

De korte termijn geneigdheid van de actoren op de kapitaalmarkt

Een onderzoek naar indicaties waaruit blijkt dat de actoren op de kapitaalmarkt louter sturen op kortetermijnresultaten om vast te stellen of wettelijk ingrijpen noodzakelijk is.

Naam:	Remy Albers
ANR:	131737
Datum:	2 augustus 2013
Scriptie:	masterscriptie Ondernemingsrecht
Begeleider:	prof. dr. C.F. van der Elst

VOORWOORD

Voor u ligt mijn scriptie waar ik het afgelopen jaar hard aan heb gewerkt. In deze scriptie wordt een onderzoek gepresenteerd naar aanknopingspunten voor de stelling dat de actoren op de kapitaalmarkt louter zijn geïnteresseerd in kortetermijnresultaten.

De scriptie is geschreven als sluitstuk van de master Ondernemingsrecht (voorheen Recht & Management). Bij het gekozen onderwerp komen zowel juridische als economische aspecten aan bod, waarmee invulling wordt gegeven aan het multidisciplinaire karakter dat past bij een scriptie voor de master Ondernemingsrecht.

Aangezien zowel het onderwerp op zichzelf als veel afzonderlijke aspecten daarvan een proefschrift rechtvaardigen, heb ik me regelmatig moeten beperken tot de kern. Dat uit zich voornamelijk in het feit dat ik me heb beperkt tot de belangrijkste actoren op de kapitaalmarkt. Ik heb daarom veel aandacht besteed aan beursaandeelhouders. Deze komen in vele vormen en maten, echter op de kapitaalmarkt zijn institutionele beleggers veruit de belangrijkste spelers en vandaar dat hier een groot stuk van mijn scriptie aan gewijd is.

Tot slot wil ik prof. dr. C.F. van der Elst hartelijk danken voor de begeleiding bij het schrijven van deze scriptie. Hij heeft mij aangespoord om de stelling die centraal staat in deze scriptie te onderzoeken, in plaats van hiervan uit te gaan en oplossingen te gaan zoeken voor een verondersteld probleem. Daarnaast heeft hij mij steeds weer handvatten gegeven om iets ongrijpbaars als de 'korte termijn' toch te kunnen vertalen naar tastbare informatie.

Tilburg, augustus 2013

Remy Albers

SAMENVATTING

In deze scriptie wordt verkend in hoeverre er bewijs bestaat voor de stelling dat de actoren op de kapitaalmarkt louter geïnteresseerd zijn in kortetermijnresultaten. Dit is een stelling die door velen in de literatuur alsmede door onder meer de Europese Commissie steeds voor waar wordt aangenomen. Er lijkt een soort consensus te bestaan dat kortetermijndenken de kapitaalmarkt – en vennootschappen die hun aandelen op deze markt aanbieden – beheerst. Vanuit dat perspectief worden tal van initiatieven ontplooid om het veronderstelde probleem te bestrijden. Men lijkt eraan voorbij te gaan om allereerst het probleem concreet in kaart te brengen. Het eerste deel van deze scriptie bestaat daarom uit een inventarisatie van wat in de literatuur en door gezaghebbende instanties wordt beweerd omtrent de korte termijn geneigdheid van actoren op de kapitaalmarkt en welke (wetenschappelijke) basis daarvoor bestaat. De inventarisatie laat zien dat deze basis nogal eens ontbreekt, althans niet wordt genoemd. Uit deze inventarisatie zijn een aantal beweringen gededistilleerd die ik in deze scriptie getracht heb te bevestigen, dan wel ontkrachten.

Zo is gekeken naar aandeelhouders van beursvennootschappen. Aandeelhouders spelen een belangrijke rol op de kapitaalmarkt, doch hen wordt regelmatig verweten dat zij enkel oog hebben voor en aanzetten tot prestaties op de korte termijn. Het onderzoek spitst zich vooral toe op de institutionele beleggers, nu zij het gros van de aandelen bezitten. Er wordt vaak beweerd dat ze tegenwoordig in feite kortetermijnbeleggers zijn die een passief beleggingsbeleid voeren. Dat komt onder meer tot uiting in het veelvuldige gebruik van de diensten van stemadviesbureaus. Gevreesd wordt dat institutionele beleggers de adviezen van de bureaus blind volgen, waardoor de stemadviesbureaus een grote invloed hebben op aandeelhoudersvergaderingen. Deze vrees blijkt evenwel niet gegrond, aangezien verschillende onderzoeken bevestigen dat er door de beleggers wel degelijk naar eigen inzicht wordt gestemd. Slechts een kleine minderheid neemt de adviezen klakkeloos over.

