

# Beleggen met een goed gevoel

Welke materiële premie betaalt men voor beleggen in het betere? Een vergelijking van zes duurzame beleggingsfondsen met zes conventionele fondsen leert dat beleggen in duurzame fondsen gepaard gaat met een relatief lager risico. Deze fondsen presteren bovendien niet veel slechter dan conventionele fondsen. Wel zijn er onderling aanzienlijke verschillen. Beleggen met een goed gevoel hoeft dus niet veel te kosten, maar komt evenmin aanwaaien.

---

R. Otten en C.G. Koedijk\*

---

In een recente bijdrage aan dit tijdschrift schetsen I.L.J.R. Scholtens en P. Sprengers de stormachtige ontwikkeling van duurzaam beleggen in Nederland<sup>1</sup>. Deze vorm van beleggen, die ook wel aangeduid wordt als ethisch beleggen, is in korte tijd heel populair geworden<sup>2</sup>. 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 beleggingsfondsresultaten zich vaak beperkt tot het presenteren van ruwe fondsrendementen, 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 zes conventionele beleggingsfondsen tussen 1994 en 2001. Vervolgens kijken we naar rendement en risico en corrigeren we voor beleggingsstijl.

\* De auteurs zijn respectievelijk verbonden aan het Limburg Institute of Financial Economics (LIFE) van de Universiteit Maastricht, en aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en de Universiteit Maastricht.

## Rendement en risico

Om inzicht te verkrijgen in de prestaties van duurzame fondsen ten opzichte van conventionele, wereldwijd gespreide aandelenfondsen wordt in dit onderzoek gebruik gemaakt van bijna zeven jaar historische gegevens. Voor de duurzame fondsen nemen we alle ons bekende Nederlandse fondsen die wereldwijd in beursgenoteerde aandelen dan wel obligaties beleggen en die in hun prospectus aangeven duurzame criteria te hanteren bij het samenstellen van hun portefeuille. Hierbij dient opgemerkt te worden dat het ABN AMRO duurzame wereld-fonds en het ING duurzaam rendement-fonds buiten beschouwing zijn gelaten aangezien deze een te korte historie bezitten (minder dan twaalf maanden). Als vergelijkingsmateriaal 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 wordt ingegaan op de individuele prestaties van de onderzochte fondsen, geeft figuur 1 een eerste indruk van de prestatie van beide groepen fondsen. In deze figuur presenteren we de rendementsontwikkeling van een gelijkgewogen portefeuille die bestaat uit de zes duurzame fondsen ten opzichte van een portefeuille van zes conventionele fondsen, met als basis januari 1994. Ter vergelijking is eveneens de ontwikkeling gegeven van de MSCI wereld-index, een algemeen aanvaarde benchmark voor wereldwijd gespreide aandelenportefeuilles.

---

I. L.J.R. Scholtens en P. Sprengers, Met meerwaarde meer mans, *ESB*, 15 september 2000, blz 708-710.

Tabel 1. Gemiddelde rendementen (inclusief dividend) en risicomatstaven voor duurzame en conventionele fondsen, januari 1994 - december 2000

| duurzame fondsen                 |                               |                   |              |                   |                |
|----------------------------------|-------------------------------|-------------------|--------------|-------------------|----------------|
| fondsnaam                        | gemiddeld jaarlijks rendement | standaarddeviatie | Sharpe-ratio | neerwaarts risico | aantal maanden |
| Het Andere beleggingsfonds (ABF) | 8,01                          | 9,53              | 0,72         | 4,58              | 83             |
| ASN Aandelenfonds                | 22,78                         | 15,55             | 1,24         | 10,86             | 72             |
| KBC Eco Fonds                    | 13,13                         | 14,75             | 0,64         | 8,83              | 83             |
| Robeco Duurzaam aandelen Fund    | 16,78                         | 20,05             | 0,66         | 5,93              | 22             |
| SNS Eco Aandelenfonds            | 12,62                         | 13,37             | 0,68         | 7,81              | 25             |
| Triodos Meerwaarde Mix-fonds     | 4,37                          | 5,28              | 0,17         | 3,30              | 43             |
| gemiddelde                       | 11,37                         | 10,56             | 0,73         | 5,95              | 83             |
| conventionele fondsen            |                               |                   |              |                   |                |
| ABN AMRO Global Equity Fund      | 16,35                         | 21,46             | 0,60         | 15,03             | 30             |
| Fortis OBAM                      | 16,96                         | 18,82             | 0,71         | 12,19             | 83             |
| GIM World Equity Fund            | 12,26                         | 21,05             | 0,42         | 12,44             | 40             |
| ING Bank Global Fund             | 15,55                         | 16,79             | 0,71         | 11,00             | 83             |
| OHRA Aandelen Fonds              | 20,33                         | 20,31             | 0,82         | 15,85             | 83             |
| Robeco                           | 16,52                         | 17,28             | 0,74         | 10,90             | 83             |
| gemiddelde                       | 16,85                         | 17,45             | 0,75         | 11,34             | 83             |
| benchmark                        |                               |                   |              |                   |                |
| MSCI wereldindex                 | 11,95                         | 13,28             | 0,62         | 10,38             | 83             |

