

Zuid-Afrika-vrij beleggen

Pensioenfondsen, de vakbeweging en kerkelijke instellingen bezitten omvangrijke beleggingsportefeuilles. Bij de samenstelling van deze portefeuilles wordt doorgaans alleen rekening gehouden met financieel-economische criteria. De laatste jaren groeit bij veel van deze instellingen de overtuiging dat hun morele en politieke stellingname in maatschappelijke discussies ook gestalte moet krijgen in hun investerings- en beleggingsbeleid. Een actuele discussie waarin op basis van morele en politieke criteria stelling genomen wordt is de anti-apartheidsdiscussie. In deze discussie zijn goed uitgewerkte economische maatregelen ontwikkeld om het bewind in Zuid-Afrika onder druk te zetten. Denk aan de desinvestering- en boycotmaatregelen¹.

Een belegger die zich vanuit de desinvesteringsgedachte actief wil opstellen heeft twee mogelijkheden. Enerzijds kan hij kan zijn aandelenbezit gebruiken om via de vergadering van aandeelhouders de directies van bedrijven die relaties onderhouden met Zuid-Afrika (ZA-bedrijven) te bewegen deze relaties te verbreken. Dit is in de Verenigde Staten een met toenemend succes toegepaste strategie. Een bekend voorbeeld in Nederland is de jaarlijks terugkerende poging om de aandeelhoudersvergadering van Shell een motie te laten aannemen welke de directie verplicht om Shell uit Zuid-Afrika terug te trekken. Tot nu toe echter zonder succes.

Anderzijds kan de belegger besluiten om de aandelen van ZA-bedrijven af te stoten of niet in zijn portefeuille op te nemen. Deze restrictie ten aanzien van ZA-bedrijven is in de VS al een normaal onderdeel van het beleggingsbeleid van vele pensioenfondsen en kerkelijke instellingen. Er bestaat voor de Nederlandse situatie nog weinig zicht op de mogelijke financiële gevolgen van een ZA-restrictie voor een aandelenportefeuille. Dit in tegenstelling tot de Verenigde Staten waar uit onderzoek en praktische ervaring bleek dat de ZA-restrictie voor een aandelenportefeuille noch met rendementsverlies noch met een verhoogd risico hoeft samen te gaan². In een onderzoek van Wagner c.s.³ wordt berekend dat één dollar geïnvesteerd in een beurswaarde gewogen portefeuille gevormd uit de 152 ZA-bedrijven, die in de Standard & Poor 500-index opgenomen zijn, over een periode van 5 jaar is aangegroeid tot \$ 1,94 (inclusief dividend). Geïnvesteerd in 152 substituuut Zuid-Afrika-vrije (ZAV-)bedrijven zou dit \$ 2,60 zijn.

Wagner c.s. suggereren dat dit grote verschil van 7% op jaarbasis veroorzaakt wordt door het grootte-effect; kleinere ondernemingen genereren een hoger voor risico gecorrigeerd rendement dan grotere ondernemingen.

Onderzoek naar de risico-karakteristiek⁴ toonde aan dat ZAV-portefeuilles, op verschillende manieren samengesteld, geen noemenswaardig hoger risico hadden dan de referentie portefeuille, de S&P 500-index.

Het karakter van de relaties die bedrijven met Zuid-Afrika (kunnen) onderhouden kan uiteenlopen van direct, open en eenvoudig te constateren tot complex, versluierd en moeilijk te achterhalen. Deze verscheidenheid leidt er toe dat de keuze van een criterium op basis waarvan bedrijven uitgesloten worden afhankelijk is van zowel subjectieve als praktische overwegingen. Moet bij voorbeeld een bedrijf dat een eenmalig project in Zuid-Afrika heeft uitgevoerd ook worden geboycot? En zo ja, is er dan informatie beschikbaar over welke projecten door welke bedrijven uitgevoerd zijn?

