



SUSTAINABLE PENSION
INVESTMENTS LAB

De financiële prestaties van **verantwoord** **beleggen**

12 minuten

Gemiddelde
leestijd



**Sustainable Pension
Investments Lab**

Kennispaper 1

01 mei 2017

Kernvraag en antwoord

Met de groeiende belangstelling voor verantwoord beleggen rijst de vraag wat het meenemen van milieu-, sociale en goed bestuur (environmental, social en governance: ESG) factoren voor gevolgen heeft voor de financiële prestaties van beleggingen?

Uitgebreid empirisch onderzoek laat zien dat verantwoord beleggen niet ten koste hoeft te gaan van de financiële prestatie.

Sterker, het kan daar een positieve bijdrage aan leveren, zowel in de vorm van een hoger rendement als in de vorm van een lager risico.

Empirische studies

De meeste empirische studies vinden dat verantwoord beleggen leidt tot een vergelijkbaar of zelfs hoger financieel rendement en een lager risico, vooral als dat ESG thema's betreft die financieel materieel zijn.

Tracking error

Ook het korte termijn risico, uitgedrukt als de tracking error, hoeft niet al te zeer toe te nemen.

Koplopers profiteren

Als de economie verder verduurzaamt mag verwacht worden dat de koplopers op dit gebied hier ook financieel de vruchten van plukken.

Beleggers profiteren niet automatisch mee

Dit betekent echter niet dat deze bedrijven daarmee ook beleggers een meer dan gemiddelde financieel rendement bieden. Met de toenemende aandacht voor ESG bij beleggers zullen ESG prestaties ook steeds meer in de koers van het aandeel worden ingeprijsd.

Betrokken aandeelhouderschap

Nieuwe waarde, en daarmee kans op financieel rendement, kan wel gecreëerd worden door actief en betrokken aandeelhouderschap, door gebruik te maken van de rechten van aandeelhouders en het gesprek aan te gaan met bedrijven over hun ESG prestaties.

Samen optrekken

Om dit effectief en efficiënt te doen kunnen pensioenfondsen het best samen optrekken.

Inhoud

Inleiding

p.5 »

**De invloed
van ESG op
de financiële
prestaties
van onder-
nemingen en
beleggers**

p.8 »

**Is het de E, de
S en/of de G?**

p.10 »

**Conclusies en
aanbevelingen**

p.18 »

Inleiding

Verantwoord beleggen wint de afgelopen jaren snel aan populariteit. Over de hele wereld integreren institutionele beleggers milieu-, sociale- en goed bestuur criteria in hun beleggingsstrategieën en -operaties.



Verantwoord beleggen wint snel aan populariteit...

In 2016 werden de VN Principes voor Verantwoord Beleggen (UN Principles for Responsible Investment, UNPRI) ondertekend door meer dan 1500 vermogensbeheerders en -eigenaars met US \$ 60 duizend miljard aan activa onder beheer. Volgens De Nederlandsche Bank hebben in 2016 bijna 90% van de pensioenfondsen een (elementair) duurzaam beleggingsbeleid. Meer dan 10% – meestal de grotere fondsen – hebben ESG verregaand geïntegreerd in hun beleggingsstrategie.

... maar met welk financieel resultaat?

Met de groei van het verantwoord beleggen komt ook de vraag op wat het gevolg hiervan zal zijn voor het financieel resultaat? Het toepassen van niet-financiële criteria, zoals ESG-overwegingen, beperkt namelijk het investeringsuniversum en daarmee de mogelijkheden voor diversificatie. Maar gaat het daarmee ook noodzakelijkerwijze ten koste van de financiële prestaties van de beleggingsportefeuille?



