

ZET DE CORONACRISIS HET ESG-BELEID OPNIEUW IN DE STEIGERS?

Door Harry Geels

De coronacrisis plaatst bedrijven met betrekking tot duurzaamheid in een ander daglicht. Is het bijvoorbeeld fair dat bedrijven die veel schuld op de balans hebben genomen om aandelen in te kopen vervolgens met een lege kas om staatssteun vragen? En moeten aan staatssteun eisen worden gesteld, zoals het niet meer actief zijn in belastingparadijzen? Financial Investigator vroeg aan een panel van experts, allen werkzaam voor Nederlandse pensioenfondsen, of de coronacrisis de visie op duurzaam beleggen gaat veranderen.

In een open brief in de Volkskrant van 25 april 2020 bepleitten Ewald Engelen, Marci Luyten en Jeroen Smits, met de steun van talloze prominenten, dat bedrijven die staatssteun krijgen aan strenge voorwaarden moeten voldoen. Zo zouden bedrijven uitgesloten moeten worden als ze via speciale fiscale constructies minder belasting betalen, niet sociaal rechtvaardig zijn of niet milieuvriendelijk produceren. Daarop

vond een discussie plaats omdat enkele andere economen, onder wie Bas Jacobs van de Erasmus Universiteit, die extra eisen een paardenmiddel noemden.

Jacobs stelde dat bedrijven primair moeten worden gered om de werkgelegenheid op peil te houden. Inkomenspolitiek kan volgens hem het beste worden geregeld via belastingen op bedrijven, inkomen en vermogen. Er kunnen ook strengere regels komen voor corporate governance, aldus Jacobs. Andere wetten zouden bedrijven kunnen afhouden van sprinkhanengedrag of te grote milieubelasting. En tot slot zouden de mazen in de belastingwetten kunnen worden gedicht om het wegsluizen van geld naar belastingparadijzen te voorkomen.

Financial Investigator was mede naar aanleiding van deze discussie benieuwd naar de visie van pensioenfondsen ten aanzien van het stellen van eisen aan bedrijven die staatssteun ontvangen. De discussie kan zelfs nog breder worden getrokken. Zou door de coronacrisis duurzaam beleggen of ESG-beleid een geheel nieuwe vorm kunnen krijgen? We laten vijf experts aan het woord.

Deze crisis bevestigt feitelijk dat maatschappelijk verantwoord beleggen ertoe doet.

NIEUW ESG-RAAMWERK

Als eerste stelden we de vraag of pensioenfondsen denken dat het ESG-beleid er anders uit gaat zien na de coronacrisis.

Peter Borgdorff, Directeur Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW), ziet geen reden tot herijking van het ESG-beleid. 'Het vernieuwen of bijstellen van de ESG-kaders vindt in reguliere cycli plaats.' PFZW is in het kader van het beleggingsbeleid al enige tijd bezig nieuwe duurzaamheidsnormen te ontwikkelen, een traject dat al liep voordat het virus uitbrak. 'Wel is het mogelijk dat de pandemie en de nasleep



Peter Borgdorff

daarvan zullen leiden tot extra belangstelling voor ESG-beleid bij ondernemingen zelf', meent Borgdorff.

Vincent van Bijleveld, Directeur ESG Investing bij Finance Ideas, is het met Borgdorff eens: 'Ik zie als duurzaam beleggingsadviseur weinig specifiek beleid ontstaan door de coronacrisis.' Van Bijleveld stelt ook dat pensioenfondsen eigenlijk doorlopend bezig zijn met het ontwikkelen van ESG-beleid. Daarin worden ze volgens hem gesteund door de relatief goede prestaties van ESG-strategieën in de crisis.

Jacqueline van Voorthuizen, bij PGB Pensioendiensten verantwoordelijk voor duurzaam beleggen, verwacht eveneens dat de coronacrisis het ESG-beleid niet zal veranderen. 'Deze crisis bevestigt feitelijk dat maatschappelijk verantwoord beleggen ertoe doet. Gezondheidszorg is bijvoorbeeld een belangrijke SDG voor zowel onze deelnemers als voor onszelf en was al lang een speerpunt in ons engagementbeleid.'