Voorts heeft de meerderheid van de institutionele beleggers het beheer van het belegd vermogen uitbesteed aan (externe) vermogensbeheerders. De prestaties van deze vermogensbeheerders zouden over een te korte periode gemeten worden en hen derhalve dwingen om te beleggen op de korte termijn. Of dergelijke afspraken tussen beleggers en vermogensbeheerders inderdaad bestaan heb ik niet kunnen achterhalen, maar vanuit verschillende hoeken wordt bevestigd dat er een hevige concurrentiestrijd woedt onder vermogensbeheerders die hen steeds weer dwingt om goede resultaten te laten zien. Er is op dit vlak dan ook nader onderzoek gewenst.

Dat institutionele beleggers enkel passief beleggen en niet betrokken zijn bij de onderneming waarin zij beleggen strookt niet met mijn bevindingen. Er wordt in toenemende mate gebruik gemaakt van het stemrecht en beleggers en vennootschappen gaan regelmatig met elkaar de dialoog aan. De wijziging van de Wge – waardoor meer aandeelhouders geïdentificeerd kunnen worden – zal hier vermoedelijk nog een positieve bijdrage aan leveren. De goede dialoog kan verklaren waarom het aantal ter vergadering ingebrachte agendapunten de afgelopen jaren te verwaarlozen valt.

Mijn onderzoek onder de meldingsplichtige blockholders laat voorts zien dat de meerderheid een aandeel langer dan drie jaar vasthoudt. Een derde van de onderzochte blockholders houdt zelfs al meer dan zes jaar aandelen in een vennootschap. Tevens heb ik geconstateerd dat bij de AEX-vennootschappen sprake is van een geconcentreerd aandelenbezit, waardoor de instemming van veel zittende aandeelhouders nodig is, indien een op de korte termijn gerichte aandeelhouder iets wil bewerkstelligen.

Tot slot blijkt uit mijn onderzoek naar de variabele beloningen van bestuurders van AEX-vennootschappen dat het grootste gedeelte daarvan afhankelijk is van prestaties op de lange termijn. Ook van buitensporige vertrekregelingen is geen sprake (meer). Toch is wel ruimte voor verbetering. Mijns inziens is de lange termijn die wordt gehanteerd – bij de meeste vennootschappen drie jaar – nog betrekkelijk kort en kan beter aangesloten worden bij de termijn dat een bestuurder gemiddeld is aangesteld. Voorts verdient het aanbeveling om de kwartaalprognose af te schaffen nu de veronderstelde voordelen hiervan in de praktijk niet blijken te bestaan, terwijl ze wel druk leggen op bestuurders om de prognoses te behalen.

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	i
Samenvatting	ii
Hoofdstuk 1	
Inleiding	1
Hoofdstuk 2	
Aanleiding	2
2.1 Introductie	2
2.2 Achtergrond	2
2.3 Financiële crisis zet korte termijn op de kaart.....	3
2.3.1 <i>Europa</i>	3
2.3.2 <i>Nederland</i>	6
2.4 Short-termism in het VK en de VS.....	8
2.5 Beweringen	12
Hoofdstuk 3	
De aandeelhouder c.q. belegger	14
3.1 Introductie	14
3.2 Aandelenbezit	14
3.3 De institutionele belegger	15
3.4 De portefeuille van de institutionele belegger.....	16
3.5 Stemgedrag	17
3.6 Vermogensbeheer	21
3.7 Tussenconclusie	23
Hoofdstuk 4	
Betrokkenheid van beursaandeelhouders	25
4.1 Introductie	25
4.2 Agendapunten.....	25
4.2 Stemmen.....	26
4.3 Dialoog	27
4.4 Kosten	30
4.5 Tussenconclusie	30

Hoofdstuk 5	
Beleggingshorizon van Blockholders	32
5.1 Introductie	32
5.2 Aantal blockholders.....	32
5.3 Belangen en houdperiode.....	36
5.4 Tussenconclusie	39
Hoofdstuk 6	
6. Beloning	40
6.1 Introductie	40
6.2 Say on pay	40
6.3 Remuneratierapporten	44
6.4 Tussenconclusie	47
Hoofdstuk 7	
Conclusie.....	49
Bijlagen.....	51
Referenties	512
Literatuur	52
Kranten.....	55
Kamerstukken	55
Jurisprudentie.....	56

