

Engagement of exit van institutionele beleggers: wat is effectiever?

Eumedion jaarcongres, 1 november 2022

Prof.dr. Mathijs van Dijk

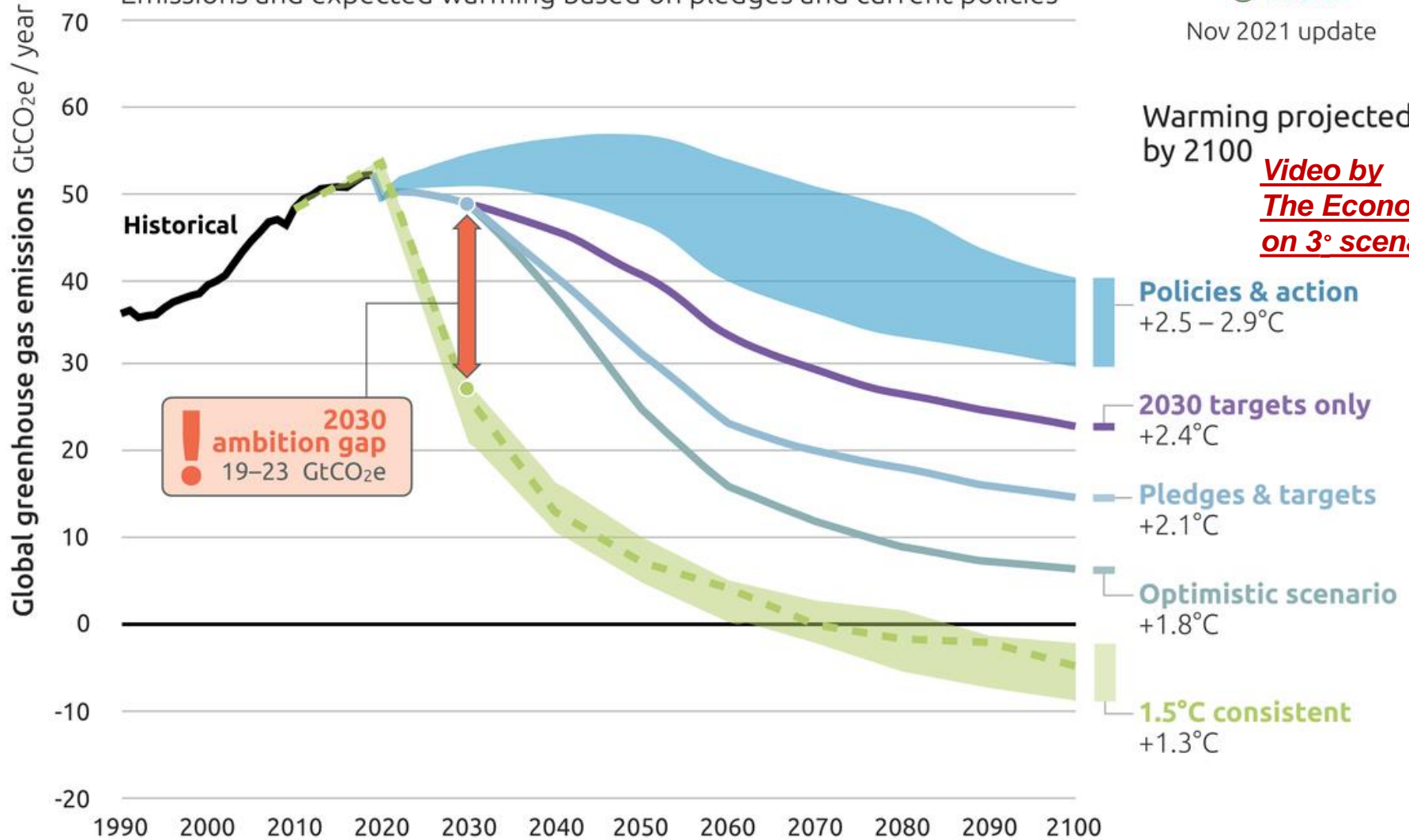


2100 WARMING PROJECTIONS

Emissions and expected warming based on pledges and current policies



Nov 2021 update



*Video by
The Economist
on 3° scenario*

S

Gedwongen arbeid in de productieketens? Dwing bedrijven tot transparantie



De 10-jarige Irene moet stenen breken in een groeve nabij Nairobi. Foto: AP

Wirecard-schandaal kost topman toezichthouder zijn baan

Beeld © AP



Vanwege het Wirecard-schandaal stapt de chef van de beurswaakhond op.

Waarom zou je duurzaam beleggen?

