



Duurzaam beleggen in barre tijden

Auteur(s):

Scholtens, L.J.R.

De auteur is werkzaam bij de vakgroep financiering, belegging & accounting van de Rijksuniversiteit Groningen. Hij bedankt Niels Haring en Auke Plantinga voor hun hulp. l.j.r.scholtens@eco.rug.nl

Verschenen in:

ESB, 89e jaargang, nr. 4425, pagina 63, 6 februari 2004

Rubriek:**Trefwoord(en):**

beleggen

Duurzame fondsen hebben tijdens de neergang op de beurs niet veel slechter gepresteerd dan 'gewone' beleggingsfondsen. Wel lijkt er de afgelopen jaren sprake te zijn van ander beleggingsgedrag.

Van duurzame beleggingsfondsen wordt verondersteld dat zij risicovoller zijn dan conventionele beleggingsfondsen, omdat zij hun beleggingsuniversum beperken door naast financiële ook niet-financiële criteria te hanteren¹. Uit onderzoek van Otten en Koedijk blijkt echter dat tussen 1994 en 2000 een mandje van vier duurzame fondsen gemiddeld bijna net zo goed rendeert als een mandje conventionele fondsen². Deze auteurs constateren dat duurzaam beleggen minder riskant is. Sindsdien zijn de beurskoersen flink gedaald. Duurzame fondsen zijn met de markt mee gedaald, hetgeen het onderzoek van Otten en Koedijk bevestigt. Ondertussen is echter wel iets aan het beleggingsgedrag van duurzame fondsen veranderd. Dit artikel beschrijft deze veranderingen en draagt mogelijke verklaringen aan.

Omslag in beleggingsstrategie

[tabel 1](#) toont de recente prestaties van twaalf Nederlandse duurzame aandelenfondsen. Duurzame fondsen presteren vergelijkbaar met conventionele fondsen en iets slechter dan conventionele indices. De standaarddeviatie - een risicomaatstaf - van duurzame fondsen is meestal hoger dan die van conventionele fondsen en indices. Met name de sectorfondsen presteren overigens aanzienlijk slechter dan conventionele fondsen en indices.

Tabel 1. Rendementsvergelijking tussen duurzame en conventionele fondsen, geannualiseerd, 1-11-2001 t/m 31-3-2003

| fonds | gemiddeld rendement | standaarddeviatie |
|---------------------------------------|---------------------|-------------------|
| mandje van 12 duurzame fondsen a | -25,51% | 30,16% |
| mandje van 10 conventionele fondsen b | -25,53% | 25,29% |
| conventionele indices | | |
| dj World Index | -23,44% | 23,11% |
| dj World tech/energy | -23,58% | 28,58% |
| duurzaamheidsindices | | |
| djsi World | -25,59% | 25,38% |
| ftse 4 Good Global Index | -30,95% | 30,74% |

a. Zie tabel 2 voor de specifieke fondsen.

b. Dit mandje bestaat uit: abn Amro Global Fund, Aegon Aandelen Wereldwijd, ing Bank Global Fund, Ohra Aandelenfonds, Postbank Aandelenfonds, Robeco, Rolinco, sns Wereld Aandelenfonds, Van Lanschot Global Equity Fund, Fortis Obam.

In [tabel 1](#) wordt geen rekening gehouden met de verschillende manieren waarop fondsen beleggen. De samenstelling van een beleggingsportefeuille kan namelijk van grote invloed zijn op de fondsprestaties. Dat kan wel met een multifactormodel. In navolging van Bauer, Koedijk en Otten wordt daarom een viertal factoren onderzocht die fondsprestaties kunnen verklaren³. Uit [tabel 2](#) blijkt dat twee fondsen in de beschouwde periode significant slechter presteren dan de marktindex. Alle fondsen - behalve het ASN Aandelenfonds - hebben een negatieve alpha. Dit kan veroorzaakt worden door het feit dat duurzame fondsen beperkt zijn in hun beleggingsmogelijkheden⁴. Door niet te beleggen in 'verboden' sectoren (zoals wapens, kernenergie of porno) en door niet te beleggen in bedrijven die ten opzichte van hun sector slecht presteren op duurzaamheidscriteria, wordt de keuze van duurzame fondsen beperkt. Dit heeft onder andere tot gevolg dat de meeste duurzame fondsen meer dan gemiddeld in kleine bedrijven beleggen en minder dan gemiddeld in grote bedrijven.

