; hierbij neemt de financieel analist naast financiële data ook ESG-data mee in de analyse.*
- *ESG-analisten hebben de lead; naast de financieel analist is ook een ESG-analist werkzaam. Deze ESG-analist is verantwoordelijk voor het interpreteren van de ESG-data. Op basis van zowel de financiële als de ESG-data vormt de portfolio manager een eindoordeel.*
- *Bij ESG-integratie worden de financiële- en de ESG-data door zowel de financieel- als de ESG-analist gebruikt, met elkaar besproken en in één geïntegreerd voorstel voorgelegd aan de portfolio manager.*

## Toepassing en waardering van ESG-data

Voor het overgrote deel maken vermogensbeheerders voor hun analyse gebruik van externe ESG-data providers. De vermogensbeheerder en de data provider stellen in onderling overleg vast welke thema's belangrijk zijn om rekening mee te houden in de analyse, per bedrijf en per sector. In veel mindere mate wordt direct gebruik gemaakt van andere bronnen, zoals de kennis vanuit niet-gouvernementele organisaties (NGO's) of kennisinstellingen. De ESG-data worden zowel kwalitatief als kwantitatief toegepast bij het maken van een beleggingsbeslissing.

Bij *kwalitatieve waardering* speelt de expertise van de analisten en de portfolio manager een grote en bepalende rol in het waarderen van ESG-informatie en het vertalen van deze informatie naar een beleggingsbeslissing. Ook niet kwantitatieve gegevens kunnen op deze manier worden meegenomen in de analyse.

*Kwantitatieve waardering* is met name gericht op kwantitatieve ESG-data. In veel gevallen speelt een rekenkundig model een centrale rol in het verwerken en waarderen van de informatie. De analist heeft hierbij een faciliterende rol en kan de uitkomsten van het model eventueel aanpassen op basis van bijvoorbeeld een gevoeligheidsanalyse.

### **Koppeling met andere methoden binnen SRI**

De meeste organisaties zien ESG-integratie niet als een losstaand proces binnen het verantwoord beleggings-instrumentarium. Deze organisaties passen de met ESG-integratie opgedane kennis ook toe bij engagement en in het stem- en uitsluitingsbeleid. Of bij het stembeleid indien het aandelenportefeuilles betreft.

### **Aanbevelingen**

De geïnterviewde vermogensbeheerders noemen verschillende zaken die zij nodig achten om ESG-integratie verder te ontwikkelen:

- De positieve impact van ESG-integratie op financieel en risico-gewogen rendement moet verder onderzocht en onderbouwd worden.
- De impact van ESG-integratie op het milieu en de maatschappij vereist meer onderzoek: in welke mate draagt ESG-integratie bij aan het verbeteren van de duurzaamheidsprestaties van bedrijven en het verduurzamen van de samenleving?
- Een cultuuromslag: er moet bij de opleiding van analisten en portfolio-managers aandacht besteed worden aan het belang van ESG-factoren voor het beleggingsbeleid. Door de grote nadruk op alleen de financiële analyse blijven ESG gerelateerde risico's nog onderbelicht en blijft de ontwikkeling van ESG-integratie achter.

- Voor het verdiepen van ESG-integratie is het van belang dat data-providers ESG-analyses en ratings ook toespitsen op asset class specifieke eigenschappen waar deze nu nog vaak specifiek op aandelen zijn gericht. Zo zouden bedrijfsobligaties specifieke ESG-analyses zich meer moeten richten op het identificeren van risico's.
- ESG-integratie zou in de toekomst steeds meer op strategisch niveau toegepast moeten worden. Dit zou kunnen bijdragen aan het optimaliseren van bijvoorbeeld de sectorallocatie of het identificeren van mogelijke systeemrisico's voor het financiële stelsel, bijvoorbeeld een "Carbon Bubble".

# Executive summary

Investors are becoming increasingly conscientious of the environmental, social and governance aspects of their investment decisions. This report by VBDO describes the current state of ESG-integration utilised by Dutch asset managers. Additionally, this report gives insight into the motivation, organisation, and method of ESG-integration in the decision process by Dutch asset managers in general, and on corporate bonds in particular.

## Motivation

Interviews conducted with Dutch asset managers revealed three motivations for implementing ESG-integration:

- Most investors use ESG-analysis because they are convinced that it leads to better quality investment decisions;
- There is an increasing demand from clients to take ESG-issues into account;
- The conviction that ESG-analysis contributes to a more sustainable society overall.

## Organisation

This report shows that there is more than one way of structuring and organising ESG-integration within the decision making process. In general three approaches can be distinguished:

- *A lead financial analyst integrating ESG-data in the investment process.*
- *A lead ESG-analyst integrating ESG-data in the investment process, besides the financial analysis.*
- *The combined analysis of financial and ESG-data are both equally integrated in the investment process.*

## Valuation of ESG-data

Analysts depend to a large extent on external data provided by ESG-data researchers. For ESG-data valuation, qualitative as well as quantitative methods are used by Dutch asset managers. When data is used in a qualitative way the experience and knowledge of the analyst is of greater importance for the interpretation of the data. When a quantitative approach is taken, quantitative ESG-data is analysed and translated to an investment decision in a quantitative model.

## Recommendations

In order to make ESG-analysis more efficient some issues need to be further developed:

- The evidence for the positive relation between ESG-analysis and risk adjusted return needs to be strengthened.
- More research is needed to answer the question if and how ESG-integration contributes to sustainable development.
- The education of analysts requires more attention to ESG-data and the application of these data in the investment process.
- ESG-data needs to be better suited for the application in other asset classes than solely in public equity, which is often the case at present.
- ESG-integration can also be used on a more strategic level, such as strategic sector allocation and topics such as the 'Carbon Bubble'.

# Voorwoord



Er is een stille revolutie aan de gang binnen de financiële wereld. Duurzaamheid wordt namelijk in toenemende mate gezien en beoordeeld als financieel relevant. Zo nemen institutionele beleggers informatie over energie-efficiëntie, omgang met werknemers en bonusbeleid mee in hun beleggingsbeslissingen.

Dit proces van ESG-integratie - naar de Engelse woorden Environment, Social en Governance - is zich snel aan het professionaliseren. Zo zien we dat institutionele beleggers in toenemende mate ESG-analisten aannemen, medewerkers trainen en gebruik maken van ESG-data providers.

Hoewel ESG-integratie zich dus snel een sterke plek verwerft binnen de Nederlandse markt, is het verrassend hoe weinig onderzoek en kennisdeling er is op dit thema.

Met dit onderzoek brengen we daarom in kaart hoe ESG-integratie bij verschillende spelers op de Nederlandse markt wordt toegepast. Doel hiervan is om kennis te delen, ervaringen uit te wisselen en inspiratie op te doen.

Dit rapport was niet mogelijk geweest zonder het initiatief, de betrokkenheid en de financiële ondersteuning van ACTIAM en Syntrus Achmea. Wij willen hen dan ook van harte bedanken voor de ondersteuning van dit onderzoek.

**Giuseppe van der Helm**

Executive Director VBDO

## INHOUDSOPGAVE

<b>Samenvatting</b>	4
<b>Executive Summary</b>	6
<b>Voorwoord</b>	7
<b>Inhoudsopgave</b>	8
<b>1. Introductie</b>	9
1.1 Achtergrond	9
1.2 Doel studie en onderzoeksvraag	9
1.3 Methodologie en afbakening	10
1.4 Structuur rapport	10
<b>2. Wat is ESG-integratie?</b>	11
2.1 Definities	11
2.2 De meerwaarde van ESG-integratie	11
2.3 ESG-integratie en duurzame ontwikkeling	12
2.4 ESG-integratie binnen verschillende asset classes	12
<b>3. Toepassing van ESG-integratie door Nederlandse vermogenbeheerders</b>	15
3.1 ACTIAM	15
3.2 AEGON	15
3.3 ING Investment Management	16
3.4 PGGM	18
3.5 Robeco	19
3.6 Syntrus Achmea	20
3.7 Unigest Company	21
<b>4. Conclusie: ESG-integratie &amp; bedrijfsobligaties in Nederland</b>	23
Bijlagen	26
1. Literatuur	26
2. Lijst met geïnterviewde personen	27
3. Interview vragenlijst	28

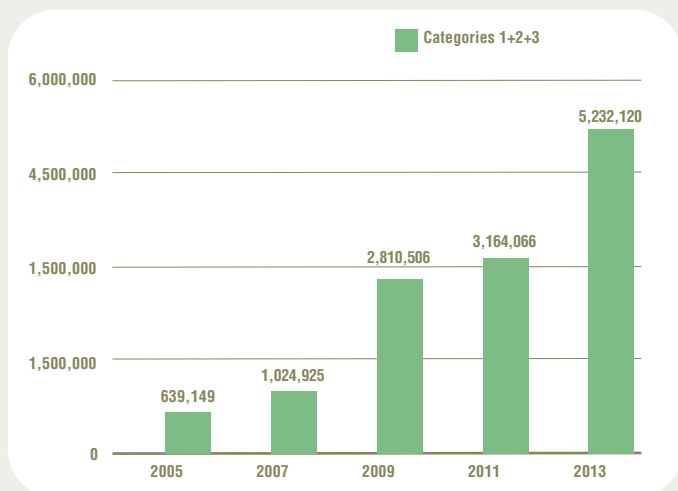


# 1. Introductie

## 1.1 Achtergrond

ESG-integratie is het gebruik van informatie op het gebied van milieu-, sociale- en governance vraagstukken binnen het beleggingsbeleid. Het meest recente Eurosif-onderzoek naar duurzame beleggingsstrategieën in Europa toont dat in 8 jaar tijd het belegd vermogen waarop ESG-integratie is toegepast is verachtvoudigd naar € 5,2 biljoen in 2013 (Eurosif, 2014).

