

https://www.mejustice.nl/artikelen/detail/wat-weten-we-echt-over-duurzaam-beleggen?utm_source=Me+Justice&utm_campaign=f5f7c783ac-Me_Judice_Maandelijkse_nieuwsbrief&utm_medium=email&utm_term=0_d478cc1d36-f5f7c783ac-56480721



Wat weten we echt over duurzaam beleggen?



16 jan 2020

Duurzaam beleggen neemt snel in belangstelling toe, zeker nu de klimaatverandering steeds duidelijker zichtbaar wordt. Voor pensioenfondsen en institutionele beleggers is het van groot belang om te weten wat het effect op rendement en risico is van een overstap van traditioneel beleggen naar duurzaam beleggen. Veel pensioenfondsen zijn bang dat duurzaam beleggen altijd een aanslag op hun rendement betekent. Koedijk en Wetzels laten op basis van een literatuurstudie zien dat die angst ongegrond is.

Duurzaam beleggen

Duurzaam beleggen neemt snel in belangstelling toe. Deze vorm van beleggen is een op de lange termijn gerichte manier van beleggen, waarbij Environmental (het milieu), Social (sociaal/maatschappelijke) en Governance (governance/goed bestuur) factoren worden meegenomen in het beleggingsproces. Daarom wordt vaak over ESG beleggen gesproken. Duurzame beleggers investeren doorgaans niet in sterk vervuulende bedrijven die veel CO₂ uitstoten en dus slecht voor het klimaat zijn of bedrijven die gebruik maken van kinderarbeid, de wapenindustrie, de tabaksindustrie en instellingen met een onduidelijke en niet transparante aansturing van het bestuur. Het idee in de traditionele beleggingsliteratuur is dat beleggen in duurzame bedrijven soms ten koste van het rendement en het risico van de belegging kan gaan en dat er daarmee een stevig prijskaartje kan hangen aan duurzaam en verantwoord zijn. De rendementen in de wapen- en tabaksindustrie zijn bijvoorbeeld doorgaans aan de hoge kant en dus kan een dergelijk streven je geld kosten als je als belegger die investering uitsluit. Omdat steeds meer pensioenfondsen kiezen voor een meer duurzaam en verantwoord beleggingsbeleid is het raadzaam om dit streven naast de inzichten uit de wetenschappelijke literatuur te leggen om zodoende duidelijk te krijgen of duurzaam en goed doen altijd geld kost. Deze tak van de financieringsliteratuur is inmiddels ongeveer 25 jaar oud en omvat duizenden artikelen die waardevolle inzichten voor de praktijk van het beleggingsbeleid van investeerders bevatten. In dit artikel vatten we de belangrijkste inzichten uit de wetenschap samen om vast te stellen wat we nu echt weten over duurzaam beleggen. Dit artikel bevat de belangrijkste bevindingen van een uitgebreide literatuurstudie en verschillende interviews met leidende experts. We hebben deze studie onder andere verricht op verzoek van het ABP (**Koedijk en Wetzels, 2020** (<https://finance-ideas.nl/esg-wetenschappelijke-literatuurstudie/>)). Meer concreet hebben we onderzoek gedaan naar de financiële effecten van verantwoord beleggen met als doel: 'Kan een belegger verantwoord beleggen en de beleggingsportefeuille verduurzamen zonder dat dit ten koste gaat van het rendement-/risicoprofiel?' Kost duurzaam beleggen altijd geld of levert het soms ook juist geld op?

