

# Visiestuk: Duurzaamheid, rendement en de langetermijnbelegger

Maurice Versaevel

20 januari 2017



## Inleiding

Grote Nederlandse pensioenfondsen hebben het afgelopen decennium in belangrijke mate de principes van verantwoord en duurzaam beleggen omarmd. Dat is begrijpelijk gezien de langetermijnhorizon die pensioenkapitaal kent. PGGM vertaalt dat zo: verantwoord belegd pensioenvermogen draagt bij aan een goed pensioen én een leefbaardere wereld. Zo'n 'waardevolle toekomst' draait om meer dan geld alleen.

Het rendement dat op pensioenbeleggingen wordt behaald, levert echter wel een belangrijke bijdrage aan de toekomstige pensioenuitkeringen. Het beleggen van pensioengelden maakt het mogelijk dat iedere euro premie die een pensioendeelnemer inlegt, aanzienlijk meer waard kan worden. Dit roept de vraag op: zijn duurzaam beleggen en het halen van rendement noodzakelijkerwijs met elkaar in strijd? Is het wel mogelijk om beide doelen tegelijk te na te streven?

Naar dergelijke vragen is ondertussen veel wetenschappelijk onderzoek gedaan. We maken het onszelf gemakkelijker als we de hoofdvraag "loont duurzaam beleggen?" uitsplitsen in enkele deelonderwerpen. We onderscheiden daartoe de volgende deelvragen, die we vervolgens één voor één zullen bespreken:

1. Leidt duurzaam ondernemen tot hogere bedrijfswinsten en meer welvaartscreatie dan minder duurzaam ondernemen?
2. Kunnen beleggers méér rendement halen als zij beleggen in duurzamere ondernemingen?
3. Gaat duurzaamheid niet per definitie ten koste van het rendement bij het samenstellen van een beleggingsportefeuille?
4. Wat is de impact van (duurzaam) beleggen op de wereld?

Bij het bespreken van deze deelvragen wordt telkens dezelfde structuur gehanteerd. Eerst wordt besproken in hoeverre we iedere deelvraag op basis van beschikbare academische literatuur kunnen beantwoorden. Vervolgens kijken we naar de resultaten op basis van empirisch onderzoek, indien beschikbaar. In een afsluitende paragraaf kijken we terug op de bredere vraag "loont duurzaam beleggen?" en wordt een slotconclusie geformuleerd.

# 1. Relatie duurzaam ondernemen en ondernemingsprestaties

*Deelconclusie: in de academische literatuur wordt over het algemeen een positieve relatie tussen duurzaamheid en bedrijfsprestaties gevonden. Duurzame ondernemingen presteren doorgaans beter dan minder duurzame ondernemingen. Milieurampen en mensenrechtenschendingen kunnen een sterk negatieve invloed hebben op de bedrijfsresultaten. Verder hebben grote, universele langetermijnbeleggers er baat bij, wanneer ondernemingen geen kosten op de maatschappij afwentelen. Dit kan de bedrijfswinsten van andere ondernemingen in de portefeuille negatief beïnvloeden.*

De eerste vraag die aan de orde komt, is de vraag of duurzaam ondernemen tot betere bedrijfsprestaties leidt. Dit vraagstuk is gerelateerd aan de meer fundamentele kwestie of ondernemingen zich moeten richten op het maximaliseren van hun winst en daarmee de uitkering naar aandeelhouders; of hebben ondernemingen ook een verantwoordelijkheid naar de samenleving toe? En valt daarbij te verwachten dat het nemen van deze verantwoordelijkheid ten koste gaat van de bedrijfsprestaties en – in bredere zin – de welvaartscreatie?

## 1.1 Duurzaamheid en welvaartscreatie

Lange tijd was de heersende opvatting dat iedere onderneming alles op alles moest zetten om de eigen bedrijfswinsten te maximaliseren – weliswaar binnen de kaders van wet- en regelgeving, maar zonder extra verantwoordelijkheden – en daarmee het rendement van de aandeelhouder op langere termijn te maximaliseren. Dit wordt ook wel de Friedman-doctrine genoemd, naar een ingezonden artikel van Milton Friedman (1970) waarin hij de voornaamste elementen van deze filosofie uiteenzet. Hoewel ontegenzeggelijk de basis van een kapitalistisch stelsel, zijn er wel wat kanttekeningen te plaatsen bij een te simplistische interpretatie van vrijemarkteconomie.

