

Duurzaam beleggen en beleggingsstrategieën

Het aantal duurzame beleggingen in Europa neemt aanzienlijk toe. Deze toename is het gevolg van de noodzaak van risicobeheersing, nieuwe regelgeving en *peer-pressure*. De effecten op de portefeuille zijn echter beperkt en beleggingsresultaten van de meeste duurzame beleggingen wijken niet significant af van conventionele beleggingen.

BERT SCHOLTENS

Hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen en aan de Universiteit van Saint Andrews

De helft van alle beleggingen in Europa wordt als duurzaam aangemerkt (Eurosif, 2012). Duurzaam beleggen is het op enigerlei wijze rekening houden met milieu, sociale, ethische en governance-aspecten bij het beleggingsproces. Dat is een erg ruime omschrijving, gebaseerd op een veelheid van definities. Vanuit het neoklassieke financieringsperspectief is duurzaam beleggen in feite het beperken van het beleggingsuniversum. Dat zal diversificatiekosten met zich meebrengen omdat de belegger niet meer de relatie tussen rendement en risico kan optimaliseren. Vanuit dit perspectief levert een belegger dus rendement in of loopt hij meer risico bij duurzaam beleggen. Het is daarom opmerkelijk dat de meeste empirische studies naar de invloed van duurzaam beleggen constateren dat er geen significant verschil is tussen de beleggingsresultaten van duurzaam beheerde beleggingsportefeuilles en niet-gerecentreerde portefeuilles (Bauer *et al.*, 2005; Galema *et al.*, 2008; Renneboog *et al.*, 2008). Sommigen vinden zelfs dat duurzaam beleggen hogere rendementen genereert (Dimson *et al.*, 2012), terwijl anderen erop wijzen dat beleggen in *sin stocks*, zoals bedrijven met tabak, alcohol en gokken, juist hogere rendementen oplevert (Hong en Kacperczyk, 2009). Niet-duurzaam ondernemen leidt in ieder geval tot hogere kosten voor het aantrekken van vermogen, omdat het voor dit soort bedrijven extra moeilijk is om financiers te vinden (Heinkel *et al.*, 2001).

Een eerste verklaring voor de misschien onverwachte niet-significante invloed van duurzaam beleggen op aandelenrentabiliteiten is erin gelegen dat de prijsvormingsmo-

dellen wellicht onvolledig zijn. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat duurzaamheid een nog onbekende variabele is die anders reageert op de traditionele risicofactoren uit de Arbitrage Pricing Theory, zoals grootte en beleggingsstijl (Aupperle *et al.*, 1985). Een tweede verklaring is dat duurzaam beleggen een relatief nieuw verschijnsel is en dat de verwachtingen van beleggers zich moeten aanpassen. De markt is dan tijdelijk inefficiënt en specialisten in duurzaam beleggen kunnen dit exploiteren (Boutin-Dufresne en Savaria, 2004). Een derde verklaring is dat de nutsfunctie complexer is dan in de neoklassieke theorie verondersteld wordt. Vooral de risicoafkeer is een belangrijk aspect waardoor de aandacht voor milieu- en sociale risico's gewaardeerd wordt (Sharfman en Fernando, 2008). Daarnaast speelt een rol dat niet-financiële waarden deel uitmaken van de nutsfunctie, zoals altruïsme en gevoeligheid voor sociaal prestige, die leiden tot waardering voor duurzaamheid (Bénabou en Tirole, 2010).

STRATEGIEËN

Er zijn verschillende manieren om duurzaam te beleggen. Eurosif (2012) onderscheidt er zeven die deels overlappen en die elkaar niet hoeven uit te sluiten (kader 1).

Figuur 1 toont de omvang van de verschillende onderdelen van de 'markt' voor duurzaam beleggen. Duidelijk is dat de meest gebezigde strategie die van de uitsluiting is; in 2011 betrof dit activa ten bedrage van 3829 miljard euro. Dit houdt volgens Eurosif (2012) in dat ongeveer de helft van alle beleggingen in Europa onderworpen is aan beleid waar bepaalde bedrijven of activiteiten uitgesloten worden. Dit betreft vooral de navolging door beleggers van de Internationale Conventie over clusterunitie en antipersoonsmijnen. Overigens is het problematisch hoe het bedrag van 3829 miljard euro bepaald wordt. Eurosif stelt het vast op grond van de omvang van de portefeuilles die gescreend worden aan de hand van de uitsluitingscriteria. Over de daadwerkelijk uitgesloten beleggingen wordt geen informatie verschaft.

