

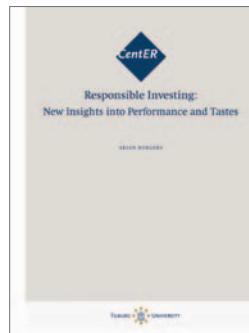
Promotie

In dit proefschrift worden diverse kanten van (maatschappelijk) verantwoorde investeringen onderzocht. Met ‘verantwoord investeren’ wordt bedoeld dat er niet-financiële factoren zijn die meespelen in de beleggingsbeslissingen, zoals het uitsluiten van beleggingen in de wapenindustrie of de voorkeur geven aan bedrijven met een goed trackrecord op het gebied van maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO).

In het eerste onderzoek wordt een uitleg gegeven waarom verantwoord investeren de potentie heeft om relatief hoge rendementen te genereren. Investerings in MVO worden gekenmerkt door enerzijds direct zichtbare kosten en anderzijds moeilijk te kwantificeren opbrengsten die voornamelijk in de toekomst liggen. Deze investeringen komen vaak niet op de balans van een bedrijf te staan, terwijl ze wel degelijk *kunnen* bijdragen aan de winstgevendheid van een bedrijf. Dit kan bijvoorbeeld via kanalen als klant- en werknemersloyaliteit, kostenbesparingen door efficiënter gebruik van energie of materialen en het voorkómen van negatieve kritiek van ngo’s. Als de aandelenprijzen wel de direct observeerbare kosten reflecteren, maar niet de opbrengsten, dan zal er in de toekomst correctie plaatsvinden in de vorm van een stijging van de aandelenprijs. Dit is mogelijk als de markt leert over de opbrengsten van MVO, bijvoorbeeld bij winstaankondigingen. Naarmate de markt hierover meer leert, zal de onderwaardering van MVO in het algemeen kleiner worden.

Om dit leereffect te testen wordt gebruikgemaakt van data over MVO-strategieën van de 3000 grootste Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven. Aandelenportfolio’s die bestaan uit de aandelen van bedrijven met een hoge MVO-ranking bleken de voor risico gecorrigeerde benchmarks te verslaan met ongeveer vier procent over de periode 1992–2004. Na 2004 is er geen onderwaardering meer waarneembaar. Deze bevindingen zijn in lijn met zowel onderwaardering als het leereffect van MVO. Om deze conclusies te bevestigen worden aandelenrendementen rondom winstaankondigingen en voorspellingen van analisten onderzocht. Bedrijven met een hoge MVO-ranking hadden gemiddeld hogere rendementen bij winstaankondigingen, en de werkelijke winsten waren gemiddeld hoger dan wat analisten voorspelden. Ook deze verschillen verdwijnen na 2004.

Het tweede onderzoek gaat dieper in op de mate van verantwoord investeren bij Amerikaanse beleggingsfondsen over de periode 2004–2012. Het onderzoek laat zien dat beleggingsfondsen verschillen in de mate waarin ze investeren in de alcohol-, gok- of tabaksindustrie (de zogeheten *sin*-industrieën) maar ze verschillen ook in andere controversiële investeringen, zoals nucleaire energie, wapens, en bedrijven met hoge of juist lage MVO-rankings. De fondsen met een expliciet label voor verantwoord investeren hebben gemiddeld minder geld in aandelen van controversiële



ARIAN BORGERS

Post-doc onderzoeker aan de
Universiteit Maastricht

bedrijven, waaronder de *sin*-bedrijven, alsook bedrijven met veel MVO-zwaktes. Echter, gemiddeld investeren ze niet méér in bedrijven met uitstekende MVO programma’s. Daarna achterhaalt het onderzoek of de mate van verantwoord investeren een effect heeft gehad op de rendementen van de fondsen. We weten namelijk dat investeringen in aandelen van bedrijven die opereren in de alcohol-, gok- of tabaksindustrie hoger renderen dan andere bedrijven in de markt omdat ‘sin’ gemeden wordt door institutionele beleggers, zoals grote pensioenfondsen; dit mijden drukt de aandelenprijs.

In vorige onderzoeken is vaak gesteld dat verantwoorde fondsen minder goed zouden renderen omdat ze juist die contro-

versieële bedrijven uitsluiten. Het proefschrift toont dat meer blootstelling aan controversiële aandelen zou moeten leiden tot hogere voor risico gecorrigeerde rendementen. Echter, de verschillen in blootstelling aan deze investeringen tussen de verschillende fondsen zijn zo klein dat er uiteindelijk geen meetbaar verschil is tussen de fondsen die veel en fondsen die weinig blootstelling aan controverses hebben. Ook heeft de mate van blootstelling aan een algemene maatstaf voor MVO geen effect gehad op de rendementen. Dit onderzoek toont aan dat verantwoord investeren niet per se een effect heeft op de rendementen van beleggingen. Ook laat het onderzoek zien dat er conventionele beleggingsfondsen zijn die wel maatschappelijk verantwoord beleggen.

Het proefschrift kijkt ook verder dan rendementen. Er wordt onderzocht of Nederlandse pensioenfondsen voorkeuren hebben voor de investeringen die het pensioenfonds doet. Daarbij wordt gebruikgemaakt van een vragenlijst, uitgestuurd naar het CentERpanel via CentERdata in Tilburg. Het onderzoek laat zien dat een groot gedeelte van de deelnemers het belangrijk vindt hoe hun pensioen wordt geïnvesteerd. Afhankelijk van de manier waarop het gevraagd wordt en de mate van personalisatie varieert dit gedeelte van 30 tot 75 procent. Gemiddeld genomen vinden respondenten het belangrijk dat er niet wordt geïnvesteerd in de wapenindustrie en bedrijven die mensenrechten schenden. Investerings in de alcohol-, gok- of tabaksindustrie worden als minder bezwaarlijk ervaren. Omdat voorkeuren per persoon verschillen, lijkt het in eerste instantie gepast om mensen meer keuzevrijheid te geven in de samenstelling van hun pensioenbeleggingen. Maar het onderzoek toont ook aan dat ongeveer een derde van de mensen niet in staat was om consistent de sociale voorkeur te vertalen in een financiële keuze. Dit pleit juist tegen meer keuzevrijheid voor mensen bij het samenstellen van hun pensioenbeleggingen.

LITERATUUR

Borgers, A.C.T. (2014) *Responsible investing: new insights into performance and tastes*. Proefschrift. Tilburg: Universiteit van Tilburg