Figure 1.1: Groei van ESG-integratie in Europa (Eurosif, 2014)



De Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) heeft sinds 2008 verschillende onderzoeken naar het duurzaam beleggingsbeleid van institutionele beleggers in Nederland uitgevoerd. In 2014 publiceerde de VBDO de achtste editie van de jaarlijkse VBDO Benchmark Pensioenfondsen en de zesde editie van de jaarlijkse VBDO Benchmark Verzekeraars. Hierin werden respectievelijk de 50 grootste pensioenfondsen en de 30 grootste verzekeraars gerangschikt op hun prestaties op het gebied van duurzaam beleggen. Deze studies onderzochten het beleid, de implementatie en de verantwoording van duurzame beleggingen (VBDO, 2014a; 2014b).

Uit de meest recente studies uit 2014 blijkt dat inmiddels 84% van de pensioenfondsen ESG-integratie toepast bij de beoordeling van aandelen en 82% bij de beoordeling van bedrijfsobligaties. Voor verzekeraars is dit percentage lager; 66% beoefent ESG-integratie bij de beoordeling van aandelen en 59% voor bedrijfsobligaties.

## 1.2 Doel studie en onderzoeksvraag

Hoewel ESG-integratie dus steeds vaker toegepast wordt blijft er nog veel onduidelijkheid over de wijze waarop ESG-integratie wordt toegepast en zijn er grote verschillen tussen vermogensbeheerders. Voorbeelden hiervan zijn de wijze waarop ESG-integratie is georganiseerd, de manier waarop ESG-data wordt verwerkt en hoe ESG-integratie uiteindelijk een investeringsbeslissing beïnvloedt.

Deze studie heeft niet als doel een waardeoordeel te geven over een specifieke aanpak of keuze ten aanzien van ESG-integratie. Iedere beleggingsstrategie en/of proces heeft specifieke eigenschappen en vereist daardoor maatwerk bij het toepassen van ESG-integratie. Het is aan de diverse vermogensbeheerders om te bepalen op welke wijze ESG-integratie optimaal toegepast kan worden in haar processen. Met deze studie wenst de VBDO verder bij te dragen aan het promoten van ESG-integratie en het vergroten van de effectiviteit daarvan bij de uitvoering.

Uit de VBDO benchmarks van pensioenfondsen en verzekeraars uit 2014 blijkt dat institutionele beleggers in ongeveer dezelfde mate ESG-integratie toepassen op aandelen als op bedrijfsobligaties. Dat terwijl de beschikbare onderzoeken en publicaties zich met name richten op ESG-integratie op aandelen. We besteden in deze studie in het bijzonder aandacht aan de toepassing van ESG-integratie op bedrijfsobligaties om ook meer inzicht te verschaffen in deze asset class.

### **1.3 Methodologie en afbakening**

Gegevens voor dit onderzoek zijn op twee manieren verzameld. Inzicht in het theoretische kader achter ESG-integratie is verkregen door het bestuderen van wetenschappelijke en vakliteratuur. Kennis over de praktijk situatie is verkregen via interviews van zeven organisaties. Dit betreft met name institutionele vermogensbeheerders van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen en daarnaast gespecialiseerde onderzoeksbureaus. Binnen deze organisaties zijn interviews gehouden met ESG-analisten en portfolio managers. Bijlage 2 geeft een overzicht van de respondenten en hun functie. De in de interviews behandelde thema's vindt u in bijlage 3.

### **1.4 Structuur rapport**

Het rapport is als volgt opgebouwd. In hoofdstuk 2 wordt een korte samenvatting gegeven van de achtergronden en definities van ESG-integratie. Hoofdstuk 3 beschrijft hoe verschillende institutionele beleggers ESG-integratie toepassen in hun beleggingsportefeuille, en richt zich in het bijzonder op bedrijfsobligaties. Het rapport besluit met een reflectie op de diverse toepassingen van ESG-integratie.

## 2. Wat is ESG-integratie?

### 2.1 Definities

In deze studie hanteren we de door Eurosif gebruikte definitie, aangezien deze een helder en volledige beschrijving geeft van ESG-integratie:

Het expliciet opnemen door vermogensbeheerders van ESG-risico's en kansen in de traditionele financiële analyse en investeringsbeslissing gebaseerd op een systematisch proces en op basis van gepaste onderzoeksbronnen (Eurosif, 2012).

Als toelichting geeft Eurosif dat ESG-criteria meegenomen worden naast financiële factoren in de mainstream analyse van de investeringen. Het integratieproces richt zich op de potentiële impact van ESG-issues op de financiële positie van een bedrijf (deze kan zowel positief als negatief zijn) die uiteindelijk een investeringsbeslissing kunnen beïnvloeden.

### 2.2 De meerwaarde van ESG-integratie

Het voornaamste doel van het integreren van ESG-criteria in het investeringsproces is om risico's en kansen op het gebied van milieu (E), sociaal (S) en ondernemingsbestuur (G) in kaart te brengen om zodoende te komen tot een beter risico-gewogen rendement. ESG-elementen kunnen namelijk impact hebben op de waarde van de onderliggende bedrijven. In de literatuur worden verschillende voorbeelden genoemd van manieren waarop ESG-criteria direct, of indirect, invloed kunnen hebben op het risico-gewogen rendement. Bijvoorbeeld:

- Het nieuws dat in het productieproces voor H&M kinderarbeid gebruikt werd, leidde tot negatieve publiciteit, reputatieschade en een daling van de koers van het aandeel H&M (Bengtsson, 2008).
- Door het voeren van een sterk milieubeleid kan een bedrijf het gebruik van grondstoffen verminderen, besparen op heffingen en daarmee de winstgevendheid vergroten (Schaltegger & Figge, 2000).
- Bedrijven met een ondermaats veiligheids- en risicomanagement lopen een groter risico op incidenten en ongevallen. Een voorbeeld daarvan is de ramp met de Deepwater Horizon, dat een sterk effect had op de koers van het aandeel BP. Zie voor een uitgebreide toelichting tekstvak 2.2.

- Door het voeren van een sterk CSR-beleid kunnen bedrijven hun reputatie versterken waardoor ze o.a. aantrekkelijker worden voor talentvolle medewerkers (Kerste et al., 2011).
- Bedrijven die een slechte relatie met werknemers hebben, kunnen last hebben van een kwetsbare en volatiele cash-flow, en daarmee verhoogd risico hebben in de ogen van houders van bedrijfsobligaties (Bauer et al., 2010).
- Toenemende waterschaarste door bevolkingsgroei en klimaatverandering kunnen de kosten verhogen voor sectoren met een hoog watergebruik, zoals de energie- en mijnbouwsector (S&P, 2012; Moody's Investor Service, 2013).

Tekstvak 2.2:

### ESG-integratie en Deep Water Horizon

Een belangrijk voorbeeld van de waarde van criteria rondom milieu, sociale factoren en goed ondernemingsbestuur is het ongeluk op het boorplatform van BP in de Golf van Mexico (Deep Water Horizon). Dit voorbeeld werd door verschillende vermogensbeheerders aangehaald tijdens de interviews.

Het was onder beleggers die ESG-informatie meenamen in hun beleggingen (en NGO's) al langer bekend dat BP kampte met fundamentele problemen op het gebied van veiligheids- en risicomanagement.

In 2005 was er een explosie van een raffinaderij in Texas City, waarbij vijftien werknemers omkwamen. Ook waren er in het verleden serieuze problemen met een pijplijn in Alaska. Op 20 april 2010 explodeerde in de golf van Mexico het boorplatform Deepwater Horizon waarbij elf doden en zeventien gewonden vielen. Aangezien het tot 15 juli 2010 niet lukte de lekkage te dichten is 3 maanden lang olie in zee gestroomd. Dit leidde tot de grootste olieramp in de geschiedenis van de Verenigde Staten (NRC Handelsblad, 2010).

Vermogensbeheerder APG heeft meteen na de ramp een schatting gemaakt van wat deze ramp BP zou kosten en kwam uit op in totaal 60 miljard dollar voor het bestrijden van de ramp, vertragingen bij andere projecten, reputatieschade en schadevergoedingen voor lokale ondernemers en voor de nabestaanden van de omgekomen werknemers. Dit zou een halvering van de aandelenkoers van BP betekenen wanneer BP ernstige fouten konden worden verweten (APG, 2010).

De laagste koers van het bedrijf na de ramp van Deep Water Horizon bedroeg 55% van de aanvankelijke waarde. De waarde van vijfjarige bedrijfsobligaties daalde met 19.5% (PRI 2013).