1. INLEIDING

“Aandeelhouders hebben zich het afgelopen decennium in de financiële sector steeds sterker gemaakt voor kortetermijnwinst. Dat geldt niet alleen voor activistische aandeelhouders. Ook institutionele beleggers zoals pensioenfondsen, die in principe een lange termijn perspectief zouden moeten hanteren vanwege hun verplichtingenprofiel in de toekomst, zijn zich meer en meer op de korte termijn gaan richten.”¹

Dit is slechts één quote uit een van de vele rapporten en literatuur waarin men uitgaat van een markt waarbij de focus op de korte termijn alsmaar toeneemt en als gevolg daarvan ertoe leidt dat vooral beursgenoteerde ondernemingen onderhevig zijn aan een grote druk om prestaties te leveren op de korte termijn. Dat heeft geleid tot de volgende onderzoeksvraag die in deze scriptie centraal staat:

“In hoeverre zijn in Nederland aanknopingspunten te vinden voor de stelling dat de actoren op de kapitaalmarkt louter geïnteresseerd zijn in kortetermijnresultaten en dient de wetgever in te grijpen?”

Belangrijke aspecten die in rapporten en literatuur steeds terugkomen zijn de op kortetermijnwinst beluste aandeelhouders en de bonussen die geen of onvoldoende incentives bieden voor bestuurders om beleid te voeren dat zich richt op de lange termijn. Vaak worden ook de institutionele beleggers en hun exponentieel toegenomen portefeuilles genoemd die zich steeds sterker concentreren op zijn op kortetermijnresultaten en met die insteek hun portefeuilles (laten) beheren. In dit verband wordt ook aan de vermogensbeheerders een belangrijke rol toegedicht.

Na het doornemen van veel rapporten en literatuur kan ik niet anders dan constateren dat veel van deze assumpties niet zijn gebaseerd op enig empirisch onderzoek, doch voort lijken te komen uit onderbuikgevoelens die mede worden gevoed door de media.² In deze scriptie verken ik in hoeverre deze onderbuikgevoelens terecht zijn. Hiertoe zet ik allereerst de perceptie in de literatuur van de kapitaalmarkt uiteen in Nederland en op Europees niveau en ga ik vervolgens kort in op het fenomeen ‘short-termism’ in het Verenigd Koninkrijk alsmede de Verenigde Staten (hoofdstuk 2). Daarna besteed ik aandacht aan de aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen, waarbij in het bijzonder de institutionele belegger en vermogensbeheerder nader worden belicht (hoofdstuk 3). Aansluitend bekijk ik hoe het gesteld is met de betrokkenheid van beursaandeelhouders in Nederland, waarbij institutionele beleggers centraal staan (hoofdstuk 4).

Mijn eigen onderzoek (hoofdstuk 5) richt zich op de aandeelhouders van AEX-vennootschappen die hun substantiële deelneming(en) op grond van de verplichtingen uit hoofdstuk 5.3 van de Wft hebben gemeld bij de AFM, ook wel blockholders genoemd. Het biedt interessante inzichten in onder meer de duur dat aandelen worden vastgehouden, de belangen die worden gehouden en de daarmee verband houdende weerbaarheid van uitgevende instellingen tegen de gevreesde op korte termijn gerichte activistische aandeelhouder. Voorts onderzoek ik of het bezoldigingsbeleid bij AEX-vennootschappen te zeer gericht is op de korte termijn en of er aanpassingen noodzakelijk zijn (hoofdstuk 6). In het laatste hoofdstuk zet ik de aanknopingspunten voor de korte termijn die mijn scriptie biedt op een rij en doe ik aanbevelingen voor nader onderzoek (hoofdstuk 7).

¹ Kamerstukken 2009/10, 31 980 nr. 4, p. 99 (rapport commissie De Wit).

² Zie bijvoorbeeld FD 4 juni 2013, hierin worden de actoren van de aandelenmarkt weggezet als een wispelturig circus dat het management aanspoort om te kiezen voor kortetermijngewin.