“Meer dan 10%
hebben ESG
verregaand
geïntegreerd in
hun beleggings-
strategie”

De Nederlandsche Bank

SPIL zoekt het uit

Het Sustainable Pension Investments Lab (SPIL) wil de bestuurders van Nederlandse pensioenfondsen helpen om deze belangrijke en urgente vraag te beantwoorden. Daartoe bevat dit SPIL-kennispaper een overzicht van het uitgebreide empirisch onderzoek dat hiernaar is gedaan. Meer informatie kunt u vinden in de [achtergrondstudie](#) van Lu Zhang (Universiteit Utrecht en Sustainable Finance Lab).

Eerste in een reeks SPIL-kennispapers

In dit kennispaper staan de financiële gevolgen van duurzaam beleggen centraal. Het is de eerste in een reeks SPIL-kennispapers, bondige praktijkgerichte notities voor de Nederlandse pensioenfonds bestuurders. Volgende kennispapers zullen specifieke thema's nader uitdiepen (als klimaat, circulaire economie en sociale aspecten) en daarbij ook ingaan op de niet-financiële impact.

Leeswijzer

We beginnen deze kennispaper met een beschrijving van de empirische literatuur over de invloed van ESG op de financiële prestaties van ondernemingen en op die van beleggers. Daarna bespreken we welke factoren (E, S of G) het meest van invloed zijn op het financiële resultaat en hoe de verschillende ESG beleggingsstrategieën scoren. Op basis hiervan trekken we conclusies en formuleren aanbevelingen aan de bestuurders van de Nederlandse pensioenfondsen.

De invloed van ESG op de financiële prestaties van ondernemingen en beleggers

Bij verantwoord beleggen nemen beleggers in aanvulling op de traditionele financiële analyse van bedrijven ook milieu, sociale en goed bestuur (ESG)-vraagstukken in beschouwing.

Het brede scala aan onderwerpen dat via ESG-analyse in beeld komt →

Voorbeelden van ESG factoren

Milieu	Klimaat
	Lucht- en watervervuiling
	Biodiversiteit
	Ontbossing
	Energie efficiëntie
	Afvalmanagement
Sociaal	Waterschaarste
	Klanttevredenheid
	Gegevensbescherming en privacy
	Gender en diversiteit
	Werknemer betrokkenheid
	Relaties met de omgeving
	Mensenrechten
Arbeidsnormen	
Goed bestuur	Samenstelling bestuur
	Structuur audit commissie
	Omkoping en corruptie
	Beloningsbeleid
	Lobby
	Politiek bijdragen
Klokkenluidersregeling	

Bron: CFA (2015)

ESG wordt meer en meer gezien als financieel van belang ...

In eerste instantie werden ESG-factoren vooral meegenomen in het beleggingsbeleid vanuit ethische overwegingen. Beleggers wilden geen eigenaar zijn van bedrijven die zich inlaten met mensenrechtenschendingen of die zich schuldig maken aan milieuvervuiling. Een wat lager financieel rendement werd daarbij op de koop toe genomen. Steeds vaker echter nemen beleggers ESG mee in hun beleggingsbeleid vanuit de verwachting dat ze daarmee ook financieel beter af zijn. ESG factoren heten 'materieel' te zijn, een substantiële invloed te hebben op de financiële prestaties van de onderneming.

... op het niveau van de onderneming ...

Een grote en groeiende hoeveelheid studies vindt een sterke positieve correlaties tussen de ESG- en financiële prestaties van bedrijven. Bedrijven die goed scoren op ESG-terrein hebben vaak ook hogere rendementen en lagere risico's. Daarbij is het de vraag of de goede ESG-prestaties het gevolg zijn van de goede financiële prestaties of de oorzaak.

Op basis van een steekproef van 180 Amerikaanse bedrijven concluderen Eccles et al (2014) dat een hoge ESG score de oorzaak is van de betere financiële prestatie, vooral op de middellange termijn (langer dan 5 jaar). Bedrijven die in 1993 goed scoorden op ESG blijken in 2010 beter te hebben geredeneerd dan bedrijven met een in 1993 lagere duurzaamheidsprestatie.