Om praktische redenen is uitgegaan van de bedrijven die vallen onder de EG-code. Deze EG-code is gericht op bedrijven met vestigingen in Zuid-Afrika en omvat een zestal adviezen op het terrein van gelijke beloning, onderhandelingsvrijheid en verbetering van de arbeidsvoorwaarden en omstandigheden voor de zwarte werknemers.

De mogelijke consequenties

Door aandelen van ZA-bedrijven uit te sluiten als beleggingsobject wordt het aantal potentiële beleggingsobjecten, waaruit de portefeuille samengesteld kan worden, beperkt. Deze inperking van de keuzemogelijkheden kan financiële consequenties hebben:

- de ZAV-verzameling kan een andere risico/rendement-karakteristiek vertonen dan de referentieverzameling, met als gevolg dat bij een zelfde beleggingsstrategie dit ook zichtbaar wordt in de aandelenportefeuille. De gedachte leeft dat het risico groter en het rendement kleiner zal zijn. Dit wordt onderbouwd met de stelling dat de bedrijven die uitgesloten worden doorgaans de grotere, internationaal opererende bedrijven zijn, die op de beurs tot de meest courante en liquide fondsen behoren. Het uitsluiten van deze bedrijven leidt tot een

beperking van de diversificatiemogelijkheden, dus hoger risico. Terwijl het optimaal te behalen rendement alleen maar omlaag kan gaan;

- wanneer de ZA-beperking leidt tot uitsluiting van een aantal grotere fondsen en dit tot resultaat heeft dat de ZA-verzameling gekenmerkt wordt door kleinere en dus mogelijk minder courante fondsen, kan dit leiden tot hogere transactie- en informatiekosten.

In het onderzoek wordt slechts gekeken naar de risico/rendement-karakteristiek van de portefeuilles. Er wordt geabstraheerd van transactie- en informatiekosten.

De portefeuillevergelijking

De opzet van dit onderzoek is beperkt. Het uitgangspunt wordt gevormd door de verzameling hoofdfondsen. Dit zijn de meest verhandelde en liquide fondsen op de Amsterdamse effectenbeurs. De beschouwde periode loopt van 28 december 1984 tot en met 31 december 1988 en omvat de hausse jaren 1985 tot en met september 1987, de krach van oktober 1987 en het herstel in 1988. Beleggingsfondsen en houdstermaatschappijen, gefuseerde, overgenomen of gefailleerde ondernemingen zijn niet opgenomen. De fondsen, die slechts een gedeelte van de beschouwde periode als hoofdfonds genoteerd waren, zijn voor de gehele periode opgenomen. Zo ontstond een verzameling van 35 fondsen. Van deze 35 fondsen hebben volgens de EG-code rapportage 10 fondsen belangen in Zuid-Afrika⁵. Deze fondsen zijn: Organon International (een dochter van Akzo), Internatio Muller, KLM, Nedlloyd, Nationale Nederlanden, Nijverdal ten

1. Zie voor de effectiviteit van sancties tegen Zuid-Afrika bij voorbeeld P.A.G. van Bergeijk, Economische sancties: is Zuid-Afrika onkwetsbaar?, *ESB*, 1986, blz. 828-833; P.A.G. van Bergeijk en D. Webbink, Effectieve economische sancties tegen Zuid-Afrika, *Transactie*, jaargang 18, 1989, nr. 2, blz. 134-46.

2. In een onderzoek van BARRA International (in samenwerking met EIRIS), The financial performance of ethical investment, Londen, januari 1989, worden eveneens positieve resultaten gevonden voor de ZAV-portefeuilles (vermeld in *The Ethical Investor*, jan.-feb. 1989.).

3. H.W. Wagner, A. Emkin en A. Dixon, The South African divestment: the investment issues, *The Financial Analyst Journal*, nov.-dec. 1984, blz. 14-22.

4. Zie A. Rudd, The divestment of South African equities: how risky?, *Journal of Portfolio Management*, lente 1979, blz. 5-10; Wagner et al., op.cit., blz. 16 en enkele onderzoeken vermeld in R.B. Zevin, *Brief aan S. Rosentswieg*, 8 mei, 1985.

