



De sleutel tot succes voor impact via beursgenoteerde aandelen

Impact via beursgenoteerde aandelen is de gouden standaard aan het worden voor maatschappelijk verantwoord beleggen, met een groei van 80% aan beheerd vermogen in de periode 2016-2018¹. Maar hoe wordt in deze ondernemingen impact gecreëerd?

Beleggen met impact kan op diverse manieren: 1) in de meer conventionele zin via een traditioneel model dat is afgestemd op de veranderingstheorie; 2) het beginsel van additionaliteit en doelgerichte ondernemingen; en 3) de huidige meer gangbare benadering, gericht op middelgrote en grote (beursgenoteerde) ondernemingen die producten of diensten leveren die de maatschappij en het milieu ten goede moeten komen.

Vanuit het oogpunt van beleggers is de impact van beleggingen in beursgenoteerde ondernemingen er één van 'intentionaliteit', anders gezegd: beleggen in ondernemingen die producten en diensten leveren met de bedoeling om merkbaar bij te dragen aan de Duurzame Ontwikkelingsdoelen (Sustainable Development Goals - SDGs). Beleggers kunnen en moeten echter een actievere rol spelen in het creëren van impact, door additionaliteit (het creëren van positieve maatschappelijke of milieuresultaten die er zonder de belegging niet waren) tevens mee te nemen bij beleggen in beursgenoteerde aandelen. Idealiter is in een impact-beleggingsfonds met beursgenoteerde aandelen sprake van een combinatie van beide beginselen. Dit kan op drie manieren worden bereikt:

- Langetermijnbeleggingshorizon
- Lagere kosten van kapitaalvereisten
- Rentmeesterschap

IMPACT VIA LANGETERMIJNBELEGGINGSHORIZON

Los van macro-economische factoren is de prijs van een aandeel een goede graadmeter om te zien of een bestuur het in de ogen van beleggers goed of slecht doet. Een hoge prijs van het aandeel zou betekenen dat de onderneming (en impliciet daarmee het bestuur van de onderneming) het goed doet; een lage prijs zou betekenen dat de onderneming het niet goed doet. Deze graadmeter betekent feedback van beleggers richting het bestuur. Het bestuur zou kunnen reageren op fluctuerende aandelenprijzen en de strategie kunnen aanpassen om de prijsfluctuaties te corrigeren en beleggers, die negatief reageren op de genomen strategische beslissingen (hun aandelen verkopen), gunstig te stemmen.

Hoe houdt dit verband met additionaliteit voor beleggen in beursgenoteerde aandelen? De beleggingshorizon van beleggers speelt hier een belangrijke rol. Hoe verhouden beleggingshorizonten zich tot additionaliteit? Wanneer we pleiten voor additionaliteit in verband met beleggen in beursgenoteerde aandelen, moeten we ons realiseren dat cruciale veranderingen met betrekking tot impact en duurzaamheid in ondernemingen en hun strategieën tijd kosten en dat deze onzekerheid met zich meebrengen.

Voor beleggers betekent dit minder stabiele winstuitkeringen en dus meer risico wanneer zij in de onderneming beleggen. Voor beleggers die er van uitgaan dat impact of duurzaamheid op de lange termijn de wind mee krijgen, worden deze risico's evenwel gedeeltelijk opgeheven door deze verwachte rugwind. Voor beleggers met een kortere tijdshorizon of voor diegenen die deze rugwind niet zien, kunnen deze risico's te groot zijn. Zij zullen hun aandelen verkopen wanneer de resultaten van de onderneming niet voldoen aan hun verwachting, hetgeen elk boekjaar zichtbaar is aan overreacties van de markt op kleine dips in resultaten (waaruit het bestuur weer opmaakt dat zij het niet goed doet). Schadelijker is dat investeringen in R&D en kapitaalgoederen en langetermijnbeloningsregelingen voor topbestuurders negatief samenhangen met kortetermijndenken². Dit betekent dat als gevolg van kortetermijndenken (door het geruststellen van kortetermijndenkende aandeelhouders), minder kapitaal gaat naar projecten met onzekere resultaten en een langere tijdshorizon. Additionaliteit kan worden gecreëerd door besturen een mandaat te geven (door feedback te geven via het kopen en houden van hun aandelen) om te zoeken naar transitieprojecten die op de korte termijn wellicht geen geld opleveren, maar die dat op de lange termijn waarschijnlijk wel gaan doen.

