

Betrokken aandeelhouderschap: een focus op verandering

Groeiend fenomeen

In theorie draait vermogensbeheer om de beslissing in welke ondernemingen er geïnvesteerd moet worden. Minder aandacht was (is) er voor de verantwoordelijkheden van beleggers nadat een investering is gedaan. Dat is aan het veranderen: actief eigenaarschap (engagement en proxy voting) is het nieuwste fenomeen. Onder *engagement* verstaan we een actieve dialoog met ondernemingen over risico's op het gebied van milieu, maatschappij en corporate governance, alsook bredere strategische onderwerpen. Het doel hiervan is om de bedrijfsprestaties op lange termijn te bevorderen.

Engagement reikt verder dan het wijzen op het naleven van codes en standaarden. Beleggers raken er steeds meer van doordrongen dat ook het meewegen van factoren op het gebied van milieu, maatschappij en corporate governance (ESG-Environmental, Social en Governance volgens de algemeen gehanteerde Engelse afkorting, in het Nederlands ook wel samengevoegd tot 'duurzaamheid') kan bijdragen aan een krachtigere analyse van de ondernemingswaarde en de risico's waarvoor die ondernemingen zich gesteld zien. Ook wordt er steeds meer wetenschappelijk onderzoek gedaan naar de vraag of duurzaamheidsprestaties samenhangen met goede financiële prestaties. Uit een literatuurstudie van Deutsche Bank Climate Change Advisors² bleek dat in 89% van de gevallen een positieve correlatie bestond tussen een hoge

ESG-score en outperformance. Andere studies richten zich op het verband tussen de duurzaamheidsprestaties en de kapitaalkosten. Er zijn aanwijzingen dat ondernemingen met een betere ESG-score gemiddeld lagere schuldskosten en kosten van het eigen vermogen kennen.³

Wereldwijd wordt op \$ 4,7 biljoen aan vermogen een engagementbenadering toegepast; circa 6% van het mondiaal beheerde vermogen.^{4,5} In Europa is het percentage engagementvermogen tussen 2005 en 2011 meer dan verdubbeld naar € 2 biljoen – bijna 15% van het totaal beheerde vermogen in de regio. Binnen Europa is Nederland één van de actiefste en snelst groeiende engagementmarkten: het vermogen onder engagementadvies groeide hier tussen 2009-2011 met bijna 24% tot ruim € 470 miljard.

Wat veroorzaakt deze groei in engagement? Een belangrijke drijfveer is de toename van internationale codes en standaarden. De 'Principles for Responsible Investment' van de Verenigde Naties (PRI) vertegenwoordigde bij de lancering in 2006 ruim 100 instellingen en is uitgegroeid tot een organisatie die momenteel meer dan 1.200 instellingen uit meer dan 50 landen representeert. Ook nationale standaarden zijn belangrijk, zoals de UK Stewardship Code⁶ die vermogensbeheerders verplicht verslag uit te brengen over de aard en frequentie van het contact met ondernemingen waarin wordt belegd. De voorgenomen nieuwe Europese aandeelhoudersrichtlijn⁷ zal de toepassing van engagement door beleggers in Europa verder vergroten.

Aandacht voor engagement is alleen nog maar vergroot door de ontzuivering van de financiële crisis: ineens werd het belangrijk voorbij die briljante cijfers van ondernemingen te kijken. In de dialoog kunnen beleggers zich als aandeel- of obligatiehouder samen met de onderneming buigen over ESG-aangelegenheden en naar een oplossing toewerken. Uiteindelijk vermindert dat de risico's waar een onderneming en beleggers zich voor gesteld zien, wat bijdraagt aan een stabielere financieel stelsel en een stabielere economie.

Het effect van engagement?