Zo beschrijft Coase (1960) de negatieve effecten die ondernemingen op de maatschappij kunnen afwentelen, zonder daarvoor zelf (volledig) de kosten te dragen: zogeheten negatieve externaliteiten. In de academische literatuur kwam daarop geleidelijk een onderzoeksstroming op gang waarin de verantwoordelijkheid van ondernemingen breder werd opgevat dan enkel het maximaliseren van bedrijfswinsten. Zij dienen rekening te houden met al hun *stakeholders*, zoals werknemers, klanten, toeleveranciers en de gemeenschappen waarin zij opereren (Freeman, 1984). Het voornaamste en wellicht meest intuïtieve argument om een bredere opvatting van *stakeholder theory* aan te nemen, is dat van *Shared Value* (Porter en Kramer, 2011): door rekening te houden - of zelfs samen te werken - met stakeholders wordt de totale welvaartscreatie voor alle betrokkenen vergroot. Door ondernemen niet te beschouwen als een zero-sum game, waarbij de winst van de ene speler het verlies is van de andere en vice versa, worden constructievere vormen van zakendoen ineens veel aantrekkelijker. Economie is lang opgevat als een discipline waarin winstmaximalisatie, eigenbelang en competitie de boventoon voerden. Uiteraard spelen deze motieven een rol, maar de samenleving is in essentie gebaseerd op samenwerking. Samenwerking uit eigenbelang. Onderzoek uit andere academische disciplines

suggereert ook dat samenwerking geen toevallig randverschijnsel is, maar in veel gevallen spontaan kan ontstaan en dat alle betrokken partijen hiervan kunnen profiteren (Axelrod, 2006).

Voor grote institutionele beleggers die veel vermogen voor langere termijn moeten beleggen, zoals Nederlandse pensioenfondsen, is de creatie van shared value van voornaam belang. Dit type belegger wordt ook wel een 'universal owner' genoemd (Mattisson, Travis en Van Ast, 2011). Om pensioenfondsen als uitgangspunt te nemen: zij beleggen doorgaans in duizenden ondernemingen, in allerlei landen en sectoren en bezitten daarmee een dwarsdoorsnede van de brede economie. Als iedere onderneming alleen eigen winstmaximalisatie nastreeft en daarbij maatschappelijke kosten (externaliteiten) afwentelt op andere ondernemingen waarin we beleggen, heeft dat een drukkende werking op het totale rendement van een pensioenfonds. Stel, we beleggen in twee ondernemingen, A en B, beide met gelijke winst. Onderneming A vervuult het water wat onderneming B nodig heeft voor zijn productieproces. Voor onderneming A betekent dit een besparing van 1% van de winst, omdat het geen filters in de productiemachines hoeft te plaatsen. Maar voor onderneming B betekent deze situatie 5% winstverlies, omdat B het water eerst moet reinigen voor gebruik en dit veel omslachtiger is dan zuivering bij de bron. Voor een universeel belegger, in A en B, betekent dit op het totale portefeuilleniveau derving van winst. Als A het water niet langer zou vervuilen, wordt de iets lagere winst van A ruimschoots gecompenseerd door de hogere winst van B. Uiteindelijk heeft de maatschappij voor een eerlijkere en optimalere welvaartscreatie meer baat bij een economie waarin ondernemingen samen een zo groot mogelijke taart creëren, dan een systeem waarin ondernemingen hun eigen taartpunt zo groot mogelijk willen maken, ten koste van de hele taart.

## 1.2 Duurzaamheid en materiële ESG-factoren

Tot dusver hebben we de toegevoegde waarde van duurzaamheid besproken op niveau van het bredere economie, waarbij aandacht voor duurzaamheid past bij meer welvaartscreatie. Maar natuurlijk past binnen een goed functionerende markteconomie dat ondernemingen hun bedrijfsvoering zo efficiënt mogelijk organiseren. En ook op dit niveau hoeft duurzaamheid geen kostenpost te zijn, maar kan het positief bijdragen aan het presteren van de individuele onderneming. Een eenvoudig voorbeeld is dat van energie-efficiëntie: door efficiënter met energie om te gaan, kan een onderneming zijn energierekening en daarmee de kosten van bedrijfsvoering reduceren, en vermindert daarbij tegelijkertijd zijn negatieve impact op het milieu. Zo zijn er – theoretisch gezien – tal van manieren te bedenken waarop duurzaam ondernemen positief kan bijdragen aan de winst van de onderneming (Porter en Kramer, 2006).

## 1.3 Empirisch bewijs

Presteren duurzame ondernemingen inderdaad beter? De relatie tussen duurzaamheid en bedrijfsprestaties is uitgebreid onderzocht, op allerlei verschillende maatstaven voor bedrijfsprestaties, waaronder bedrijfswinsten, winstmarges en Return on Equity (de rentabiliteit van aandelenkapitaal). Een literatuurstudie van Oxford University en Arabesque Asset Management (Clark, Feiner en Viehs, 2014) vindt bij 88% van de 49 onderzochte studies een positieve relatie tussen duurzaamheidsfactoren en bedrijfsprestaties. Wellicht meer aansprekend en overtuigend dan statistische bevindingen, zijn enkele casussen waarin ondernemingen een incident op milieu of sociaal gebied hebben veroorzaakt. In bepaalde gevallen had dit een substantieel negatief effect op de boek- en marktwaarde van de betrokken ondernemingen (Heal, 2004). Een bekende voorbeeld