3 centrale argumenten

1. Ethische overwegingen*
2. Impact op de economie / maatschappij
3. Hoger financieel rendement en/of lager financieel risico

** Of breder: ook reputatie, compliance, aansprakelijkheid*

Argument 1: Ethiek

- **First, do no harm.**
 - *Latijn: Primum non nocere; voor medici: 'non-maleficence'*
- Aanleiding tot bezinning over bepaalde beleggingen:
 - **Schendingen van mensenrechten**
 - Kinderarbeid
 - Slavernij
 - Slechte arbeidsomstandigheden
 - **Schadelijke producten**
 - Controversiële wapens
 - Tabak
 - Steenkool / teerzand / kolen
 - **Schadelijke productieprocessen**
 - Ontbossing / aantasting biodiversiteit
 - Slechte landbouwpraktijken (o.a. gebruik chemicaliën, monocultuur)

Argument 2: Impact

- Drie belangrijke impact-kanalen:

Kanaal A. Beïnvloeding van kapitaalstromen ('Exit')

- Vervuilende bedrijven krijgen moeilijker toegang tot kapitaal
- Zij hebben **hogere cost of capital** en kunnen minder investeren door:
 - Inprijzen van risico's*
 - Inprijzen van voorkeuren van beleggers*
- Daarnaast: schade aan reputatie + aandelen/opties top management?

Kanaal B. Directe beïnvloeding van bedrijven ('Engagement')

- Stemgedrag, engagement, krediettoezicht

Kanaal C. 'Impact beleggen'

- Bedrijven met positieve impact aan financiering helpen
- Private markten

De ironie van impact

- Klassieke argument voor impact van duurzaam beleggen is **beïnvloeding van kapitaalstromen** (kanaal 2A)
 - Als duurzamere bedrijven makkelijker kapitaal aantrekken gaat hun **cost of capital** (vermogenskostenvoet) omlaag
 - Dus worden duurzame bedrijfsinvesteringen aantrekkelijker
- **Maar**
 - ***Cost of capital van bedrijven = verwacht rendement van beleggers!***
- Bron van cost of capital daling duurzame bedrijven relevant
 - i. Ingeprijsde risico's: belegger krijgt 'faire' vergoeding*
 - ii. Ingeprijsde voorkeuren: belegger levert financieel wat in*
- *Als je financieel argument nodig hebt voor duurzaam beleggen, is 'lager financieel risico' mogelijk overtuigender*

