

Rendement en risico van sociale beleggingen

A. Soppe en J. Ysebaert*

Sociale-beleggingsfondsen letten niet alleen op het rendement, maar stellen ook voorwaarden aan het gedrag van een bedrijf als het gaat om ethiek of milieubeleid. Moet een sociale belegger nu met een lager rendement genoeg nemen? Uit een onderzoek naar het rendement en risico van 'normale' en sociale beleggingsfondsen in drie Europese landen en de VS blijkt dat het rendement van de sociale fondsen niet significant lager is, maar dat dit wel behaald wordt bij een hoger risico.

De zorg voor het milieu binnen de samenleving en de economie groeit gestaag. Eén van de gevolgen daarvan is, dat sommige beleggers er zeker van willen zijn dat hun geld niet wordt gebruikt voor milieuvervuilende activiteiten. Deze beleggers kunnen terecht bij een sociaal beleggingsfonds. Veelvuldig wordt ervan uitgegegaan, dat de sociale en/of milieutechnische randvoorwaarden het verwachte financiële rendement drukken. In dit artikel staat de vraag centraal, of dat werkelijk zo is.

Er zijn zowel beursgenoteerde als niet genoteerde sociale-beleggingsinstellingen, en daarnaast zijn er vele vormen van onderhandse leningen die uit sociale motieven worden verstrekt. Wij beperken ons tot de beursgenoteerde fondsen. Er zijn 31 sociale beleggingsfondsen uit Nederland, Duitsland, Engeland en de Verenigde Staten onderzocht, voor de periode januari 1990 tot juni 1995.

Het artikel begint met een afbakening van de gehanteerde begrippen en een historische schets van de groei van de sociale beleggingsfondsen in het buitenland. Vervolgens komen de motieven ter sprake voor het sociaal beleggen. Daarna volgt het eigenlijke onderzoek: een vergelijking van rendement en risico van de sociale beleggingsfondsen in de Verenigde Staten en Europa met 'normale' fondsen.

Wat is sociaal beleggen?

Sociale beleggingen is een verzamelnaam voor allerlei vormen van beleggingen, die naast de reguliere risico-rendementscriteria eveneens niet-financiële aspecten beschouwen bij de keuze van het beleggingsobject. Er kunnen een drietal vormen van sociale beleggingen worden onderscheiden¹. Dit zijn achtereenvolgens de ethische beleggingsfondsen, de groene beleggingsfondsen en de milieusector beleggingen;

- de ethische beleggingsfondsen (ethical investments) zijn de oudste van de drie en baseren hun beleggingsbeleid op ethische grondslag. Er is een

verschil tussen de ontwikkelingsbenadering en de positieve benadering. Bij de ontwikkelingsbenadering worden bedrijven uitgesloten uit ethische overwegingen, bij voorbeeld omdat ze contacten hebben met de wapenindustrie, met landen met ondemocratische regimes, of bemoeienis met dierproeven. In de positieve benadering wordt meer gekeken naar opvallende positieve zaken zoals openlijk milieubeleid, schenkingen aan charitatieve instellingen, aantal vrouwen op de hogere functies enz.;

- de groene beleggingsfondsen (green Investments) benadrukken vooral de gevolgen van het productieproces voor de kwaliteit van lucht, water en grond. Deze fondsen hebben een kortere historie dan de ethische fondsen, maar ze mogen zich verheugen in een snel groeiende populariteit. Een ernstige belemmering is de onvolledige informatie over de milieu-inspanningen en resultaten;
- van milieusector-beleggingen (environmental investing) is sprake indien de beleggingsfondsen bedrijven opnemen die zich voornamelijk richten op dienstverlening in de milieumarkt. Deze bedrijven zijn indirect betrokken bij de milieubescherming. Hieronder vallen specialisten op het gebied van milieu-zorgsystemen, zoals water- en luchtzuiveringsbedrijven en afvalverwijderaars (bij voorbeeld asbest). De mogelijkheid is aanwezig dat sociale beleggers niet in milieusector bedrijven beleggen, omdat deze bedrijven zelf te lage milieu- c.q. ethische standaarden hanteren.