2. AANLEIDING

2.1 INTRODUCTIE

Aan de hand van rapporten en literatuur zet ik uiteen welke signalen er zijn voor een op de korte termijn georiënteerde kapitaalmarkt en welke oorzaken daar aan ten grondslag zouden kunnen liggen. Dit leidt tot een aantal beweringen die ik poog in de volgende hoofdstukken te bevestigen of te ontkrachten en daarnaast – omdat sommige beweringen op zichzelf al een scriptie rechtvaardigen – zullen er enkele overblijven voor nader onderzoek.

2.2 ACHTERGROND

De discussie omtrent de kapitaalmarkt en niet bij de vennootschap betrokken beleggers met hun al dan niet korte beleggingshorizon wordt internationaal gevoerd en is niet nieuw.³ Wie gaat spitten in Nederlandse, maar ook vooral Angelsaksische literatuur en media komt een overvloed aan onderzoeken, artikelen, rapporten et cetera tegen. Kort na de eeuwwisseling werd het onderwerp weer op de kaart gezet door een governancecrisis. In de periode 2001-2003 kwam de deze crisis tot uiting via diverse (boekhoud)schandalen bij Amerikaanse bedrijven als Enron, Worldcom en Tyco. Dat de governanceproblemen niet voorbehouden waren aan de Verenigde Staten bleek toen ook in Europa soortgelijke schandalen aan het licht kwamen, waaronder de zaken van Ahold en Parmalat.

De governanceproblematiek ziet op de relatie tussen het bestuur en de aandeelhouders van een onderneming. Als een onderneming besluit over te gaan tot een beursintroductie oftewel Initial Public Offering (IPO), dan betreft zij daarmee een zeer gemêleerde en steeds wisselende groep beleggers bij de vennootschap welke samen het orgaan Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) vormen. De afstand tussen het bestuur en de eigenaren wordt derhalve een stuk groter en daarmee wordt het moeilijker voor de aandeelhouders om te controleren waarmee het bestuur zich bezig houdt. Op elk moment beschikt het bestuur over meer informatie dan de gemiddelde belegger c.q. aandeelhouder en er is dus sprake altijd in meer of mindere mate sprake van een informatieasymmetrie.

Kenmerkend bij beursvennootschappen is voorts de door Berle en Means geconstateerde scheiding tussen eigendom en zeggenschap.⁴ Op basis van deze scheiding hebben Jensen en Meckling de relatie tussen het bestuur gedefinieerd als een agency-relatie⁵, waarbij de agent (manager/het bestuur) andere belangen heeft dan de principal (aandeelhouder). Het bestuur bestuurt⁶ en kan in de verleiding komen om deze macht in te zetten voor eigen belangen zoals financieel gewin, daarentegen zal de aandeelhouder streven naar maximale waarde van de aandelen. Binnen dit spanningsveld is het de taak van de principal om de agent te controleren. Een taak die steeds moeilijker zal worden naarmate het aantal aandeelhouders groter wordt.

Gezien de boekhoudschandalen bleek de veronderstelde en toegepaste controle door de principal ontoereikend. Om de governanceproblemen het hoofd te bieden werd in de Verenigde Staten werd in eerste instantie nieuwe wetgeving ingevoerd in de vorm van de Sarbanes-Oxley Act (SOX). Deze wetgeving geldt voor alle ondernemingen met een beursnotering in de Verenigde Staten. In Europa werd er echter niet voor gekozen om hierop te reageren door het invoeren van wetgeving, maar daarentegen werden de lidstaten verplicht om een nationale corporate governance code op te stellen waarin 'principles' en 'best practices' werden opgenomen.

³ Zie bijvoorbeeld Woolrich & Snow (1990), Cosh et al. (1991), Porter (1992) en Miles (1993).

⁴ Berle & Means (1932).

⁵ Jensen & Meckling (1976).

⁶ Vlg. artikel 2:129 Burgerlijk Wetboek.

Een belangrijk verschil met het invoeren van wetgeving is dat de code niet verplicht werd gesteld, maar dat de 'pas toe of leg uit-regel' van toepassing is. Dat betekent dat beursgenoteerde ondernemingen de code dienen toe te passen en dat zij bij afwijking uit zullen moeten leggen waarom van het betreffende principe wordt afgeweken. Jaarlijks moet een beursgenoteerde onderneming in haar jaarverslag verklaren op welke wijze de principes van de code zijn toegepast in het afgelopen jaar.