Een langere tijdshorizon en onzekere resultaten in beleggingsbeslissingen geven het bestuur natuurlijk geen carte blanche; zij moeten tot op zekere hoogte ook verantwoording afleggen over resultaten op de korte termijn. Maar dips in kwartaalcijfers of tegenwind op de korte termijn zouden niet de voornaamste redenen voor verkoop moeten zijn. Het bestuur de tijd geven voor het uitvoeren van duurzaamheids-/impactprojecten kan worden gebruikt in een pleidooi voor additionaliteit in aandelenbeleggingen.

Voorbeelden

Positief

ORSTED focust op de transitie van een traditioneel nutsbedrijf naar een die volledig over is op groene energie: Dit betekent wisselende resultaten als gevolg van dalende energieprijzen en afschrijvingen van fossiele-brandstof-activa. Echter, de belofte (belangrijk voor de lange termijn) van het bedrijf zorgde voor uitstekende resultaten.

Negatief

In de digitale revolutie haakte **Kodak** af, uit angst voor kannibaliseren (gemiste inkomsten) van haar sterkste productlijnen. Kodak investeerde bijvoorbeeld miljarden dollars in de ontwikkeling van technologie voor het maken van foto's met mobiele telefoons en andere digitale apparaten, maar liet na digitale camera's te ontwikkelen voor het grote publiek, uit angst haar belangrijke film-activiteiten te schaden. Dit had de noodzakelijke strategie-verandering kunnen zijn, wat vervolgens onzekerheid en potentieel omzetverlies had mee kunnen brengen.

¹ http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf

² Sampson, Rachelle C. and Shi, Yuan, Are US Firms Becoming More Short-Term Oriented? Evidence of Shifting Firm Time Horizons from Market Discount Rates, 1980-2013 (15 mei 2019).

IMPACT VIA LAGERE KOSTEN VAN KAPITAAL

Het verband tussen de structuur van kapitaalmarkten en impact van aandelen is in eerste instantie misschien niet meteen duidelijk. Beursgenoteerde ondernemingen zijn al in staat om kapitaal te betrekken van kapitaalmarkten (anders stonden zij niet genoteerd aan een beurs). Op het eerste gezicht verandert het kopen van aandelen van een onderneming op de secundaire markt de kapitaalpositie van een onderneming dus niet.

Bepaalde marktmechanismen geven inzicht in hoe beursgenoteerde impact toch een bepaalde vorm van additionaliteit creëert. Er zijn uitvoerige rapporten over het effect van de E, S en de G (Environmental, Social, Governance oftewel milieu, maatschappij en goed bestuur) op kapitaalkosten van ondernemingen. We leren uit studies over kapitaalkosten en ESG dat ondernemingen die goed presteren op ESG/CSR, lagere kapitaalkosten hebben³. Anders gezegd: zij hebben toegang tot goedkoper kapitaal. Vanwege het feit dat deze ondernemingen goed presteren op bepaalde ESG-criteria, eisen beleggers minder dividend of opbrengsten. De opbrengsten waar beleggers naar kijken zijn de seculiere trends in duurzaamheid (en impact) alsook de **belofte** van een succesvolle onderneming en zij zijn bereid daar meer voor te betalen. Een ander concreet voorbeeld van het toegenomen belang van ESG en kapitaalmarkten is zichtbaar in de kredietfaciliteiten voor Danone en Philips, waar hun doorlopend kredietfaciliteit is gekoppeld aan ESG-doelen. De rente daalt wanneer duurzaamheidsdoelen worden gehaald. Deze nieuwe vorm van kapitaalverschaffing is nu gerelateerd aan ESG-doelen, maar omdat in de verslaglegging en het algemene beleid van ondernemingen SDGs een steeds belangrijkere plaats innemen, zijn straks zeer waarschijnlijk impactdoelen van belang. Hoewel dit slechts enkele concrete voorbeelden betreft, laat het zien dat kapitaalmarkten bereid zijn ondernemingen die zich verbinden aan duurzaamheidsdoelen te belonen.

