

Good governance en dubbele materialiteit

Door Katharina Schwaiger, Cherry Muijsson en Ita Demyttenaere

Recentelijk is er binnen de pensioensector debat over de vraag hoe de integratie van duurzame factoren in het beleggingsproces binnen de fiduciaire plicht past. Pensioenfondsen willen op een verantwoorde manier zorgen voor een goed pensioen voor hun deelnemers, maar hoe weeg je alle duurzame factoren, en staan ze op gespannen voet met elkaar? En welke waarde voegen good governance-indicatoren toe?

De uitdaging ligt bij het realiseren van ESG-integratie met minimale impact op financieel resultaat. Men richt zich daarbij vaak op strategieën zoals uitsluiting, actief aandeelhouderschap of impactbeleggen, maar deze zijn niet zonder nadelen. Een beperking van het beleggingsuniversum kan ongewenst tracking error creëren en succesvol aandeelhouderschap is slecht te kwantificeren.

Meer recentelijk zijn inclusie-strategieën in opkomst, waarbij de aandelenselectie wordt uitgevoerd met integratie van duurzaamheids- en governance-overwegingen. In dit artikel bespreken we de voordelen van een dergelijke strategie en de natuurlijke fit die deze strategie kan hebben binnen de fiduciaire plicht. Ook onderzoeken we een aantal

relevante indicatoren op hun toegevoegde waarde, zowel financieel als maatschappelijk ('dubbele materialiteit'). Daarbij is het cruciaal om goede eigenschappen van bedrijven binnen de beleggingsportefeuille te kunnen herkennen. Good governance is een fundament voor elke succesvolle strategie van een bedrijf¹, en ook een van de cruciale bouwstenen voor het definiëren van een duurzame belegging binnen de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). Ons onderzoek toont aan dat good governance-indicatoren waarde kunnen toevoegen binnen een inclusiebeleid in de beleggingsstrategie.

Drijfveren voor insluiting en uitsluiting

De afweging tussen insluiting en uitsluiting binnen het pensioenfondsbeleid draait om het vinden van een balans tussen maatschappelijke waarden en financieel rendement. Insluiting houdt in dat er actief wordt gekozen voor ondernemingen die goed presteren op duurzaamheids- of maatschappelijke criteria, met als doel het combineren van positieve impact en solide financiële prestaties. Hierbij is de selectie van de juiste duurzaamheids- en maatschappelijke factoren cruciaal. Er zijn materiële factoren die historisch gezien ook een positief effect hebben gehad op de financiële resultaten. De studie van Khan, Serafeim en Yoon (2016) toont bijvoorbeeld aan dat bedrijven die goed scoren op materieel relevante ESG-thema's, gemiddeld hogere langetermijnrendementen behalen.²

Uitsluiting betekent dat specifieke bedrijven, sectoren of landen worden geweerd uit de portefeuille, bijvoorbeeld vanwege

betrokkenheid bij fossiele brandstoffen, wapenproductie of mensenrechtenschendingen. Deze strategie weerspiegelt vaak morele of wettelijke grenzen.³ Dit kan echter leiden tot een hogere tracking error en het mislopen van snelgroeiende sectoren: het zogenaamde FOMO-risico.⁴ Tegelijkertijd neemt het reputatierisico af, zeker wanneer posities en/of bedrijven uitgesloten worden die een rol spelen bij milieuvervuiling, mensenrechtenschendingen of fraude. De groeiende wet- en regelgeving, zoals SFDR, dwingt pensioenfondsen bovendien tot meer transparantie en verantwoording over ESG-integratie.

Beide gevallen vragen om strategische keuzes, onderbouwd door data en dialoog. Pensioenfondsen worden gevraagd die afwegingen helder te maken richting deelnemers, toezichhouders en andere stakeholders, met oog voor zowel financiële als maatschappelijke impact op de lange termijn.