In Nederland werd de eerste corporate governance Code (Tabaksblat) in 2003 geïntroduceerd. De Code is in Nederland aangewezen bij algemene maatregel van bestuur als gedragscode als bedoeld in artikel 2:391 lid 5 Burgerlijk Wetboek. Van aandeelhouders wordt verwacht dat zij door het uitvoeren van hun rechten het bestuur ertoe bewegen de code na te leven.⁷ Daartoe is vereist dat de AVA invloed kan uitoefenen op het beleid van het bestuur en de RvC. Deze invloed dient zodanig te zijn dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van "checks and balances" in de vennootschap.⁸

Naast het invoeren van de Code is het afgelopen decennium op Europees niveau omvangrijke effectenrechtelijke regelgeving ontwikkeld in de vorm van richtlijnen en verordeningen.⁹ De richtlijnen zijn vervolgens geïmplementeerd op nationaal niveau, hetgeen in Nederland onder meer heeft geleid tot invoering van de Wet financieel toezicht, Wet toezicht financiële verslaggeving en de Wet giraal effectenverkeer.

2.3 FINANCIËLE CRISIS ZET KORTE TERMIJN OP DE KAART

Deze stortvloed aan regelgeving was vooral in het leven geroepen om de hierboven reeds gesignaleerde informatieasymmetrie te verkleinen. In de literatuur wordt deze fase ook wel aangeduid als 'Corporate governance 1.0'.¹⁰ Dit alles kon echter niet voorkomen dat medio 2007 wederom een crisis uitbrak, waardoor corporate governance opnieuw op veel aandacht kon rekenen.

2.3.1 EUROPA

De financiële crisis gaf voor de Europese Commissie aanleiding om een onderzoek te bevelen naar de oorzaken hiervan. Hiertoe gaf ze in oktober 2008 de 'de Larosière Group', voorgezeten door Jacques de Larosière, opdracht. Zij publiceerde op 25 februari 2009 een rapport¹¹, waarin aanbevelingen werden gedaan.

In dit rapport wordt corporate governance één van de meest belangrijke mislukkingen van de crisis genoemd.¹² Ook wordt in het rapport geconstateerd dat er in het financiële systeem als geheel onvoldoende aandacht is geschonken aan de langetermijnbelangen van aandeelhouders. Lage rentes en een overschot aan financieringen in combinatie met bonussen gericht op de korte termijn hebben ervoor gezorgd dat het perspectief op de lange termijn volledig is verwaarloosd, aldus de Larosière Group. Investeerders en aandeelhouders raakten snel gewend aan steeds hogere winsten welke in

⁷ Zie de laatste zin van nr. 4 van de preambule van De Nederlandse Corporate Governance Gode 2008 (hierna ookwel aangeduid met NCGC).

⁸ Zie best practise bepaling (hierna ookwel aangeduid met BPB) IV.1 NCGC.

⁹ Onder meer (1) VERORDENING (EG) Nr. 1606/2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (IAS-verordening), (2) Richtlijn 2003/6/EG betreffende marktmisbruik, (3) RICHTLIJN 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, (4) Richtlijn 2004/25/EG betreffende het overnamebod, (5) Richtlijn 2004/39/EG betreffende markten voor financiële instrumenten, (6) Richtlijn 2004/109/EG betreffende transparantievereisten voor beursgenoteerde ondernemingen, (7) VERORDENING (EG) Nr. 809/2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG (Prospectusverordening), (8) Richtlijn 2006/43/EG betreffende wettelijke controles van jaarrekeningen, (9) Richtlijn 2007/36/EG betreffende rechten van aandeelhouders.

¹⁰ Van der Elst & Vermeulen (2011), p. 10.

¹¹ Larosière Group (2009).

¹² Ibid., p. 29.

geen verhouding stonden tot de werkelijke economische groei.¹³ In het rapport worden dan ook onder andere aanbevelingen gedaan bonussen meer in overeenstemming te brengen aandeelhoudersbelangen en winstgevendheid op de lange termijn.