Er zijn meerdere overzichtsstudies gemaakt van de verschillende onderzoeken naar de effecten van duurzaam beleggen in het algemeen - en ESG-integratie in het bijzonder - op het rendement. Hoewel de meerderheid van de onderzoeken aantoont dat ESG-integratie een positieve bijdrage levert, blijkt echter ook dat dit zeer afhankelijk is van de context. Zo concluderen het United Nations Environment Programme Finance Initiative & Mercer (2007) in de overzichtsstudie "Demystifying Responsible Investment Performance" dat de uiteindelijke invloed van ESG-integratie op het risico-rendement afhangt van:

- De sector waarbinnen ESG-integratie wordt toegepast.
- De ESG-indicatoren die gekozen worden.
- De beleggingshorizon van de investeerder.
- Of ESG-integratie wordt toegepast voor het identificeren van kansen of van risico's.

Volgens deze studie is er derhalve niet één standaard-toepassing van ESG-integratie die tot succes leidt, maar is dit afhankelijk van de context en diverse andere factoren.

### 2.3 ESG-integratie en duurzame ontwikkeling

ESG-integratie kan zowel een financieel effect als een effect op de duurzaamheidsprestaties van bedrijven hebben. De vakliteratuur geeft hiervoor verschillende onderbouwingen waarbij vanuit financieel perspectief de invloed van ESG-factoren op de kosten van kapitaal vaak beschreven is.

#### • Cost-of-Capital

Door niet, of minder, te investeren in bedrijven met slechte prestaties op ESG-gebied zal het voor bedrijven met een lage ESG-score duurder zijn om kapitaal aan te trekken. Daarmee worden ze in hun groei geremd. Aslaksen en Synnestvedt (2003) en Haigh en Hazelton (2004) geven echter aan dat dit effect tot op heden niet optreedt, omdat een significant deel van de financiële sector voor een specifiek bedrijf zou moeten besluiten minder, of niet meer, in het bedrijf te investeren op basis van ESG-integratie. Heinkel et al. (2001) stellen dat dit percentage rond de 20% van de gehele markt zou liggen.

ESG-integratie kan echter ook leiden tot het meer investeren in een bedrijf met goede ESG-prestaties. Hierdoor zal de koers van aandelen van het bedrijf stijgen. Aslaksen en Synnestvest (2003) geven aan dat dit eerder gebeurt dan een hogere cost-of-capital en het kan daarmee een stimulans zijn voor duurzame ontwikkeling. Er is echter nog verder onderzoek nodig om de bewijslast sterker te onderbouwen.

#### • Indirect effect van ESG-integratie

Voor het verzamelen van ESG-data worden bedrijven gevraagd om uitgebreid en publiekelijk te rapporteren over hun ESG-prestaties. O'Rourke (2003) stelt dat dit proces bedrijven stimuleert om hun prestaties te monitoren en publiekelijk beschikbaar te maken. Bedrijven krijgen daarmee inzicht in hun eigen prestaties en worden geprikkeld om deze te verbeteren.

### 2.4 ESG-integratie binnen verschillende asset classes

ESG-integratie kan in alle asset classes worden toegepast; zowel bij liquide asset classes zoals aandelen en bedrijfsobligaties als de minder liquide asset classes zoals private equity, grondstoffen en infrastructuur. In tekstvak 2.3. wordt een selectie van overzichtsstudies over ESG-integratie binnen de verschillende asset classes gegeven.

## ESG-integratie bij verschillende asset classes

De Principles for Responsible Investment (PRI) heeft een drietal studies uitgebracht naar ESG-integratie bij verschillende vermogenscategorieën.

### Private equity: Integrating ESG in private equity

In 2014 heeft de PRI een studie uitgevoerd naar ESG-integratie binnen Private Equity. Belangrijkste uitkomsten waren dat ESG-integratie steeds meer toegepast wordt binnen Private Equity, zowel vanwege het effect op rendement als nieuwe regelgeving. Zo kan ESG-integratie in het due diligence-proces een belangrijke rol spelen. Maar ook daarna kan ESG-integratie bijdragen aan het leveren van informatie over sterke en zwakke punten van een bedrijf (PRI, 2014).

### Sovereign bonds: spotlight on ESG risks

Hoewel staatsobligaties qua belegd vermogen een grote asset class zijn, blijkt dat het gebruik van ESG-integratie bij staatsobligaties achterblijft ten opzichte van andere vormen van beleggen. De PRI-studie toont aan dat voor staatsobligaties ESG-integratie ook financieel relevant is. Zo blijkt het niveau van corruptie een correlatie te hebben met de prestatie van de obligatie. Daarnaast benoemt de studie de rol van de credit rating agencies, die tot op heden ESG-criteria nauwelijks meenemen in de credit ratings van landen, een belangrijke uitdaging voor de toekomst (PRI, 2013a).

### The integrations of environmental, social and governance issues in mergers and acquisitions

Een vaak onderbelichte toepassing van ESG-integratie is die bij overnames en fusies. Ook hier kan ESG-integratie echter een belangrijke rol spelen. Zo geeft de studie aan dat de helft van bedrijven invloed verwacht op de overnameprijs wanneer het desbetreffende bedrijf slecht scoort op ESG-criteria. Een van de redenen die genoemd worden is dat het bij een overname te duur of erg ingewikkeld kan zijn om het desbetreffende bedrijf te laten voldoen aan de ESG-eisen en beleid van de overnemende partij. De studie geeft aan dat meer bedrijven ESG-criteria daarom integreren in het due diligence-proces, hoewel voor volledige integratie nog grote stappen moeten worden gezet (PRI, 2013b).

Aangezien in deze studie in het bijzonder aandacht wordt besteed aan ESG-integratie bij bedrijfsobligaties, wordt in de onderstaande tekst ingegaan op de verschillen tussen ESG-integratie bij bedrijfsobligaties en aandelen, de asset class waarbinnen ESG-integratie het meest wordt toegepast.

#### • ESG-integratie en aandelen

De aandeelhouder gebruikt ESG-integratie voor het inschatten van risico's (downward risk) en voor het in kaart brengen van het opwaarts potentieel van het bedrijf (upside potential). Wanneer een bedrijf investeert in nieuwe duurzame technologie, is dit relevante informatie voor een aandeelhouder. Een dergelijke investering is namelijk van invloed op de toekomstige winstgevendheid, wat tot uiting zal komen in een hogere of lagere koers van de aandelen van een bedrijf.

#### • ESG-integratie en bedrijfsobligaties

ESG-integratie heeft de afgelopen jaren een flinke ontwikkeling doorgemaakt bij beleggingsstrategieën gericht op aandelen. Dat deze ontwikkeling voor beleggen in bedrijfsobligaties achter is gebleven is opvallend. Want waarbij voor aandeelstrategieën de ESG-informatie van toegevoegde waarde kan zijn bij het inschatten van het potentieel van een aandeel of van de houdbaarheid van dividend lijkt ESG-informatie ook voor een obligatiebelegger uitermate relevant. Ondanks dat bij bedrijfsobligaties de coupon al vaststaat en niet beïnvloed wordt door bijvoorbeeld een hogere winst is er immers geen absolute zekerheid dat de rentebetalingen en het hoofdbedrag ook tijdig en volledig terugbetaald worden.

Dat ESG gerelateerde ontwikkelingen een risico vormen en daarmee een effect hebben op kredietwaardigheid van een onderneming is namelijk meer dan aannemelijk. Dat de ESG-factor Governance sterk in relatie staat tot kredietwaardigheid zal niet snel betwijfeld worden. Dat echter ook milieu-informatie relevant kan zijn toonden Bauer, Derwall en Hann (2010) al aan. Uit hun studie wordt duidelijk dat slechte praktijken op milieugebied vanwege juridische, reputatie en regelgeving risico's van invloed zijn op de kredietwaardigheid van ondernemingen. Dat het veiligheidsbeleid van een onderneming een indicator kan zijn voor het risico op ongevallen (en dat de daarbij horende kosten en het effect op kredietwaardigheid materieel zijn) toont het ongeval met de Deep Water Horizon in de Golf van Mexico aan. De

obligaties van BP daalden hierdoor met 19,5% in waarde (zie tekstvak 2.2).

ESG-risicosignalen die niet vanuit een standaard financiële analyse naar voren komen zijn dan ook voor een obligatieportefeuille van toegevoegde waarde en kunnen neerwaarts risico van een portefeuille mogelijk beperken. Beleggers zijn gebaat bij het overdenken van ESG-factoren als een integraal onderdeel van hun beleggingsfilosofie.