5. Tweede Kamer, Handelingen, 17 895, 1983-1984, 1985-1986, 1987-1988.

Tabel 1. Het rendement van de naar beurswaarde gewogen portefeuille

Rendement (%)	ALG	ZAV	ZA
1985	30,3	70,1	19,3
1986	11,7	-4,1	16,0
1987	-14,2	-28,2	-10,4
1988	35,5	56,8	28,7
1985-88	69,1	83,8	60,8

Tabel 2. Het rendement van de naar gelijk vermogen gewogen portefeuille

Rendement (%)	ALG	ZAV	ZA
1985	65,8	71,3	52,2
1986	8,1	9,3	5,0
1987	-29,0	-28,6	-29,8
1988	66,7	70,6	57,0
1985-88	112,2	127,9	76,2

Cate, Océ-Van der Grinten, Philips, Koninklijke Olie en Unilever⁶.

Van alle fondsen zijn de weekslotkoersen⁷, de dividend-, stock- en bonusuitkeringen⁸ verzameld. Deze gegevens zijn alleen gecorrigeerd voor de aandeesplitsingen. Bij de berekening van de uitkeringen op elk aandeel is verondersteld dat bonussen en stock-dividenden op de dag van verkrijgbaarstelling verkocht zijn tegen de slotkoers van die dag. In het geval van keuze-dividend is de stock-component gewaardeerd tegen de slotkoers van de desbetreffende dag en is verder gerekend met de hoogste van de twee uitkeringsmogelijkheden, contant of stock. Op basis van deze gegevens zijn drie mogelijke portefeuillesamenstellingen onderzocht:

- de naar beurswaarde gewogen portefeuille, met als gewichten de respectieve relatieve beurswaarden⁹;
- een gelijk-vermogenportefeuille; in elk aandeel wordt een gelijke hoeveelheid kapitaal belegd, alle gewichten zijn dan gelijk, 1/aantal fondsen in de portefeuille;
- de één-aandeelportefeuille; van elk aandeel wordt een gelijk aantal opgenomen in de portefeuille, als gewichten fungeren dan de relatieve koersen ultimo 1984.

Binnen deze drie varianten zijn de rendement- en risicokarakteristieken van telkens drie portefeuilles met elkaar vergeleken; de ALG-portefeuille, samengesteld uit alle 35 fondsen, de ZAV-portefeuille, samengesteld uit 25 Zuid-Afrika vrije fondsen en de ZA-portefeuille, samengesteld uit de 10 fondsen met vestigingen in Zuid-Afrika. Er is gekozen voor een passieve beleggingsstrategie. Dit houdt in dat de bij de aanvang van de periode samengestelde portefeuille gedurende de beschouwde periode niet verandert. Dit maakt het ook mogelijk om zonder al te grote bezwaren te abstraheren van transactiekosten.

Tabel 3. Het rendement van de één-aandeel-portefeuille

Rendement (%)	ALG	ZAV	ZA
1985	52,1	58,9	42,8
1986	5,7	2,1	10,8
1987	-29,8	-28,5	-31,6
1988	63,4	67,9	57,2
1985-88	84,4	94,5	70,0

Tabel 4. Het risico van de verschillende portefeuilles.

	ALG	ZAV	ZA
Gewogen naar:			
beurswaarde	5,8	7,6	6,1
gelijk vermogen	7,3	7,4	7,9
één aandeel	6,9	6,7	8,5

Het rendement

In de tabellen 1, 2 en 3 worden achtereenvolgens de rendementen (op jaarbasis) van de beurswaarde, de gelijk vermogen en de één aandeel gewogen portefeuilles gepresenteerd. Het totale rendement is inclusief herbeleggingen.

Bij de vergelijking van de beurswaarde gewogen portefeuilles in tabel 1 valt de grote uitschieter van het ZAV-rendement in 1985, 70,1% en 1988, 56,8%, op. In de tussenliggende jaren is het rendement echter sterk negatief, -4,1% en -28,2% voor respectievelijk 1986 en 1987. Over de hele periode genereert de ZAV-portefeuille het hoogste rendement, 83,8% versus 69,1% voor de ALG-portefeuille en 60,8% voor de ZA-portefeuille.

