

Beleggen met een goed gevoel

Verschenen in Economische Statistische Berichten (ESB), 13 april 2001

Rogér Otten *

Kees Koedijk

In een recente bijdrage aan dit tijdschrift schetsen L.J.R. Scholtens en P. Sprengers¹ de stormachtige ontwikkeling van duurzaam beleggen in Nederland. Deze vorm van beleggen die ook wel aangeduid wordt als ethisch beleggen is in korte tijd heel populair geworden.² Binnen de definitie van duurzaam beleggen vallen typisch onderwerpen als milieuverbetering, sociale rechten, noord-zuid verhoudingen en een bestendige economische ontwikkeling. Ethiek en duurzaam beleggen zijn in de mode. Diverse banken en financiële instellingen zijn op deze trend ingesprongen en bieden beleggingsfondsen aan die een aantal strikte criteria hanteren bij het samenstellen van hun portefeuilles. Zo selecteert het oudste en tevens grootste Nederlandse duurzame fonds ASN Aandelenfonds, slechts bedrijven die aantoonbaar een actief en integraal milieubeleid voeren, of een positieve rol spelen op het gebied van mensenrechten. Beleggingen in bedrijven die zich bezig houden met nucleaire energie opwekking en de wapenindustrie zijn daarentegen uit den boze. Tot op heden was echter niet duidelijk hoe goed duurzame beleggingsfondsen presteren in vergelijking met conventionele beleggingsfondsen. Aangezien de bespreking van beleggingsfonds resultaten zich vaak beperkt tot het presenteren van ruwe fonds rendementen zullen wij in dit artikel verder ingaan op zaken als risico en voor beleggingsstijl gecorrigeerde prestaties. In het bijzonder vergelijken we de resultaten van zes duurzame beleggingsfondsen met de resultaten van 6 conventionele beleggingsfondsen tussen 1994 en 2001. In paragraaf 2 kijken we naar rendement en risico en in paragraaf 3 corrigeren we voor beleggingsstijl. Paragraaf 4 bevat de conclusies.

* Rogér Otten is verbonden aan het Limburg Institute of Financial Economics (LIFE) van de Universiteit Maastricht. Kees Koedijk is verbonden aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en de Universiteit Maastricht. Contact adres: r.otten@berfin.unimaas.nl

¹ L.J.R. Scholtens en P.Sprengers, Met Meerwaarde meer mans, ESB, 15 September 2000, blz 708-710

² Deze vorm van beleggen dient niet verward te worden met duurzaam *sparen* op basis van de fiscaal aantrekkelijke Regeling Groenprojecten.

2. Resultaten: Rendement en Risico

Om inzicht te verkrijgen in de prestaties van duurzame fondsen ten opzichte van conventionele, wereldwijd gespreide aandelen fondsen wordt er in dit onderzoek gebruik gemaakt van bijna 7 jaar historische gegevens. Voor de duurzame fondsen nemen we alle ons bekende Nederlandse fondsen die wereldwijd in beursgenoteerde aandelen en/of obligaties beleggen en in hun prospectus aangeven duurzame criteria te hanteren bij het samenstellen van hun portefeuille. Hierbij dient opgemerkt te worden dat zowel het ABN AMRO duurzame wereld fonds en het ING Bank duurzaam rendement fonds buiten beschouwing zijn gelaten aangezien deze een te korte historie bezitten (<12 maanden). Als vergelijksmateriaal dienen de zes oudste en meest bekende Nederlandse fondsen die dezelfde beleggingsstijl als de duurzame fondsen hanteren, zijnde internationale aandelen. Voor een overzicht van deze fondsen verwijzen we naar tabel 1. Alvorens echter wordt ingegaan op de individuele prestaties van de onderzochte fondsen geeft figuur 1 een eerste indruk van de performance van beide groepen fondsen. In deze figuur presenteren we de rendements-ontwikkeling van een gelijkgewogen portefeuille die bestaat uit de 6 duurzame fondsen ten opzichte van een portefeuille van 6 conventionele fondsen, met als basis januari 1994. Ter vergelijking is eveneens de ontwikkeling van de MSCI World index gegeven.