De figuur spreekt voor zich. Hieruit blijkt dat de duurzame fondsen tijdens deze periode slechts fractioneel slechter presteerden dan de MSCI-index. 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 standaarddeviatie 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 daarbij gunstiger (zie voor een nadere uitleg van de ratio het kader op bladzijde 327). Ten slotte presenteert tabel 1 een mate van het neerwaartse 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 standaarddeviatie van negatieve rendementen.

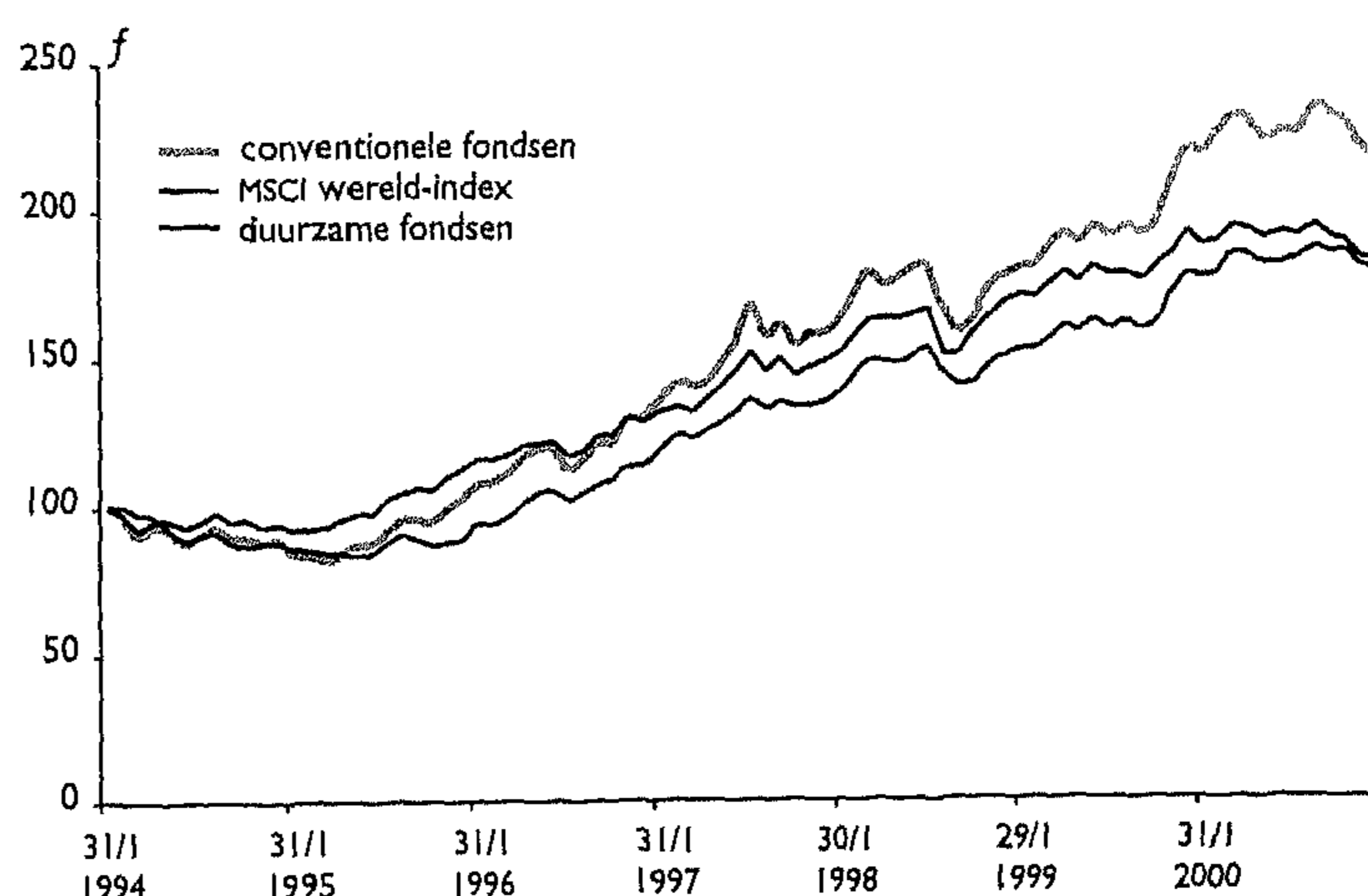
Uit deze tabel valt af te leiden dat er nogal grote verschillen bestaan tussen de duurzame fondsen onderling. Zo levert het Triodos Meerwaardefonds slechts een rendement van 4,37 procent op, terwijl een belegger in het ASN Aandelenfonds zijn belegging jaarlijks met bijna 23 procent had zien toenemen. Een gelijkgewogen portefeuille van deze zes duurzame fondsen zou bijna 5,5 procent minder rendement behaald hebben dan een portefeuille bestaande uit de zes 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 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 wereld-index, die beide categorieën fondsen moet laten voorstaan wat betreft Sharpe-ratio.