is dat van de Deepwater Horizon olieramp van BP. Financiële markten reageerden gelijk scherp negatief op deze gebeurtenis en ook op langere termijn zijn er als gevolg van schadevergoedingen negatieve effecten te verwachten (Klein, 2015). Uiteraard is voorspelbaarheid van incidenten uitermate moeilijk, maar de negatieve gevolgen van deze gebeurtenissen voor de bedrijfsprestaties onderstreept des te meer het belang voor ondernemingen om sensitief te zijn voor de omgeving waarin zij opereren en dat het negeren van deze realiteit materiële kosten met zich mee kan brengen. Er is zodoende behoorlijk bewijs voor de stelling dat duurzaamheid positief gerelateerd is aan bedrijfsprestaties.

## 2. Relatie duurzaam beleggen en rendementen

*Deelconclusie: de relatie tussen duurzaamheid en rendement is complex om te onderzoeken, vanwege de dynamische aard van financiële markten. Een vrij ruime meerderheid van de studies duidt op een positieve relatie tussen duurzaamheidskenmerken en positieve historische overrendementen. Het is echter niet gezegd dat deze rendementen ook in de toekomst nog te halen zijn. Verder geven de bevindingen op gebied van 'sin stocks' aanleiding om voorzichtigheid te betrachten op dit vlak. Wat we met meer zekerheid kunnen concluderen is dat het idee dat duurzaamheid per definitie rendement zal kosten, niet houdbaar is.*

In de vorige paragraaf hebben we vastgesteld dat duurzaam ondernemen een positief effect kan hebben op de bedrijfsprestaties. De vervolgvraag is: kunnen wij als belegger daarvan profiteren? De reden dat we deze twee vragen uit elkaar hebben gehaald, is dat goede bedrijfsprestaties zich niet automatisch vertalen in goede beleggingen. We komen hier op het terrein van financiële markten waar nog veel vragen onbeantwoord zijn. Maar laten we eens verkennen welke mogelijkheden er zijn.

Om te beginnen met een ideale wereld: een wereld met perfect functionerende financiële markten, waarin marktprijzen te allen tijde de intrinsieke, fundamentele waarde van ondernemingen reflecteren (Statman, 2010). Als we inderdaad in zo'n wereld zouden leven, zou ook de voor marktprijzen relevante duurzaamheidsinformatie in de prijs zijn verwerkt. Het heeft dan geen nut voor een belegger om eigen duurzaamheidsonderzoek te gaan doen. Deze informatie is immers als gevolg van de collectieve kennis van marktpartijen in de aandelenkoers opgenomen. Concreet betekent dit, dat wanneer een onderneming die duurzaamheid hoog in het vaandel heeft staan en daardoor stabielere en hogere inkomsten kan genereren, financiële markten dit tijdig in de gaten hebben en beleggers een hogere prijs voor de aandelen eisen. Oftewel, de koers van het aandeel zal stijgen.

De discussie over de mate waarin markten efficiënt zijn, is nog volop aan de gang, zowel in academische kringen als onder beleggers. De discussie gaat echter vooral over *de mate* van efficiëntie: dat markten zich volledig perfect en rationeel zouden gedragen wordt veelal weinig realistisch gevonden (zie onder meer Grossman en Stiglitz, 1980; Lo, 2004; Statman, 2010). Dit

suggereert dat duurzaamheidsfactoren niet in alle gevallen juist, tijdig en/of volledig in marktprijzen worden meegenomen. Er valt wat voor te zeggen dat dit juist voor duurzaamheid geldt: door beleggers wordt immers vaak aangegeven dat er zo weinig degelijke informatie op gebied van duurzaamheid beschikbaar zou zijn en dat goede raamwerken voor analyse ontbreken. Hoe kan in geval van inadequate informatievoorziening van markten worden verwacht dat zij duurzaamheidsinformatie efficiënt incorporeren? In dat geval is het voor beleggers theoretisch mogelijk betere analyses op duurzaamheid uit te voeren en daardoor 'ondergewaardeerde' ondernemingen te kopen voordat andere marktpartijen van deze onderwaarding op de hoogte zijn. Keerzijde van dit perspectief is dat het ook mogelijk is, dat, wanneer duurzaamheid een 'hype' wordt waar vele beleggers in mee gaan, duurzame ondernemingen overgewaardeerd kunnen raken. Dit betekent dat een belegger die niet oplet of geen oog heeft voor waarderingen - en te laat instapt - juist rendement kan verliezen door in duurzamere ondernemingen te beleggen.