In deze bijdrage worden de ethische-, groene- en milieusectorbeleggingen gezamenlijk beschouwd als sociale beleggingsfondsen.

* De auteurs zijn werkzaam bij resp. de vakgroep Financiering en Belegging van de Economische faculteit van de EUR en BSO/Origin. Met dank aan Jan van der Meulen voor waardevol commentaar op een eerdere versie.

1. Merlin Research Institute, *Survey of Continental European Ethical and Environmental Funds*, London, 1993.

Korte historie

In de jaren zestig werd sociale invloed op beleggingen voor het eerst zichtbaar bij grote organisaties in de Verenigde Staten. De Ford Foundation bij voorbeeld, een charitatieve organisatie die wordt gesteund door kerken en universitaire gezaghebbers, kondigde begin jaren zestig aan dat sociale beleggingen een onderdeel zou gaan uitmaken van haar filantropische programma². Dat vernieuwde sociale denken was voor de kerken niet nieuw; rond de laatste eeuwwisseling hadden de kerken al het idee opgevat om afstand te nemen van bedrijven die verwant waren met de productie van tabak en alcoholische dranken. Ook rond de drooglegging in Amerika keerden vooral de kerken zich tegen de productie van alcohol houdende dranken. Momenteel zijn nog steeds veel kerken betrokken bij ethische beleggingen en sociale projecten. Hedentendage is er in de VS een groot scala aan sociale fondsen, waarbij gerecommendeerde financiële instellingen een aparte portefeuille hebben ingericht op basis van ethische motieven, milieu-overwegingen dan wel anderszins sociale doelstellingen.

Het eerste ethische beleggingsfonds in Europa werd opgericht in Zweden, in 1965. Het Ansvar Sverige Actiefonds nam alleen ondernemingen in haar portefeuille op die geen relatie hadden met de tabaksindustrie, de wapeningsindustrie, of relaties onderhielden met Zuid-Afrika. Ook in Europa spelen de kerken een belangrijke rol. In Nederland bij voorbeeld kennen we sinds 1975 het Oecomenical Development Corporative Society (ODCS), opgericht door particulieren en kerken. In 1993 zijn er in Europa zeventig à tachtig sociale beleggingsfondsen met een belegd vermogen van meer dan twee miljard gulden (f 1.150 mln op het Europese continent en f 950 mln in Groot-Brittannië). In 1987 bedroeg het sociaal belegd vermogen in Europa f 150 mln.

De groene- en milieufondsen zijn later op de markt gekomen dan de ethische. In oktober 1987 werden in Denemarken de eerste twee groene fondsen geïntroduceerd, te weten door Danske Invest Miljo en Miljo DK Invest. Engeland introduceerde haar eerste groene fonds in 1988 (het Merlin Jupiter Ecology Fund) en in Nederland waren in 1990 het Andere Beleggings Fonds (ABF) en het Biogroen beleggingsfonds, opgericht door de Triodosbank, de eerste groene beleggingsfondsen. In totaal kent Nederland op het ogenblik zo'n elf sociale beleggingsfondsen, met een belegd vermogen in 1993 van f 366 mln. Dit is slechts 0,2% van het balanstotaal van de Nederlandse spaar- beleggings- en verzekeringsinstellingen in dat jaar³.

Opvallend is dat de continentaal-Europese landen zich vooral richten op een progressief beleid ten aanzien van de natuur, terwijl in de VS en in Groot-Brittannië de nadruk ligt op ethische criteria. De eisen met betrekking tot de sociale aspecten zijn in het Verenigd Koninkrijk echter minder stringent dan in andere landen. Er is in het algemeen een grote verscheidenheid tussen de verschillende landen aan criteria en opvattingen. Het is gebleken dat vele fondsen niet beschikken over een duidelijke procedure om bedrijven te screenen op de gestelde crite-

ria⁴. Dat kan een bedreiging zijn voor het vertrouwen van internationale beleggers.