Uit tabel 2 blijkt dat de volgens het gelijk-vermogenprincipe samengestelde ZAV-portefeuille in 1985, 1986 en 1988 een hoger rendement dan de ALG- en ZA-portefeuille en in 1987 een iets kleinere daling laat zien. De ZAV-portefeuille genereert over de gehele periode het hoogste rendement, 127,9%.

De vergelijking van de één aandeel gewogen ALG-, ZAV- en ZA- portefeuilles in tabel 3 toont globaal hetzelfde beeld als de gelijk vermogen gewogen portefeuilles. De ZAV-portefeuille geeft in 1985, 1987 en 1988 een beter, doch in 1986 een slechter rendement. Over de gehele periode genereert de ZAV-portefeuille opnieuw het hoogste rendement.

Het risico

In tabel 4 wordt een risico-analyse van de verschillende portefeuilles gepresenteerd. Als risicomastaf wordt de variantie gebruikt. Voor de berekening is uitgegaan van de weekrendementen om een voldoende aantal meetpunten te creë-

ren. Het gemiddelde weekrendement over de periode 1985-88 ligt in de orde van grootte van 0,2 à 0,5% (rekenkundig gemiddelde). De variantie van de ANP-CBS index is 6,1% en van de beurswaarde index 5,7%.

Van de beurswaarde gewogen portefeuilles heeft de ZAV-portefeuille het hoogste risico. Bij de gelijk vermogen en één aandeel gewogen portefeuilles is het risico van de ZAV-portefeuille vrijwel gelijk aan dat van de ALG-portefeuille. In het eerste geval iets hoger, in het tweede geval iets lager.

Conclusie

De portefeuillevergelijkingen geven een duidelijke indicatie dat de wijze waarop de portefeuille samengesteld wordt van grote invloed is op de rendementsontwikkeling, met name het niveau. De verhoudingen tussen de ALG-, ZAV- en ZA-portefeuille onderling veranderen niet. In alle drie de samenstellingen, van beurswaarde tot één aandeel gewogen, genereert de ZAV-portefeuille het hoogste rendement.

De risicoanalyse toont, hoewel minder eenduidig, eveneens een gunstig beeld voor de ZAV-portefeuille. De beurswaarde gewogen ZAV-portefeuille heeft ten opzichte van de ALG-portefeuille een beduidend hoger risico. De gelijk vermogen en één aandeel gewogen portefeuilles tonen een gunstiger beeld; het risico van de ZAV- en ALG-variant zijn vrijwel gelijk.

Hoewel extrapolatie van de resultaten niet zonder meer mogelijk is, leveren deze resultaten een sterke aanwijzing op voor de mogelijkheid dat het toepassen van de ZA-restrictie gunstig op de rendementsontwikkeling kan uitwerken, zonder dat dit direct gepaard hoeft te gaan met een hoger risico.

S.A. Meijer

Dit artikel is een verkorte versie van het onderzoeksrapport *Zuid-Afrika vrij beleggen; een aantrekkelijk alternatief?*, in opdracht van OSACI uitgevoerd door de Wetenschapswinkel voor Economie van de Rijksuniversiteit Groningen. Met dank aan prof. dr. H.J.J. Bronsema en drs. R. Paping voor hun stimulerende commentaar bij de totstandkoming van dit rapport.

6. In het verslagjaar '87-'88 wordt Nationale Nederlanden niet meer genoemd. Voor een consistente vergelijking van de portefeuilles blijft Nationale Nederlanden opgenomen in de ZA-portefeuille.

7. *Het Financieele Dagblad*, jaargangen 1985-88.

8. *Beursplein 5*, jaargangen 1985-88.

9. De beurswaarden zijn berekend uit het geplaatste gewone aandelen kapitaal (of certificaten van). De cijfers lopen tot september 1985 (*Effectengids*, 1985) zodat de fondsen met afwijkende boekjaren ultimo boekjaar 1984-85 opgenomen zijn.