[Voeg figuur 1 hier in]

De figuur spreekt voor zich. Hieruit blijkt dat de duurzame fondsen tijdens deze periode slechts fractioneel slechter presteerden dan de MSCI World index, een algemeen aanvaarde benchmark voor wereldwijd gespreide aandelen portefeuilles. De conventionele fondsen echter streefden tijdens deze periode zowel de benchmark als de duurzame fondsen voorbij, ten minste wat rendement betreft. Natuurlijk is deze vergelijking te eenvoudig en dienen we eveneens rekening te houden met het door de belegger gelopen risico. Vandaar dat in tabel 1, per fonds, het jaarlijkse rendement plus de standaard deviatie wordt weergegeven. Om tot een vergelijking van de diverse fondsen te komen is tevens een Sharpe ratio berekend die het per eenheid risico behaalde rendement weergeeft. Een hogere Sharpe ratio is dus gunstiger. Tenslotte presenteert tabel 1 een mate van neerwaarts risico per fonds. Dit omdat vaak wordt beweerd dat positieve volatiliteit niet als risico door beleggers wordt ervaren. Neerwaarts risico (ook wel down-side risk genoemd) houdt daarom slechts rekening met de standaard deviatie van negatieve rendementen.

[Voeg tabel 1 hier in]

Uit deze tabel valt onmiddellijk af te leiden dat er nogal grote verschillen bestaan tussen de duurzame fondsen onderling. Zo levert het Triodos Meerwaardefonds slechts een rendement van 4.37% op, terwijl een belegger in het ASN Aandelenfonds zijn belegging jaarlijks met bijna 23% had zien toenemen. Een gelijkgewogen portefeuille van deze 6 duurzame fondsen zou bijna 5.5% minder rendement behaald hebben dan een portefeuille bestaande uit de 6 genoemde conventionele fondsen. Al brengt deze portefeuille conventionele fondsen een hoger risico met zich mee, de gemiddelde Sharpe ratio van deze fondsen is nog steeds fractioneel hoger dan die van duurzame fondsen. Deze lagere Sharpe ratio wordt echter voornamelijk veroorzaakt door de lage score van het Triodos Meerwaarde mix-fonds. Rest nog de vergelijking met de relevante benchmark, de MSCI World, die beide categorieën fondsen moet laten voorgaan wat betreft Sharpe ratio.

3. Corrigeren voor Beleggingsstijl

In een bijdrage aan dit blad van Ter Horst, Nijman en DeRoon³ werd terecht opgemerkt dat de prestaties van specifieke beleggingsfondsen gemeten dienen te worden ten opzichte van de door hun gevolgde beleggingsstijl. Dit in plaats van het naïef vergelijken met een standaard aandelen index, zoals de hiervoor gebruikte MSCI World index. Als een fonds namelijk bepaalde landen over- en of onder- weegt ten opzichte van de MSCI World zal de laatste index niet volstaan in het accuraat meten van de performance. Om aan deze kritiek op het gebruik van de MSCI World Index (met vaste landen wegingen) tegemoet te komen gebruiken we eveneens een aantal regionale indices. Wanneer een wereldwijd fonds bijvoorbeeld Europese aandelen overweegt ten opzichte van de rest van de wereld zal de MSCI Europe een grotere verklaringskracht hebben dan de brede MSCI World index met vaste gewichten voor de verschillende regio's. Teneinde een verfijnde performance meting op basis van regionale indices mogelijk te maken, nemen we in de hieropvolgende regressies de MSCI Europa, MSCI Noord Amerika, MSCI Asia-Pacific en de Nederlandse CBS index op. Deze laatste in verband met het bekende home-bias fenomeen. Bovendien voegen we de JP Morgan EU Government Bond index toe, om te corrigeren voor eventuele beleggingen in vast rentende waarden.

³ J. Ter Horst, T. Nijman en F. DeRoon, De povere prestaties van beleggingsfondsen, ESB, 26 Februari 1999, blz 144-148

Om te komen tot een voor beleggingsstijl aangepaste prestatie-vergelijking, maken we gebruik van een door M. Jensen⁴ ontwikkelde maatstaf, Jensen's alpha. Hierbij vergelijken we door middel van een regressie voor elk fonds het behaalde rendement met het rendement op de 5 voornoemde indices (exclusief de MSCI World).⁵ Aanvankelijk worden alle indices simultaan opgenomen. Vervolgens worden echter indices die geen significante invloed op het fonds rendement hebben weggelaten. Dit levert ons uiteindelijk een X-aantal indices op die tezamen de stijl van het betreffende beleggingsfonds benaderen. De alpha van de laatst geschatte vergelijking kunnen we vervolgens interpreteren als een maatstaf van out-performance (positieve alpha), dan wel under-performance (negatieve alpha) ten opzichte van de gevolgde beleggingsstijl.