... en de belegger.

Veel onderzoek is ook gedaan naar de financiële prestatie van verantwoorde beleggingsfondsen. De meeste studies vinden, op een klein aantal uitzonderingen na, nauwelijks verschillen in de voor risico gecorrigeerde rendementen met andere fondsen. Dat geldt zowel voor studies gericht op de VS, het Verenigd Koninkrijk, Europa, Australië als Canada. Een recente studie van Nofsinger en Varma (2014) laat zien dat verantwoorde fondsen het tijdens stabiele periodes wat minder doen, maar juist beter presteren in tijden van crisis.

Is het de E, de S en/of de G?

ESG factoren zijn dus van wezenlijk belang voor de financiële prestaties van bedrijven. Het meenemen van ESG in het beleggingsbeleid hoeft niet schadelijk te zijn voor het beleggingsresultaat of kan dat zelfs verbeteren. Maar welke factoren zijn het belangrijkste voor de financiële resultaten van het bedrijf en de belegger?

G het belangrijkste ...

Van de drie ESG-componenten is goed bestuur het uitgebreidst bestudeerd. Dit lijkt ook de meest relevante factor voor de belegger. Gompers et al (2003) laten zien dat bedrijven met sterkere aandelhoudersrechten ook financieel beter presteren. Een beleggingsstrategie die in de periode 1990 – 1999 bedrijven met de sterkste rechten kocht en bedrijven met de zwakste rechten verkocht leidt tot een jaarlijks hoger rendement dan de markt van 8,5%. Bebchuk (2013) stelt dat het verband tussen goed bestuur en hogere rendementen nadien is verdwenen, omdat meer beleggers het belang van goed bestuur zijn gaan waarderen. De financiële winst van goed bestuur is daardoor al ingeprijsd.

... maar ook E doet ertoe...

De recente BP olieramp in de Golf van Mexico illustreert de enorme negatieve impact die milieu-incidenten kunnen hebben op de kredietwaardigheid van bedrijven. Onderzoek laat zien dat bedrijven met betere systemen voor milieubeheer ook meer winst genereren en sneller groeien (Darnall 2008). Derwall et al (2005) laten zien dat een eenvoudige best-in-class beleggingsstrategie van 'eco-efficiënte' bedrijven een 6% hoger risico gecorrigeerde rendement oplevert ten opzichte van een worst-in-class benadering. Dat aandelenmarkten de gevolgen van klimaatverandering, in dit geval droogte, niet goed inprijzen blijkt uit onderzoek van Hong et al (2016). Een strategie om voedingsbedrijven in landen met waterschaarste te verkopen en voedingsbedrijven in landen met voldoende water te kopen levert over de periode 1985 – 2015 een overrendement van 9,2%.

... net als S.

Sociale factoren laten zich lastiger meten. Hier is dan ook relatief weinig onderzoek naar gedaan. Wel laat Edmans (2011) zien dat een portefeuille van de "Fortune 100 beste bedrijven om voor te werken in Amerika" een 2,1% hoger risico gewogen rendement had over de periode 1984 – 2009 dan de benchmark. In een vervolgstudie laat Edmans (2014) zien dat dit resultaat ook gevonden wordt in 11 van de 14 landen die hij onderzocht.