FIGUUR 1: INDICATOREN MET EEN STERKE LINK NAAR GOOD GOVERNANCE

Naam indicator	Definitie	Good governance-link	Information Ratio
Lange termijn beloning	Beoordeelt hoe het bestuur op lange termijn wordt beloofd en of dit aansluit bij aandeelhoudersbelangen.	Een focus op lange termijn beloningen stimuleert investeringen op de lange termijn.	0.45
Cyberveiligheid	Beoordeelt hoe een bedrijf cyber-risico's beheert en transparant is over incidenten.	Cyberincidenten wijzen vaak op governance-falen.	0.32
OHSA (Occupational Safety and Health Administration)	Onderzoekt bedrijven die recent door de arbeidsinspectie zijn beoordeeld.	Naleving beperkt risico's, beheerst kosten en versterkt vertrouwen.	0.10
Taalcomplexiteit	Analyseert de complexiteit van kwartaalgesprektranscripties om governanceproblemen te signaleren.	Hoge complexiteit hangt vaak samen met lagere governance-scores.	0.78
Taaldiscrepantie	Vergelijkt verschillen tussen het managementgedeelte en Q&A in kwartaalgesprekken.	Consistentie versterkt geloofwaardigheid en vertrouwen.	0.61
Stewardship alignment	Onderzoekt afstemming tussen stewardshipnotities en prioriteiten in kwartaalgesprekken.	Minder openheid tijdens gesprekken wijst op lagere ontvankelijkheid voor aandeelhouderszorgen.	0.26

Bron: BlackRock

Hoe good governance waarde kan toevoegen

Good governance verwijst naar de kwaliteit van het bestuur en toezicht, en naar de interne controle binnen een organisatie. Omdat het niet direct op de balans zichtbaar is, vormt het een cruciale niet-financiële waardecomponent. Goed bestuur beïnvloedt de besluitvorming, het risico-beheer en de langetermijnstrategie van een onderneming. Het draagt bij aan transparantie, de verantwoordingsplicht en een gezonde bedrijfscultuur – elementen die beleggers vertrouwen geven. Ondernemingen met een zwak bestuur lopen een grotere kans op schandalen, wanbeleid of strategische misstappen.⁵ Denk aan perverse beloningsstructuren, gebrekkige cybersecurity of onduidelijke communicatie naar stakeholders.

In het kader van dubbele materialiteit is good governance dus tweedig: enerzijds beïnvloedt het financiële prestaties, anderzijds bepaalt het in hoeverre een onderneming negatieve of positieve impact heeft op mens en maatschappij. Het structureel opnemen van governance-indicatoren in beleggingsanalyses stelt beleggers in staat om weloverwogen keuzes te maken die beide ondersteunen. Ons onderzoek richt zich

daarom op indicatoren met een sterke link naar good governance (Figuur 1). We kijken telkens naar de MSCI World (behalve voor OSHA, waar we alleen Amerikaanse aandelen beschouwen) gedurende de periode tussen 2010 en 2025, en gebruiken (duurzaamheids) jaarverslagen, beleidsdocumenten, websitedata, taalsignalen, machine learning en earnings transcripts.

De opgestelde indicatoren worden getest in een regressieaamwerk om hun (statistische) relevantie en kracht als signaal binnen een inclusiestrategie te evalueren. Hierbij worden portefeuilles opgesteld met een inclusiestrategie waarbij de betreffende indicator gebruikt wordt voor tilts versus de benchmark. Zo kan de impact van een dergelijke strategie op cumulatief rendement en de gemiddelde verbetering van de betreffende indicatorscore worden gemeten.

De analyse toont aan dat strategieën met good governance-indicatoren verbetering laten zien op zowel financieel als governancegebied. Hogere taalcomplexiteit in earnings calls hangt bijvoorbeeld samen met een lagere toekomstige winstgevendheid, terwijl eenvoudigere taal een positievere vooruitblik signaleert. Het model

behaalt een Information Ratio (IR) van circa 1,22 voor de Russell 3000 en 0,8 voor de MSCI World. Daarnaast correleert een lagere complexiteit met betere governance-indicatoren, zoals hogere MSCI Governance Controversy Scores (0,10 verbetering versus de benchmark) en betere Audit Tax Risk Management-scores, wat wijst op een gunstiger duurzaamheidsprofiel. De indicatoren hebben mogelijk dubbele materialiteit die interessant kan zijn voor inclusiestrategieën. ■