Voorbeelden

In april 2017 kwam gezondheidstechnologie-onderneming **Philips** met een bankenconsortium een innovatieve kredietfaciliteit van € 1 miljard overeen met een aan de jaarlijkse duurzaamheidsprestatie van het bedrijf gerelateerd rentetarief. Deze doorlopende kredietfaciliteit betekent dat wanneer de duurzaamheids-prestatie van Philips verbetert, de rente die het bedrijf moet betalen daalt (en vice versa). De potentiële korting is ongeveer 5 tot 10 procent van de kredietspread.

In februari 2018 werd op de markt een kredietfaciliteit met positieve stimulans van € 2 miljard uitgegeven. Een groep banken verstrekt de lening aan **Danone** tegen lagere kosten als Danone haar inspanningen op ESG-criteria verbetert.

Kort gezegd: omdat beleggers bereid zijn meer te betalen voor een onderneming die duidelijk goed presteert op de realisatie van ESG-doelen of impact (of minder opbrengst verlangt), is de druk in verband met kapitaal voor een onderneming minder groot. Hierdoor is het bestuur van een onderneming in staat vrijer te handelen in haar kapitaalallocatie. Dit creëert een bepaalde vorm van additionaliteit (het creëren van impact die er anders niet zou zijn).

IMPACT VIA RENTMEESTERSCHAP (STEWARDSHIP)

Rentmeesterschap is misschien wel de meest directe manier van impact die beleggers kunnen creëren. Rentmeesterschap is de interactie tussen een naamloze vennootschap en haar beleggers door betrokkenheid en stemmen bij volmacht (proxy voting). Rentmeesterschap omvat vrijwel alle ingrediënten die activistische aandeelhouders in hun strategieën gebruiken. Activistische aandeelhouders nemen een grote positie in de onderneming in, spreken met het bestuur en dwingen het bestuur als het erop aankomt te handelen om waarde te creëren voor de aandeelhouders. Anders dan bij activistische aandeelhouders, wordt bij rentmeesterschap ook rekening gehouden met de overige stakeholders en wordt de onderneming niet noodzakelijkerwijs gedwongen te veranderen (en er zijn ook geen grote posities in de onderneming vereist). Het doel van rentmeesterschap via interactie met het bestuur en proxy voting is om de onderneming samen met het bestuur richting een gemeenschappelijk doel te leiden, waarde te creëren voor de aandeelhouders en/of andere stakeholders (via impactprojecten of ESG-doelen).

Rentmeesterschap geeft bestuurders de noodzakelijke feedback op hun beleid, punten van verbetering en zelfs een mogelijkheid om beleggers te informeren over recente ontwikkelingen in het beleid van de onderneming of trends in de sector met betrekking tot impact. Proxy voting kan een waardevolle manier zijn voor beleggers om bestuurders duidelijk te maken dat bepaalde verandering nodig is, danwel om het bestuur aan te moedigen dat zij op de juiste weg is.

Een voorbeeld is het ondersteunen door een stem “vóór” beloningsregelingen voor directeuren die zich bezighouden met duurzaamheidsprojecten of producten die impact creëren of de duurzaamheid van hun onderneming verbeteren. Hier creëren beursgenoteerde aandelen additionaliteit op een meer tastbare wijze.

Samengevat kan intrinsieke motivatie van impact, naast opbrengsten, binnen ondernemingen verandering stimuleren en tastbare impact creëren via beleggen in beursgenoteerde aandelen. Maar boven alles gaat rentmeesterschap over het creëren van waarde door kennis te delen, de juiste boodschappen over te brengen aan het bestuur en zelfs aan andere aandeelhouders (denk aan voorstellen van aandeelhouders op AVA's).

