



Ruud Hadders

Responsible Investment Officer

Beste Caspar,

Op 15 november jongstleden kondigde het bestuur van Royal Dutch Shell een voorstel aan om de aandelenstructuur van het bedrijf te vereenvoudigen. In het voorstel, dat op 10 december werd voorgelegd aan aandeelhouders, brengt Shell haar fiscale vestigingsplaats onder in het Verenigd Koninkrijk (VK). De voorzitter van het bestuur van Shell stelt dat de voorgestelde wijziging de slagkracht van het bedrijf vergroot om de transitie naar een wereldwijd koolstofarm energiesysteem te kunnen versnellen. De vraag is echter of het voorstel daadwerkelijk Shell zal helpen om “een leidende rol te spelen in de energietransitie”, of dat het een slimme truc is om steun voor het voorstel te genereren?

De wens om de aandelenstructuur te vereenvoudigen bestaat al langer. Toch komt de aankondiging als een verrassing. Shell stelt dat de vereenvoudiging het makkelijker maakt om overnames te doen en kapitaal aan te trekken. Volgens Shell is deze vereenvoudigde structuur bedoeld om haar concurrentievermogen en de strategie om een emissievrij bedrijf te worden te versnellen. Shell heeft zich namelijk tot doel gesteld om tegen 2050 een producent met netto nul uitstoot te worden, maar de huidige plannen lijken daar niet in te voorzien.

Volgens een onderzoek van Global Climate Insights (GCI) zal namelijk op basis van de huidige plannen de uitstoot van Shell in 2030 met 4,4 procent zijn gestegen ten opzichte van 2019. Eerder dit jaar zette de accountant van Shell, EY, ook al vraagtekens bij de mismatch tussen de gestelde doelen en de plannen die het bedrijf heeft voor de exploitatie en verkoop van olie en met name gas. Ook oordeelde de rechtbank in Den Haag eerder dit jaar dat Shell verplicht is de CO₂-uitstoot die het veroorzaakt ook op kortere termijn al drastisch te verminderen.

“De vraag is of het voorstel daadwerkelijk Shell zal helpen om “een leidende rol te spelen in de energietransitie”, of dat het een slimme truc is om steun voor het voorstel te genereren.”

Shell stelt in een reactie op het rapport dat ze altijd al gezegd hebben dat de huidige plannen het bedrijf niet naar netto nul uitstoot gaan brengen. “Er zouden op termijn nieuwe plannen moeten komen”, zegt Shell. Hoewel de wijze waarop de energietransitie zich vorm zal geven niet in steen gebeiteld is, roept deze houding wel twijfels op bij de legitimiteit van de gestelde doelstellingen door Shell, inclusief de argumentatie dat de voorgestelde vereenvoudiging van de structuur gaat helpen om meer vermogen aan te trekken voor het investeren in duurzame energie.



Als één van de argumenten voor fiscale wijziging stelt Shell namelijk dat zij in de Rotterdamse haven een groene waterstofhub kunnen creëren. Hoe de huidige structuur, verdeeld over twee landen, dergelijke investeringen tegenhouden, is niet duidelijk. Dit terwijl andere gevolgen van het voorstel, zoals de mogelijke vertrekboete die het bedrijf boven het hoofd hangt en het verhoogde risico op een ongecontroleerde opsplitsing van het bedrijf, zoals de activistische belegger Third Point onlangs opperde, veel duidelijker aanwezig zijn.

Kortom: als Shell niet meer duidelijkheid geeft over hoe het voorstel bijdraagt aan de energietransitie, dan blijft de mogelijkheid bestaan dat de berichtgeving rondom het voorstel de meest pure vorm van greenwashing is. Maar naast het ethische aspect, ben ik benieuwd hoe aandeelhouders vanuit een financieel perspectief kijken naar het voorstel. Hoe zou jij hebben gestemd als ACTIAM Shell niet reeds zou hebben uitgesloten?

Groet, Ruud



Caspar Snijders

Portefeuillemanager Aandelen

Hi Ruud,

De verhuizing van Shell (althans fiscaal) moet niet als een hele grote verrassing komen: er is al vaker over gesproken en ook het kabinet heeft het er in 2017/18 over gehad om de dividendbelasting te schrappen om zo de grote multinationals binnen te houden. Dus na Reed Elsevier (Relx) en Unilever volgt ook Shell.

De voornaamste reden zal niet zijn geweest dat Shell nu ineens heel anders zal gaan opereren met het oog op de energietransitie. Het rendement voor duurzame projecten moet namelijk net als nu rendabel zijn en moeten in ieder geval gelijk zijn aan de interne rendementsdoelen.

De voornaamste reden zal wel zijn dat de duale structuur het voor Shell lastig heeft gemaakt om kapitaal terug te geven aan de aandeelhouders. Mede doordat de investeringsmogelijkheden voor groei beperkt zijn in de olie- en gassector, waardoor het rendement voor de aandeelhouder voornamelijk uit dividenden of het inkopen van aandelen zal moeten gehaald worden in plaats van groei van de bestaande activiteiten. Door de dividendbelasting in Nederland kost het Shell meer om Nederlandse aandelen in te kopen. Hier wordt in Nederland namelijk ook belasting over geheven wat in het VK niet het geval is.