Net als de Larosière Group is ook de Europese Commissie in haar Groenboek over corporate governance bij financiële instellingen uit 2010 kritisch over de rol die aandeelhouders speelde in de crisis. Zij stelt namelijk dat door de financiële crisis het vertrouwen in het model van de aandeelhouder-eigenaar, welke een bedrage levert aan de levensvatbaarheid van de onderneming, minst genomen fors is aangetast.¹⁴ De Europese commissie stelt dat door wat zij noemt 'financialisering' van de economie, met name door het toegenomen aantal bronnen voor financiering c.q. kapitaalverstrekking, nieuwe categorieën aandeelhouders zijn ontstaan.¹⁵ Deze aandeelhouders lijken weinig belangstelling te hebben voor lange termijn doelstellingen en zij stimuleren soms zelfs tot het nemen van buitensporige risico's. De oorzaak hiervoor is gelegen in hun betrekkelijk korte beleggingshorizon van drie tot zes maanden. Bovendien wordt het risicovol handelen nog eens extra versterkt door het verenigen van de belangen van de bestuurders met deze nieuwe categorieën aandeelhouders, waardoor de buitensporige risico's in vele gevallen gepaard gingen met even buitensporige beloningen van bestuurders.

De Europese Commissie noemt voorts enkele factoren die het gebrek aan interesse of de passiviteit van aandeelhouders ten aanzien van financiële instellingen mede helpen verklaren:

“– bepaalde rendabiliteitsmodellen, gebaseerd op het bezit van een portefeuille met verschillende effecten, hebben als gevolg dat het eigendomsbegrip dat gewoonlijk met het bezit van effecten verbonden is, hiervan wordt losgemaakt of zelfs verdwijnt;

– de kosten die op de institutionele beleggers zouden rusten als zij zich actief zouden willen inzetten voor de governance van de financiële instelling, kunnen mede een ontradend effect veroorzaken, in het bijzonder als deze beleggers slechts over een minieme participatie beschikken;

– belangenconflicten;

– het ontbreken van effectieve rechten om hun controle uit te oefenen (in bepaalde rechtsgebieden hebben aandeelhouders bijvoorbeeld geen stemrecht inzake de beloning van bestuurders)[...].”

De Europese Commissie wijst er in haar Groenboek van 2010 nog op dat deze problematiek niet alleen voorkomt bij financiële instellingen en vraagt zich af hoe effectief corporate governance-regels zijn, waarbij wordt uitgegaan van een effectieve controle door aandeelhouders.¹⁶ In haar groenboek uit 2011¹⁷ gaat de Europese Commissie vervolgens in op goede corporate governance bij Europese ondernemingen en stelt zij 25 vragen waarop belanghebbenden tot 22 juli 2011 konden reageren.

Ook in dit Groenboek besteedt de commissie vanuit diverse invalshoeken aandacht aan het fenomeen 'korte termijn'. Zo stelt zij dat er gegevens bestaan waaruit blijkt dat de meeste aandeelhouders passief zijn en zich vaak alleen voor kortetermijnwinst interesseren.¹⁸ Zij verwijst echter niet naar een bron en hierdoor blijft het onduidelijk waar deze generaliserende uitspraak op is gebaseerd.

¹³ Ibid., p. 30.

¹⁴ Zie Europese Commissie, Groenboek, Corporate governance in financiële instellingen en het beloningsbeleid, Brussel, 2.6.2010 COM(2010) 284 definitief, p. 8.

¹⁵ Ibid., p. 8-9.

¹⁶ Ibid., p. 9.

¹⁷ Europese commissie, Groenboek, Het EU-kader inzake corporate governance, Brussel, 5.4.2011 COM(2011) 164 definitief.

¹⁸ Ibid., p. 3.

Daarnaast wijst de commissie innovaties als 'high-frequency trading' en geautomatiseerde handel aan als oorzaak voor de in de afgelopen twintig jaar steeds korter wordende periode dat aandelen in dezelfde handen blijven.¹⁹ Hierdoor zou nu een aandeel gemiddeld na acht maanden van eigenaar wisselen.

Niet alleen de aandeelhouders, maar ook het bestuur moet het ontzien. Volgens de commissie schort het namelijk aan de overeenstemming tussen de prestaties en de beloning van de bestuurders.²⁰ Een slecht beloningsbeleid en verkeerde prikkels kunnen leiden tot ongerechtvaardigde overdracht van waarde van onderneming naar bestuurders. Daar komt volgens de commissie nog bij dat een focus op korte termijn prestaties schadelijk kan zijn voor de levensvatbaarheid van de onderneming op de lange termijn.