Om antwoord te kunnen geven op deze vraag is de meerderheid van de duurzaamheidsliteratuur van de afgelopen twintig jaar geraadpleegd. In totaal, in combinatie met enkele andere metastudies, gaat het om ruim tweeduizend onderliggende studies. Ook is er gesproken met toonaangevende academici om de

Auteurs



Kees Koedijk

(<https://www.mejustice.nl/auteurs/detail/kees-koedijk>)

Tilburg University, en CEPR



Stan Wetzels

(<https://www.mejustice.nl/auteurs/detail/stan-wetzels>)

Finance Ideas, Utrecht

Gerelateerde artikelen



"Groene" pensioenfondsen in het nauw door nieuwe rekenrente

(<https://www.mejustice.nl/artikelen/detail/groene-pensioenfondsen-in-het-nauw-door-nieuwe-rekenrente>)

in-het-nauw-door-nieuwe-rekenrente)



Hoe maken we de woningmarkt groen?

(<https://www.mejustice.nl/artikelen/detail/hoe-maken-we-de-woningmarkt-groen>)

maken-we-de-woningmarkt-groen)

Gerelateerde video's



Diane Griffioen over duurzaam beleggen

(<https://www.mejustice.nl/video/detail/diane-griffioen-over-duurzaam-beleggen>)

griffioen-over-duurzaam-beleggen)



Nils Kok over duurzaamheid en vastgoed

(<https://www.mejustice.nl/video/detail/nils-kok-over-duurzaamheid-en-vastgoed>)

kok-over-duurzaamheid-en-vastgoed)

relevantie van de studie te optimaliseren en de verschillende bevindingen beter op waarde te kunnen schatten. De meeste studies hebben betrekking op de Verenigde Staten (VS) en Europa. Er verschijnen in toenemende mate studies over Azië, terwijl er nog relatief weinig studies verschenen zijn over Afrika en Latijns-Amerika. De meeste duurzaam beleggen studies gaan over aandelen. Daarnaast is er het nodige verschenen over vastgoed. Over duurzame obligaties zijn eigenlijk pas de laatste zeven jaar studies verschenen. Over alternatieve beleggingen en duurzaamheid is nauwelijks onderzoek verschenen.

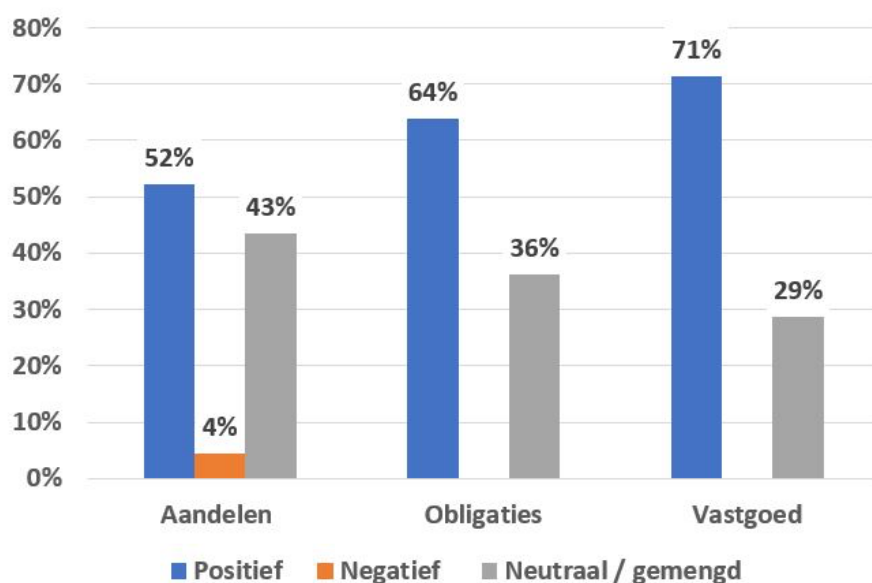
Rendement en risico voor ESG en aandelen, obligaties en vastgoed