Shell was dus met een duale structuur beter uit om de Britse aandelen terug te kopen. Het probleem hiermee was dan weer dat er een limiet staat op de inkoop van eigen aandelen, die afhangt van de volumes van het verhandelde aandeel. Met de nieuwe structuur wordt er meer verhandeld in de VK-aandelen waardoor er dus meer kan worden ingekocht. Gezien het feit dat Shell al voornemens was om voor \$ 2 miljard aandelen in te kopen, maar ook de opbrengsten van de verkoop van schalie-olievelden van \$ 7 miljard uit te keren aan aandeelhouders, is dat makkelijker in de beoogde nieuwe structuur.

“De voornaamste reden zal wel zijn dat de duale structuur het voor Shell lastig heeft gemaakt om kapitaal terug te geven aan de aandeelhouders.”

Daarnaast heeft Shell ondervonden dat door deze structuur en het overheidsbeleid, overnames of afsplitsingen van onderdelen van het bedrijf vaak gemoeid gaan met additionele complicaties (waarbij wederom de dividendbelasting een rol speelt). Met de overname van BG group, moest Shell eerst met de Nederlandse overheid overleggen om te kijken hoe de overname binnen de huidige structuur zou passen. Dit zal wegvallen met een simpelere structuur. Dus ook overnames van duurzame bedrijven kunnen makkelijker worden uitgevoerd. Met betrekking tot afsplitsingen komt de dividendbelasting weer om de hoek kijken voor de Nederlandse aandelen, aangezien dit vaak gepaard gaat met een uitbetaling aan de bestaande aandeelhouders. Ook als Shell extra aandelen zou willen uitgeven om geld op te halen voor een overname kan dit makkelijker na het vertrek uit Nederland.

Dan is er natuurlijk nog de vraag waarom Shell überhaupt in Nederland zou willen blijven als je al deze complexiteiten bij elkaar optelt. Naast het stuk van de fiscale structuur, kan je hierbij optellen de problemen in Groningen, maar ook de rechtszaak die gevoerd is met betrekking tot het duurzaamheidsbeleid van Shell.



De beleggers die Shell in de portefeuille hebben zullen gezien de energietransitie en de oliesector, van Shell niet verwachten dat het net als een technologiebedrijf ontzettend gaat groeien. Zij zullen dus ook eisen het geld dat ze verdienen weer terug te geven aan de aandeelhouder, in de vorm van dividend of de inkoop van aandelen. Oftewel: als een structuur het Shell makkelijker maakt om dit te bewerkstelligen is het eigenlijk een “no-brainer”. De toegevoegde waarde van de duale structuur of een structuur in Nederland ziet er vanuit financieel oogpunt niet heel aantrekkelijk uit. Dus als wij Shell in portefeuille zouden hebben, dan zou ik enkel kijkend naar het rendement ook zeker vóór stemmen. De impact op de Nederlandse economie is nog te bezien, in ieder geval zal de schatkist wat moeten inleveren op het vlak van de geïnde dividendbelasting.

Groet, Caspar

ACTIAM staat voor: actief en passief beheer, duurzame beleggingsstrategieën en impact investing. We gaan voor financieel resultaat, sociaal rendement én risicobeheersing. Met onze focus op duurzaamheid verlagen we structureel de risico's en verhogen we de kansen in onze beleggingsportefeuilles. We bedienen klanten via beleggingsfondsen en met mandaten; we leveren een keur aan oplossingen op maat.

Voor aandelenbeleggingen is onze doelstelling het behalen van een optimaal financieel en duurzaam rendement middels passieve en actieve oplossingen. Ons aandelenteam heeft een lange historie in duurzaam beleggen en behaalt een solide performance, zowel financieel als duurzaam. Al onze aandelenfondsen krijgen maar liefst vier sterren in de Morningstar rating (bron: Morningstar, september 2021). Het ACTIAM Global Equity Impact product krijgt ook nog eens vier Morningstar wereldbollen (globes) op het gebied van duurzaamheid! Niet voor niets zijn wij in 2019 uitgeroepen tot Winnaar Lipper Group Awards 'Equity Large'.

Kijk wat ons [aandelenteam](#) voor u kan betekenen of ga rechtstreeks naar [onze fondsen](#).

ACTIAM beheert een vermogen van circa € 22 miljard (ultimo september 2021). Met robuuste (impact)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. We doen dat via actief en passief beheerde beleggingsfondsen en mandaten.

Lees meer [over ACTIAM](#) op onze website.

CONTACT

Marketing & Communicatie

☎ +31-20-543 6777

✉ marcom@actiam.nl

🌐 www.actiam.com

Disclaimer

ACTIAM is geregistreerd bij en geautoriseerd door de Autoriteit Financiële Markten als beheerder van alternatieve beleggingsfondsen. ACTIAM N.V. is statutair gevestigd in Utrecht en ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel (nummer 30143634). Niets in dit document mag worden beschouwd als een aanbieding, advies of uitnodiging om beleggingen te kopen of verkopen in rechtsgebieden waar dit onwettig zou zijn.