Ten slotte geldt dat van sommige duurzaamheidsthema's pas op langere termijn materiële effecten op de bedrijfsprestaties en daarmee op de aandelenkoers kan worden verwacht. Neem een thema zoals klimaatverandering. Het is niet precies duidelijk wanneer fysieke, technologische en beleidsmatige gevolgen van klimaatveranderingen materiële invloed op financiële markten hebben (als dit niet al het geval is). Ook dit gegeven maakt het lastig om de materialiteit van duurzaamheid vast te stellen en daarmee de meerwaarde voor beleggers. Wat in het verleden niet materieel was, kan in de toekomst wel materieel worden. Dit kan moeilijk worden aangetoond met studies op basis van historische data.

## 2.1 Empirisch bewijs

Omdat het onderzoek naar de fundamentele werking van financiële markten nog in volle gang is, is het onmogelijk om definitief te bewijzen dan wel ontkrachten dat duurzaamheid ook voor een belegger loont. Niettemin is er veel empirisch onderzoek uitgevoerd naar historische rendementen van duurzame ondernemingen en duurzame beleggingsfondsen. Twee literatuurstudies tonen overwegend positieve resultaten. De ene studie (Clark, Feiner en Viehs, 2014) vindt in 80% van de onderzochte studies een positief verband tussen duurzaamheidsfactoren en aandelenrendement. De andere studie, uitgevoerd door Fulton, Kahn en Sharples (2012) namens Deutsche Bank, vindt ook in een grote meerderheid van de gevallen een positieve relatie tussen duurzaamheid en aandelenrendement, zowel voor individuele aandelen als voor duurzaamheidsfondsen.

De positieve relatie tussen duurzaamheid en rendement gaat echter niet altijd op. Uit analyses van de historische rendementen van zogeheten 'sin stocks' (bedrijven in moreel twijfelachtige sectoren, zoals tabak, wapens, etc.) blijkt dat deze over het algemeen betere rendementen laten zien dan de brede marktindex (Hong en Kacperczyk, 2009). De auteurs vermoeden dat dit juist een gevolg kan zijn van het feit dat veel beleggers dit type aandelen links laten liggen, omdat zij hier niet mee geassocieerd willen worden. Door het negeren van deze aandelen wordt de aandelenkoers structureel gedrukt en wordt de onderneming relatief goedkoop (zie ook deelvraag #4, even verderop). Beleggers zonder duurzaamheidsopvattingen, betalen dan een lagere prijs voor een gegeven hoeveelheid bedrijfswinst. Wel geldt dat screening op 'product betrokkenheid' maar één element van duurzaam beleggen is, dus deze uitkomsten kunnen niet worden opgevat als representatief voor de algehele relatie tussen duurzaamheid en rendement. Bovendien is de definitie van 'sin stocks' in sommige onderzoeken breder getrokken dan waar de meeste mensen

aanstoot aan zullen nemen. Zo wordt in Fabozzi, Ma en Oliphant (2008) niet alleen productie van alcohol meegenomen als 'zondig', maar ook distributie en verkoop ervan, wat effectief tot uitsluiting van allerlei supermarkten, winkelketens en vervoerders zal leiden. Hoe dan ook zijn de bevindingen vanuit het onderzoek naar 'sin stocks' belangrijk om een volledig beeld van de relatie tussen duurzaamheid en rendement te krijgen.

Een tweede kanttekening wordt geplaatst in een studie van Derwall, Koedijk en Ter Horst (2010). Zij vinden over langere periode een positief effect van duurzaamheid op rendement, maar observeren dat dit positieve effect geleidelijk kleiner wordt. Dit is in lijn met de notie dat financiële markten adaptief van aard zijn. Als marktpartijen tot de conclusie komen dat (sommige) duurzaamheidskarakteristieken materieel zijn, is het aannemelijk dat deze meer en meer worden meegenomen in reguliere beleggingsbeslissingen. Ook onderscheiden Derwall et al. in hun studie duurzame beleggers die meer vanuit waarden gedreven zijn van beleggers die gericht materiële duurzaamheidsfactoren meewegen in beleggingen. De laatstgenoemde categorie zoekt expliciet naar materiële factoren en houdt geen rekening met ethisch-morele overtuigingen. In de praktijk zullen veel duurzame beleggers overigens kenmerken van beide groepen bezitten. Niettemin is het een belangrijk onderscheid om te maken. Deze groepen zullen een andere weging geven aan maatschappelijk dan wel financieel rendement, indien ze voor deze keuze gesteld worden.