De resultaten van deze exercitie zijn samengevat in tabel 1 (kolom 6 tm 9). Per fonds rapporteren we allereerst het abnormale rendement (alpha) ten opzichte van de MSCI World index (kolom 6) en vervolgens het abnormale rendement ten opzichte van de combinatie van 5 regionale benchmarks (kolom 8). Naast de individuele resultaten zijn eveneens de twee gelijkgewogen portefeuilles van duurzame en conventionele fondsen onderzocht (gemiddelde). Zoals we reeds verwachtten geeft de combinatie van regionale benchmarks een beter beeld van de prestaties van beide soorten beleggingsfondsen, getuige de duidelijk hogere R^2_{adj} (kolom 9) voor het model met regionale indices. Derhalve zullen we deze laatste cijfers gebruiken bij de bespreking van de resultaten.

Wanneer we de zodanig verkregen abnormale rendementen van de individuele duurzame fondsen bekijken valt meteen op dat de twee fondsen die voorheen zo slecht leken te presteren, het Andere Beleggingsfonds (ABF) en het Triodos Meerwaarde mix-fonds, nu nog slechts een kleine under-performance laten zien. De oorzaak hiervan ligt in het feit dat de rendementen van beide fondsen sterk werden beïnvloedt door het rendement op de de EU Government Bond index, die naast de regionale aandelen indices is opgenomen in de regressie vergelijking. Deze invloed is achteraf te verklaren vanwege het simpele feit dat het hier twee mix-fondsen betreft die dus in aandelen *en* obligaties beleggen. Aangezien het gemiddelde rendement op obligaties tijdens de periode 1994-2000 aanzienlijk lager was dan het rendement op aandelen zal een fonds dat tevens belegd in obligaties hiervoor gecompenseerd dienen te worden. Dit is precies wat gebeurt bij het gebruik van Jensen's alpha, het geëiste rendement daalt, wat leidt tot een hoger abnormaal rendement (alpha).

⁴ M. Jensen, The Performance of mutual funds in the period 1945-1964, Journal of Finance, 1968, blz 389-416

⁵ De initiële regressie vergelijking luidt: $R_{\text{fonds}} = \alpha + b_1 R_{\text{europa}} + b_2 R_{\text{noord amerika}} + b_3 R_{\text{asia-pacific}} + b_4 R_{\text{CBS}} + b_5 R_{\text{eu governmentbonds}} + u$, alle rendementen R zijn verminderd met de risico vrije rente.

Een blik op de performance van beide categorieën fondsen levert een aantal interessante inzichten op. Zowel duurzame als conventionele fondsen blijken in staat om hun relevante benchmarks te verslaan. Terwijl de portefeuille conventionele fondsen bijna 3% beter presteert dan de markt, is de belegger in duurzame fondsen ruim 0.5% beter uit dan de markt. Het enige fonds dat echter gedurende de steekproefperiode een *significant* abnormaal rendement vertoont en daarmee de markt verslaat is het duurzame ASN Aandelenfonds.

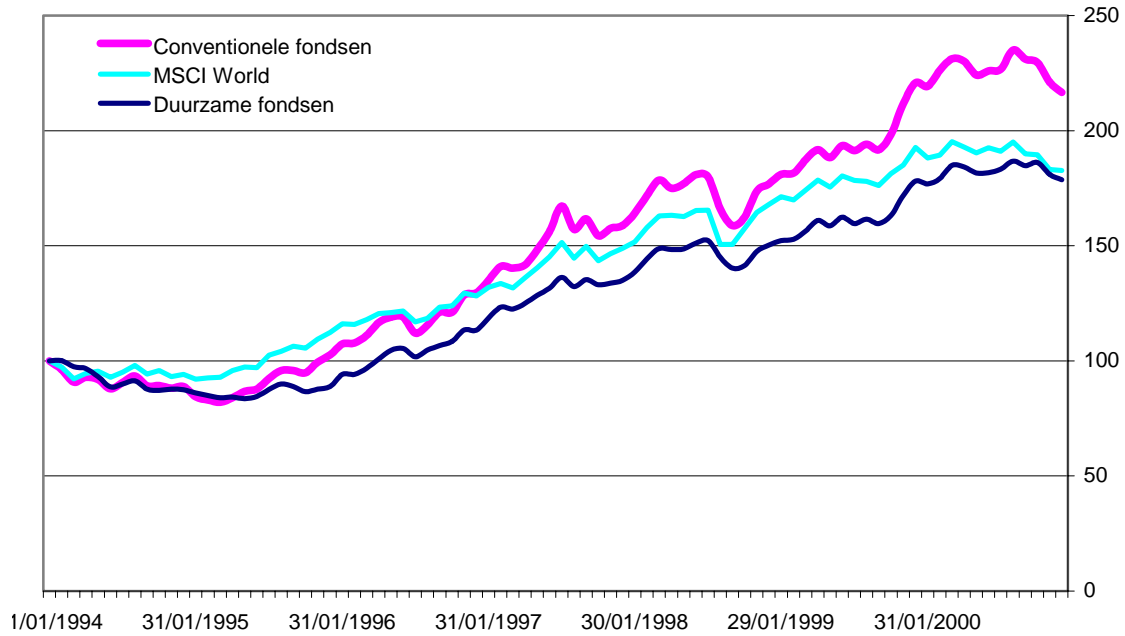
[Voeg tabel 2 hier in]