De prijs van sociaal beleggen

De centrale vraag in deze bijdrage is of de belegger in sociale fondsen genoeg moet nemen met een lager rendement. De theoretische motieven die deze visie ondersteunen zijn:

- de hogere informatiekosten: naast de reguliere performance analyse moet nu ook informatie ingewonnen worden over de sociale gedragingen van het beleggingsobject;
- een kleinere beleggingsruimte: door de restricties in de sociale sfeer zijn er aanzienlijk minder diversificatiemogelijkheden;
- door een lagere vraag naar sociale fondsen is er minder concurrentie en daarmee hogere verwachte exploitatiekosten.

Er zijn echter ook argumenten op grond waarvan juist een hoger rendement op sociale fondsen mag worden verwacht, vooral op de lange termijn:

- in een duurzaam productieproces met meer aandacht voor mens en milieu, zijn er op termijn minder kosten nodig om de kasstroom van een bepaald project op gang te houden. Dit leidt tot een hoger verwacht rendement op de specifieke belegging;
- de afwezigheid van 'short termism'. Bij financiële instellingen is het gebruikelijk dat fondsmanagers zich op korte termijn moeten verantwoorden voor hun beleggingsresultaten. Door deze gerichtheid op de korte termijn kan risico-avers gedrag ontstaan, dat leidt tot suboptimale beleggingsresultaten. Men mag verwachten dat beleggers in sociale fondsen zich meer op de lange termijn richten, en daardoor meer risico durven te nemen, hetgeen uiteindelijk zal leiden tot een hoger rendement.

Op grond van deze argumenten mag worden verwacht dat het rendement op sociale fondsen in elk geval in de introductiefase lager is dan bij andere fondsen.

Het meten van performance in de traditionele risico-rendementsstructuur is per definitie partieel en aan een specifieke tijdsperiode gebonden. Omdat een kwalitatieve performance op korte termijn moeilijk zichtbaar te maken is, worden in de navolgende paragraaf uit puur pragmatische overwegingen alleen de beursgenoteerde beleggingsfondsen geanalyseerd op basis van hun risico en rendement. Omdat deze fondsen veelal nog in de pionierfase van hun bestaan zijn, blijft het gevaarlijk om een kwalitatieve ontwikkeling te beschrijven in een kwantitatief kader.

2. Zie S.T. Bruyn, *The field of social investments*, Cambridge University Press, 1987.

3. De cijfers zijn afkomstig van het CBS, de ABN AMRO en het Centrum voor Energiebesparing (CE).

4. Merlin Research Institute, op.cit.

Tabel 1. Gemiddeld maandrendement en standaarddeviatie van de sociale beleggingsfondsen en de referentieportefeuilles in twee tijdsperiodes

	1990-95				1992-95			
	soc	refer	index	Rf	soc	refer	index	Rf
Totaal	0,22 (2,65)	0,42 (2,28)	0,54 (3,37)	0,63 (0,15)	0,26 (2,17)	0,64 (1,80)	0,85 (2,92)	0,54 (0,11)
Nederland	0,06 ^a (1,71)	0,42 (1,05)	0,58 (3,51)	0,64 (0,15)	-0,09 (1,86)	0,57 (0,83)	0,99 (3,27)	0,57 (0,16)
Duitsland	0,09 ^a (3,49)	0,23 (2,57)	0,17 (4,62)	0,64 (0,15)	0,03 (3,05)	0,36 (1,97)	0,57 (4,28)	0,59 (0,16)
Engeland	0,60 (4,13)	0,47 (3,62)	0,66 (4,61)	0,78 (0,30)	0,86 (3,81)	0,87 (3,29)	0,96 (4,36)	0,59 (0,16)
Verenigde Staten	0,15 (2,54)	0,51 (3,29)	0,75 (3,25)	0,78 (0,30)	0,14 (1,95)	0,53 (2,58)	0,87 (2,56)	0,33 (0,09)

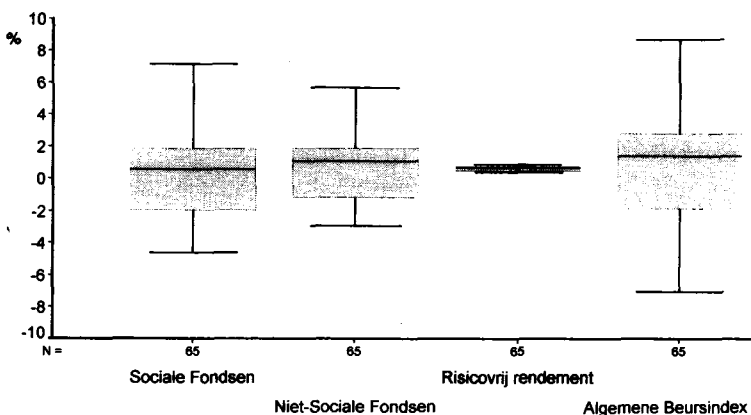
a. vanaf november 1990.