### 3. Verwacht rendement en het samenstellen van een goede beleggingsportefeuille

*Deelconclusie: het lijkt niet aannemelijk dat aanvullende criteria zoals duurzaamheid een versturende werking hebben op het samenstellen van een beleggingsportefeuille. Bij het construeren van een goede portefeuille komen zowel kwantitatieve analyses als meer kwalitatieve inschattingen kijken. Ook duurzaamheidscriteria kunnen daarin een plek hebben. Het idee dat elke afwijking van maximalisatie van risico/rendement ook ten koste van risico/rendement moet gaan, is moeilijk te staven. Dat portefeuilleconstructie per definitie verbetert door rekening te houden met duurzaamheid, is echter ook niet te stellen.*

Los van de vraag of duurzaamheid gepaard gaat met een hoger of lager rendement, zouden beleggers zich bij het samenstellen van de beleggingsportefeuille niet gewoon enkel en alleen moeten richten op het maximaliseren van verwacht rendement bij een bepaald risicoprofiel? Wiskundige technieken voor optimalisatie leren ons dat het niet mogelijk is om zowel rendement als duurzaamheid in gezamenlijkheid te optimaliseren en een *hoger* rendement te verwachten dan wanneer enkel rendement wordt gemaximaliseerd. Het kan hooguit gelijk zijn; het toevoegen van extra doelstellingen of randvoorwaarden zal vanuit dit perspectief naar verwachting juist ten koste gaan van rendement.

Hoewel er niets is aan te merken op de wiskundige technieken van optimalisatie an sich, ligt de werkelijke uitdaging voor de belegger in het vaststellen van de parameters die dienen als input

voor de optimalisatie en het interpreteren van de resultaten. Een voornaam punt van aandacht is dat een optimalisatieprocedure een uitkomst geeft die enkel optimaal is voor de gebruikte dataset. Dit kunnen historische data zijn, vooruitkijkende inschattingen van analisten, gesimuleerde data of (conditionele) combinaties van deze informatie (zie bijvoorbeeld de technieken van Black en Litterman (1992)). Het is vervolgens aan de belegger om te beslissen of de uitkomsten van de optimalisatie ook in de toekomst relevant zijn en een toets op out-of-sample betrouwbaarheid uit te voeren. Portefeuilles op basis van 'naïeve' optimalisaties kunnen zich in realiteit heel anders gedragen dan op basis van de initiële uitkomsten werd verwacht (Michaud, 1989). Ook onderzoek naar de dynamische, non-stationaire kenmerken van financiële markten is in dit kader relevant, omdat bepaalde parameters die voor optimalisatie impliciet dan wel expliciet benodigd zijn (zoals correlaties en volatiliteit) niet stabiel blijken te zijn (Schmitt, Chetalova, Schäfer en Guhr, 2013). Professionele beleggers zijn zich hier veelal terdege van bewust en nemen daarom aanvullende checks in de portefeuilleconstructie mee. Dit betekent echter wel dat het optimaliseren van een portefeuille, puur en alleen op verwacht risico/rendement, al helemaal niet zo eenvoudig is als het misschien klinkt.

Bovendien geldt dat rendement niet de enige component is die belangrijk is voor een belegger. Een "stabiel en robuust rendement" komt al een stap dichterbij in de buurt: stabiel en robuust kan betekenen dat een belegger alleen risico neemt als daar een passende vergoeding (rendement) tegenover staat en dat de beleggingsportefeuille in verschillende toestanden van de 'wereld' zo goed mogelijk blijft presteren en niet slechts enkel goed presteert in een wereld van bijvoorbeeld lage rente, of stijgende aandelenmarkten. Hier valt invulling aan te geven door te spreiden over verschillende beleggingscategorieën en daarbinnen over sectoren, landen en andere factoren. Ook factoren als liquiditeit, schaalbaarheid en beleggingskosten zijn relevante ontwerpparameters voor een beleggingsportefeuille. Voor beleggers met een maatschappelijke functie, zoals pensioenfondsen, is het voorkomen van onnodige complexiteit vaak ook gewenst.

Aangezien portefeuilleconstructie geen puur kwantitatieve en één-dimensionale aangelegenheid is, is het meewegen van duurzaamheidscriteria een stuk minder verstorend dan soms wordt verondersteld. Sterker nog, duurzaamheidscriteria passen uitstekend bij de kwalitatieve toets die op een beleggingsportefeuille plaatsvindt op criteria anders dan rendementsmaximalisatie en die de robuustheid van een portefeuille kan verbeteren.

### 3.1 Empirisch bewijs

Het aantal publicaties dat zich specifiek op de relatie tussen duurzaamheid en portefeuilleconstructie richt, is relatief beperkt. Hier zit natuurlijk ook gauw enige overlap met deelvraag #2, waar naar de bredere relatie tussen duurzaamheid en rendement werd gekeken (niet specifiek gericht op portefeuilleconstructie). In het Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015 beschrijven Dimson, Marsh en Staunton (2015) twee studies die in dit kader interessant zijn. In deze studies wordt het beleggingsuniversum op basis van duurzaamheidscriteria ingeperkt en worden algemeen bekende methoden toegepast om portefeuilles samen te stellen. De auteurs vinden dat de gevolgen van de duurzaamheidsrestricties nagenoeg verwaarloosbaar zijn. Zij concluderen dat de effecten zo klein zijn, doordat er nog meer dan genoeg ondernemingen overblijven om in te beleggen. Een andere studie (Versaavel, 2015), bestudeerde de relatie tussen reputatierisico voortkomend uit duurzaamheidsincidenten enerzijds



en de marginaal afnemende meerwaarde van diversificatievoordelen anderzijds. Door deze twee criteria expliciet tegen elkaar af te wegen ontstaat de mogelijkheid om het aantal ondernemingen in een beleggingsportefeuille beheerst te verminderen, met behoud van het oorspronkelijke risico/rendementsprofiel, tegen een beter duurzaamheidsprofiel. Belangrijke voorwaarde is in dat geval wel de mate van concentratie van de duurzaamheidsfactoren – indien duurzaamheidskenmerken gelijk over alle ondernemingen zijn verdeeld, heeft screening hierop ook geen zin.