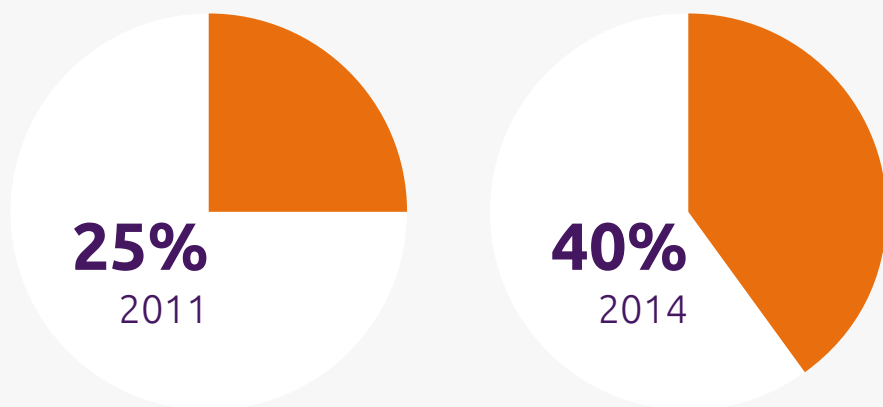
Bedrijven met betere systemen voor milieubeheer genereren meer winst en groeien sneller.

Het is de materialiteit die telt

Zowel E, S als G factoren kunnen dus leiden tot betere financiële prestaties. Maar op welke factoren moet de belegger zich bij welk bedrijf richten? De Sustainability Accounting Standards Board (SASB) houdt een zogenaamde materialiteitmatrix bij die laat zien welke ESG-thema's materieel zijn voor welke sectoren. Zo zijn milieuvraagstukken een

thema in de sector niet-hernieuwbare hulpbronnen en transport, zijn sociale kwesties materieel in de gezondheidszorg en is goed bestuur belangrijk in de financiële sector. Op basis van deze materialiteitsmatrix vonden Khan et al (2015) dat bedrijven met goede ratings, op voor hen materiële ESG-thema's, aanzienlijk beter presteren dan bedrijven met slechte ratings. Dit is niet het geval voor immateriële ESG-thema's.

Het aandeel van hedge fund managers dat ESG toepast



Relevantie van ESG voor verschillende beleggingscategorieën

Terwijl verantwoord beleggen zich oorspronkelijk richtte op de aandelenmarkten spelen ESG-factoren inmiddels een rol in alle beleggingscategorieën. Hieronder beschrijven we de onderzoeken over de financiële prestaties van ESG integratie bij obligaties en vastgoed. Van private equity en hedge funds zijn dergelijke onderzoeken nog niet voor handen, maar ook daar is verantwoord beleggen en investeren in opkomst. Zo nam het aandeel van hedge fund managers dat ESG toepast tussen 2011 en 2014 toe van 25 naar 40 procent. Hoewel er steeds meer

bekend is over de invloed van ESG op de financiële prestaties binnen beleggingscategorieën, biedt het nog maar beperkt houvast voor de verdeling van de beleggingen over de verschillende categorieën, de asset allocatie.

Bedrijfsobligaties

In een recent rapport, analyseert Barclays de invloed van ESG op Amerikaanse bedrijfsobligaties. Tussen 2009 en 2016 genereren bedrijven met een hoge ESG-score een 2% hoger financieel rendement dan bedrijven met een lage ESG beoordeling. Daarbij hebben governance factoren de grootste invloed, gevolgd door milieufactoren. Sociale prestaties kunnen zelfs een licht negatief effect hebben op de financiële prestatie. Ook Bauer en Hann (2010) vinden dat bedrijven met goede milieuscores hogere kredietrating hebben en een lagere rente betalen. Obligatiebeleggers zijn ook steeds meer aandacht gaan geven aan deze milieuscores. Onderzoek van de Natural Capital Declaration (2015) onder bedrijven uit de mijnbouw en energie laat zien dat het meewegen van het risico op waterschaarste bij

verschillende bedrijven de kredietratio's aanzienlijk beïnvloedt met mogelijk een verlaging van de kredietwaardigheid en een val in de prijs van de obligaties tot gevolg. Bij drankproducenten werd dat effect niet gevonden.