Katharina Schwaiger

PhD, Managing Director en Deputy CIO, BlackRock



Cherry Muijsson

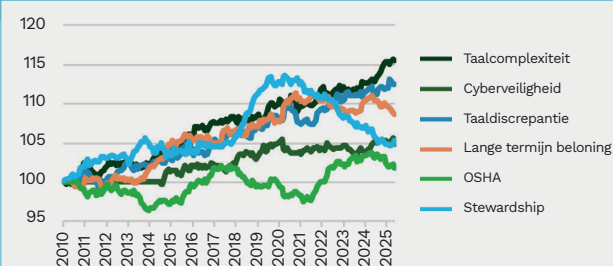
PhD, Chief Investment Officer, Fiduciair team voor pensioenfondsen in Engeland, Nederland, en de Nordics, BlackRock



Ita Demyttenaere

Director Sustainable and Transition Solutions, BlackRock Nederland

FIGUUR 2: CUMULATIEVE OVERRENDEREMEN TEN VERSUS DE BENCHMARK



Bron: BlackRock

- <https://ir.blackrock.com/governance/governance-overview/default.aspx> of Aguilera, R.V. (2023), "Corporate Governance in Strategic Management," Oxford Academic. <https://academic.oup.com/book/39240/chapter/338768105>
- Khan M, Serafeim G, Yoon A. Corporate sustainability: First evidence on materiality. *Accounting Rev.* 2016;91(6):1697-1724. doi:10.2308/accr-51383. Echter, andere studies wijzen op mogelijke gebrekkige financiële prestaties op de kortere termijn. Raghunandan en Rajgopal (2022) constateren dat ESG-fondsen in perioden van marktdruk gemiddeld slechter presteren dan traditionele fondsen. Dit wordt deels verklaard door sectorbias (bijvoorbeeld onderweging van energie of defensie) en hogere waarderings van ESG-aandelen, wat ze kwetsbaarder maakt bij correcties.
- Uitsluiting kan ook worden gedreven door financiële materialiteit, bijvoorbeeld wanneer een belegger er van overtuigd is dat een gehele sector (bijvoorbeeld olie en gas) op de lange termijn een onaantrekkelijk risico-rendementsprofiel biedt.
- "FOMO in equity markets? Concentration risk in sustainable investing", June 2025, Andreas Brogger, Joren Koeter and Mathijs van Dijk, Rotterdam School of Management, Erasmus University
- Emerald Insight (2024), "Corporate Governance and ESG Controversies: A Quantile Regression Approach

Past performance is not a reliable indicator of current or future results and should not be the sole factor of consideration when selecting a product or strategy. Capital at risk. The value of investments and the income from them can fall as well as rise and is not guaranteed. You may not get back the amount originally invested. Changes in the rates of exchange between currencies may cause the value of investments to diminish or increase. Fluctuation may be particularly marked in the case of a higher volatility fund and the value of an investment may fall suddenly and substantially. Levels and basis of taxation may change from time to time. This document is for information purposes only and does not constitute an offer or invitation to anyone to invest in any BlackRock funds and has not been prepared in connection with any such offer.

Risicowaarschuwingen

Beleggingsrisico. De waarde van beleggingen en de opgebrachte inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen. Het is mogelijk dat beleggers hun oorspronkelijke inleg niet terugontvangen. Dit is een marketinguiting.

Dit materiaal is alleen bestemd voor professionele beleggers (volgens de definitie van de AFM en de MiFID-richtlijn). Andere personen dienen niet op de hier geboden informatie te vertrouwen. Uitgegeven door BlackRock (Netherlands) B.V., dat een vergunning heeft verkregen en onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM). Officiële zetel: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, tel: 020 – 549 5200 / +31 20 549 5200. Ingeschreven in het handelsregister onder nr. 17068311. Om u te beschermen worden telefoon gesprekken doorgaans opgenomen.

© 2025 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden.

MKTGH0925E/S-4792336

IN HET KORT

Een inclusiestrategie kan een beleggingsbeleid verrijken.

Uitsluiting verlaagt reputatierisico, maar kan rendement en spreiding beperken.

Insluiting selecteert ondernemingen met sterke ESG-prestaties, historisch gelinkt aan hogere langetermijnrendementen.

Onderzoek toont aan dat Good Governance-indicatoren waarde toevoegen op zowel financieel als maatschappelijk gebied en zowel qua financieel resultaat als maatschappelijke impact.