## 4. De impact van (duurzaam) beleggen op de wereld

*Deelconclusie: het is niet eenvoudig om de impact die beleggers op de reële economie hebben, exact vast te stellen en te becijferen. Maar tenzij de invloed die beleggers via secundaire markten (zoals de aandelenbeurs) hebben op de reële economie echt tot nul wordt gereduceerd, volgt logischerwijs dat de beleggingskeuzes van beleggers met duurzame preferenties échte effecten op échte bedrijven hebben. De sturende kracht van geld wordt hiermee ingezet in de richting van ondernemingen die duurzamer opereren, minder kosten op de maatschappij afwentelen en daarmee op lange termijn meer waarde creëren voor zowel onszelf als belegger als voor de bredere maatschappij.*

De laatste deelvraag die aan de orde komt, gaat over de vraag hoe groot de invloed van beleggers op de wereld is. Deelvragen #2 en #3 gingen over de invloed van de wereld op de beleggingsportefeuille. Deze deelvraag beschouwt de omgekeerde relatie: wat is de invloed van de beleggingsportefeuille op de wereld? Dit is geen triviale kwestie. Indien de impact van verantwoord beleggen op de echte wereld nul is, heeft het ook weinig zin om hier tijd en energie aan te besteden. Dit onderwerp is in grotere mate dan de eerder besproken vraagstukken, onontgonnen terrein. Voor een gemakkelijkere bespreking onderscheiden we op hoofdlijnen twee activiteiten: de invloed die beleggers hebben via beleggingsbeslissingen enerzijds en anderzijds andere vormen van invloed, zoals dialoog met ondernemingen en het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen.

### 4.1 Impact van beleggingsbeslissingen

Als het gaat om de invloed die beleggers hebben via beleggingsbeslissingen, is ook deze vraag niet helemaal los te zien van de bredere vraag hoe financiële markten opereren. Immers, in volledig rationele en efficiënte markten is afwijking van de marktprijzen in evenwicht, waarbij de toekomstige kasstromen van ondernemingen correct verdisconteerd zijn op basis van alle beschikbare informatie, per definitie niet mogelijk. Minder strikte aannames van marktefficiëntie maken invloed door een groep verantwoorde beleggers wel mogelijk. Maar ook hier bestaan alternatieve verklaringen. Als we ons beperken tot bespreking van gedrag van beleggers op publieke aandelenmarkten, gaat een verkooptransactie van de duurzame beleggers in een 'sin stock' gepaard met een aankooptransactie van een andere belegger die indifferent is aangaande duurzaamheid. De aandelen zijn van eigenaar gewisseld, maar in de wereld is niets veranderd.

Dit is echter een vrij beperkte benaderingswijze, aangezien enkel de directe effecten worden beschouwd. In een studie van Bond, Edmans en Goldstein (2012) worden de indirecte effecten van transacties op secundaire markten (zoals publieke aandelenmarkten) onderzocht. Deze auteurs beschrijven een theoretisch raamwerk waarin gedrag op secundaire markten via prijsvorming wel degelijk effecten kan hebben op de reële economie.

Een structureel lagere vraag naar aandelen kan een drukkend effect op koersen hebben. Dit heeft, in theorie althans, tal van vervelende consequenties voor een onderneming. Een structureel lagere koers verhoogt de financieringskosten van een onderneming. Bovendien zijn beloningspakketten van de bestuurders van veel ondernemingen (ten dele) gekoppeld aan de koersontwikkeling. Een lagere koers leidt zodoende tot een lagere beloning van bestuurders. En ten derde is een onderneming die op de beurs structureel laag gewaardeerd is, een gemakkelijke prooi voor overnamepartijen. Duurzamere ondernemingen, die volgens deze gedachtegang gemakkelijk aan financiering kunnen komen, nemen dan de minder duurzame ondernemingen over en integreren deze in hun duurzame bedrijfsmodel. Zie ook Heinkel, Kraus en Zechner (2001) voor een illustratie van de mogelijke invloed van beleggers op ondernemingsgedrag, met name gericht op het analyseren van de invloed van uitsluitingen.