De sociale-beleggingspremie

De sociale-beleggingsportefeuille bestaat in de onderzoeksperiode van januari 1990 tot en met juni 1995 uit 65 maandrendementen van 31 op de beurs genoteerde fondsen. Dit zijn er 4 uit Nederland (inclusief een in Luxemburg genoteerd fonds), 6 uit Duitsland, 7 uit Engeland en 14 uit de Verenigde Staten. Als referentieportefeuilles worden steeds een drietal alternatieven genoemd. Allereerst is dat een portefeuille die a-select is getrokken uit het zeer omvangrijke bestand van normale beleggingsfondsen uit hetzelfde land, met ongeveer dezelfde portefeuille-omvang (op basis van marktkapitalisatie). In deze referentieportefeuille (afgekort als refer in tabel 1), zijn 36 beleggingsfondsen opgenomen, waarvan 5 uit Nederland, 13 uit Duitsland, 17 uit Engeland en 21 uit de Verenigde Staten. De belangrijkste reden voor deze samenstellingswijze van de referentieportefeuille is het minimaliseren van het grootte-effect van beleggingsobjecten. Als tweede en derde referentiekader wordt de 3 maands interbancaire rente (Rf) genoemd als schatter voor het risicovrije rendement en het rendement op de algemene index van dat land (index)⁵.

In tabel 1 wordt een overzicht gegeven van de ongewogen rekenkundige gemiddelde maandrendementen per land en van de portefeuilles in zijn totaliteit. Tussen haakjes staan de maandelijkse procentuele standaardafwijkingen in de onderzoeksperiode vermeld, als maatstaf voor het risico van die portee-

Figuur 1. Modale rendementen en spreiding van de vier beleggingsalternatieven



feuille. De belangrijkste conclusie voor beide tijdsperiodes is, dat het rendement van de sociale beleggingsfondsen lager is voor de totale steekproef en voor alle landen afzonderlijk, behalve voor Engeland. In Engeland behaalden de sociale fondsen niet alleen een hoger rendement dan in het buitenland, maar met hun 0,60% en 0,86% per maand in de respectievelijke onderzoeksperiodes, deden ze nauwelijks onder voor hun lokale beleggingsalternatieven in de beschouwde steekproefperiodes. Verder is het opvallend dat als voor het risico wordt gecorrigeerd (bij voorbeeld door het rendement te delen door de standaarddeviatie), de interbancaire rente in deze markten en in deze onderzoeksperiode bij verre superieur is aan de genoemde alternatieven. Dit laatste geeft tevens de betrekkelijkheid aan van een performance-onderzoek over zo'n korte tijdperiode. Elk vermogensmarktmodel leert ons dat op lange termijn de risicodragende beleggingsobjecten naar verwachting de risicoloze beleggingsobjecten overtreffen wat betreft het rendement. In deze steekproef zijn noch de alternatieve portefeuille, noch de rendementen op de algemene landenindices in staat om de stabiele interbancaire rendementen per procent fluctuatie te overtreffen.

Figuur 1 toont de mediaan en de spreiding van de rendementsreeksen van de vier beleggingsalternatieven voor alle landen gezamenlijk. Door de lengte van de box kunnen we de spreiding van de waarnemingen aflezen. In de tabel is goed zichtbaar dat het risicovrije rendement nauwelijks spreiding kent en dat de overige rendementen alle drie een negatieve scheefheid tonen. Daar staat tegenover dat er ook grote positieve waarnemingen zijn (zichtbaar aan de haken in de figuur die de grootste waarde representeren die geen uitbijters zijn) die per saldo het gemiddelde rendement weer positief maken. Na deze grafische beschouwing is de eerstvolgende stap het beoordelen van de statistische significantie van de boven gepresenteerde cijfers.