Tabel 2. Schattingen multifactormodel, op basis van weekdata, 1-11-2001 t/m 31-3-2003

| fonds | alpha _a | grootte _b | waarde/groei _c | momentum _d | R2adj | DW |
|-----------------------------------|--------------------|----------------------|---------------------------|-----------------------|-------|-----|
| ABN Amro Duurzame Wereld Fonds | -0,228% | 0,19 | 0,13 | -0,03 | 0,75 | 3,1 |
| Aegon Aandelen Duurzaam | -0,044% | -0,25 | -0,06 | -0,02 | 0,86 | 2,3 |
| ASNAandelenfonds | 0,071% | 0,22 | 0,17 | 0,03 | 0,75 | 2,5 |
| ASN Milieufonds | -0,672%* | 0,67 | 0,78 | -0,01 | 0,34 | 2,6 |
| ING Bank Duurzaam Rendement Fonds | -0,087% | 0,79* | -0,12 | 0,00 | 0,69 | 2,9 |
| Ohra Milieu-technologie Fonds | -0,403% | 1,25* | 0,21 | -0,03 | 0,51 | 2,5 |
| Ohra New Energy Fonds | -0,909%* | 1,86* | 0,63 | 0,01 | 0,41 | 2,3 |
| Postbank Duurzaam Aandelenfonds | -0,065% | 0,58 | 0,47 | 0,03 | 0,60 | 2,8 |
| Robeco Duurzaam Aandelen | -0,065% | 0,46 | 0,07 | -0,03 | 0,71 | 2,8 |
| Robeco MilieuTechnologie | -0,293% | 1,05* | 0,86 | -0,01 | 0,59 | 2,5 |
| sns Duurzaam Aandelenfonds | -0,101% | -0,09 | -0,16 | -0,10* | 0,65 | 3,1 |
| Triodos Meerwaarde Aandelenfonds | -0,064% | 0,45 | 0,43 | 0,02 | 0,54 | 2,5 |
| conventionele fondsen | -0,087% | 0,22 | 0,51* | -0,05 | 0,84 | 2,9 |

* significant op een vijf procent betrouwbaarheidsniveau.

a. Jensen's alpha; een maatstaf voor de relatieve prestatie van het fonds in relatie tot het marktrendement (hier Dow Jones World Index).

b. verschil tussen het rendement van een small cap portfolio en een large cap portfolio.

c. verschil tussen het rendement van een portefeuille met waarde aandelen en een portefeuille met groeiaandelen.

d. het verschil tussen het rendement van een portefeuille met aandelen met een sterk momentum en een portefeuille met aandelen met een zwak momentum.

Een andere verklaring voor de negatieve alpha kan zijn dat er een slechte benchmark is gekozen. Het achterliggende model gaat er namelijk van uit dat er géén afwijkingen zijn van de marktindex. Een derde verklaring kan het 'in sample' testen zijn. De rendementen worden hier geschat op grond van alle beschikbare gegevens; het betreft géén voorspelling van de verwachte returns zoals in het achterliggende model geschiedt.

Uit [tabel 2](#) blijkt dat de prestaties van duurzame fondsen in de beschouwde periode in vergelijking met de markt sterker bepaald zijn door waarde aandelen ('oude economie') dan door groeiaandelen (ict-fondsen, media, en dergelijke). Dit is opmerkelijk, want eerder onderzoek komt vrijwel unaniem tot de constatering dat duurzame fondsen zich in sterke mate richten op groeiaandelen⁵. In vergelijking met de jaren negentig is dat duidelijk afgenomen in de beschouwde periode, hoewel de rendementen van duurzame fondsen toch nog meer bepaald worden door groeiaandelen dan die van het mandje conventionele fondsen. De meeste duurzame fondsen hebben momenteel een gemengd profiel, met uitzondering van het Triodosfonds (gericht op groeiaandelen) en het Robeco Duurzaam Aandelenfonds (gericht op waarde aandelen)⁶.