Vanuit hun verantwoordelijkheid richting de deelnemers en de pensioengerechtigden hebben Nederlandse pensioenfondsen de plicht om te handelen in het beste belang van hun deelnemers. Uiteindelijk moet er een goed pensioen uitgekeerd kunnen worden. Daarom hanteren veel pensioenfondsen het uitgangspunt dat verantwoord beleggen het rendement-/risicoprofiel van de beleggingen niet negatief mag beïnvloeden. Het kiezen voor duurzame investeringen mag dus met andere woorden gemiddeld genomen niet ten koste van het rendement gaan als we ook rekening houden met het risico. In de afgelopen decennia is er veel onderzoek gedaan naar het effect van ESG op het financieel rendement. Deze studie geeft op basis van ruim tweeduizend wetenschappelijke studies en consultaties van verschillende experts voor aandelen, obligaties en vastgoed antwoord op de vraag of duurzaamheid een positief, negatief of neutraal effect heeft op dit rendement-/risicoprofiel.

Aandelen: positief of neutraal effect

Het onderzoek naar het effect van ESG factoren op aandelen is circa 20 tot 25 jaar oud. Er zijn tal van wetenschappelijke studies verschenen die verschillende invalshoeken nemen om dit te onderzoeken. In 2015 zijn de belangrijkste bevindingen door Friede, Busch en Bassen in een meta-studie op basis van een paar duizend studies samengevat. Ten aanzien van aandelen vinden zij dat de overgrote meerderheid van de studies een positief effect (52 procent) of neutraal effect (43 procent) heeft voor wat betreft het effect van duurzaamheid op rendement en risico. In figuur 1 zijn de belangrijkste uitkomsten voor aandelen, obligaties en vastgoed samengevat.

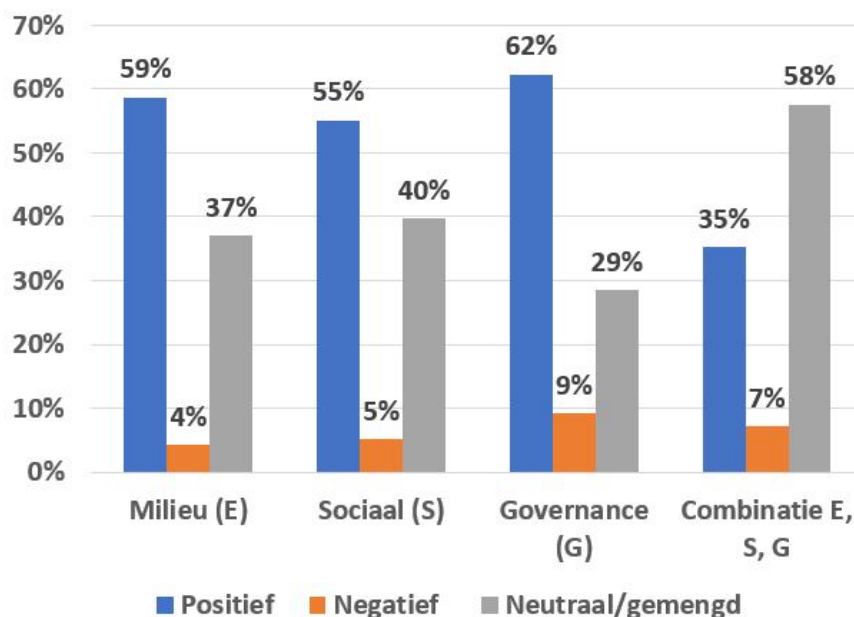
Figuur 1: Effecten ESG per asset class (n=334 studies)



Bron: Friede, Busch en Bassen (2015), bewerking Finance Ideas

Ten aanzien van aandelen kan geconcludeerd worden dat de overgrote meerderheid van de onderzoeken een positief of neutraal effect vindt voor de relatie tussen ESG factoren en risico/rendement. Met andere woorden, fondsen die ESG-criteria voor duurzaamheid meenemen in hun investeringsbeslissingen, bijvoorbeeld door middel van uitsluiten of selecteren van bedrijven, behalen over het algemeen geen lager rendement dan conventionele beleggingsfondsen. Duurzaamheid hoeft dus geen geld te kosten bij het beleggen in aandelen. Voor een keuze voor een meer maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid door pensioenfondsen en institutionele beleggers is dit een belangrijke conclusie. In figuur 2 hebben we de effecten van een keuze voor het meenemen van de bekende duurzaamheidsfactoren samengevat.