Allereerst is gekeken of de twintig rendementsreeksen van de sociale en van de referentiefondsen, zoals genoemd in tabel 1, wel significant van nul verschillen. De t-toets liet zien dat alleen de schatter voor de risicovrije rendementen, de driemaands interbancaire rente, in het 95%-zekerheidsinterval een positief rendement oplevert. Een technische complicatie hierbij is dat voor de gebruikelijke t-toets eerst moet worden gecontroleerd of de rendementsreeksen wel normaal verdeeld zijn⁶. Aangezien dit slechts voor 12 van de 20 reeksen het geval is, is vervolgens met de robuustere Friedman-toets gekeken of de gemiddelde rendement van de verschillende reeksen wel significant van elkaar verschillen. De Friedman-toets vereist geen normale verdeling van de rendementen en stelt als nulhypothese dat de verschillende steek-

5. Als index is voor de door Datastream International samengestelde landenindices gekozen, teneinde voor elk land tot een vergelijkbare benchmark te komen.

6. Hiervoor is een modificatie van de Kolmogorov-Smirnov test gebruikt, de Lilliefors test, die zeer geschikt is als de gemiddeldes en de varianties niet bekend zijn, maar moeten worden geschat uit de data.

proeven afkomstig zijn uit dezelfde populatie. Met andere woorden: op basis van de rendementen kan geen onderscheid worden gemaakt tussen beleggen in de sociale fondsen en beleggen in niet-sociale fondsen. Hieruit volgde dat voor 13 van de 15 met elkaar vergeleken reeksen (voor elk van de vier landen plus voor het totaal hiervan zijn de sociale fondsen vergeleken met ieder 3 referentiereeksen) de steekproeven afkomstig zijn uit verschillende populaties⁷. De eerste voorzichtige conclusie die we hieruit kunnen trekken luidt dat we een verschil in rendement mogen verwachten tussen de sociale en de niet-sociale beleggingsfondsen. Verder indiceert de t-toets (en ook de boxplots) dat er in de betrokken onderzoeksperiode geen overtuigend positieve beleggingsresultaten zijn behaald, behalve voor de het risicovrije rendement.

Ten einde de vraag te beantwoorden of er een premie betaald wordt voor sociale beleggingen, hebben we de navolgende empirische relaties getoetst:

1. is het gemiddelde rendementsverschil tussen sociale en niet-sociale beleggingsfondsen significant gelijk aan 0, ofwel
 $\pi = E(r_{rp}) - E(r_{sp}) = 0$;
2. is het voor totaal risico gecorrigeerde rendementsverschil tussen sociale en niet-sociale beleggingsfondsen significant gelijk aan 0, ofwel
 $\pi^* = [E(r_{rp}) / \sigma_{rp}] - [E(r_{sp}) / \sigma_{sp}] = 0$;
3. is het voor marktrisico gecorrigeerde rendementsverschil tussen sociale en niet-sociale beleggingsfondsen significant gelijk aan 0, ofwel:
 $\pi^{**} = [E(r_{rp}) - \beta_{sp}] / \beta_{sp} = 0$.

waarin

π = de sociale beleggingspremie (waarbij π^* is gecorrigeerd voor het portefeuille risico en π^{**} voor het marktrisico);

$E(r)$ = het verwachte rendement op de sociale portefeuille (sp) of op de referentie-portefeuille (rp);

σ_{sp} = de portefeuille-risicomaatstaf: de standaarddeviatie van de maandrendementen van de sociale portefeuille;

β_{sp} = de marktrisicomaatstaf gedefinieerd als de $COV(r_{sp}, r_m) / \sigma_m$.