Hans de Ruiter, CIO bij Stichting Pensioenfonds TNO, sluit zich hierbij aan: 'De coronacrisis is voor ons geen reden om het beleid ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen te herijken. We volgen een meerjarig MVB-beleid waarin steeds additionele stappen worden gezet. Dit beleid wordt in zijn algemeenheid niet beïnvloed door externe schokken.'

Daan Spaargaren, Strateeg Verantwoord Beleggen bij PME Pensioenfonds, ziet

De coronacrisis geeft geen aanleiding het beleid ten aanzien van duurzaam beleggen te herijken, al onderstreept de crisis wel het belang van duurzaam beleggen.

ook geen aanleiding om het ESG-beleid aan te passen: 'Het is wél denkbaar dat 'S'-onderwerpen zoals arbeidsrechten, een leefbaar loon en arbeidsmarkttransitie de komende tijd meer aandacht krijgen.'

Een opvallende eensgezindheid dus. De coronacrisis geeft geen aanleiding het beleid ten aanzien van duurzaam beleggen te herijken, al onderstreept de crisis wel het belang van duurzaam beleggen.

KAPITAALPOSITIE BEDRIJVEN

Als we het perspectief verleggen naar de beleggers, naar hen die de aandelen en obligaties in de beleggingsportefeuilles selecteren, ontstaan er meer specifieke vragen. Wordt er nu bijvoorbeeld anders naar de kapitaalpositie van bedrijven gekeken? Moet er worden onderzocht of bedrijven voldoende cash op de balans hebben staan om een wat grotere crisis door te komen? Of het pensioenfonds zelf belegt en de effecten selecteert, of dat het fonds het vermogensbeheer uitbesteedt, het kan allemaal van invloed zijn op de beantwoording van deze vragen.

Van Bijleveld denkt niet dat Nederlandse pensioenfonds hun mandaten zullen wijzigen door vermogensbeheerders restricties met betrekking tot de kapitaalpositie van bedrijven op te leggen. 'Het lijkt me aannemelijk dat actieve managers de komende periode wat meer aandacht gaan besteden aan de kapitaalposities van bedrijven, maar ik betwijfel of dat permanent zal plaatsvinden als wetgever en toezichthouders daar geen eisen aan stellen', aldus Bijleveld.

Van Voorthuizen en Borgdorff stellen dat ze grotendeels passieve beleggers zijn en daarom geen oordeel hebben over individuele namen in een indexportefeuille. Borgdorff maakt een uitzondering voor kleinere portefeuilles, waar wél actieve selectie in aandelen en obligaties plaatsvindt. 'In dergelijke portefeuilles wordt vastgesteld of bedrijven een positieve impact hebben op de samenleving. Hier kijken we wel

Een goede kapitaalpositie bij de start van de pandemie draagt ertoe bij dat ondernemingen naar verhouding hun waarde in tijden van crisis beter behouden.

naar de kapitaalpositie. We zien dat deze portefeuilles met enkele tientallen namen zich relatief goed hielden ten opzichte van het marktgemiddelde. Een goede kapitaalpositie bij de start van de pandemie draagt ertoe bij dat ondernemingen naar verhouding hun waarde in tijden van crisis beter behouden.'

Spaargaren zegt over actief beleggen in aandelen: 'In onze belangrijkste strategieën zijn de kapitaalpositie en een gezonde en solide financieringsstructuur belangrijke indicatoren op basis waarvan we aandelen selecteren.'

De Ruiter zegt als CIO zelf niet naar de kapitaalbalans van bedrijven te kijken, omdat het beheer is uitbesteed. 'Ik ga er wel vanuit dat beheerders hier beter



Foto: Archief Daan Spaargaren

Daan Spaargaren

naar zullen kijken, omdat is gebleken dat het financieringsrisico bij externe schokken zeer belangrijk is. Bij funding risk gaat het om meer dan alleen de cashpositie – dat is veel te simpel – maar ook om de beschikbare kredietlijnen en de flexibiliteit in de kostenstructuur.'

Kortom, voor zover Nederlandse pensioenfondsen geen passieve beleggers zijn, gaat men er bij actief beheer, al dan niet uitbesteed, vanuit dat er door de coronacrisis wel met extra aandacht naar de kapitaalpositie zal worden gekeken. Mandaatrestricties opleggen lijkt echter vooralsnog overbodig.