Staatsobligaties

ESG factoren blijken ook relevant voor staatsobligaties. De PRI (2013) laat zien dat staatsobligaties van landen met hogere ESG scores het over de periode 2009 – 2012 beter deden. Daarbij is de G (bijvoorbeeld corruptie) de meest materiële factor, gevolgd door S (politieke vrijheden, sociale ontwikkeling). De UNEP FI (2015) laat voor vijf landen (Brazilië, Frankrijk, India, Japan en Turkije) zien dat de risico's die samenhangen met de beschikbaarheid van natuurlijke hulpbronnen aanzienlijk zijn, zowel op de korte (tot 5 jaar) als de middellange termijn (5-10 jaar). Daarbij raken verschillende schokken de landen op zeer uiteenlopende manieren.

Vastgoed

Ook in vastgoed neemt de integratie van ESG-factoren sterk toe. Eichholtz et al (2010) vinden dat 'groene' gebouwen aanzienlijk hogere huurprijzen opbrengen en meer waard zijn. Vastgoed dat achterblijft op het gebied van energiezuinigheid kan ook tot hoge plotselinge kosten leiden, als via regulering hogere prestatienormen worden afgedwongen.

Vastgoed dat achterblijft op het gebied van energiezuinigheid kan tot hoge plotselinge kosten leiden als via regulering hogere prestatienormen worden afgedwongen.

Het financiële effect van verschillende ESG beleggingsstrategieën

Er zijn verschillende manieren waarop ESG geïntegreerd kan worden in de beleggingsstrategie. Welk effect hebben de verschillende keuzes daarin voor het financiële resultaat?

Uitsluiting van de slechtsten ...

In eerste instantie pasten beleggers vooral een uitsluitingsstrategie toe. Hierbij worden bedrijven die niet aan een minimum ESG-niveau voldoen uitgesloten van het beleggingsuniversum. Er is een groeiend bewijs (bijv. Hong en Kacperczyk, 2009) dat zogenaamde "zonde" aandelen ('sin stocks') van beursgenoteerde bedrijven die betrokken zijn bij bijvoorbeeld de productie van alcohol, tabak en porno, juist financieel beter presteren dan de rest van de markt. Overigens staan daar wel ook hogere risico's tegenover, bijvoorbeeld op rechtszaken.

Als beleggers niet hele sectoren uitsluiten, maar een beperkt aantal bedrijven, is de inperking van het beleggingsuniversum doorgaans zo klein dat deze geen substantiële invloed heeft op het beleggingsresultaat. Dat is bijvoorbeeld het geval bij de 20 tot 30 bedrijven die veel beleggers uitsluiten omdat die internationale normen niet naleven, als de Global Compact van de VN.

... en insluiting van de besten

Beleggers gebruiken ook een strategie van insluiting waarbij enkel in de best presterende bedrijven, de ESG koplopers, wordt geïnvesteerd. Het European Centre for Corporate Engagement (ECCE 2016) van de Universiteit Maastricht laat, in samenwerking met NN Investment Partners, zien dat een portefeuille van bedrijven die een positief ESG-momentum laten zien, een stijgende ESG-score, een aanzienlijk beter rendement laat zien. Ook hier is met name de G score van belang.

ESG-integratie

Bij wat heet ESG-integratie vormen de ESG-factoren integraal onderdeel van de financiële analyse. De uitkomst van de analyse is dan niet om aandelen in- of uit te sluiten, maar om er meer of minder van in portefeuille te nemen. Dat dit geen marginaal verschijnsel is blijkt uit de eerste resultaten van vermogensbeheerder Robeco: ESG was sinds 2014 beslissend bij 9% van de 178 portefeuille wijzigingen en speelde in 28% een belangrijke rol. Het effect van ESG-factoren op de waardering van aandelen was 10%. De eerste beleggingsresultaten zijn ook positief (Schramade 2016). Ook vermogensbeheerder Blackrock biedt sinds kort fondsen aan die bepaalde ESG-factoren optimaliseren. Deze realiseerden over de periode 2010 tot 2016 een marktconform resultaat met een beperkte tracking error. De te behalen ESG opbrengst is aanzienlijk, zoals een 70% reductie van de carbon footprint van de portefeuille (Zhang 2017 op basis van onderzoek van BlackRock).