De dialoog met ondernemingen voegt op zich al waarde toe vanwege een vergroot inzicht, maar institutionele beleggers zien graag concrete resultaten. Aan die beleggers worden ook steeds meer

Auteur
Vicki Bakhshi



rapportagevereisten gesteld, zoals in de vorm van het nieuwe jaarlijkse Reporting Framework van PRI. Dialoog alleen is niet genoeg; het is ook zaak om de uitkomsten systematisch te volgen. F&C heeft in 2013 bijna 300 gevallen kunnen optekenen waarin het beleid en/of de werkwijze van een onderneming na actieve contacten veranderde. Vaak (vooral bij media-aandacht) hebben veel belanghebbenden (waaronder beleggers, Niet-Gouvernementele Organisaties -NGO's) invloed op het gedrag van een onderneming. In dat geval valt de verandering niet aan één contact toe te schrijven, maar beleggers hebben wel een belangrijke stem. Een vervolgvraag is of die veranderingen bij ondernemingen op termijn leiden tot betere financiële resultaten. Het bewijs daarvan moet nog komen, al biedt een wetenschappelijke studie uit 2013⁸ van Elroy Dimson enig inzicht. De hoogleraar Finance aan de London Business School onderzocht Amerikaanse ondernemingen waarmee een dialoog was geïnitieerd en/of onderhouden: de koers van bedrijven waar het engagement succesvol was, deed het 4,4% beter dan die van bedrijven waar het engagement op niets uitliep.

Veranderingen in engagement

De afgelopen jaren is de omvang en de aard van de betrokkenheid van internationale beleggers ingrijpend veranderd. Een kort overzicht van de belangrijkste trends:

1) Sterker verband met de bedrijfsstrategie

De eerste trend is dat duurzaamheid langzaam onderdeel vormt van de standaard bedrijfsanalyses.

Eerst werd veelal met ondernemingen gesproken over op zichzelf staande duurzaamheidsstrategieën: wat de onderneming moest rapporteren en waar de informatieverschaffing over moest gaan. Actief eigenaarschap gaat nu veel meer over kwesties die centraal staan in de ondernemingsstrategie en wezenlijk zijn voor de resultaten.

De dialoog met grondstoffenconcerns is een goed voorbeeld. Behalve over onderwerpen als gezondheid, veiligheid en milieustandaarden willen beleggers nu ook meepraten over de investeringsplannen. Dit in het licht van strengere klimaatwetgeving en het risico van 'gestrande activa' (activa die potentieel minder waard is vanwege verandering in wet- en regelgeving, vraag en/of klimaatverandering) die initiatieven als 'Carbon Tracker' in kaart brengen. Deze ontwikkeling gaat veel verder dan maatschappelijk verantwoord ondernemen; dit raakt het hart van de bedrijfsstrategie en heeft mogelijk belangrijke consequenties voor de waardering van een onderneming. Carbon Tracker geeft het effect op afzonderlijke ondernemingen van diverse scenario's voor de toekomstige vraag naar fossiele brandstoffen. Dit is gedetailleerde informatie waarvan beleggers gebruik maken in de gesprekken met de bewuste ondernemingen. Engagement met de bankensector is een ander voorbeeld van de relatie tussen duurzaamheid en bedrijfsstrategie (zie casus).

2) Verschuiving naar opkomende markten

Het aandeel van opkomende markten in de mondiale aandelenmarktkapitalisatie is sinds 2000 gestegen van 7% naar circa 30% (in 2020

Onderwerp: Naleving van wet- en regelgeving en ethisch gedrag in de bankensector

Achtergrond

In 2012 bleken banken zoals Barclays, HSBC, Standard Chartered en ING verwickeld te zijn in een serie schandalen (manipuleren van Libor-tarief, overtreden van Amerikaanse sanctiewetgeving e.d.). Het resultaat: forse boetes, reputatieschade en in het geval van Barclays het vertrek van de CEO en voorzitter van het bestuur. Deze ontwikkelingen hebben geleid tot groeiende druk vanuit de publieke opinie voor meer wet- en regelgeving en diepgaander toezicht op de sector.

Doelstellingen actief aandeelhouderschap

Banken stimuleren om de naleving aan te scherpen, bestuurtoezicht op de interne controlemechanismen te versterken, de cultuur en ethiek volledig te herzien en de beloningsstructuur hieraan te koppelen.

Actie beleggers

Beleggers hebben met veel van deze banken gesproken en om concrete actie gevraagd omtrent de bedrijfsethiek. Maatregelen die zijn aanbevolen, waren onder meer onafhankelijk onderzoek naar schandalen, cultuur onder toezicht van het bankbestuur en fundamentele hervormingen van de nalevingsmechanismen.