## 4.2 Empirisch bewijs

In de eerder genoemde literatuurstudies van Fulton et al. (2012) en Clark et al. (2014) is ook gekeken naar de financieringskosten van duurzamere versus minder duurzame ondernemingen. Uit de meeste studies blijkt dat de minder duurzame ondernemingen inderdaad hogere financieringskosten hebben, ook wanneer wordt gecorrigeerd voor allerlei factoren. Dit betekent dat minder duurzame ondernemingen meer moeten betalen om eenzelfde hoeveelheid kapitaal op te halen, wat hun bedrijfsvoering kan bemoeilijken – of in ieder geval niet vergemakkelijkt.

## 4.3 Actief aandeelhouderschap: stemrecht en dialoog

Ook zonder aandelen te kopen of verkopen kunnen beleggers invloed uitoefenen. Beleggers in aandelen van beursgenoteerde ondernemingen hebben formeel stemrecht op aandeelhoudersvergaderingen. Verder kunnen zij vanuit hun positie als eigenaar gesprekken met de onderneming voeren. Voor beleggers die duurzaamheid belangrijk vinden, betekent dit dat zij hun zorgen en aandachtspunten met betrekking tot duurzaamheid bij de onderneming op de agenda kunnen zetten en periodiek kunnen informeren of er voldoende voortgang op deze dossiers wordt geboekt. Dit wordt ook wel 'actief aandeelhouderschap' genoemd.

De dialoog met ondernemingen kan een krachtig middel zijn om concrete veranderingen bij ondernemingen te bewerkstelligen. Als een onderneming zich na dialoog met een belegger duurzamer gaat gedragen, dan is dit concrete, positieve impact op de wereld. Dit is directer dan via beleggingsbeslissingen, vanwege de hierboven beschreven indirecte relatie tussen de aan- of verkooptransactie en de gedragsverandering. Dimson, Karakas en Li (2015) geven een uitgebreide beschouwing op een aantal van de meeste relevante vragen omtrent actief aandeelhouderschap. Zo blijkt uit hun resultaten dat wanneer beleggers gezamenlijk optreden in hun engagement (zogenoeten 'collaborative engagements', bijvoorbeeld onder de vlag van de UNPRI (United Nations Principles for Responsible Investment)), de kans vergroot dat de gewenste gedragsverandering bij ondernemingen optreedt.

## Conclusie: loont duurzaamheid?

Uit bovenstaande bespreking van de relatie tussen duurzaamheid en beleggingsrendement blijkt wel dat de vraag "loont duurzaamheid?" nog niet definitief te beantwoorden is. De onderzoeksagenda op gebied van duurzaam beleggen en de werking van financiële markten in het algemeen, is nog relatief jong. De onderzoeksresultaten tot dusver bieden handvatten voor voorzichtige conclusies, maar diepgaander vervolgonderzoek is absoluut nodig.

Wat kunnen we op basis van deze bespreking concluderen? Een substantiële meerderheid van het beschikbare onderzoek leert dat duurzame ondernemingen betere bedrijfsprestaties laten zien dan minder duurzame ondernemingen. De intuïtie hiervoor is ook helder. Duurzaam handelen kan de onderneming geld opleveren, wanneer duurzaamheid en efficiënter opereren hand in hand gaan bijvoorbeeld. Verder zijn langetermijnbeleggers met breed gespreide beleggingsportefeuilles, zoals pensioenfondsen, er niet bij gebaat wanneer ondernemingen in excessieve mate kosten op de maatschappij afwentelen. Het is aannemelijk dat dit hoe dan ook de bedrijfswinsten van andere ondernemingen in de portefeuille negatief zal beïnvloeden.

Of duurzame beleggingen ook een beter rendement opleveren, is minder eenduidig te beantwoorden. Het empirisch onderzoek blijkt op dit vlak behoorlijk positief. Ondernemingen die beter scoren op duurzaamheidskenmerken, bieden volgens de resultaten van veel studies een beter rendement dan minder duurzame ondernemingen. Vanwege de dynamische aard van financiële markten moeten we echter voorzichtig zijn bij het doortrekken van deze verwachtingen naar de toekomst. Financiële markten zijn misschien niet perfect rationeel, ze zijn wel adaptief en in staat om veel informatie te verwerken. Zo kan de toegenomen aandacht voor duurzaamheid betekenen dat ook duurzaamheidskenmerken beter door markten worden meegewogen, waarmee in het verleden geobserveerde overrendementen in de toekomst niet meer te oogsten zijn: markten hebben duurzaamheid dan ingeprijsd. Een belegger die duurzaamheid én rendement belangrijk vindt, zoals PGGM, zal de marktomstandigheden en de beleggingsportefeuille voortdurend in de gaten moeten houden om alert te blijven op dergelijke ontwikkelingen.