Actief en betrokken aandeelhouderschap

De afgelopen decennia zijn institutionele beleggers de dominante partij geworden op aandelenmarkten. Institutionele beleggers hebben daarmee invloed die ze kunnen inzetten om middels actief en betrokken aandeelhouderschap ondernemingen beter te laten presteren, ook op het terrein van ESG. Als dit leidt tot betere prestaties kunnen beleggers hier de financiële vruchten van plukken. Aandeelhoudersresoluties en dialoog met het bedrijf zijn twee belangrijke instrumenten.

Bij Robeco was ESG sinds 2014 beslissend bij 9% van de 178 portefeuillewijzigingen en speelde in 28% een belangrijke rol.

Aandeelhoudersresoluties

Middels aandeelhoudersresoluties kunnen beleggers een besluit afdwingen over een zelfbepaald onderwerp. Het aantal ingediende aandeelhoudersresoluties neemt gestaag toe van jaarlijks 50 in 1997 naar zo'n 300 in 2009 bij de grootste beursgenoteerde Amerikaanse bedrijven. Volgens VBDO steunt 38% van de pensioenfondsen publiekelijk aandeelhoudersresoluties of initieert deze zelf. Bauer et al (2015) vinden dat bijna 20% van alle ingediende aandeelhoudersresoluties worden ingetrokken voordat de aandeelhoudersvergadering plaatsvindt. Daarbij maken de voorstellen die ondersteund worden door invloedrijke aandeelhouders (dat wil zeggen: institutionele beleggers of vakbonden) meer kans te worden ingetrokken dan voorstellen ingediend door particuliere aandeelhouders. Bedrijven proberen dus eerder tegemoet te komen aan de wensen van invloedrijke aandeelhouders.

Dialoog

Een (besloten) dialoog (ook wel 'engagement') vormt een andere belangrijke strategie voor institutionele beleggers. Deze dialoog begint veelal met het verzenden van een brief en vervolgt met telefoongesprekken, bedrijfsbezoeken en het bijwonen van vergaderingen. 82% van de Nederlandse pensioenfondsen gebruiken de dialoog. 78% van alle pensioenfondsen betreft daar alle drie de ESG-thema's bij. Recent onderzoek laat zien dat de dialoog positieve opbrengsten genereert voor de belegger. Dimson et al (2015) vinden een éénjaars gemiddelde overrendement van 4,4% voor een succesvolle dialoog.

Hoewel pensioenfondsen de dialoog individueel kunnen aangaan, of dit kunnen overlaten aan een grotere vermogensbeheerder, is het ook waardevol om hiertoe samen op te trekken met meerdere pensioenfondsen (Dimson et al 2015). Deze vorm van coördinatie wordt vergemakkelijkt via netwerken, zoals de UNPRI, het International Corporate Governance Network (ICGN) of Eumedion. Juist voor de kleine en middelgrote Nederlandse pensioenfondsen kan dat een belangrijke manier zijn om extra waarde te creëren (Van Tilburg, Remmers en Demmers 2016). Een voorbeeld van een succesvolle gezamenlijke engagement vormt de GRESB, een door beleggers geleid initiatief met meer dan 250 leden, waarvan meer dan 60 pensioenfondsen, die gebruik maken van de GRESB data voor hun beleggingsbeslissingen en hun dialoog.

Conclusies en aanbevelingen

Verantwoord beleggen is sterk in opkomst. Dat is goed nieuws voor de planeet en de mensen die daarop leven. Dat kan ook goed nieuws zijn voor de financiële prestaties van de hierin vooroplopende Nederlandse pensioenfondsen.

ESG kan financieel renderen...