Ook wijzen beleggers op het belang van terugvoeringsmechanismen (clawback mechanisms) die het mogelijk maken reeds uitgekeerde bonussen terug te vorderen. Bij de uitoefening van stemrecht keerden beleggers zich tevens tegen de hoge vertrekpremies voor managementleden die bij de schandalen betrokken waren.

Uitkomsten

Banken hadden zware kritiek te verduren en stonden open voor de proactieve inbreng van beleggers, wat o.a. resulteerde in:

- Een nieuwe, onafhankelijke voorzitter (Barclays)
- Onderzoek en evaluatie van ethiek en gedrag (Barclays en HSBC)
- Complianceverbeteringen (HSBC, Barclays, ING, Standard Chartered)
- Terugvordering van bonussen (HSBC en Barclays)

Bij Amerikaanse investeringsbanken verliepen de contacten minder voorspoedig. Veel beleggers zijn nog altijd van mening dat de beloning hier excessief is, nauwelijks afgestemd op de langetermijnprestaties en te weinig gericht op bedrijfsethiek en risicobeheer.

Olieverontreiniging in de Nigerdelta

Achtergrond

De milieucrisis in de Nigerdelta is de afgelopen drie jaar verergerd. Koninklijke Olie/Shell ziet zich vaker geconfronteerd met reputatierisico's en potentiële aansprakelijkheidskosten voor deze milieuschade. De laatste tien jaar zet het topmanagement zich duidelijk in om de standaarden op het gebied van milieu en maatschappij te verbeteren, naast het stellen van duidelijke doelstellingen. Zorgwekkend is echter dat de inspanningen van Shell worden gedwarsboemd door de zwakke corporate governance in Nigeria. Veel verontreiniging wordt veroorzaakt door toenemende oliediefstal.

Doelstellingen actief aandeelhouderschap

Shell stimuleren verdere maatregelen te nemen om schoonmaak- en saneringsprocedures te verbeteren, samen met de overheid oliediefstal aan te pakken en ontwikkelplannen voor de gemeenschap te versterken.

Actie beleggers

Beleggers hebben in 2012 met Shell de olielekken in de Nigerdelta bekeken; een helikoptervlucht over het gebied maakte de omvang van de verontreiniging en de illegale raffinage duidelijk. Ook is er gesproken met het senior management en met plaatselijke ngo's.

Shell pakt de milieuverontreiniging voortvarend aan, maar loopt tegen problemen op bij de invoering van bedrijfsstandaarden en -procedures en het beheersen van het enorme netwerk aan onderaannemers. Belangrijke factoren die de situatie in de Nigerdelta ingewikkeld maken (zwak bestuur, oliediefstal) kunnen slechts deels door Shell worden beïnvloed en pas echt worden opgelost als de overheid zich actiever opstelt.

Uitkomsten en vervolgstappen:

Shell heeft de volgende verbeteringen doorgevoerd:

- Schoonmaakprocedures worden nu onafhankelijk gecontroleerd.
- Shell en de Nigeriaanse overheid werken aan een totaalplan voor het opruimen en schoonmaken van olie lekkage, maar blijven het oneens over de mate van verantwoordelijkheid en financiering.
- De intensiteit van het affakkelen van gas is verminderd (een milieudoelstelling), maar streefdoelen worden niet gehaald als knelpunten in overheidsfinanciering niet worden opgelost.
- Het financieringskader voor ontwikkelingsprojecten in de gemeenschap is verbeterd, maar het effect is nog niet zo groot dat het lokale vertrouwen daarvan is herstelt.

mogelijk zelfs de helft van de totale wereldwijde marktkapitalisatie).⁹

Die verschuiving beperkt zich niet tot de beleggingsportefeuilles. Was in 2005 nog maar 17% van het engagementswerk buiten Europa en Noord-Amerika, in 2013 was dat gestegen naar 48%.¹⁰ Actieve contacten met ondernemingen in opkomende markten hebben hun eigen dynamiek en uitdagingen. Ondernemingen zijn vaak grotendeels in handen van een familie of de overheid, wat de bescherming van de rechten