In de 'Investors guide for Fixed Income' (2014) worden een aantal aanbevelingen gedaan waar een belegger in bedrijfsobligaties aandacht aan kan besteden bij het vormgeven van ESG-integratie:

- **Evaluatie van risico's van het ondernemingsbestuur kunnen verrassingen, zoals plotselinge of agressieve wijzigingen van financieel beleid, management-structuur en korte termijn incentives beperken.**
- **Ontwikkel een bottom-up benadering voor identificatie van ESG-risico's voor de kredietwaardigheid en maak waar mogelijk gebruik van opgedane ervaringen bij aandeelportefeuilles.**
- **Identificeer materiële ESG-risico's ten opzichte van de sector. Doe dit door het onderverdelen van grote sectoren en maak indien mogelijk gebruik van back-testing.**
- **Integreer ESG-overwegingen als onderdeel van de due-dilligence analyse. Vraag om openbaarmaking van ESG-risico's in prospectussen en convenanten.**

Naast bovengenoemde aanbevelingen kunnen nog tal van andere suggesties en voordelen van ESG-integratie genoemd worden. Het vervolg van deze studie is erop gericht beter inzichtelijk te maken op welke wijze Nederlandse institutionele beleggers omgaan met de ESG-gerelateerde risico's in hun beleggingsprocessen, en bij bedrijfsobligaties in het bijzonder. Daarnaast wordt beschreven op basis van welke keuze en overwegingen deze ESG-strategie tot stand is gekomen.

# 3. Toepassing van ESG-integratie door Nederlandse vermogensbeheerders

## 3.1 ACTIAM

### Motivatie voor het toepassen van ESG-integratie

Voor ACTIAM staat vast dat de integratie van ESG in de beleggingsportefeuilles de beste manier is om op de langere termijn duurzaam rendement te realiseren. De klant stelt hoge eisen aan beleggingen en vraagt om veel meer dan financieel rendement. Ook niet-financieel rendement en heldere rapportage over de maatschappelijke impact daarvan zijn van belang. Het valt daarbij op dat klanten goed geïnformeerd zijn en eigen keuzes willen en kunnen maken over verantwoord beleggen.

### De organisatie van het ESG-proces

De portefeuillemanagers van ACTIAM hebben - binnen de grenzen van het klantmandaat - de vrijheid om zelf de richting van de portefeuille te bepalen en de plicht om over de voortgang te rapporteren. ESG speelt daarin, net als financieel rendement, een centrale rol. Dagelijks worden afwegingen gemaakt op basis van financiële en niet-financiële informatie. Portefeuillemanagers hebben een ruimere taak dan het traditionele nastreven van risicogewogen rendement en worden daarbij geassisteerd door ESG-analisten.

Klanten kunnen zelf bepalen hoe streng ESG-factoren wegen ten opzichte van de financiële factoren. Het vertrekpunt is dat de ESG-prestatie van de totale portefeuille niet onder die van de markt mag liggen. De klant bepaalt vervolgens zelf of de lat nog hoger moet worden gelegd. Achteraf krijgen klanten inzicht in de financiële prestaties én in de voortgang naar ESG-prestaties. Daarbij wordt zo concreet mogelijk gemeten wat de voortgang binnen een rapportageperiode is geweest.

### Toepassing en waardering van ESG-data

Door een belangrijk gedeelte van de gebruikte ESG-data in te kopen kunnen de ESG-analisten en portfolio managers van ACTIAM zich concentreren op het nemen van beleggingsbeslissingen. Alle vermogenstitels zijn voorzien van ESG-scores die in beginsel voor alle categorieën van beleggingen gelijk zijn. Na het beoordelen en wegen door de ESG-analisten vindt een verdiepingsslag plaats. Dat is een correctie van de scores die recht doet aan de geldende

ESG-sectorvisie van ACTIAM. Daarbij werken portfolio managers en ESG-analisten nauw samen.

### Aanbevelingen

Hoewel de kwaliteit en beschikbaarheid van ESG-data in de loop der tijd sterk is toegenomen, valt hier nog winst te behalen. Een belangrijke rol ligt bij bedrijven en andere uitgevende instellingen zelf. Categorieën zoals subsovereigns blijven opvallend achter. Ook is het eenduidig meten van de maatschappelijke impact van ESG-prestaties van bedrijven en instellingen - en de beleggingen daarin - nog voor veel verbetering vatbaar.

## 3.2 AEGON

### Motivatie voor het toepassen van ESG-integratie

Aegon ziet een groeiende vraag van klanten naar het gebruik van ESG-criteria. Voor het creëren van nieuwe businessmogelijkheden is het toepassen van ESG-integratie dus van groot belang. Daarnaast is het voor Aegon van belang kennis te blijven ontwikkelen op het gebied van ESG-integratie om de vragen en wensen van klanten op dit gebied voor te blijven.

### De organisatie van het ESG-proces

AEGON is sinds 2011 lid van de PRI en heeft sinds 2013 een organisatie-breed digitaal platform voor ESG-integratie. Hoe ESG-integratie echter in de praktijk wordt gebracht is afhankelijk van het land en lokale vestiging. De Nederlandse vestiging loopt op dat vlak voor op bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten.

Op elke vestiging is een zogenaamde ESG-promotor aangewezen. Deze ESG-promotoren zijn aangesteld om ESG-integratie op hun vestiging te stimuleren, verder vorm te geven en kennis uit te wisselen met ESG-promotoren van andere vestigingen. Ook organiseren zij met MSCI seminars waar steeds een andere sector wordt belicht op het gebied van ESG-integratie.

Daarnaast is Aegon van start gegaan met het wereldwijd uitrollen van een online training voor haar medewerkers.

Deze training van the Responsible Investment Academy gaat specifiek in op ESG-informatie en hoe dit toegepast kan worden in het beleggingsproces. Aegon hoopt hiermee haar medewerkers te stimuleren om ESG-informatie mee te nemen in het beleggingsproces en aan te tonen dat dit “common sense” is.

#### **Toepassing en waardering van ESG-data**

De ESG-promotoren gebruiken data van MSCI. Op dit moment wordt met name informatie op het thema governance al vaak gebruikt in het beleggingsproces. Daarnaast wordt per sector vastgesteld welke informatie over milieu en sociale zaken materieel is. Beleggers gebruiken “Tear-sheets”, waarbij de analist of de portfolio manager dient te motiveren met welke reden ze afwijken van het advies wanneer dit het geval is. Hierdoor worden ze geprikkeld om met de ESG-data aan de slag te gaan. Het kan per vestiging van AEGON verschillen in welke mate ESG-data worden meegenomen in de analyse.

Als uit de ESG-informatie blijkt dat bedrijven opereren in strijd met PRI dan wordt een verbinding gelegd met het uitsluitings- en stembeleid. In de toekomst zal dit ook gekoppeld worden aan de engagementgesprekken die Aegon voert.

#### **Aanbevelingen**

Om zowel medewerkers als klanten van het nut van ESG-integratie te overtuigen is het van belang dat er meer bewijslast komt voor het positieve effect van ESG-integratie op het rendement.

### **3.3 ING Investment Management**

#### **Motivatie voor het toepassen van ESG-integratie**

De visie van ING Investment Management is dat ESG-integratie zorgt voor een optimalisatie van het beleggingsproces en uiteindelijk een beter risico-gewogen rendement. Verduurzaming van de wereld is niet het primaire doel, maar ING IM is van mening dat het leveren van een positieve bijdrage aan de maatschappij en het boeken van goede beleggingsresultaten vaak hand in hand gaan. Ook de behoefte van klanten is een belangrijke reden voor ING IM om ESG-integratie toe te passen.

#### **De organisatie van het ESG-proces**

Bij ING IM zijn ESG-factoren volledig geïntegreerd in het beleggingsproces. Per sector zijn er binnen ING IM meerdere analisten werkzaam en is elk van hen verantwoordelijk voor een deel van de sector. De analist is verantwoordelijk voor de ondernemingen binnen de betreffende sub-sector, inclusief de analyse op ESG-gebied. De analist heeft daarnaast met collega's een discussie over de uitkomsten van de analyse, waarbij de terugkoppeling een belangrijke klankbordfunctie heeft.

De analisten krijgen ondersteuning van ESG-analisten bij de integratie van ESG-factoren in de analyses. Zij hebben immers specifieke kennis op dit gebied. De portefeuille managers maken gebruik van deze analyses in hun beleggingsbeslissingen.

De verwachting van ING IM is dat ESG-integratie over een jaar of 10 in de gehele markt niet meer als separaat element in het beleggingsproces zal worden beschouwd, maar een standaard onderdeel van een aandelen analyse zal zijn. ING IM is van mening dat zolang er niet naar ESG-factoren is gekeken, de beleggingsanalyse niet compleet is.

#### **Toepassing en waardering van ESG-data**

Het startpunt voor de ESG-integratie binnen de aandelenanalyse is het analyseren van ESG-data die wordt verkregen van de onafhankelijke ESG-data providers *Sustainalytics* en *GMI Ratings*. Deze externe data wordt geanalyseerd en geïnterpreteerd door de mainstream beleggingsanalist. Welke ESG-factoren de analyse benadrukt, is afhankelijk



van het bedrijf, de ontwikkelingen in de sector en de materialiteit van de onderwerpen. De analyse wordt opgenomen in een *Company Research-sheet* waarin alle relevante informatie (financieel en ESG) per bedrijf wordt samengevat.

De analyse wordt gebruikt om de effecten op toekomstige kasstromen te bepalen, waarbij onder andere gebruik gemaakt wordt van de discounted cash flow-methode. Belangrijk om op te merken is dat het analyseren van externe ESG-data slechts een startpunt is; de analist kijkt kritisch naar deze data en vormt ook een eigen mening over de materialiteit en de invloed op de fair value van het bedrijf.