We concluderen dat de wetenschappelijke literatuur laat zien dat verantwoord beleggen het financieel resultaat niet alleen geen kwaad hoeft te doen, maar dat het gebruik van ESG-factoren kansen biedt om nog niet in de prijs verwerkte informatie te benutten.

Portefeuilles met bedrijven met een hoge ESG-score hebben het op verschillende manieren en in verschillende regio's beter gedaan dan de rest van de markt. Het negeren van ESG-factoren leidt dan ook tot een onvolledige beoordeling van de risico's en kansen van beleggingen. Nu en in de toekomst, als de economie steeds verder zal moeten verduurzamen, is het meewegen van ESG in het beleggingsbeleid daarmee onontbeerlijk. De integratie van ESG in het beleggingsbeleid kan plaatsvinden door middel van zowel actieve als passieve beleggingsstrategieën.

Aanzienlijke milieuwinsten, als de meer dan halvering van de ecologische voetafdruk van de portefeuille, is mogelijk met een minimale verhoging van de tracking error. Het is echter geen zekerheid dat beleggers betere financiële resultaten behalen door de integratie van ESG in hun beleggingsbeleid. Als meer beleggers leren ESG informatie te benutten kunnen deze al worden ingeprijsd. Maar ook waar dat niet het geval is, dan nog hoeft het toepassen van ESG, vanwege het inherent onvoorspelbare karakter van de markt, niet noodzakelijkerwijze het verwachte positieve resultaat op te leveren.

... actieve aanpak en innovatieve samenwerking nodig om dit te realiseren.

Om de financiële vruchten te blijven plukken van verantwoord beleggen is daarom voortdurende monitoring en aanpassing van het beleggingsbeleid noodzakelijk. Een strategie die de kans dat het effect al is ingeprijsd minimaliseert is die van actief en betrokken aandeelhouderschap. Daarbij is samenwerking tussen pensioenfondsen nodig om dit zo effectief en efficiënt mogelijk te doen.

Zowel ESG-integratie als actief aandeelhouderschap zijn beide mogelijk met een actieve of juist meer passieve beleggingsstrategie, met een geconcentreerde of juist een zeer gespreide portefeuille. In dat laatste geval plukken pensioenfondsen ook indirect de vruchten van betere milieuprestaties van hun bedrijven. Daarmee nemen namelijk ook de nadelige gevolgen voor anderen, waaronder andere bedrijven, af.

Effectief en efficiënt inspelen op de kansen die ESG biedt vereist van pensioenfondsen een heldere strategie. Alleen dan kan consistent worden ingespeeld op nieuwe ontwikkelingen. Een transparante verslaglegging over de acties maakt het mogelijk te leren.

Literatuur

—
**Bebchuk, L.A.,
A. Cohen en
C. C. Y. Wang (2013)**

*Learning and the
disappearing association
between governance
and returns.*

Journal of Financial
Economics,
108, 323 – 348.

—
**Bauer, R. en D. Hann
(2010)**

*Corporate environment
management and credit
risk.*

ECCE working paper.

—
**Bauer, R., F. Moers
en M. Viehs (2015)**

*Who withdraws
shareholder proposals
and does it matter?
An analysis of sponsor
identity and pay
practices.*

Corporate Governance:
An International
Review,
23(6), 472 – 488.

—
CFA (2015)

*Environmental, social
and governance issues
in investing: A guide
for Investment
professionals.*

CFA report.

—
**Darnall, N.,
I. Henriques en
P. Sadorsky (2008)**

*Do environmental
management systems
improve business
performance in an
international setting?*

Journal of
International
Management,
14, 364 – 376.

—
**De Nederlandsche
Bank (2016)**

*Duurzaam beleggen in
de Nederlandse
pensioensector.*

—
**Derwall, J.,
N. Guenster, R. Bauer,
en K. Koedijk (2005)**

*The Eco-Efficiency
Premium Puzzle.*

Financial Analysts
Journal,
61(2), 51 – 62.