Ten slotte geldt dat er overtuigende aanwijzingen zijn dat een duurzame belegger reële impact op de wereld heeft. Het is dus geen verspilde energie. Deze effecten zijn vaak indirect en daarmee moeilijk te onderzoeken. Maar zelfs indien we de methodologische complexiteit van het aantonen van dit effect even links laten liggen, geldt dat de intuïtie van de bijdrage van de duurzame belegger vrij sterk is. Tenzij de invloed die beleggers via secundaire markten (zoals de aandelenbeurs) hebben op de reële economie echt tot nul wordt gereduceerd, volgt logischerwijs dat de beleggingskeuzes van beleggers met duurzame preferenties échte effecten op échte bedrijven hebben. De sturende kracht van geld wordt hiermee ingezet in de richting van ondernemingen die duurzamer opereren, minder kosten op de maatschappij afwentelen en daarmee op lange termijn meer waarde creëren voor zowel onszelf als belegger als voor de bredere maatschappij.

Al met al biedt de bestudeerde academische literatuur een steun in de rug voor beleggers die actief met duurzaamheid bezig zijn. Duurzaam beleggen hoeft geen geld te kosten. Maar zoals dat ook voor 'regulier' beleggen geldt, moeten we alert blijven op veranderende marktomstandigheden,

opdat we ons niet laten verrassen. We moeten blijven werken aan het verhogen van duurzaamheidsstandaarden in de markt, zodat beschikbaarheid en vergelijkbaarheid van relevante, bruikbare duurzaamheidsdata wordt vergroot. We moeten blijven werken aan slimme manieren om duurzaamheid mee te wegen in het ontwerp en implementatie van de beleggingsportefeuille. En laten we dit vooral niet alleen doen. Een multi-stakeholder benadering van beleggers, academici, ondernemingen, overheid, NGOs en andere stakeholders kan ons begrip van duurzaam beleggen sneller naar een hoger niveau tillen.

## Referenties

- Axelrod, R. (2006), *The Evolution of Cooperation* (Revised ed.), Perseus Books Group
- Black, F., Litterman, R. (1992). Global Portfolio Optimization. *Financial Analysts Journal*, Vol. 48(5), pp. 28-43
- Bond, P., Edmans, A., Goldstein, I. (2012). The Real Effects of Financial Markets. *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 4(1), pp. 339-360
- Clark, G.L., Feiner, A., Viehs, M. (2014). From the stockholder to the stakeholder: how sustainability can drive financial performance. *Oxford University and Arabesque Asset Management*. Retrieved from: [www.arabesque.com/oxford](http://www.arabesque.com/oxford)
- Coase, R.H. (1960). The Problem of Social Cost. *The Journal of Law and Economics*, Vol. 3, pp. 1-44
- Derwall, J., Koedijk, K. and Ter Horst, J. (2010). A Tale of Values-Driven and Profit-Seeking Social Investors. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1641131>.
- Dimson, E., Karakaş, O., Li, X. (2015). Active Ownership. *Review of Financial Studies (RFS)*, Vol. 28(12), pp. 3225-3268. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2154724>
- Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M. (2015). Responsible investing: does it pay to be bad? *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015*, pp. 17-27
- Fabozzi, F., Ma, K, Oliphant, B. (2008). Sin stock returns. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 35(1), pp. 82-94
- Fulton, M., Kahn, B.M., Sharples, C. (2012). Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance. *Deutsche Bank, June 2012*
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits. *New York Times Magazine*, September 13, 1970
- Grossman, S.J., Stiglitz, J.E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, Vol. 70 (3), pp. 393-408
- Heal, G.M. (2004). Corporate Social Responsibility – An Economic and Financial Framework. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=642762>
- Heinkel, R., Kraus, A., Zechner, J. (2001). The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36(4), pp. 431-449

Hong, G.H., Kacperczyk, M.T. (2006). The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=766465>

Klein, C.M. (2015). Integrating ESG into the Fixed-Income Portfolio. *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly, Vol 32(4), pp. 46-53*

Lo, A.W. (2004). The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=602222>

Mattison, R., Trevitt, M., Van Ast, L. (2011). Universal ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors. *Principles for Responsible Investment and UNEP Finance Initiative*

Michaud, R.O. (1989). The Markowitz Optimization Enigma: Is 'Optimized' Optimal? *Financial Analysts Journal, Vol. 45(1), pp. 31-42*

Porter, M.E. and Kramer, M.R. (2006). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review, December 2006, pp. 78-93*

Porter, M.E. and Kramer, M.R. (2011). Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism-and Unleash a Wave of Innovation and Growth. *Harvard Business Review, January/February 2011, pp. 63-70*

Schmitt, T.A, Chetalova, D., Schäfer, R., Guhr, T. (2013). Non-Stationarity in Financial Time Series: Generic Features and Tail Behavior. *EPL, Volume 103(5):58003*

Statman, M. (2010). Efficient Markets in Crisis. *SCU Leavey School of Business Research Paper No. 10-03*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1543507>

Versaevel, M. (2015). Portfolio Breadth, Composition and the Investor's Reputational Risk. *UN PRI Academic Workshop 2015, London, September 11th*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2890516>