Het ESG-integratieproces wordt zowel bij aandelen als bij bedrijfsobligaties toegepast. Bij aandelen is ING IM in een verder gevorderd stadium. De ESG-analyses zoals opgenomen in de *Company Research-sheet* kunnen voor beide beleggingscategorieën verschillen, aangezien voor bedrijfsobligaties voornamelijk de materiële risico's van belang zijn terwijl bij aandelen ook duidelijk naar kansen gekeken wordt.

Door ING IM wordt een sterke verbinding gelegd tussen ESG-integratie en engagement. Zo worden in de *Company Research-sheets* de ESG-onderwerpen benoemd die in de engagementgesprekken besproken dienen te worden met het management van het bedrijf. ING IM kiest er duidelijk voor deze engagementgesprekken door mainstream analisten (soms in samenwerking met ESG-analisten) te laten voeren, in plaats van aparte gesprekken tussen het bedrijf en ESG-analisten. ING IM gelooft er sterk in dat deze aanpak de ESG-integratie ten goede zal komen.

### **Aanbevelingen**

Het versterken van het wetenschappelijk bewijs voor de toegevoegde waarde van ESG-integratie en een beter inzicht in welke individuele ESG-factoren het belangrijkste effect hebben op de ondernemingswaarde op de lange termijn, zijn van groot belang voor ING IM. Betere inzichten op deze thema's kunnen immers gebruikt worden om het beleggingsproces verder te optimaliseren en uiteindelijk voor een beter risico/rendement van de beleggingen zorgen. Tevens zal meer duidelijkheid op dit vlak het draagvlak voor ESG-integratie binnen en buiten ING IM kunnen vergroten. ING IM is mede daarom een meerjarige samenwerking gestart met academisch instituut ECCE (Maastricht University) om dit op een wetenschappelijke manier te onderzoeken.

De maatschappelijke impact van beleggingen wordt nu niet in cijfers gemeten. Het ontwikkelen van een meetmethode hiervoor zou een goede stap voorwaarts zijn. ING IM geeft echter aan dat dit in de praktijk ingewikkeld vorm te geven is, en dat een belangrijke voorwaarde is dat bedrijven hier ook meer informatie over publiceren. ING IM is daarom actief betrokken bij de International Integrated Reporting Council (IIRC). Dit initiatief streeft naar het geïntegreerd rapporteren door bedrijven waarbij de materiële ESG-aspecten samen met financiële aspecten gepresenteerd worden. Op deze manier zal de materiële ESG-informatie de mainstream beleggers veel beter kunnen bereiken.

ING IM zet zich ook in voor het verder integreren van ESG-aspecten in de opleidingen voor beleggers, zoals de CFA en de VBA. ING IM vindt het belangrijk dat (toekomstige) beleggingsprofessionals al tijdens hun opleiding in aanraking komen met ESG-factoren en leren welke invloed deze factoren kunnen hebben op het beleggingsproces en resultaat.

### 3.4 PGGM

#### Motivatie voor het toepassen van ESG-integratie

De noodzaak voor duurzame ontwikkeling, het idee dat verantwoord beleggen loont en dat geld kan sturen zijn voor PGGM de belangrijkste redenen voor het gebruik maken van ESG-integratie. Daarnaast past ESG-integratie binnen een trend waarin beleggers duidelijker, explicieter en transparanter moeten zijn over hoe zij het geld onder beheer beleggen. Het succesvol toepassen van ESG-integratie is daarmee ook een unique selling point, waarvan PGGM merkt dat het veel klanten aanspreekt.

#### De organisatie van het ESG-proces

PGGM kent verschillende toepassingsvormen van ESG-integratie. Welke vorm wordt toegepast is afhankelijk van het mandaat en de ruimte die hierin vanuit de klant geboden wordt. Voor de meer actieve mandaten neemt de portfolio manager ESG-informatie geïntegreerd mee in de analyse van een bedrijf, land of project en daarmee is ESG-analyse een integraal onderdeel van de beleggingsbeslissing. Er is dan een wisselwerking tussen de portfolio managers en de verantwoord beleggen afdeling. Bij beleggingen die als potentieel hoog en medium risico's worden aangemerkt, wordt de Responsible Investment afdeling in het bijzonder geconsulteerd. De ESG-analisten treden daarmee op als adviseurs voor de portfolio managers.

Daarnaast worden ESG-factoren meegenomen in de beleggingsadviezen voor klanten, en de jaarlijkse procesreview van de portfolio managers. Het hoofd van de afdeling verantwoord beleggen is ook lid van de Investment Committee.

#### Toepassing en waardering van ESG-data

ESG-data wordt door PGGM gebruikt om de volgende vragen te beantwoorden:

- Welke ESG-factoren hebben een materiële impact op een individuele beleggingsbeslissing?
- Hoe kunnen deze ESG-factoren beheerst worden en hoe kunnen ze leiden tot nieuwe innovatie/kansen voor de betreffende onderneming.
- Hoe beïnvloeden ESG-factoren de beleggingscategorie of het onderliggende beleggingsvoorstel?

De meeste beschikbare ESG-data zijn gericht op het thema Governance. PGGM stelt dat een goede governance ook effect heeft op hoe milieu en sociale aspecten binnen een bedrijf gemanaged worden. Daarna zijn de meeste ESG-data beschikbaar op het thema Milieu, en met name voor de publieke markten. De ESG-data op het thema Milieu zijn eenvoudig kwantificeerbaar te maken en daarmee goed toe te passen in ESG-integratie.

PGGM maakt ook binnen de (semi-) passieve portfolio's gebruik van een vorm van ESG-integratie. In de passieve portfolio's wordt gebruikt gemaakt van een ESG-index, die per sector ruwweg de 10% laagst scorende bedrijven, wat betreft ESG-score, niet opneemt. Dit geldt echter voorlopig alleen voor de aandelenportfolio. Bij bedrijfsobligaties worden ESG-factoren opgenomen in de individuele analyses en wordt geen aparte ESG-index gehanteerd.

#### Aanbevelingen

Er komt steeds meer aandacht voor ESG-integratie binnen een kwantitatieve strategie. Doordat steeds meer data beschikbaar komt, is daarin ook meer diepgang mogelijk. Zo kan ESG-integratie nu en in de toekomst ook steeds meer op strategisch niveau worden toegepast. Bijvoorbeeld op thema's en discussies rondom de "Carbon Bubble".

ESG-integratie (en duurzaam beleggen in het algemeen) kent echter nog geen vaste, algemeen geaccepteerde methodes. De ontwikkeling van methodes en het versterken van de bewijslast voor ESG-integratie en duurzaam beleggen zijn belangrijke volgende stappen.

Daarnaast is het voor veel partijen nog onduidelijk wat de 'winst' is van ESG-integratie en duurzaam beleggen. Onderzoek geeft in toenemende mate inzichten en de toepassing wordt steeds concreter. Causaliteit kent echter nog vaak kanttekeningen. Een duurzame belegger neemt wel vanuit overtuiging nu al ESG-criteria mee in zijn afwegingen.

## 3.5 Robeco

### Motivatie voor het toepassen van ESG-integratie

Sustainability Investing wordt bij Robeco gezien als een ontwikkeling die niet meer weg te denken is en waar steeds meer klanten om vragen. Rendement komt op de eerste plaats, maar het is de verwachting dat ESG-integratie hier op een positieve manier aan bijdraagt. Een positief maatschappelijk effect is dan een mooie bijkomstigheid.

### De organisatie van het ESG-proces

Bij Robeco is ESG-analyse geïntegreerd in de reguliere beleggingsprocessen. Het is daarom van belang dat ESG-analisten en de financieel analisten niet als los functionerende teams werken, maar dat ze samen tot een oordeel komen. Bij Robeco werken daarom de financieel analist, ESG-analist en portfolio manager in een soort driehoeksverhouding waardoor ESG-integratie een vaste plek heeft in de uiteindelijke beleggingsbeslissing.

### Toepassing en waardering van ESG-data

Robeco is niet geïnteresseerd in de algehele score van een bedrijf op E, S en G, maar richt zich specifiek op ESG-data die een financiële impact hebben. Deze informatie is een verdiepingsslag en een aanvulling op aanwezige (financiële) informatie en wordt dan weer vertaald naar *performance drivers*, zoals reputatie en kosten. Ook als het gaat om engagement ligt de focus op thema's gekozen door de analisten op basis van het belang voor hun portefeuille en de specifieke sector.

Robeco maakt gebruik van de data van RobecoSAM voor haar ESG-analyse, aangezien de informatie van RobecoSAM aansluit bij dit beleggingsproces en de doelen van Robeco. Deze ESG-informatie wordt niet alleen gebruikt voor ESG-integratie, maar ook gekoppeld aan het stembeleid dat Robeco heeft en het engagement dat Robeco uitvoert.

Wat betreft ESG-integratie wordt bij bedrijfsobligaties met name gekeken naar de down-side risks, wat inherent aan deze asset class is. Binnen de aandelen-portfolio wordt daarnaast meer gekeken naar het *upward-potential*.