Aandacht voor engagement is alleen nog maar vergroot door de ontnuchtering van de financiële crisis

van minderheidsaandeelhouders een belangrijk aandachtspunt maakt. Ook ligt het niveau van de ESG-informatieverschaffing doorgaans flink lager dan in ontwikkelde markten, waardoor het lastig is om te bepalen of de risico's wel of niet goed worden beheerst. Dat betekent dat engagement weer terug moet naar de basis: duidelijke

informatieverschaffing. En dan is er nog een praktisch probleem dat beïnvloeding vaak alleen maar via persoonlijke gesprekken in de plaatselijke taal kan; een natuurlijk obstakel voor veel beleggers. Naast ondernemingen met een beursnotering in opkomende markten is er steeds meer aandacht voor de risico's van multinationals actief in of met toeleveranciers in opkomende markten. Opvallende voorbeelden in 2013 waren de strijd tegen corruptie in de Chinese farmaceutische sector en het instorten van het Rana Plaza-fabrieksgebouw in Bangladesh. Deze ramp maakte pijnlijk duidelijk wat de risico's zijn voor kledingconcerns met complexe leveranciersketens in ontwikkelingslanden. Ook concerns in natuurlijke grondstoffen actief in de risicogebieden blijven een punt van aandacht voor beleggers (zie casus). Veelal is er sprake van een sterk beleid op papier; maar doen deze ondernemingen ter plekke genoeg om het bestaande beleid ook lokaal (inclusief cultuurverschillen) uit te voeren?

3) De opkomst van gezamenlijk engagement

Veel engagement gebeurt één-op-één. Toch zijn er momenten dat een gezamenlijke aanpak meer effect sorteert, vooral voor contacten met beleidsmakers. Beleggers die met één stem spreken, leggen veel meer gewicht in de schaal dan talloze afzonderlijke beleggers die elk hun eigen visie verwoorden. De directe benadering van overheden en toezichthouders door beleggers is vooral sterk gericht op klimaatverandering (via de Europese 'Institutional Investor Group on Climate Change' en regionale

Herbenoeming uitvoerende bestuurders in zuid-afrika

Achtergrond

Het 'Institute of Directors in Southern Africa' (IoDSA) en de 'Johannesburg Stock Exchange' (JSE) hebben voorgesteld om bij uitzondering de herbenoeming van uitvoerende bestuurders niet ter stemming aan aandeelhouders voor te leggen. Dit zou volgens beide organisaties destabiliserend werken in een land waarin managementtalent schaars is.

Doelstellingen actief aandeelhouderschap

De verantwoording door de raad van bestuur in Zuid-Afrika versterken en pleiten dat alle bestuurders (uitvoerend en niet-uitvoerend) regelmatig met herverkiezing te maken krijgen.

Actie beleggers

Een groep van 13 institutionele beleggers (\$ 2,4 biljoen aan vermogen), hebben het voorstel aangevochten. Een aantal heeft ook Zuid-Afrikaanse ondernemingen

(zoals Vodacom, JD Group) geïnformeerd dat als de herverkiezing van uitvoerende bestuurders niet meer in aandeelhoudersvergaderingen wordt voorgelegd, zij tegen elke motie op de agenda zullen stemmen. Over dit onderwerp is ook gesproken met de 'King Committee', die de standaarden voor corporate governance in Zuid-Afrika formuleert. Ook zijn er in 2013 in Kaapstad verdere engagementgesprekken gevoerd met vertegenwoordigers van het IoDSA en de JSE.

Uitkomsten

- Het IoDSA en de JSE hebben zich niets aangetrokken van het verzoek van beleggers om het advies in te trekken.
- Bij diverse ondernemingen (waaronder AngloGold Ashanti, MTN, Sasol, Woolworths) wordt van uitvoerende bestuurders wel degelijk gevraagd dat ze zich regelmatig herverkiesbaar stellen, conform het verzoek van een grote groep beleggers.