De op een na omvangrijkste strategie is integratie. Volgens Eurosif wordt hier gemeten wat de omvang van de portefeuilles is waarbij de beleggers duurzaamheidsaspecten op enigerlei wijze in beschouwing nemen. Het bedrag bij genormeerd beleggen betreft ook activa die gescreend zijn aan de hand van de normen die de belegger hanteert. Het bedrag bij engagement is bepaald door te meten wat de omvang van de

Zeven manieren om duurzaam te beleggen

KADER 1

1. Thematisch beleggen: hierbij wordt belegd in specifieke thema's als schone technologie, duurzame energie of biologische landbouw.
2. *Best-in-class*-beleggen: hierbij selecteert de belegger een percentage van de bedrijven dat in een bepaalde bedrijfstak het beste presteert op het gebied van duurzaamheid.
3. Genormeerd beleggen: hierbij wordt belegd aan de hand van internationale normen op het gebied van milieubeleid, sociaal beleid, ethiek en governance zoals die zijn ontwikkeld door de OESO of (organisaties van) de VN.
4. Uitsluiting: hierbij worden bepaalde activiteiten of beleggingscategorieën uitgezonderd. Het kan gaan om bedrijven, sectoren of landen.
5. Integratie: hierbij integreren de beleggers risico's en mogelijkheden ten aanzien van milieu, sociale aspecten, ethiek en/of governance in hun financiële analyse en beleggingsbeslissingen.
6. Engagement en stemmen: dit betreft overleg met bedrijven en stemgedrag op de algemene vergadering van aandeelhouders.
7. Impact-beleggen: hierbij wordt belegd in bedrijven en organisaties die expliciet ook als doel hebben om sociale en milieuprestaties te leveren naast de gebruikelijke economische waarden, bijvoorbeeld microfinanciering.

activa is waarbij de belegger in contact treedt met de schuldenaar, zowel in het openbaar op aandeelhoudersvergaderingen als informeel. Voor de drie andere strategieën gaat het om bedragen die daadwerkelijk gericht zijn op impact-beleggen, beleggen in duurzaamheidsthema's en beleggen in de best presterende bedrijven op het gebied van duurzaamheid.

Omdat de verschillende categorieën elkaar niet uitsluiten en er dubbelstellingen kunnen voorkomen, zijn de data over de verschillende beleggingsstrategieën problematisch. De vraag is of uitsluiting, normen, engagement en integratie wel goed gemeten kunnen worden aan de hand van de activa waarop deze strategieën toegepast worden. Vooral bij uitsluiting is dit dubieus, want hoe kun je meten wat er niet is? In ieder geval is sommatie van de strategieën niet mogelijk. Tot voor kort deed Eurosif dat wel, maar in het meest recente rapport geeft het toe dat dubbelstellingen het beeld sterk vertroebelen.

In vergelijking met 2009 zijn uitsluitingen, genormeerde beleggingen, *best-in-class*- en thematisch beleggen elk met meer dan 35 procent op jaarbasis gestegen. De groei van de andere strategieën was beperkt tot 10 procent. Aan het begin van de 21e eeuw was de omvang van het duurzaam beleggen naar schatting slechts zo'n 300 miljard euro. Vermeldenswaardig is verder dat het merendeel van de duurzame beleggingen geschiedt door institutionele beleggers, die nemen ruim 90 procent hiervan voor hun rekening. Binnen Europa bestaan

overigens grote verschillen. In Italië, Zwitserland en Duitsland bijvoorbeeld vormen de duurzame beleggingen van particulieren meer dan de helft van het totaal.

Duurzaam beleggen heeft betrekking op alle componenten van de beleggingsportefeuille. Wat betreft de allocatie van de beleggingen wordt meer dan de helft gevormd door belegging in obligaties. Duurzame aandelenbeleggingen vormen een derde van het totaal. Voor het overige kunnen vooral vastgoedbeleggingen genoemd worden (Eichholz *et al.*, 2010).