Figuur 2: Effecten E, S en G (n=644 studies)



Bron: Friede, Busch en Bassen (2015), bewerking Finance Ideas

Obligaties: lagere credit spread en lagere kosten van schuld

De literatuur over het effect van ESG en duurzaamheid op het rendement en risico is een stuk kleiner dan de omvang van de aandelenliteratuur. Het grootste deel van de markt voor obligaties bestaat uit overheidsobligaties en daar is de ESG-methode niet direct toepasbaar aangezien de overheidsactiviteiten per definitie verschillende aspecten omvatten. De literatuur over ESG en obligaties gaat voornamelijk over bedrijfsobligaties. Bij dit soort obligaties vinden we over het algemeen dat een betere ESG-prestatie van het bedrijf over het algemeen tot een lagere credit spread en een lagere cost of debt voor de uitgever leidt. Dit komt voornamelijk door het feit dat een betere ESG-prestatie samengaat met een lager risico, met name met betrekking tot het milieu- en klimaat-aspect. We sluiten te vervuilende bedrijven en bedrijven die slecht zijn voor het klimaatrisico eerder uit. Bij staatsobligaties is een vergelijkbaar effect waarneembaar, al laat onderzoek ook zien dat het effect van ESG factoren op kredietrisico vooral complementair is aan financieel risico. Kijkend naar specifiek duurzame obligaties, zogenaamde 'groene obligaties' of 'green bonds' is er zowel in de primaire markt als in de secundaire markt steeds meer onderzoek dat laat zien dat duurzame obligaties worden verhandeld tegen lagere credit spreads. De markt voor groene obligaties groeit wereldwijd hard; in de VS, Europa en China. Interessant is dat de Nederlandse overheid afgelopen jaar ook met veel succes een eerste groene staatsobligatie heeft uitgegeven. Deze lening heeft een looptijd en was gecertificeerd door het Climate Bond Initiative. De groene Nederlandse staatsobligatie heeft 6 miljard euro opgehaald.

Vastgoed: positief effect op waardeontwikkeling en huur

De meerderheid van de gepubliceerde onderzoeken is toegespitst op aandelen en obligaties, maar ook voor de beleggingscategorie vastgoed vallen duidelijke conclusies te trekken. Vastgoed is wereldwijd voor een groot deel verantwoordelijk voor (a) het totale energieverbruik (32 procent), (b) de totale consumptie van elektriciteit (51 procent) en (c) de totale uitstoot van CO₂ (ten minste 20 procent). Ondanks de relatief lage allocatie binnen de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen (doorgaans 10 tot 15 procent) is het belang van duurzaamheid ten aanzien van de impact op het milieu en de maatschappij dus groot. De internationale wetenschappelijke literatuur heeft geleid tot een opvallende en duidelijke consensus met betrekking tot duurzaamheid en vastgoed: energie-efficiëntie (bijvoorbeeld als gevolg van isoleren) bij woningen en kantoren leidt tot een flink hogere waarde van het onderpand, een hogere huurprijs en meer liquiditeit. Gezien de omvang van de literatuur en het feit dat deze betrekking heeft op verschillende tijdsperiodes en een ruime verzameling landen, is de betrouwbaarheid van deze uitkomsten groot. De uitkomsten met betrekking tot vastgoed zijn het meest positief als we ze vergelijken met de uitkomsten voor aandelen en obligaties. Een belangrijk voordeel bij vastgoed is dat de investeringen in duurzaamheid meteen per project aan te tonen zijn en uit te rekenen zijn.

Hoe robuust zijn de resultaten?