### Aanbevelingen

Het is van belang dat financieel analisten steeds meer opleiding en training krijgen op het gebied van duurzaamheid. Dat is positief aangezien duurzaamheid bij beleggen en analyseren structureel aan bod komt en ook een economisch onderlegde analist in staat moet zijn om duurzaamheid mee te wegen, en te vertalen naar een beleggingsbeslissing. Gelukkig ziet Robeco dat hier in opleidingen al meer aandacht aan wordt besteed.

Daarnaast blijft het een belangrijke uitdaging ESG-criteria beter en scherper te vertalen naar de uiteindelijke (financiële) prestaties van een bedrijf. Door de vertaling naar financiële prestaties kan de toegevoegde waarde van ESG-integratie, in combinatie met engagement, worden aangetoond en een belangrijke rol spelen in het verder verduurzamen van bedrijven.

### 3.6 Syntrus Achmea

#### Motivatie voor het toepassen van ESG-integratie

Syntrus Achmea Vermogensbeheer heeft de overtuiging dat sociale en milieuvraagstukken, zoals grondstofschaarste, klimaatverandering en demografische ontwikkelingen, in toenemende mate van belang zijn voor het maken van beleggingsbeslissingen. Syntrus Achmea Vermogensbeheer besteedt daarom proactief aandacht aan het identificeren en analyseren van ESG-kwesties waarbij verkregen informatie wordt vertaald naar beleggingsrisico's en kansen op de korte en middellange termijn.

Voor Syntrus Achmea is ESG-integratie dus gericht op het identificeren van financiële risico's vanuit een milieu, sociaal of governance perspectief. De vermogensbeheerder stelt dat het beoordelen en meewegen van ESG-data voor de bedrijfs- obligatieportefeuilles een vollediger beeld geeft van de risico's van de uitgevende instellingen in de portefeuille. Wat bijdraagt aan een kwalitatief betere beoordeling van de risicovergoeding op een obligatie.

#### De organisatie van het ESG-proces

De portfolio manager voert de ESG-integratie uit. Dit door het bepalen van een optimaal sector gewicht voor de ESG-factor en door het analyseren van een onderneming specifieke ESG-rating. Deze ESG-rating wordt periodiek automatisch ingelezen in Syntrus Achmea's model. De portfolio manager heeft hierna nog wel de mogelijkheid de rating handmatig aan te passen, maar dient deze aanpassing wel te motiveren. Bij Syntrus Achmea is de rol van de ESG-analist meer faciliterend. Ze onderhouden de contacten met externe dienstverleners, houden toezicht op de kwaliteit van de geleverde informatie en voeren op verzoek van de portfolio managers aanvullende onderzoeken uit.

#### Toepassing en waardering van ESG-data

Op basis van een door Syntrus Achmea ontwikkeld waarderingsmodel wordt een kredietrating berekend voor een uitgevende instelling. Aan deze kredietrating liggen zowel kwantitatieve als kwalitatieve factoren ten grondslag. Onderdeel van de kwalitatieve factoren is, naast informatie over bijvoorbeeld kostenefficiëntie, geografische spreiding en strategie van het management, dus ook de ESG-factor.

Het gewicht dat aan de ESG-factor wordt toegekend verschilt per sector en wordt aan de hand van een beoordelingsmatrix bepaald door de sectorspecialist.

Voor de bepaling van relevante ESG-criteria wordt in eerste instantie vastgehouden aan de methodiek en analyses van MSCI ESG Research (MSCI). De analisten van MSCI bepalen per sector de meest relevante ESG-kwesties en meten en analyseren per onderneming de mate waarin deze blootgesteld is aan de risico's en kansen die hieruit voortvloeien. Mocht er relevante informatie vanuit andere bronnen beschikbaar zijn die aanvullende informatie bevat, dan wordt deze informatie meegewogen in het oordeel ten aanzien van een sector of onderneming.

De MSCI analisten maken voor iedere sector een 'industry report' waarin de 'key issues' worden geïdentificeerd. Dit rapport vormt voor de portfolio manager de basis voor de eerste stap van het ESG-integratieproces; het bepalen van het sectorgewicht van de ESG-factor in het model.

Aan de hand van de key issues wordt een inschatting van de risico's voor een individuele onderneming gemaakt. Deze risico's worden afgezet tegen de maatregelen die een ondernemingen kan treffen om deze risico's te beperken.

De uiteindelijke specifieke ESG-rating voor een onderneming is een gewogen score van de prestaties op de key issues. Deze ESG-rating vormt de basis voor de tweede stap van het ESG-integratieproces; het bepalen van de specifieke risico's voor de individuele onderneming.

De ESG-factor is een factor die inzichten geeft in potentiële financiële risico's die traditioneel niet door een financieel analist beschouwd worden en die gelijkwaardig aan de traditionele financiële factoren in het model is opgenomen. De mate van relevantie en dus waardering voor de factor verschilt per sector. Een analyse van de risico-attributie wijst uit dat de factor een significante bijdrage levert aan het bepalen van de risicovergoeding en daarmee van toegevoegde waarde is voor het Syntrus Achmea waarderingsmodel.

### **Aanbevelingen**

Het Syntrus Achmea waarderingsmodel is ontwikkeld vanuit het oogpunt dat het een generiek model is waarbij de ESG-factor voor alle sectoren dezelfde mate van relevantie heeft (binnen een bepaalde bandbreedte). Gedurende het komende jaar zal daarom meer aandacht besteedt worden aan de sectorspecifieke weging van de ESG-factor en onderzocht of deze verder geoptimaliseerd kan worden.

De specifieke ESG-research naar een onderneming is veelal vanuit een aandeelhoudersperspectief opgesteld. Hoewel de onderliggende informatie ook voor een obligatiehouder van waarde is, zijn de eerste bevindingen dat de toegekende ESG-rating niet altijd optimaal is voor de obligatiebelegger. Syntrus Achmea bekijkt daarom de mogelijkheden om tot een afgeleide ESG-rating te komen waarbij juist de voor obligatiehouders relevante ESG-factoren beter tot hun recht komen.

## **3.7 Uninvest Company**

### **Motivatie voor het toepassen van ESG-integratie**

Uninvest Company ziet ESG-integratie als een sleutel tot waarde-creatie op de langere termijn en als een methode om risico's te identificeren en waarde toe te voegen. Uninvest Company kiest voor ESG-integratie uit zowel beleggings-overwegingen als ethische overwegingen. Ook het feit dat Unilever zelf actief is op het gebied van duurzaamheid met haar "Sustainable Living Plan", is voor Uninvest Company als vermogensbeheerder van de Unilever pensioenfondsen een belangrijke reden om een stap verder te gaan in het toepassen van ESG-integratie.

### **De organisatie van het ESG-proces**

Een groot deel van het beleggingsbeleid wordt uitgevoerd door externe vermogensbeheerders. Uninvest stelt in toenemende mate strenge eisen aan het ESG-beleid van externe vermogensbeheerders. Het ESG-beleid wordt periodiek getoetst door een onafhankelijke derde partij. Daarnaast wordt periodiek besproken in hoeverre ESG-overwegingen de portefeuille-samenstelling beïnvloed hebben.

Naast extern vermogensbeheer worden bij Uninvest Company ook een aantal portefeuilles intern beheerd. Hierbij wordt zowel ESG-integratie als positieve ESG-selectie toegepast voor obligaties en aandelen. Dit is volledig intern georganiseerd bij Uninvest Company. Omdat ESG-integratie compleet geïntegreerd is in het reguliere beleggingsproces, wordt het ESG-beleid vormgegeven door het reguliere beleggingsteam. Dit team heeft intensief contact met een aantal externe partijen, zoals Sustainalytics, zodat zij op de hoogte blijven van de nieuwste inzichten op gebied van ESG-integratie. Daarnaast worden ook deze portefeuilles onafhankelijk door Sustainalytics gescreend.

### **Toepassing en waardering van ESG-data**

Uninvest maakt in haar ESG-integratieproces onder andere gebruik van data van Sustainalytics. Daarnaast onderhoudt Uninvest Company ook zelf contact met partijen die obligaties uitgeven om een goed beeld te krijgen van het ESG-beleid van bedrijven of andere instanties.

Volgens Uninvest Company is het echter nog een uitdaging om deze informatie ook door de externe vermogensbeheerders toegepast te laten worden. Bij veel externe vermogensbeheerders staat ESG-integratie nog in de kinderschoenen, vooral op gebied van obligaties.

#### ***Aanbevelingen***

Een belangrijke uitdaging bij externe vermogensbeheerders is om duidelijker in kaart te brengen bij welke beleggingsbeslissingen ESG-factoren een belangrijke rol hebben gespeeld. Engagement met bedrijven die obligaties uitgeven zou hier een positieve rol in kunnen spelen. Gelieerd hieraan is het belangrijk om in de toekomst nadrukkelijker ESG-integratie criteria in de juridische documenten vast te leggen bij de externe vermogensbeheerders.