partners) en corporate governance (via talloze fora, waaronder het 'International Corporate Governance Network'). Samenwerking loont ook als afzonderlijke beleggers elk een relatief klein belang hebben of als de thuismarkt sterk vertegenwoordigd is in het beleggersregister, omdat de stem van binnenlandse beleggers dan het verschil maakt. Samenwerking gaat echter niet zonder slag of stoot. Een geschikte groep beleggers moet worden gevon-

engagementnetwerken zoals Ceres, dat niet alleen het engagement helpt coördineren maar ook regelmatig aandeelhoudersmoties over ESG-risico's publiceert. In Nederland vindt samenwerking o.a. via Eumedion plaats; voor elk van de 30 grootste beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen is een 'lead investor' aangewezen die het engagement coördineert, de dialoog leidt en de voortgang volgt voor de groep Eumedion-deelnemers die aandelen in een onderneming bezitten.

Een fundamenteel uitgangspunt is dat aandeel- en obligatiehouders hetzelfde belang hebben met betrekking tot duurzaamheid van de organisatie op de lange termijn

den en benaderd; de groep moet het eens worden over een gezamenlijke positie ten aanzien van de doelstellingen; en ondernemingen hebben soms de voorkeur voor engagement met één belegger in plaats van een groep. Er zijn diverse groepen en fora opgericht die samenwerking tussen beleggers makkelijker moet maken. Het voornaamste voorbeeld daarvan is misschien wel het 'Clearinghouse' van de PRI. Dat telt inmiddels meer dan 400 ondertekenaars en voert dialoog met ruim 1.600 ondernemingen. De VS kennen ook actieve

Er wordt regelmatig opgeroepen tot meer samenwerkingsverbanden. Zo gaat er in juni 2014 een nieuw 'Investor Forum' van start. Dit forum gaat gezamenlijke engagementsinspanningen coördineren bij ondernemingen met een beursnotering in het Verenigd Koninkrijk.

4) Engagement voor alle vermogenscategorieën

Actief aandeelhouderschap is begonnen bij beursgenoteerde aandelenportefeuilles.

Houders van bedrijfsobligaties staan echter ook bloot aan ESG-risico's, die de kredietkwaliteit van obligatieleningen nadelig kunnen beïnvloeden (zoals het tekortschietende bestuur in de bankensector en milieurampen bij TEPCO en BP duidelijk hebben gemaakt). Dat obligatiehouders een onderneming proactief benaderen en stimuleren om die risico's actief te beheersen is dan ook belangrijk voor de bescherming van de onderliggende kredietkwaliteit en financiële slagkracht.¹¹ Engagement door obligatiehouders is een relatief recente, maar snel groeiende trend; ook obligaties vallen nu onder het Reporting Framework van de PRI.

Aandeel- en obligatiehouders hebben vaak een andere (soms zelfs tegenstrijdige) kijk op het bestuur van een onderneming. Toch is er ook sprake van een gezamenlijk belang. Een fundamenteel uitgangspunt is dat aandeel- en

obligatiehouders hetzelfde belang hebben met betrekking tot duurzaamheid van de organisatie op de lange termijn.

Een andere vermogensklasse waarin de beheersing van duurzaamheidsproblemen een steeds grotere rol gaat spelen is private equity (mede door de vraag om duurzaamheidsbevordering). De engagementomstandigheden zijn gunstig: investeerders hebben veelal een groot belang en vaak een bestuurspositie in de onderneming. Niet alleen geeft dat enorm veel invloed, private-equityfirma's hanteren meestal een langetermijnhorizon en kunnen erop toezien dat belangrijke veranderingsprogramma's worden doorgevoerd.

Ook bij vastgoed kan actief eigenaarschap op z'n plaats zijn, hoewel op een andere manier. Zo kunnen beleggers samen met huurders verbeteringen ontwikkelen voor energiebeheer voor een lagere energierekening en een beter milieu. Zo is GRESB¹² een door de beleggingsindustrie gedreven initiatief om de performance van wereldwijde vastgoedportefeuilles op duurzaamheidsaspecten te meten.

5) Uitsluiting als pressiemiddel

Een steeds terugkerende vraag over engagement is wat er gebeurt als ondernemingen niet reageren. Er bestaan verschillende escalatietechnieken, zoals het hogerop zoeken tot aan de raad van bestuur aan toe, het indienen van een aandeelhoudersmotie of het vormen van een coalitie met andere beleggers om het engagement te bekrachtigen. Al deze methoden kosten tijd en het resultaat is onzeker.