ACTIVISTISCHE AANDEELHOUDERS

De afgelopen jaren is een aantal bedrijven, soms na aandringen van (activistische) aandeelhouders, hogere schulden aangegaan, bijvoorbeeld om aandelen in te kopen, ook omdat vreemd vermogen momenteel zo goedkoop is. Is dat model nog houdbaar?

Van Voorthuizen is resoluut: 'Dat model is nooit houdbaar geweest. Daarom wijzen we deze aanpak vanuit ESG-optiek af binnen onze private equity-beleggingen.' De Ruiter is het daarmee eens. 'Het aangaan van extra schulden zuiver en alleen om daarmee aandelen

te kunnen inkopen, lijkt mij geen houdbaar model. Als een onderneming over grote cashposities beschikt, is het inkopen van aandelen uiteraard geen probleem en financieel-economisch prima verdedigbaar. Dat hebben we de afgelopen jaren ook gezien bij big tech.'

Borgdorff waarschuwt bedrijven dat goedkoop vreemd vermogen in een stabiele fase ineens kan omslaan naar duur vermogen in een crisis. 'Wat we momenteel zien, is dat beleggers kritischer kijken naar het verstrekken van inkoopbevoegdheden van ondernemingen die op termijn ook nog aanspraak lijken te moeten maken op overheidssteun of geld van beleggers.'

Nederlandse pensioenfondsen zijn dus weinig gecharmeerd van activistische aandeelhouders die aansturen op hogere schulden om daarmee aandeelhouders 'van dienst' te zijn met aandeleninkoop of dividenden.

VOORWAARDEN AAN STEUN

Hoe moet de roep om voorwaarden te stellen aan staatssteun dan worden beoordeeld? Deze roep lijkt in de maatschappij steeds luider te klinken. De politiek en verschillende economen voeren daarover publiekelijk een debat. Is hier een taak weggelegd voor Nederlandse pensioenfondsen?

Borgdorff is stellig: 'Staatssteun kan niet onvoorwaardelijk zijn, want het gaat om publiek geld. In algemene zin is het goed dat het post-coronaherstel gepaard gaat met een verdere verduurzaming van economische activiteit. Als staatssteun daaraan kan bijdragen, is dat verstandig langetermijnbeleid.'

Van Bijleveld vult aan dat hij gelooft dat het vanuit economische langetermijnontwikkeling verstandig is om rekening te houden met schaarste van grondstoffen en om menselijk kapitaal de gelegenheid te geven zich te ontwikkelen, wat met staatssteun onder (specifieke) voorwaarden kan worden versneld.

Van Voorthuizen meent eveneens dat

In onze belangrijkste strategieën zijn de kapitaalpositie en een gezonde en solide financieringsstructuur belangrijke indicatoren op basis waarvan we aandelen selecteren.

het verstandig is voorwaarden te stellen aan staatssteun. 'Overheidsgeld komt met grote verantwoordelijkheid.' De Ruiter vindt het stellen van voorwaarden aan staatssteun op zichzelf ook geen probleem, 'zolang deze voorwaarden de toets der redelijkheid kunnen doorstaan.' Hij denkt ook dat ieder weldenkend mens begrijpt – dus ook de leden van de Raad van Bestuur van een onderneming – dat je niet met de ene hand staatssteun kunt aannemen en met de andere hand bonussen en dividenden kunt weggeven.

De Ruiter waarschuwt wel voor een overvloed aan voorwaarden. Eisen voor MVO hoeven voor hem niet zo. Daar moeten onder druk niet allerlei eisen aan worden gesteld, nu de overheid hier zelf al jaren mee worstelt. 'Bovendien, als een patiënt op de IC komt, ga je ook niet eerst checken of hij bereid is zijn levensstijl in de gewenste richting aan te passen. Dat doe je later. Eerst zorg je voor de noodzakelijke hulp.'

Spaargaren volgt ook deze lijn: 'Ondernemingen die nu vechten voor hun toekomst, moeten zich allereerst op hun voortbestaan richten. Uiteraard maken zij dan pas op de plaats wat betreft beloningen van de top, bijvoorbeeld door af te zien van bonussen.' Hij legt nog wél een verantwoordelijkheid bij de aandeelhouders: 'Zij zullen erop moeten toezien dat de ondernemingen waarin zij beleggen invulling geven aan hun maatschappelijke verantwoordelijkheid.'