De sociale beleggingspremie (π) wordt hier allereerst gedefinieerd als het verschil tussen het rendement op een portefeuille met sociale beleggingsfondsen en een referentieportefeuille. Ten einde rekening te houden met de verschillen in risico tussen verschillende portefeuilles, wordt het boven gedefinieerde verschil gecorrigeerd door respectievelijk het totale risico van een portefeuille (σ_{sp}) en het marktrisico van een portefeuille (β_{sp})⁸. De nulhypothese luidt dat het rendement op de portefeuille met sociale beleggingsfondsen (π), respectievelijk het voor risico gecorrigeerde rendement (π^* en π^{**}) gelijk is aan die van de benchmarks (1 = referentieportefeuille, 2 = risicovrij en 3 = index). Met andere woorden, we toetsen of de sociale beleggingspremie gelijk is aan nul. De resultaten zijn vermeld in tabel 2.

We kunnen zien dat zonder risicocorrectie van de 15 reeksen er 3 op het 95%-betrouwbaarheidsniveau significant van 0 verschillen. Alleen voor de Verenig-

Tabel 2. Gemiddelde sociale beleggingspremies (π) in procenten per maand, met tussen haakjes de betrouwbaarheid van de toets dat het gemiddelde gelijk is aan nul

	Zonder risico-correctie			Met risico-correctie			
	π_1	π_2	π_3	π^*1	π^*2	π^*3	$\pi^{**}3$
Totaal	0,20 (0,057)	0,41 (0,217)	0,32 (0,101)	0,10 (0,010)	4,07 (0,000)	0,08 (0,179)	0,45 (0,141)
Nederland	0,39 (0,137)	0,56 (0,014)	0,62 (0,135)	0,41 (0,029)	3,88 (0,000)	0,16 (0,248)	0,61 (0,414)
Duitsland	0,10 (0,869)	0,54 (0,239)	-0,06 (0,895)	0,05 (0,806)	4,34 (0,000)	-0,02 (0,858)	-0,01 (0,981)
Engeland	-0,13 (0,362)	0,17 (0,751)	0,06 (0,810)	-0,01 (0,647)	2,47 (0,000)	0,00 (0,962)	0,50 (0,272)
Verenigde Staten	0,36 (0,018)	0,26 (0,413)	0,60 (0,001)	0,10 (0,020)	2,78 (0,000)	0,17 (0,002)	0,68 (0,019)

de Staten wordt ten opzichte van de niet-sociale referentieportefeuille (π_1) en het rendement op de index (π_3) een significante sociale beleggingspremie gevonden, evenals in Nederland ten opzichte van de risicovrije voet (π_2). Alle overige sociale beleggingspremies verschillen niet significant van nul. Globaal genomen kunnen we concluderen dat er zonder risico correctie geen significante rendementsverschillen zijn, behalve voor Nederland ten opzichte van de referentie portefeuille en voor de VS ten opzichte van de referentie portefeuille én de index.

De resultaten met risicocorrectie zijn anders. Ten eerste valt op dat er ten opzichte van het risicovrije rendement voor alle landen een duidelijke sociale beleggingspremie bestaat. Tevens is te zien dat er in de Verenigde Staten ten opzichte van alle referentieportefeuilles een significante sociale beleggingspremie bestaat, bij een 98% betrouwbaarheidsinterval. Als we naar de totale resultaten kijken dan kunnen we concluderen dat er na risicocorrectie wél een prijs wordt betaald voor sociale beleggingen in vergelijking tot zowel het risicovrije rendement als ook ten opzichte van de referentie portefeuille met de niet-sociale beleggingsfondsen.

Samenvattend kunnen we afleiden dat op basis van de onderzochte periode en vanuit het klassieke risicorendementsperspectief, er vooral aanwijzingen zijn voor een sociale beleggingspremie ná risicocorrectie. Dit zouden we kunnen interpreteren als een soort 'reveiled preference' van de beleggers in sociale fondsen. Ze zijn bereid om voor een maatschappelijke keuze een prijs te betalen in termen van een lager verwacht rendement bij een bepaald risico.

Aloy Soppe en John Ysebaert

7. De waarde van de statistiek is getoetst op het 95% betrouwbaarheidsinterval en deze duidt Friedman aan als bij benadering chi-kwadraat verdeeld met in dit geval één vrijheidsgraad.

8. In hypothese 3 is alleen de index als referentiekader gebruikt ($\pi^{**}3$). Het verwachte rendement voor de markt is niet gedeeld door β_{sp} , omdat deze per definitie gelijk aan 1 is.