Verklaringen

Duurzame beleggingsfondsen lijken recentelijk een enigszins ander beleggingsgedrag te vertonen. Deze omslag lijkt een gevolg te zijn van het gewijzigde beursklimaat en van de toename van duurzaamheidsrapportages.

In de eerste plaats zijn duurzame fondsen terughoudend bij het nemen of aanhouden van grote belangen in groeisectoren. Juist hier vonden immers absoluut en relatief de sterkste koersdalingen plaats. Zo daalde de MSCI Industrial Consumer Good Index tussen 2000 en 2003 met 47 procent, terwijl de MSCI IT-index met 76 procent terugliep. Het relatief grote belang van groeiaandelen in de portefeuille is hierdoor sterk teruggelopen en dientengevolge is het relatieve belang van waarde aandelen in de portefeuille gestegen.

Het belang van waarde aandelen is ook toegenomen door de verbeterende mogelijkheden om duurzaamheidsprestaties in kaart te brengen. Zo is het aantal Nederlandse milieujarverslagen tussen 2000 en 2002 bijna verdubbeld van 24 naar 42⁷. Ook het aantal bedrijven dat de zogenoemde Global Reporting Initiative richtlijnen voor duurzaamheidsverslaggeving toepast, is sinds 2001 bijna verdubbeld van 200 naar 380⁸. Uit een vergelijking van de bedrijven die in de verschillende jaren in de lijsten voorkomen, blijkt dat vooral meer industrieel georiënteerde bedrijven de laatste jaren inzicht zijn gaan geven in hun duurzaamheidsprestaties. Dit kan deels verklaard worden uit het feit dat het voor industriële bedrijven moeilijk is om binnen enkele jaren aan alle verslaggevingseisen dan wel -wensen te voldoen, omdat hun processen vanuit duurzaamheidsoptiek in vergelijking met bijvoorbeeld ICT-bedrijven complexer zijn. De laatste jaren rapporteert een toenemend aantal van deze bedrijven over duurzaamheid, waardoor een duurzaam beleggingsfonds het universum van beleggingsobjecten kan uitbreiden met dergelijke bedrijven.

Conclusie

Bij dalende beurskoersen weten duurzame beleggingsfondsen zich goed te handhaven. Duurzame beleggers hoeven zich dan ook weinig zorgen te maken over rendement. Duurzame fondsen zijn een sterkere voorkeur gaan vertonen voor waarde aandelen, hoewel groeiaandelen nog steeds een substantieel onderdeel uitmaken van hun beleggingsportefeuille. Dit lijkt een gevolg te zijn van de slechte beursprestaties van groeiaandelen. Daarnaast zijn voornamelijk 'oude economie'-bedrijven verantwoordelijk voor de recente groei in de rapportage over duurzaamheid. Gezien de goede financiële prestaties van duurzame fondsen kan de focus van duurzame beleggingsfondsen meer gericht worden op de duurzaamheidsprestaties. De volgende stap naar volwassenwording van deze fondsen is het verschaffen van inzicht in hun duurzaamheidsprestaties.

1 Duurzaam beleggen houdt in dat bij het beleggingsproces rekening gehouden wordt met niet-financiële prestaties van bedrijven, zoals de prestaties met betrekking tot energieverbruik, afval, grondstoffengebruik, arbeidsverhoudingen of mensenrechten.

2 R. Otten en K. Koedijk, Beleggen met een goed gevoel, ESB, 13 april 2001, blz. 324-327.

3 R. Bauer, K. Koedijk en R. Otten, *International evidence on ethical mutual fund performance and investment style*, CEPR discussion paper nr. 3452, 2002.

4 R. Heinkel, A. Krause en J. Zechner, The effect of green investment on corporate behavior, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, jrg. 36, 2001, blz. 431-450.

5 Zie het uitgebreide literatuuroverzicht van E. Kroon, Global Consulting Group, *Do socially responsible equity portfolios perform differently from conventional portfolios?*, september 2001.

6 De fondsprofielen zijn geraadpleegd op www.morningstar.nl

7 Zie www.milieujaarverslag.com

8 Zie www.globalreporting.org