—
**Dimson, E., O. Karakaş
en X. Li (2015)**

Active ownership.

Review of Financial
Studies,
28(12), 3225 – 3268.

—
ECCE (2016)

*The materiality of ESG
factors for equity
investment decisions:
academic evidence.*

NN Investment
Partners en ECCE
report, 2016.

—
**Eccles, R. G.,
I. Ioannou en
G. Serafeim (2014)**

*The impact of corporate
sustainability on
organizational processes
and performance.*

Management Science,
60(11), 2835 – 2857.

—
Edmans, A. (2011)
Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices.
 Journal of Financial Economics,
 101(3), 621 – 640.

—
Edmans, A., L.Li en C. Zhang (2014)
Employee satisfaction, labour market flexibility, and stock returns around the world.
 ECGI working paper.

—
Eichholtz, P., N. Kok en J.M. Quigley (2010)
Doing well by doing good? Green office buildings.
 American Economic Review,
 100(5), 2492 – 2509.

—
Gompers, P., J. Ishii en A. Metrick (2003)
Corporate governance and equity prices.
 Quarterly Journal of Economics,
 118 (1), 107 – 155.

—
Hong, H., F. W. Li en J. Xu (2016)
Climate risks and market efficiency.
 NBER working paper No. 22890.

—
Hong, H. en M. Kacperczyk (2009)
The price of sin: The effects of social norms on markets.
 Journal of Financial Economics,
 93(1), 15 – 36.

—
Khan, M., G. Serafeim en A. Yoon (2015)
Corporate sustainability: First evidence on materiality.
 The Accounting Review,
 91(6), 1696 – 1724.

—
Natural Capital Declaration (2015)
Integrating water stress into corporate bond credit analysis: Benchmarking companies in three sectors.
 NCD report.

—
Nofsinger, J. en A. Varma (2014)
Socially responsible funds and market crises.
 Journal of Banking & Finance,
 48, 180 – 193.

—
Schramade, W. (2016)
Bridging sustainability and finance: The value driver adjustment approach.
 Journal of Applied Corporate Finance,
 28(2), 17 – 28.

—
PRI (2013)
Sovereign bonds: Spotlight on ESG risks.
 PRI report.

—
UNEP FI (2015)
A new angle on sovereign credit risk, ERISC: Environmental risk integration in sovereign credit analysis.
 UNEP FI report.

—
Van Tilburg, R., M. Demmers en J. Remmers (2016)
Samer sterker en sneller: Agenda maatschappelijk verantwoord beleggen pensioenfondsen.
 Sustainable Finance Lab – De Groene Zaak report.

—
Zhang, L. (2017)
The financial return of responsible investing.
 SPIL report.

Colofon

SPIL

Het Sustainable Pension Investments Lab (SPIL) bestaat uit een tiental bestuurders en experts op het terrein van pensioenen en beleggingen die veel waarde hechten aan duurzaamheid. Op persoonlijke titel ontwikkelen zij ideeën voor een verdere verduurzaming van de belegging van de Nederlandse pensioengelden en gaan hierover in gesprek met de sector en betrokkenen.

Kennispapers

Op voor Nederlandse pensioenfondsbestuurders relevante onderwerpen brengt SPIL een serie bondige praktijkgerichte kennispapers uit. Dit eerste kennispaper is gebaseerd op een literatuurstudie van Lu Zhang (Universiteit Utrecht en Sustainable Finance Lab) en input van de SPIL-leden.

Zowel deze paper als het achterliggende Engelstalige rapport zijn te downloaden van www.spilplatform.com/publicaties.

SPIL kennispapers zijn opgesteld met bijdragen van de SPIL-leden. Dat betekent echter niet dat alle SPIL-leden noodzakelijkerwijze alles onderschrijven wat in de papers staat.

SPIL

SUSTAINABLE PENSION
INVESTMENTS LAB