Alhoewel het lijkt alsof de 6 duurzame fondsen samen bijna 2.5% minder abnormaal rendement genereren dan de conventionele fondsen dient te worden opgemerkt dat dit resultaat sterk wordt beïnvloedt door de twee mix-fondsen ABF en Triodos. Wanneer we derhalve in tabel 3 de resultaten van de duurzame fondsen die alleen in *aandelen* beleggen (dus exclusief ABF en Triodos) vergelijken met de conventionele fondsen blijken deze als groep niet of nauwelijks van elkaar verschillen. De geldelijke prestaties zijn praktisch gelijk. Duurzame beleggingsfondsen bieden daar bovenop het voordeel dat het financiële resultaat voordeel op een ethisch correcte wijze behaald wordt: duurzaam beleggen loont.

4. Conclusie

Duurzaam beleggen mag zich in een grote populariteit verheugen. Tot voor kort was echter niet duidelijk wat deze manier van ethisch beleggen opleverde in vergelijking met conventionele manieren van beleggen. In dit artikel hebben we zes duurzame beleggingsfondsen vergeleken met zes conventionele beleggingsfondsen. De resultaten van de duurzame fondsen waren qua rendement iets lager dan van de conventionele fondsen. Dit rendement werd echter behaald met een duidelijk lager risico, zowel gemeten via de standaarddeviatie als gemeten via het zogenaamde neerwaarts risico. Als we corrigeren voor de gevolgde beleggingsstijl blijkt dat duurzame beleggingsfondsen in aandelen zeker niet onderdoen voor conventionele beleggingsfondsen qua resultaat. Ethiek hoeft geen geld te kosten.

Figuur 1: Rendementsontwikkeling van fl 100 belegd in respectievelijk Conventionele fondsen, Duurzame fondsen en de MSCI World index, Januari 1994 – December 2000.



Tabel 1: Gemiddelde Rendementen, Risico-maatstaven en Abnormale rendementen (op basis van Jensen's alpha) voor Duurzame- en Conventionele fondsen, Januari 1994 – December 2000.

Panel A: Duurzame Fondsen

Fondsnaam	Gemiddeld jaarlijks rendement	Standaard Deviatie	Sharpe ratio	Neerwaarts risico	Abnormaal rendement (jaarlijks) <u>World</u> benchmark	R^2_{adj}	Abnormaal rendement (jaarlijks) <u>Regionale</u> benchmarks	R^2_{adj}
Het Andere beleggingsfonds (ABF)	8.01	9.53	0.72	4.58	-0.75	0.35	-0.68	0.37
ASN Aandelenfonds	22.78	15.55	1.24	10.86	10.64**	0.50	7.40**	0.64
KBC Eco Fonds	13.13	14.75	0.64	8.83	2.15	0.62	1.15	0.63
Robeco Duurzaam aandelen Fund	16.78	20.05	0.66	5.93	8.71	0.81	5.22	0.84
SNS Eco Aandelenfonds	12.62	13.37	0.68	7.81	5.28	0.51	0.82	0.68
Triodos Meerwaarde Mix-fonds	4.37	5.28	0.17	3.30	-1.01	0.48	-2.94	0.52
Gemiddelde	11.37	10.56	0.73	5.95	2.31	0.65	0.54	0.72