### Corrigeren voor beleggingsstijl

In een bijdrage aan dit blad van J. ter Horst, T. Nijman en F. DeRoon werd terecht opgemerkt dat de prestaties van specifieke beleggingsfondsen gemeten dienen te worden ten opzichte van de door hun gevolgde beleggingsstijl<sup>3</sup>. Dit zou beter zijn dan het naïef vergelijken met een standaard aandelenindex,

Figuur 1. Rendementsontwikkeling van f 100 belegd in respectievelijk conventionele fondsen, duurzame fondsen en de MSCI wereld-index, januari 1994 - december 2000



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

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

Tabel 2. Abnormale rendementen van duurzame en conventionele fondsen op basis van Jensen's alpha en verklaringsgraad<sup>a</sup>, januari 1994 - december 2000

| duurzame fondsen                 |                                  |                               |                                  |                               |
|----------------------------------|----------------------------------|-------------------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| fondsnaam                        | world benchmark                  |                               | regionale benchmark              |                               |
|                                  | abnormaal rendement <sup>b</sup> | R <sup>2</sup> <sub>adj</sub> | abnormaal rendement <sup>b</sup> | R <sup>2</sup> <sub>adj</sub> |
| Het Andere beleggingsfonds (ABF) | -0,75                            | 0,35                          | -0,68                            | 0,37                          |
| ASN Aandelenfonds                | 10,64 <sup>c</sup>               | 0,50                          | 7,40 <sup>c</sup>                | 0,64                          |
| KBC Eco Fonds                    | 2,15                             | 0,62                          | 1,15                             | 0,63                          |
| Robeco Duurzaam aandelen Fund    | 8,71                             | 0,81                          | 5,22                             | 0,84                          |
| SNS Eco Aandelenfonds            | 5,28                             | 0,51                          | 0,82                             | 0,68                          |
| Triodos Meerwaardefonds          | -1,01                            | 0,48                          | -2,94                            | 0,52                          |
| <b>gemiddelde</b>                | <b>2,31</b>                      | <b>0,65</b>                   | <b>0,54</b>                      | <b>0,72</b>                   |
| conventionele fondsen            |                                  |                               |                                  |                               |
| ABN AMRO Global Equity Fund      | 8,86                             | 0,80                          | 7,59                             | 0,83                          |
| Fortis OBAM                      | 3,43                             | 0,69                          | 3,36                             | 0,81                          |
| GIM World Equity Fund            | 1,30                             | 0,48                          | 1,74                             | 0,54                          |
| ING Bank Global Fund             | 2,60                             | 0,77                          | 0,93                             | 0,84                          |
| OHRA Aandelen Fonds              | 6,14                             | 0,68                          | 7,18                             | 0,71                          |
| Robeco                           | 3,58                             | 0,77                          | 4,56                             | 0,80                          |
| <b>gemiddelde</b>                | <b>3,60</b>                      | <b>0,77</b>                   | <b>2,85</b>                      | <b>0,85</b>                   |

a. Verklaringsgraad = R<sup>2</sup><sub>adj</sub>

b. Op jaarbasis.

c. Significant bij 95% betrouwbaarheidsniveau.

zoals de hiervoor gebruikte MSCI-index. Als een fonds namelijk bepaalde landen over- dan wel onderweegt ten opzichte van de MSCI-index zal de laatste index niet volstaan in het accuraat meten van de performance. Om aan deze kritiek op het gebruik van de MSCI-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 verklarings-

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 verklaringsgraad (R<sup>2</sup><sub>adj</sub>) voor het model met regionale indices. Derhalve zullen we deze laatste cijfers gebruiken bij de bespreking van de resultaten.