Sommige beleggers kiezen ervoor om uit een onderneming te stappen als engagement op niets uitdraait. Over de voor- en nadelen van deze strategie is door institutionele partijen al veel gesproken en geschreven. Beleggers die niet voor uitsluiting kiezen, wijzen op problemen met de fiduciaire plicht bij een vertrek uit principiële overwegingen. Portefeuillemanagers kunnen in dat geval niet in een onderneming beleggen, ondanks sterke waarderingsredenen. De repliek van voorstanders van deze aanpak is echter dat als een onderneming niets doet met wat beleggers aandragen, dit waarschijnlijk geen goede langetermijnbelegging is. Veel

studies hebben onderzocht of uitsluiting op basis van duurzame normen de langetermijnprestaties beïnvloeden. Recent literatuuronderzoek gebaseerd op ruim 50 academische artikelen over de prestaties van duurzame fondsen gepubliceerd tussen 1992 en 2011 stelt echter geen systematische relatie vast (noch positief, noch negatief).¹³

In Nederland en Scandinavië wordt het actiefst met desinvestering als pressiemiddel gewerkt. Recente voorbeelden zijn de uitsluiting van Israëliische banken door PGGM vanwege schending van mensenrechten en van Wal-Mart door ABP vanwege het schenden van de rechten van het personeel. Het spanningsveld bij uitsluiting is dat als er geen belang in de onderneming meer wordt aangehouden, beleggers alle recht van spreken kwijtraken. Uitsluiting geeft echter wel een sterk signaal af en kan tot verandering leiden als een onderneming beleggers wil terugwinnen.

Hoe verder?

Actief aandeelhouderschap is inmiddels gemeengoed onder beleggers. Met effectief engagement is echter veel tijd, inspanning en deskundigheid gemoeid.

Nu veel instellingen zich voor het eerst op dit terrein wagen, is het belangrijk om informatie en deskundigheid uit te wisselen over wat effectief engagement feitelijk inhoudt. Initiatieven als het Reporting Framework van de PRI zijn één manier waarop ervaring kan worden gedeeld. Beleggers kunnen ook meer samenwerken met NGO's e.d. en zo engagement nog effectiever laten zijn.

Op langere termijn moet ook de muur tussen 'financiële' en 'duurzaamheidsexperts' in de beleggingssector worden geslecht. ESG-onderwerpen *zijn* financiële onderwerpen: informatie en training over ESG moet een essentieel onderdeel gaan uitmaken van financieel onderwijs. Voor de volgende generatie CIO's, portefeuillemanagers en analisten moet duurzaam beleggen een vanzelfsprekend onderdeel uitmaken van het denken en zakendoen. Volledige ESG-integratie in beleggingsprocessen is daarom de logische vervolgstap voor het optimaliseren van een (duurzaam) beleggingsbeleid! ■

Noten

1 De auteur is Hoofd Governance & Sustainable Investment bij F&C

2 'Sustainable Investing. Establishing long-term value and performance', Deutsche Bank Climate Change Advisers, juni 2012

3 Zie onder andere 'Corporate Environmental Management and Credit Risk', Bauer & Hann (2001) <http://responsiblebusiness.haas.berkeley.edu/documents/BauerHann.pdf>

4 "2012 Global Sustainable Investment Review", Global Sustainable Investment Alliance, 2013

5 Wereldwijd beheerd vermogen door TheCityUK geschat op \$ 79,8 biljoen

6 <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>

7 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=CELEX:52014PC0213>

8 <http://www.ft.com/cms/s/0/cb873d5e-84do-11e2-891d-00144feabdco.html#axzz34KvCywhv>

9 "Moving towards the mainstream: Stock market development and performance in the rapid-growth markets", Ernst & Young, 2012.

10 Bron: F&C

11 Zie ook 'F&C's approach to bonds, corporate governance and stewardship' - november 2012.

12 www.gresb.com

13 "The performance of socially responsible funds: Does the screening process matter?", Capelle-Blancard and Monjon (2011) <http://www.centre-cired.fr/IMG/pdf/wp2011-12.pdf>