Exit: tegenwerpingen



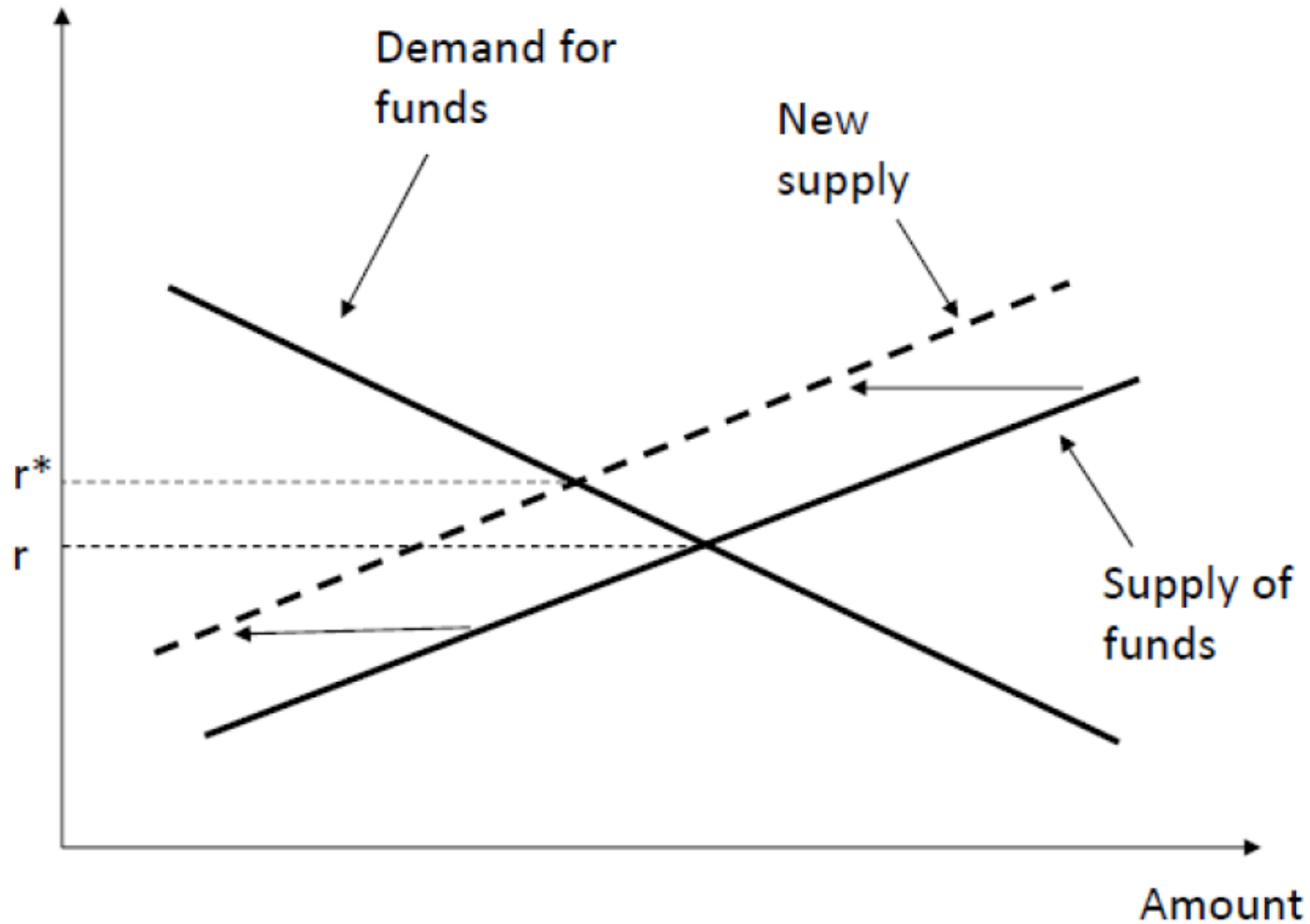
Meeste
beleggers
klein belang

Verkoop
aan
harteloze
beleggers

Je zit niet
meer aan
tafel

Geen
'additionaliteit'
+ weinig
kapitaal op
beurs
opgehaald

Exit: effect op cost of capital



Exit: wat zegt het bewijs?

- Diverse studies laten **cost of capital effecten** zien:
 - [Hong & Kacperczyk \(2009\)](#): hoger aandelenrendement voor 'sin stocks' (o.a. alcohol, tabak en gokken)
 - [Chava \(2014\)](#): hoger rendement op aandelen die door 'environmental screens' worden uitgesloten
 - [Bolton & Kacperczyk \(2021, 2022\)](#): hoger aandelenrendement voor bedrijven met grotere 'carbon footprint'
 - **Effecten zijn fors**: verschil in cost of capital 2-4% per jaar, t.o.v. cost of equity capital voor energiesector van 5-7% per jaar (zie [Damodaran](#))

Exit: zijn klimaatrisico's ingeprijsd?

- Groeiend bewijs dat sommige klimaatrisico's ingeprijsd zijn:
 - [Engle et al. \(2020\)](#): nieuws over klimaatverandering in aandelen
 - [Murfin & Spiegel \(2020\)](#): zeespiegelstijging in vastgoed
 - [Rizzi \(2022\)](#): extreem weer in municipal bonds
 - [Bolton & Kacperczyk \(2021, 2022\)](#): carbon footprint in aandelen
- Maar:
 - Bewijs is nog in een vroeg stadium en vaak indirect
 - Bestuderen van dergelijke effecten is notoir uitdagend
 - [Stroebel & Wurgler's \(2021\)](#) enquête onder academici en professionals: *“by an overwhelming margin [20 to 1], respondents believe that asset prices underestimate climate risks”*

Engagement: wat zegt het bewijs?

- Diverse studies suggereren **impact door engagement**:
 - [Dimson, Karakaş, & Li \(2015\)](#): na succesvolle engagements op het gebied van milieu-/sociale kwesties, laten bedrijven verbeterde prestaties en governance zien
 - [Dimson, Karakaş, & Li \(2021\)](#): gecoördineerde engagements met binnen- en buitenlandse beleggers zijn relatief effectief
 - [Barko, Cremers & Renneboog \(2021\)](#): na (succesvolle) engagements laten bedrijven betere ESG scores, hogere sales en hogere aandelenrendementen zien
 - [Flammer, Toffel & Viswanathan \(2021\)](#): activistische aandeelhouders verbeteren corporate disclosure van klimaatrisico's

Engagement: tegenwerpingen



Meeste beleggers klein belang

(causaal) Effect moeilijk te meten

Is lastig! o.a. 'mee-stribbelen'

Kost geld + diversificatie of uitbesteed + deel van portefeuille

Dus wat is effectiever? (1)

- Wetenschap geeft geen uitsluitend over relatieve effectiviteit engagement vs. exit
 - Meer onderzoek nodig!
- Mijn eigen inschatting
 - We moeten alle **impact-kanalen** serieus nemen!
 - **Engagement** kan krachtig instrument zijn
 - Maar niet evident beter dan exit ('money talks')
 - **Exit** is legitieme strategie
 - Ethiek
 - Cost of capital
 - Reputatie / executive compensation
 - Sommige bedrijven willen simpelweg niet veranderen

Dus wat is effectiever? (2)

- Eerst engagement dan exit?
 - Ligt voor de hand & kan stok achter de deur zijn
 - Praktijk is weerbarstig
- Final thoughts
 - Gecoördineerde exit?
 - Keuze tussen engagement en exit vraagt zorgvuldige afweging
 - Terugkeer van fundamentele analyse?

Dank voor jullie aandacht!



Netspar

Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Netspar, Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement is een denktank en kennisnetwerk. Netspar is gewijd aan het bevorderen van een beter begrip van de economische en sociale gevolgen van pensioenen, vergrijzing en 'de oude dag' in Nederland en Europa. Met kennisontwikkeling door onafhankelijk wetenschappelijk onderzoek en kennisdeling door publicaties, evenementen en onderwijs draagt Netspar actief bij aan de maatschappelijke dialoog tussen beleidsmakers, academici en de pensioen- en verzekeringspraktijk.