³ Business sustainability performance and cost of equity capital, Anthony C.Nga, ZabihollahRezaeeb (2015)

CONCLUSIE

Zowel beursgenoteerde impact als directe impact hebben een rol op de financiële markten. Tastbare additionaliteit zal meestal zijn gerelateerd aan beleggen met directe impact, maar er is tevens iets te zeggen voor additionaliteit via beursgenoteerde aandelen. Denk aan het voor een langere termijn houden van aandelen (daarmee het bestuur de tijd geven voor uitvoering), lagere kosten van kapitaal en rentmeesterschap. Om impact te creëren via beursgenoteerde aandelen, moeten beleggers intentionaliteit (beleggen in de juiste ondernemingen) verbinden met additionaliteit (impact creëren die er anders niet zou zijn). Beleggers die zich uitsluitend op intentionaliteit richten, zullen hun eigen portefeuille aantrekkelijk maken, maar de ondernemingen waarin wordt belegd zullen niet meer doen dan zij al deden. Alleen focussen op additionaliteit zal niet inhouden dat beleggers investeren in “goede” ondernemingen; beleggers zullen zich richten op het creëren van waarde of duurzaamheid en niet op impact.

Daarom is een combinatie van intentionaliteit en additionaliteit de sleutel voor succes om impact via beursgenoteerde aandelen te realiseren.

Dit is een publicatie van het aandelenteam van ACTIAM. Dit team bestaat uit negen experts die gezamenlijk over gemiddeld 18 jaar aan beleggingservaring beschikken. Het team is verantwoordelijk voor een totaal beheerd vermogen van € 12 miljard (juni 2019).

ACTIAM beheert een vermogen van ruim € 60 miljard (ultimo juni 2019) en behoort daarmee tot de grootste tien Nederlandse vermogensbeheerders. Met robuuste strategieën en een solide performance trackrecord helpen wij u bij het behalen van uw doelstellingen. Wij bieden duurzame oplossingen aan verzekeraars, pensioenfondsen, banken en distributiepartners en aan particuliere beleggers. We doen dat via actief en passief beheerde beleggingsfondsen, via impact investing en mandaten.

Lees meer [over ACTIAM](#) of ga direct naar ons [fondsoverzicht](#).

CONTACT

Marketing & Communicatie

☎ +31-20-543 6777

✉ marcom@actiam.nl

🌐 www.actiam.com

Disclaimer

ACTIAM N.V. streeft er naar om accurate en actuele informatie te leveren van bronnen die als betrouwbaar mogen worden beschouwd. ACTIAM N.V. kan echter niet instaan voor de nauwkeurigheid en volledigheid van de informatie in dit document, hierna aangeduid als 'de informatie'. De informatie kan technische of redactionele onnauwkeurigheden of typografische fouten bevatten. ACTIAM N.V. geeft geen uitdrukkelijke of impliciete garanties dat de informatie in dit document juist, volledig of actueel is. ACTIAM N.V. is niet verplicht om fouten of onnauwkeurigheden in de informatie bij te werken of te corrigeren. De informatie is gebaseerd op historische gegevens en is geen betrouwbare basis voor het voorspellen van toekomstige waarden of aandelenprijzen. De informatie is vergelijkbaar met, maar mogelijk niet identiek aan, de informatie gebruikt door ACTIAM N.V. voor interne doeleinden. ACTIAM N.V. garandeert niet dat de kwantitatieve rendementen of andere resultaten van de informatie dezelfde zijn als de potentiële opbrengsten en resultaten volgens de eigen prijsmodellen van ACTIAM N.V. Opmerkingen over risico's met betrekking tot informatie mogen niet worden beschouwd als een volledige openbaarmaking van alle relevante risico's. De informatie mag door de ontvanger niet worden geïnterpreteerd als zakelijke, financiële, investerings-, afdekking-, commerciële, juridische, regelgevende, fiscale of boekhoudkundige adviezen. De ontvanger van de informatie is persoonlijk verantwoordelijk voor de manier waarop de informatie wordt gebruikt. Beslissingen op basis van de informatie zijn voor rekening en risico van de ontvanger.