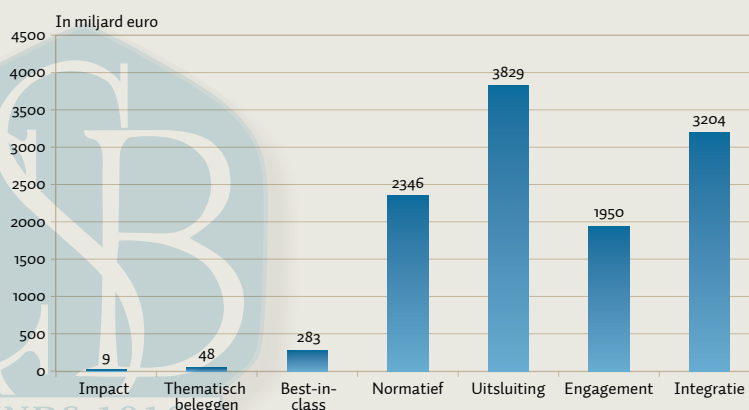
Europa lijkt inmiddels de leiding genomen te hebben waar het gaat om duurzaam beleggen. Figuur 2 toont de verdeling van de duurzame beleggingen van beleggers in de wereld volgens de Global Sustainable Investment Alliance (GSIA, 2013). Bijna twee derde van de duurzame beleggingen is in handen van Europese instellingen en ruim een kwart in die van instellingen uit de Verenigde Staten. In relatie tot de totale beleggingen in de verschillende regio's schat de GSIA dat in Europa circa de helft duurzaam belegd wordt, in Afrika een derde van het totaal, in Canada, Australië en Nieuw-Zeeland een vijfde, in de Verenigde Staten ruim tien procent en in Azië minder dan drie procent. Vooral Aziatische instellingen lopen wat dit betreft dus achter. Omdat de GSIA zich op vrijwel dezelfde bronnen baseert als Eurosif, geldt wederom de kritiek op de berekening van duurzaam beleggen.

EFFECTEN

De beleggingsresultaten lijken door duurzame beleggingsstrategieën niet systematisch af te wijken van conventionele manieren van belegging (Renneboog *et al.*, 2008). Wel lijkt de toename van het uitsluiten van bepaalde typen bedrijvigheid te leiden tot significant hogere vermogenskosten voor de bedrijven en sectoren die uitgesloten worden (Hong en Kacperczyk, 2009). Dit is in overeenstemming met de hypothese van Heinkel *et al.* (2001) over de beschikbaarstelling van kapitaal. Vooral het beheersen van risico's en het voorkomen van reputatieschade lijken voor financiële instellingen drijfveren om duurzaam te beleggen.

Omvang van de verschillende duurzame-beleggingsstrategieën in Europa, 2011

FIGUUR 1

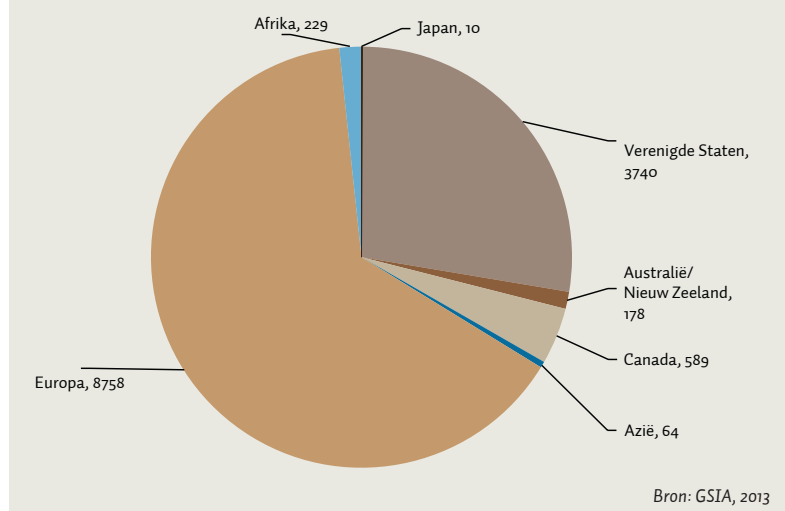


Bron: Eurosif, 2012

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Geografische verdeling van duurzaam beleggen in miljarden euro's, 2011