Ondanks de brede algemene wetenschappelijke consensus dat verantwoord beleggen in aandelen, obligatie en vastgoed een positief of neutraal effect heeft op het rendement-/risicoprofiel, zijn ook zeker studies die het tegengestelde aantonen. Dit is gedeeltelijk te wijten aan twee effecten, namelijk het 'leereffect' en het 'materialiteitseffect'.

Volgens het leereffect geven ESG-data informatie over toekomstige 'risk-adjusted' bedrijfsresultaten. Aangezien in de oorsprong niet veel beleggers hier rekening mee hielden was ESG-data een bron van additionele en materiële informatie en daarmee een bron van mogelijke goede rendementen. Dit potentieel verdwijnt echter als de kapitaalmarkt meer aandacht gaat besteden aan ESG. Dit kan de mogelijkheid om additioneel beleggingsrendement te genereren met behulp van ESG factoren negatief beïnvloeden.

Het financiële belang kan het beste worden omschreven als de relevantie van een duurzaamheidsfactor voor de financiële performance van een onderneming. ESG-factoren die financieel relevant zijn kunnen een significante impact hebben op het bedrijfsmodel en de waarde drijvers van een onderneming, zoals omzet, risico en kapitaalbehoefte. Deze impact kan zowel positief als negatief zijn. Of bepaalde factoren materieel zijn, kan per sector verschillen.

Instrumenten ter verduurzaming

Het integreren van duurzaamheid in de beleggingsstrategie heeft dus overwegend een niet-negatief of zelfs positief effect op het rendement-/risicoprofiel van een belegging. Als belegger kun je dan ook zeker de overtuiging hebben dat je duurzaamheidskenmerken ook meeneemt in je beleggingsstrategie zonder dat dit ten koste gaat van het rendement en risico. De vervolgvraag is hoe je dit het beste aanpakt. Hiervoor focussen we op drie instrumenten en hun effecten die veelbesproken zijn in een wetenschappelijke context, namelijk uitsluiting, best-in-class en engagement/proxy voting. Waar je bij uitsluiting bijvoorbeeld niet meer in een bedrijf investeert, concentreer je bij best-in-class op de beste selectie uit het universum (bijvoorbeeld de beste 10 procent bedrijven op sociaal vlak). Het nadeel van best-in-class is dat je daarmee mogelijk ook 'minder goede' bedrijven vanuit het oogpunt van duurzaamheid in de portefeuille houdt. Tenslotte is er nog het instrument van engagement. Hier ga je met een bedrijf in gesprek met als doel het bedrijf van koers te

laten veranderen en daarmee een meer duurzame en winstgevende koers te gaan varen. Uitsluiten van bepaalde bedrijven of sectoren is het meest populaire instrument, gevolgd door best-in class en engagement.

Op basis van de literatuur over uitsluiting kan geconcludeerd worden dat het systematisch uitsluiten van gehele sectoren kan leiden tot een afname van het financiële rendement-/risicoprofiel van de portefeuille. Terwijl het uitsluiten van specifieke bedrijven, organisaties of landen geen negatieve impact heeft. Met betrekking tot de best-in-class aanpak blijkt dat deze aanpak over het algemeen een positief of een neutraal effect heeft op het voor risico gecorrigeerd financiële rendement. De algemene consensus rondom engagement is dat succesvolle engagementactiviteiten een positieve invloed hebben op zowel het immateriële als financiële rendement. Het succes van engagement is onder meer afhankelijk van de materialiteit van het engagement thema. Ook hier vinden we dus dat het integreren van ESG en duurzaamheid in de beleggingen niet ten koste van het rendement en risico hoeft te gaan maar soms ook juist een positief effect heeft. Een belangrijk aandachtspunt is uiteraard een goede uitvoering van deze instrumenten.