Met andere woorden, Nederlandse



Hans de Ruiter

pensioenfondsen willen eisen stellen aan staatssteun, maar vinden dat dit niet moet doorschieten, bijvoorbeeld op het vlak van MVO.

DIVIDENDBELEID

We stelden ons expertpanel de vraag hoe ze kijken naar ondernemingen zoals Unilever, die juist nu dividenden willen uitkeren omdat ze weten dat er beleggers zijn die deze dividenden nodig hebben. Van Voorthuizen staat hier positief tegenover, hoewel ze vindt dat de dividendbeslissing vooral moet afhangen van potentiële investeringsmogelijkheden die voor de lange termijn belangrijk zijn. 'Wellicht ziet Unilever die niet en keert zij het dividend liever uit', aldus Van Voorthuizen.

Spaargaren volgt ook deze lijn: 'Alleen dividend uitkeren als dit past in een solide financieel beleid.' De Ruiters ziet dit anders: 'Als iemand echt geld nodig heeft, dan kan hij ook gewoon wat aandelen Unilever verkopen.' Bijleveld sluit zich hierbij aan: 'Ik zie niet zo snel de financiële noodzaak om dividenden te ontvangen als je belegt in liquide stukken. Ik zie dit dan ook niet als een teken van verantwoord ondernemen.' Borgdorff stelt dat een bedrijf als Unilever gewoon minder geraakt wordt door de coronacrisis en dat de dividenduitkeringen in dat kader begrijpelijk zijn.

Samengevat wordt door de experts gesteld: keer dividend alleen uit als het verstandig is.

Nederlandse pensioenfondsen willen eisen stellen aan staatssteun, maar vinden dat dit niet moet doorschieten, bijvoorbeeld op het vlak van MVO.

Alleen dividend uitkeren als dit past in een solide financieel beleid.

MAATSCHAPPELIJKE BETROKKENHEID

Hoe staat het met de maatschappelijke betrokkenheid van bedrijven? Moeten pensioenfondsen aan de bedrijven waarin ze beleggen de eis stellen dat ze zich engageren met de maatschappelijke opinie?

Borgdorff denkt dat het belangrijk is dat ondernemingen zich goed bewust zijn van de maatschappelijke context waarin ze opereren als ze financiële waarde op de lange termijn willen creëren. 'Dat is waar PFZW op uit is: langetermijntwaarde, gegenereerd door bedrijven die bijdragen aan oplossingen voor maatschappelijke vraagstukken.'

Voor Van Voorthuizen geldt iets vergelijkbaars. Het gaat om het realiseren van de door PGB belangrijk geachte SDGs. Spaargaren zegt hierover: 'De actieve, geconcentreerde portefeuille van PME (de Betrokken Belegger) kijkt specifiek naar ondernemingen die een toekomstbestendige strategie uitvoeren, gericht op waardecreatie voor alle stakeholders, zowel financieel als maatschappelijk.'

Van Bijleveld stelt dat er veel effectievere manieren zijn om maatschappelijke betrokkenheid te promoten dan die betrokkenheid mee te nemen in de selectiecriteria in het beleggingsbeleid. 'Investor statements, engagement en het stemmen (bijvoorbeeld over het herbenoemen van bestuurders) zijn volgens de wetenschap effectievere instrumenten om verandering te bewerkstelligen, dan het – als relatief

Foto: Archief Pensioenfonds PGB



Jacqueline van Voorthuizen

kleine aandeelhouder – aanpassen van de beleggingsportefeuille.' Overigens vindt hij dat engagement lang niet zo goed wordt uitgevoerd als vaak door pensioenfondsen wordt gesteld. Het kan vaak veel beter ingericht worden.

Van bedrijven eisen dat ze meer maatschappelijk betrokken worden, lijkt volgens de experts kortom niet voor de hand te liggen; er zijn andere en betere manieren, menen zij, zoals engagement of het nastreven van SDGs. «

Foto: Roger Cremers Fotografie



Vincent van Bijleveld