Panel B: Conventionele Fondsen

Fondsnaam	Gemiddeld jaarlijks rendement	Standaard Deviatie	Sharpe ratio	Neerwaarts risico	Abnormaal rendement (jaarlijks) <u>World</u> benchmark	R^2_{adj}	Abnormaal rendement (jaarlijks) <u>Regionale</u> benchmarks	R^2_{adj}
ABN AMRO Global Equity Fund	16.35	21.46	0.60	15.03	8.86	0.80	7.59	0.83
Fortis OBAM	16.96	18.82	0.71	12.19	3.43	0.69	3.36	0.81
GIM World Equity Fund	12.26	21.05	0.42	12.44	1.30	0.48	1.74	0.54
ING Bank Global Fund	15.55	16.79	0.71	11.00	2.60	0.77	0.93	0.84
OHRA Aandelen Fonds	20.33	20.31	0.82	15.85	6.14	0.68	7.18	0.71
Robeco	16.52	17.28	0.74	10.90	3.58	0.77	4.56	0.80
Gemiddelde	16.85	17.45	0.75	11.34	3.60	0.77	2.85	0.85

Panel C: Wereld Benchmark

Fondsnaam	Gemiddeld jaarlijks rendement	Standaard Deviatie	Sharpe ratio	Neerwaarts risico
MSCI WORLD	11.95	13.28	0.62	10.38

** Significant bij 95% betrouwbaarheids niveau

Tabel 2: Vergelijking duurzame aandelen fondsen (exclusief ABF en Triodos) met conventionele fondsen, Januari 1994 – December 2000

Fondsen	Gemiddeld jaarlijks rendement	Standaard deviatie	Sharpe Ratio	Neerwaarts risico	Abnormaal rendement (jaarlijks) <u>World</u> <u>Benchmarks</u>	Abnormaal rendement (jaarlijks) Regionale <u>Benchmarks</u>
Duurzame Fondsen in aandelen	13.70	13.75	0.73	8.48	2.81	2.01
Conventionele Fondsen	16.85	17.45	0.75	11.34	3.60	2.85

BOX 1

Sharpe ratio:

Een veel gebruikte maatstaf bij de vergelijking van beleggingsfonds resultaten is de door de Nobel prijs winnaar W.F. Sharpe in 1966 ontwikkelde sharpe ratio. Deze ratio geeft een cijfermatige afweging tussen rendement en risico.

$$\text{Sharpe ratio} = \frac{(\text{Fonds rendement} - \text{Risicovrij rendement})}{\text{Standaarddeviatie van fonds rendement}}$$

Hiertoe nemen we het jaarlijks behaalde fonds rendement dat wordt verminderd met het rendement op een risico vrije belegging, bv schatkistpapier. Dit wordt vervolgens gedeeld door de standaard deviatie (risico) van het behaalde fondsrendement. Resultaat is een maatstaf voor het per eenheid risico behaalde rendement. Een hogere sharpe ratio is derhalve gunstiger. Een nadeel van de sharpe ratio is dat deze slechts toepasbaar is als vergelijkings maatstaf voor fondsen binnen eenzelfde beleggingscategorie.

Jensen's alpha:

Een andere populaire prestatie maatstaf is de door M. Jensen in 1968 ontwikkelde Jensen's alpha. Wederom betreft het hier een cijfermatige afweging tussen rendement en risico. Waar de sharpe ratio echter standaarddeviatie als risico maatstaf gebruikt, wordt bij jensen's alpha de gevoeligheid tov een marktindex (beta) als risico beschouwd.

Te schatten regressie vergelijking:

$$(\text{Fonds rendement} - \text{Risicovrij}) = \alpha + \beta (\text{Markt rendement} - \text{Risicovrij}) + \text{storingsterm}$$

Wanneer dit model in evenwicht is zal Jensen's alpha nul bedragen. Dit betekent dat de fondsmanager, na correctie voor risico, niet in staat is de markt te verslaan. Een positieve (negative) alpha duidt op out-performance (under-performance) ten opzichte van de gebruikte markt index (bv de CBS-index).

Wat de Jensen's alpha met name interessant maakt, is dat de berekeningswijze ons eenvoudig in staat stelt om de significantie van de resultaten te bepalen. Verder heeft de alpha een duidelijke interpretatie als de marginale return die kan worden toegewezen aan het (on)vermogen van de fondsmanager om, voor risico gecorrigeerde, abnormale rendementen (out-performance) te behalen. Tenslotte is deze regressievergelijking eenvoudig uit te breiden met meerdere markt indices om rekening te houden met het feit dat fondsen in meerdere regio's beleggen. Bijvoorbeeld in het geval van een Nederlands fonds dat internationaal belegd zouden we naast de CBS-index tevens regionale indices voor Europe, Noord Amerika en Azië kunnen opnemen.