Conclusie

Duurzaam beleggen beleeft een stevige opmars. Steeds meer pensioenfondsen willen maatschappelijk verantwoord beleggen en daarmee rekening houden met de gevolgen van hun investeringen voor de omgeving, het bedrijf en het klimaat. We hebben daarom onderzocht wat de effecten op rendement en risico zijn van de overstap van traditionele beleggingen naar duurzamere beleggingen. We hebben daarvoor de wetenschappelijke nationale en internationale literatuur geraadpleegd. Sinds het jaar 2000 zijn er meer dan tweeduizend wetenschappelijke artikelen gepubliceerd over duurzaam beleggen. Daarbij hebben we onderscheid gemaakt naar de effecten op aandelen, obligaties en op vastgoed. Voor alle categorieën vinden we dat duurzaam beleggen over het algemeen een positief of neutraal effect heeft op rendement en risico. De transitie naar meer duurzaamheid hoeft dus niet per definitie geld te kosten. In veel gevallen hebben duurzame beleggingen een lager risico. Steeds vaker is dat een lager klimaatrisico. De effecten van het meenemen van duurzaamheidsfactoren in de beleggingsbeslissing zijn het meest uitgesproken bij vastgoed. Daar zien we dat duurzamer vastgoed een sterkere waardeontwikkeling heeft en meer huuropbrengsten genereert. Al met al is er dus voldoende bewijs om te stellen dat verantwoord beleggen geen afbreuk doet aan het rendement-/risicoprofiel van een portefeuille. Echter, het blijft een belangrijk gegeven dat er niet met hagel moet worden geschoten. Beleggers moeten vaststellen welke beleggingscategorieën ze willen gebruiken, welke instrumenten daar het meest geschikt voor zijn en welke data en informatie ze willen gebruiken om het verantwoord beleggingsproces zo optimaal mogelijk in te richten.

Referenties:

Friede, G., Busch, T., en Bassen, A. (2015). **ESG and financial performance: aggregated evidence of more than 2000 empirical studies** (https://www.researchgate.net/profile/Timo_Busch2/publication/287126190_ESG_and_financial_performance_Aggregated_evidence_from_more_than_2000_empirical_studies/links/572af76a08aef5d48d30d62f.pdf), *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.

Koedijk, K., en Wetzels S. (2020). **Wat weten we nu echt over verantwoord beleggen** (<https://finance-ideas.nl/wp-content/uploads/2020/01/literatuurstudie-verantwoord-beleggen.pdf>), Finance Ideas, Utrecht.

Te citeren als

Kees Koedijk, Stan Wetzels, "Wat weten we echt over duurzaam beleggen?", **Me Justice** (<https://www.mejustice.nl/>), 16 januari 2020.

Copyright

De titel en eerste zinnen van dit artikel mogen zonder toestemming worden overgenomen met de bronvermelding **Me Justice** (<http://www.mejustice.nl/>) en, indien online, een link naar het artikel. Volledige overname is slechts beperkt toegestaan. Voor

meer informatie, zie onze [copyright richtlijnen \(/overig/copyright\)](#).

Afbeelding

Afbeelding, **Solar Panels**

(<https://www.flickr.com/photos/123502522@N02/13898686786/in/photolist-nbbpmN-6WBPcZ-4DzNC9-nq2Zsr-GVHSc9-5npf3B-5GXaVL-2h7oCE4-2h7rb2N-2h7oCNL-9HMMkj-9NvmkJ-6gDDxD-P2a8Qx-xzYi59-axJa3v-6HRYBf-cwJEHj-4tL54h-4Xz2iP-6Wb3rP-6Wb2Yi-6Wb2Vi-6Wb334-dH6Lz1-dH1iuc-dH1vfn-dH1u9v-dH2NWQ-dH6Xgd-dH6Z9w-dH6w7S-dH1x8T-dH6uSG-tNFsc-7BdiTH-onQbsu-54xbMQ-w65qC-9bie27-29DyS-9bf6EF-54sVzn-6Wf4Cw-9bf61H-9bf6ek-9bidmQ-bvbfYi-6CrXqp-29Dyv>), van James Moran (CC BY-NC-ND 2.0)