## 4. Conclusie: ESG-integratie bij bedrijfsobligaties in Nederland

### Motivatie voor het toepassen van ESG-integratie

Uit onderzoek blijkt dat ESG-integratie zowel binnen Nederland als in Europa steeds vaker wordt toegepast (VBDO, 2014; Eurosif, 2014). In de gesprekken met de Nederlandse vermogensbeheerders komen 3 redenen naar voren die deze toename verklaren:

- *De overtuiging dat ESG-integratie leidt tot betere beleggingsbeslissingen;*
- *De overtuiging dat ESG-integratie bijdraagt aan een duurzamere economie;*
- *De toenemende vraag van klanten naar de toepassing van ESG-integratie en duurzaamheid in het algemeen.*

### Organisatie van ESG-integratie

Het blijkt dat ESG-integratie op verschillende manieren vorm krijgt binnen Nederlandse vermogensbeheerders. Op hoofdlijnen zijn er 3 hoofdvormen te onderscheiden:

- *ESG-integratie door financieel analisten*  
Verschillende vermogensbeheerders kiezen ervoor om duurzaamheidsinformatie volledig te laten analyseren door de financieel analist. De motivatie hiervoor is dat analyse van bedrijven door een aparte ESG-afdeling onvoldoende tot integratie in het mainstream beleggingsproces leidt. Bij enkele Nederlandse spelers wordt de financieel analist hierbij ondersteund door het aanbieden van trainingen of het organiseren van bijeenkomsten over specifieke ESG-thema's.

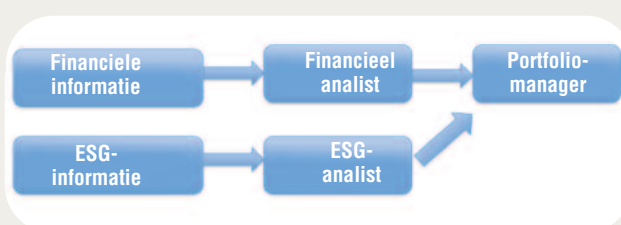
**Figuur 4.1: Financieel analisten de lead bij ESG-analyse**



- *ESG-analyse door ESG-analisten*

Vooraf bij de vermogensbeheerders die inzetten op verantwoord/duurzaam beleggen of die een aantal best-in-class-selecties hebben, is vaak een separate ESG-afdeling aanwezig. De kennis van deze analisten wordt, zeker in de beginfase, gebruikt door de portfoliomanagers om ESG-informatie te interpreteren. Deze informatie wordt naast de financiële informatie en analyse gebruikt in de uiteindelijke besluitvorming.

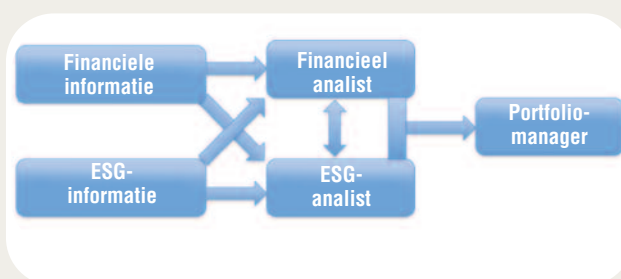
**Figuur 4.2: ESG-analisten de lead bij ESG-analyse**



- *ESG-analyse door samenwerking van financieel- en ESG-analisten*

ESG-analyse kan ook in samenwerking plaatsvinden tussen de financieel en ESG-analist. In deze vorm zijn de ESG- en financiële analyse geen separate trajecten maar worden geïntegreerd uitgevoerd. Bijvoorbeeld omdat de analyse door een team wordt uitgevoerd waarin zowel de financieel analist als de ESG-analist vertegenwoordigd zijn.

**Figuur 4.3: ESG-analyse is geen separaat onderdeel binnen het reguliere beleggingsproces.**



### Toepassing en waardering van ESG-data

Voor het overgrote deel maken vermogensbeheerders voor hun analyse gebruik van externe ESG-data providers. Voorbeelden van ESG-data providers die in Nederland gebruikt worden zijn Sustainalytics, MSCI, Vigéo en EIRIS. Vaak bepaalt een vermogensbeheerder samen met een ESG-data provider wat belangrijke elementen zijn om rekening mee te houden in de analyse per bedrijf en per sector. Hier kan, mits aanwezig, de ESG-analist van de vermogensbeheerder een tussenrol in spelen.

Zelden wordt direct gebruik gemaakt van andere bronnen, zoals de kennis vanuit NGO's of kennisinstellingen. Een belangrijke reden is dat deze instanties de informatie niet op een gestandaardiseerde manier aanleveren om direct in de ESG-analyse toe te kunnen passen.

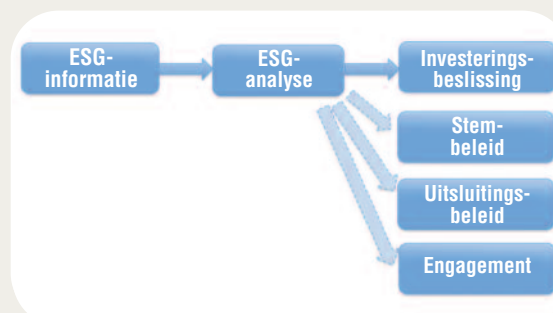
In grote lijnen zijn er twee methodes waarop ESG-data uiteindelijk in het beleggingsproces wordt toegepast:

- **Kwalitatieve waardering**  
Bij kwalitatieve waardering spelen juist de analisten en portfolio manager een grote en bepalende rol in het waarderen van ESG-integratie en het vertalen van deze informatie naar een investeringsbeslissing.
- **Kwantitatieve waardering**  
Hierbij wordt met name gericht op kwantitatieve ESG-data. Hierdoor kan de analyse van de data plaatsvinden door gebruik van een rekenkundig model. De analist heeft hierbij een faciliterende rol, kan kwalitatieve data vertalen naar kwantitatieve data, en kan de uitkomsten van het model eventueel aanpassen op basis van een gevoeligheidsanalyse.

### Koppeling met andere methoden binnen SRI

ESG-integratie wordt door veel partijen niet als een losstaand element binnen het verantwoord beleggingsinstrumentarium gezien. Ze gebruiken de met ESG-integratie opgedane kennis in het engagement- en stembeleid. Engagement kan worden gebruikt om ESG-onderwerpen op de agenda te zetten bij bedrijven die in de portefeuille zitten. Daardoor kan de ESG-performance worden verbeterd en kunnen risico's worden vermindert. Bij slecht blijvende ESG-prestaties kan uiteindelijk worden overgegaan tot uitsluiting uit het beleggingsuniversum. Daarmee blijkt dat Nederlandse asset managers bij het analyseren van de ESG-data ook de verbinding leggen met andere methoden van duurzaam beleggen (zie figuur 4.4).

Figuur 4.4: Koppeling van ESG-integratie met andere methodes van duurzaam beleggen





## Aanbevelingen

- *Meten van financiële impact*

Hoewel veel partijen aangeven dat ze van mening zijn dat ESG-integratie bijdraagt aan een beter risico gewogen rendement, wordt ook aangegeven dat het versterken van de bewijslast hiervoor een belangrijke volgende stap is. Er worden verschillende redenen gegeven waarom de bewijslast nu nog niet uitontwikkeld is:

- Het statistisch filteren van ESG-variabelen op de vele variabelen die een potentiële impact hebben op het risico-rendement is ingewikkeld.
- De tijdsspanne waarbij ESG-criteria worden geïntegreerd in het beleggingsbeleid is nog te kort voor een stevige statistische basis.

Toch wordt ook aangegeven dat dit oplosbare problemen zijn. Bijvoorbeeld door het analyseren van de in- en output van een kwantitatief model met een automatische op-/afslag. Door hier een controlegroep tegenover te zetten waarbij geen rekening wordt gehouden met ESG-criteria kan het effect van ESG-integratie op risico-rendement op een gedegen manier worden geanalyseerd.

- *Meten van maatschappelijk impact*

Een andere belangrijke stap is het inzichtelijk maken van de maatschappelijke impact van ESG-integratie en de impact van ESG-integratie op de verduurzaming van de portefeuille. In de literatuur is benoemd dat ESG-integratie op verschillende wijzen een positieve impact op beide kan hebben. Bijvoorbeeld doordat bedrijven worden gestimuleerd transparanter te worden over ESG-factoren en daarom gemotiveerd worden tot betere prestaties.

Ook zouden bedrijven met goede ESG-prestaties worden “beloond” met een hogere koers en zouden slecht scorende bedrijven lastiger toegang krijgen tot kapitaal. Een significant deel van de investeerders zou ESG-integratie moeten beoefenen om dit effect tot stand te brengen. De bewijslast voor dit effect is echter nog dun en verder onderzoek is daarmee nog hard nodig.

- *Opleiding en mindset analisten*

De geïnterviewden gaven aan dat het toepassen van ESG-integratie ook een andere mindset en opleiding vraagt van analisten en portfolio managers. Traditioneel wordt in onderwijs en training erg de nadruk gelegd op de kwantitatieve financiële analyse en spelen ESG-criteria een ondergeschikte rol. ESG-integratie vraagt echter een gedegen kennis en inzicht in hoe - vaak kwalitatieve - ESG-indicatoren effect kunnen hebben op het risico-rendement. Het opleiden en trainen van analisten en portfolio managers is daarom een belangrijke stap om deze kennis te vergaren en ESG-integratie ook binnen de organisatie te kunnen verankeren.