FIGUUR 2



De effecten van duurzaam beleggen op de reële economie zijn vooralsnog beperkt. Weliswaar hebben de beleggingen van institutionele beleggers reële effecten, maar het lijkt niet dat duurzaam beleggen van doorslaggevende invloed is op de allocatie en timing van beleggingen, en daarmee leiden tot een substantiële wijziging van de relatie tussen beleggingen en groei of verdeling. De relatieve omvang van de duurzame beleggingen van particulieren lijkt ook nog te gering om significante macro-economische effecten teweeg te brengen. Maar op het niveau van individuele projecten of bedrijven kan duurzaam beleggen uiteraard zeker van invloed zijn; een pensioenfonds kan bijvoorbeeld een keuze maken tussen het financieren van een windmolenproject of een kolencentrale. Duurzame beleggingen richten zich op een langere tijdshorizon en zijn meer gericht op *buy-and-hold* dan op conventioneel beleggen. Helaas is het datamateriaal ontoereikend om dit te kunnen testen.

Het wekt verbazing dat ten aanzien van duurzaam beleggen rapportages over de duurzaamheidsprestaties tot nu toe ontbreken. Het lijkt erop alsof het hanteren van selectiecriteria als afdoende beschouwd wordt en op zichzelf als resultaat aangemerkt wordt. Maar of de wereld er echt groener en socialer door wordt, is niet bekend. Slechts enkele retailfondsen, zoals die van ASN, rapporteren de relatieve CO₂-prestaties. Sommige onroerendgoedbeleggingen betrekken expliciet de verandering op het gebied van energie efficiency in de prestatiemeting (Eichholz *et al.*, 2010). Maar bij het merendeel van de duurzame beleggingen is het volstrekt onbekend wat het effect is op duurzaamheid.

CONCLUSIE

Duurzaam beleggen is het afgelopen decennium sterk in de belangstelling komen te staan. Vooral institutionele beleggers hanteren een of meerdere duurzame-beleggingsstrategieën. Dat lijkt ingegeven te worden door de noodzaak van risico-

beheersing. Regelgeving, zoals het verbod in Nederland op de financiering van clusterunitie, en *peer-pressure*, zoals via de VN Principles for Responsible Investment, spelen eveneens een rol. De effecten op de portefeuille zijn beperkt en beleggingsresultaten van de meeste duurzame beleggingen wijken niet significant af van die van conventionele beleggingen. Het merendeel van het duurzaam beleggen geschiedt door institutionele beleggers.

Een belangrijke tekortkoming van het duurzaam beleggen is de zeer gebrekkige verantwoording en het ontbreken van betrouwbare gegevens. Dit bemoeilijkt de analyse van dit fenomeen en staat heldere communicatie met de uiteindelijke belegger, zoals deelnemers in een pensioenfonds, in de weg. Op zijn beurt kan dit een belemmering vormen voor de verdere ontwikkeling van het duurzaam beleggen. Voor die verdere ontwikkeling lijkt een systematische en adequate rapportage daarom van groot belang.

LITERATUUR

- Aupperle, K.E., A.B. Carroll en J.D. Hatfield (1985) An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, 28(2), 446–463.
- Bauer, R., K. Koedijk en R. Otten (2005) International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking and Finance*, 29(7), 1751–1767.
- Bénabou, R. en J. Tirole (2010) Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1–19.
- Boutin-Dufresne, F. en P. Savaria (2004) Corporate social responsibility and financial risk. *Journal of Investing*, 13(1), 57–66.
- Dimson, E., O. Karakas en X. Li (2012) *Active Ownership*. Werkdocument op ssrn.com.
- Eichholz, P., N. Kok en J.P. Quigley (2010) Doing well by doing good? Green office buildings. *American Economic Review*, 100(5), 2494–2511.
- Eurosif (2012) *European SRI Study 2012*. Brussel: Eurosif.
- Galema, R., A. Plantinga en B. Scholtens (2008) The stocks at stake: return and risk in socially responsible investments. *Journal of Banking and Finance*, 31(12), 2646–2654.
- GSIA (2013) *2012 Global Sustainable Investment Review*. Brussel: Global Sustainable Investment Alliance.
- Heinkel, R., A. Kraus en J. Zechner (2001) The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), 431–449.
- Hong, H. en M. Kacperczyk (2009) The price of sin: the effect of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15–36.
- Renneboog, L., J. ter Horst en C. Zhang (2008) Socially responsible investments: institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1723–1742.
- Sharfman, M.P. en C.S. Fernando (2008) Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569–592.