Tabel 3. Vergelijking duurzame aandelenfondsen (exclusief ABF en Triodos) met conventionele fondsen, januari 1994 - december 2000

|                       | gemiddeld rendement <sup>a</sup> | standaard-deviatie | Sharpe-ratio | neerwaarts risico | world benchmarks <sup>b</sup> | regionale benchmarks <sup>b</sup> |
|-----------------------|----------------------------------|--------------------|--------------|-------------------|-------------------------------|-----------------------------------|
| duurzame fondsen      | 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                              |

a. Op jaarbasis.

b. Abnormaal rendement op jaarbasis.

kracht hebben dan de brede MSCI wereld-index met vaste gewichten voor de verschillende regio's. Teneinde een verfijnde prestatiemeting 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 vastrentende waarden.

Om te komen tot een voor beleggingsstijl aangepaste prestatievergelijking, maken we gebruik van een door M. Jensen ontwikkelde maatstaf, Jensen's alpha<sup>4</sup>. Hierbij vergelijken we door middel van een regressie voor elk fonds het behaalde rendement met

het rendement op de vijf voornoemde indices (exclusief de MSCI wereld-index)<sup>5</sup>. 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 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 gevogede beleggingsstijl.

In tabel 2 rapporteren we het abnormale rendement (alpha) ten opzichte van de MSCI wereld-index en vervolgens het abnormale rendement ten opzichte van de combinatie van vijf regionale benchmarks.

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 verklaringsgraad (R<sup>2</sup><sub>adj</sub>) 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 en het Triodos Meerwaarde mixfonds, nu nog slechts een kleine 'under-performance' laten zien. De oorzaak hiervan ligt in het feit dat de rendementen van beide fondsen sterk werden beïnvloed door het rendement op de EU Government Bond index, die

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

5. De initiële regressievergelijking luidt daarbij:

$$R_{\text{fonds}} = \alpha + b_1 R_{\text{Europa}} + b_2 R_{\text{Noord-Amerika}} + b_3 R_{\text{Asia-Pacific}} + b_4 R_{\text{CBS}} + b_5 R_{\text{EU governmentbonds}} + u_i$$

waarbij alle rendementen R zijn verminderd met de risicovrije rente.

## De Sharpe-ratio

Een veelgebruikte maatstaf bij de vergelijking van beleggingsfonds-resultaten is de door de Nobelprijswinnaar W.F. Sharpe in 1966 ontwikkelde Sharpe-ratio. Deze ratio geeft een cijfermatige afweging tussen rendement en risico.

**Sharpe ratio = (fondsrendement - risicovrij rendement) / standaarddeviatie van fondsrendement**

Hiertoe nemen we het jaarlijks behaalde fondsrendement dat wordt verminderd met het rendement op een risico vrije belegging, bijvoorbeeld schatkistpapier. Dit wordt vervolgens gedeeld door de standaarddeviatie (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 ratio is dat deze slechts toepasbaar is als vergelijkingsmaatstaf 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 risicomatstaf gebruikt, wordt bij Jensen's alpha de gevoeligheid ten opzichte van een marktindex (beta) als risico beschouwd. De te schatten regressievergelijking is dan

**(fondsrendement - risicovrij rendement) = alpha + beta (markt rendement - risicovrij rendement) + 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 marktindex (bijvoorbeeld de CBS-index).

Wat 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 het marginale rendement dat kan worden toegevoegd aan het (on)vermogen van de fondsmanager om, voor risico gecorrigeerde, abnormale rendementen (out-performance) te behalen. Ten slotte is deze regressievergelijking eenvoudig uit te breiden met meerdere marktindices om rekening te houden met het feit dat fondsen in meerdere regio's beleggen. In het geval van een Nederlands fonds dat internationaal belegd, zouden we naast de CBS-index bijvoorbeeld regionale indices voor Europa, Noord-Amerika en Azië kunnen opnemen.

naast de regionale aandelen indices is opgenomen in de regressievergelijking. Deze invloed is achteraf te verklaren vanwege het simpele feit dat het hier twee mixfondsen 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 belegt in obligaties hiervoor gecompenseerd dienen te worden. Dit is precies wat gebeurd bij het gebruik van Jensen's alpha, het geëiste rendement daalt, wat leidt tot een hoger abnormaal rendement (alpha).

Een blik op de prestaties 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 drie procent beter presteert dan de markt, is de belegger in duurzame fondsen ruim 0,5 procent 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.

Hoewel het lijkt alsof de zes duurzame fondsen samen bijna 2,5 procent 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.

## 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 neerwaartse 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.

**Rogér Otten en Kees Koedijk**