- *Beter toepasbare data voor toepassing ESG-integratie op bedrijfsobligaties*

Bij het toepassen van ESG-integratie wordt veelal gebruikt gemaakt van de ESG-data die gericht is op aandelen. Partijen gaven aan dat deze informatie vaak in de eigen analyse nog beter toepasbaar gemaakt moest worden voor bedrijfsobligaties. Bijvoorbeeld omdat er te weinig nadruk lag op de risico's die van een lage ESG-score uit kunnen gaan. Het zou een belangrijke verbetering zijn wanneer ESG-data beter toepasbaar worden gemaakt voor de verschillende asset classes.

- *Toepassing ESG-integratie op strategisch niveau*

ESG-integratie wordt nu nog voornamelijk op bedrijfsniveau toegepast. ESG-integratie kan nu en in de toekomst ook steeds meer op strategisch niveau worden toegepast. Bijvoorbeeld op thema's en discussies rondom de “Carbon Bubble” of het bepalen van de meest geschikte sector-allocatie.

# Bijlagen

## 1. Literatuur

- Aslaksen, I. en Synnøstvedt, T. (2003) Ethical investment and the incentives for corporate environmental protection and social responsibility. *Corporate Social Responsible Environmental Management*. 10:212-223.
- APG (2010) Verslag verantwoord beleggen.
- Bauer, R., Derwall, J. en Hann, D. (2010) Employee relation and credit risk. *Working paper Maastricht University*.
- Bengtsson, E. (2008) A history of Scandinavian socially responsible investing. *Journal of Business Ethics*. 82:969-983.
- Deutsche Bank Research (2010) Responsible Investments: A new investment trend here to stay.
- Eurosif (2014) European SRI study.
- Haigh, M. en Hazelton, J. (2004) Financial markets: a tool for social responsibility? *Journal of Business Ethics*. 52:59-71.
- Heinkel et al. (2001) The effect of green investment on corporate behavior. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 36:431-449.
- Juravle, C. and Lewis, A. (2009) The role of championship in the mainstreaming of Sustainable Investment (SI): what can we learn from SI pioneers in the United Kingdom? *SAGE publications*. 22(1):75-98.
- Kerste et al. (2011) Financing sustainability; insights for investors, corporate executives and policy makers. *VU University Press, Amsterdam*.
- Moody's Investor Service (2013) Water scarcity to raise Capex and operating costs, heighten operational risks.
- NRC Handelsblad (2010) Lek BP in Golf van Mexico uit-gegroeid tot grootste olieramp ooit. '03-08-2010'
- O'Rourke A. (2003) The message and methods of ethical investment. *Journal of Cleaner Production*. 11:683-693.
- Praestbro Nielsen, K. en Winther Noergaard, R. (2011) CSR and mainstream investing: a new match? - an analysis of the existing ESG integration methods in theory and practice and the way forward. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 1(3-4):209-221.
- PRI (2011) Responsible investment in passive management strategies.
- PRI (2013) Corporate bonds: spotlight on ESG risks.
- PRI (2013a) Sovereign bonds: spotlight on ESG risks.
- PRI (2013b) The integrations of environmental, social and governance issues in mergers and acquisitions.
- PRI (2014) Private equity: Integrating ESG in private equity.
- PRI (2014) Fixed Income Investors Guide: Putting Responsible Investment into Practice in Fixed Income.
- Schaltegger S, en Figge, F. (2000) Environmental shareholder value: economic success with corporate environmental management. *Eco-Management Audit*. 7:29-42.
- Schepers, D. H. en Prakash Sethi, S. (2003) Do socially responsible funds actually deliver what they promise?: bridging the gap between the promise and performance of socially responsible funds. *Business and Society Review*. 108(1):11-32.
- Standard & Poors (2012) Creditweek special report: Water, the most valuable liquid asset?
- UNEPI en Mercer (2007) Demystifying responsible investment performance.
- VBDO (2013a) Benchmark Responsible Investment by pension funds in the Netherlands.
- VBDO (2013b) Benchmark Responsible Investment by insurance companies in the Netherlands.
- Wagemans, F.A.J. et al. (2012) The effectiveness of socially responsible investment: a review, *Journal of Integrative Environmental Sciences*. 10(3-4):235-252.

# Bijlagen

## 2. Lijst met geïnterviewde personen

<b>ACTIAM</b>	Foppe-Jan van der Meij	Senior Portfolio manager Fixed Income
<b>ACTIAM</b>	Thierry Oeljee	ESG Analyst
<b>AEGON Asset Management</b>	Harald Walkate	Head of Responsible Investment
<b>AEGON Asset Management</b>	Roger Wildeboer Schut	Manager Responsible Investment
<b>ING Investment Management</b>	Lienke van Balderen	Senior Investment Analyst
<b>ING Investment Management</b>	Jeroen Bos	Head of Global Equity Research
<b>ING Investment Management</b>	Nina Hodzic	Senior ESG Specialist
<b>MSCI</b>	Laura Nishikawa	Vice President ESG Research
<b>Partners Group</b>	Adam Frost	Responsible Investment Manager
<b>PGGM</b>	Patrick de Jong	Advisor Responsible Investment
<b>PGGM</b>	Tim van der Weide	Advisor Responsible Investment
<b>PRI</b>	Archie Beeching	Manager Fixed Income Programme
<b>Robeco</b>	Edith Siermann	CIO Fixed Income / Manager Governance & Active Ownership
<b>Sustainalytics</b>	Tal Ullmann	Associate Director
<b>Syntrus Achmea</b>	Dennis Teijsse	Medewerker Verantwoord Beleggen
<b>Univest Company</b>	Bram Bos	Senior Portfolio manager Fixed Income
<b>Univest Company</b>	Karianne Lancee	Client Portfolio manager

# Bijlagen

## 3. Interview vragenlijst

### 1. Algemeen

- Is uw organisatie actief met ESG-integratie?
  - o Zo ja, wanneer bent u hiermee gestart?
- Bij welke asset classes heeft u ESG-integratie geïntegreerd?
- Wat zijn de motivaties om ESG-criteria te incorporeren in de beleggingen?
  - o Is dit hetzelfde bij verschillende asset classes?

### 2. Proces

- Wie is / zijn er binnen uw organisatie verantwoordelijk voor ESG-integratie?
- Hoe heeft u beleid ontwikkeld rondom dit thema en hoe wordt dat geïmplementeerd?
- Worden de analyses gedaan door financieel analisten of ESG-analisten?


### 3. Inhoud

- Hoe bepaalt u welke ESG-criteria geïntegreerd worden in de beleggingsbeslissing?
  - o Is dit op basis van (financiële) materialiteit?
    - Zo ja, waren deze dan niet al onderdeel van de standaard beoordeling
  - o Is dit op basis van algemene thema's
    - Zo ja, welke?
  - o Is dit op sectorspecifieke thema's?
- Hoe vindt de ESG-integratie plaats?
  - o Kwalitatief?
    - Asset managers de PRI laten ondertekenen?
    - Analisten (ESG / financieel) one-pagers laten maken voor portfoliomanagers?
  - o Kwantitatief?
    - Incorporeren in het model voor waardebeoordeling van de bedrijven?
    - ESG-index?
- Hoe bepaalt u wat het effect is van ESG-integratie op de portefeuille?
  - o Gebruikt u backtesting?
    - Meet u dan de financiële effecten?
    - Bekijkt u ook wat de impact is van ESG-integratie op milieu en sociaal vlak?

### 4. Best-practices

- Wat vindt u dat best practices zijn op ESG-integratie?
  - o In aandelen?
  - o In ondernemingsobligaties?
- Hoe zou ondernemingsobligaties kunnen leren van aandelen?





Uit de meest recente studies uit 2014 blijkt dat inmiddels 84% van de **pensioenfondsen** ESG-integratie toepast bij de beoordeling van aandelen en 82% bij de beoordeling van bedrijfsobligaties.

Voor **verzekeraars** is dit percentage lager; 66% beoefent ESG-integratie bij de beoordeling van aandelen en 59% voor bedrijfsobligaties.



## ESG-integratie

Het expliciet opnemen door vermogensbeheerders van ESG-risico's en kansen in de traditionele financiële analyse en investeringsbeslissing gebaseerd op een systematisch proces en op basis van gepaste onderzoeksbronnen (Eurosif, 2012).



VBDO (Dutch Association of Investors for Sustainable Development)

[www.vbdo.nl](http://www.vbdo.nl) | [www.duurzaamaandeel.nl](http://www.duurzaamaandeel.nl) | [www.goed-geld.nl](http://www.goed-geld.nl) | [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org) | [www.meerdoenmetjepensioen.nl](http://www.meerdoenmetjepensioen.nl)

Pieterstraat 11, 3512 JT Utrecht, T +31 (0) 30 234 00 31, the Netherlands, [info@vbdo.nl](mailto:info@vbdo.nl)