Tot slot haalt de commissie in dit Groenboek de korte termijn aan in relatie tot de vermogensbeheerders. Deze vermogensbeheerders worden er volgens de commissie namelijk toe aangezet om voordeel op de korte termijn te behalen.²¹ Als redenen daarvoor worden aangehaald de wijze waarop zij worden beoordeeld en de stimuleringsstructuur van honoraria en provisies.

Op dezelfde dag als waarop het hierboven genoemde groenboek uit 2011 verscheen, publiceerde de door de Europese Commissie aangestelde reflectiegroep hun rapport²² omtrent de toekomst van het Europese ondernemingsrecht. Ook deze groep constateerde dat de focus bij beursgenoteerde ondernemingen enigszins is verschoven van een lange termijn oriëntatie naar een meer korte termijnperspectief en meer in het bijzonder het creëren van aandeelhouderswaarde op de korte termijn.²³ Zonder nader uit te wijden over wat zij nu concreet constateerden, worden onderliggende redenen genoemd om het 'geconstateerde' te verklaren. Men noemt achtereenvolgens de rol van de institutionele beleggers die hun portefeuilles aanzienlijk hebben vergroot, de druk van de markt en investeerders om grotere rendementen te behalen, en de opkomst van aandeelhoudersactivisme door hedge funds en private equity in combinatie met veel liquiditeit die beschikbaar was voor de kredietcrisis. Hiernaast noemt de groep nog de volgende oorzaken c.q. gevolgen²⁴:

- Belastingvoordelen door aftrekbaarheid van rentebetalingen;
- De focus op korte termijn resultaten heeft zich vertaald in de druk van de markt en regulering op nationaal en Europees niveau:
 - door te eisen dat kwartaalrapportages worden gepubliceerd;
 - door regels omtrent koersgevoelige informatie die eisen dat deze onmiddellijk openbaar wordt gemaakt ondanks dat het niet openbaar maken geen gevolgen heeft voor de lange termijn;
- Bepaalde financiële regels of standaarden zoals solventieregels voor verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen leiden tot het meten van prestaties op de korte termijn;
- De focus op de korte termijn heeft ook geleid tot extra druk *in bepaalde bedrijven* en *door bepaalde categorieën aandeelhouders* op de distributie van cash waarvoor niet meteen een bestemming wordt gevonden, zoals dividend, aandeleninkoop of andere technieken. Volgens de groep *kan dit een negatief effect hebben* op het vermogen om een lange termijn strategie uit te voeren.

Hoewel het best plausibel voorkomt dat de bovengenoemde punten een bepaalde correlatie vertonen met een focus op de korte termijn, ontbreekt ook hier een onderbouwing. Afgezien van het ontbrekende bewijs, laat de formulering veel ruimte voor onduidelijkheid over. Zo wordt bijvoorbeeld in het laatste punt genoemd dat "*bepaalde aandeelhouders*" in "*bepaalde bedrijven*" een negatief effect

¹⁹ Ibid., p.13.

²⁰ Ibid., p.10.

²¹ Ibid., p.14.

²² Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law, Brussels, 5.4.2011

²³ Ibid., p. 36

²⁴ Ibid., p. 36 e.v.

“kunnen” hebben op de lange termijn strategie van een onderneming. Een dergelijke zin roept meer vragen op dan dat hij beantwoord.

2.3.2 NEDERLAND

In Nederland werd de commissie de Wit aangesteld om onderzoek te doen naar de oorzaken van de crisis. Ook in dit rapport wordt kritiek geuit op de toenemende focus op korte termijn rendement in de aanloop naar de financiële crisis. Zo signaleert de commissie vanaf de eeuwwisseling lage rentestanden en een daardoor sterker wordende roep om rendement door beleggers.²⁵ Volgens de commissie heeft dit met name bij beursgenoteerde ondernemingen de focus op korte termijn rendement vergroot. Zij doelt in dit verband op de in het kader van transparantie verhoogde frequentie in de publicatie van resultaten en informatie:

“Beleggers, handelaren, analisten, en vakpers in binnen- en buitenland staan vierentwintig uur per dag klaar om nieuwe informatie op te nemen en daarop te reageren. Waar vroeger halfjaarcijfers volstonden voor een beursgenoteerde onderneming is nu meestal een kwartaalrapportage verplicht. Vaak worden ook nog tussendoor rapportages verschaft (zogenaamde tradingupdates). Met het gebruik van peer groups [...] en ambitieuze targets werd de druk om elk kwartaal weer goede cijfers te laten zien almaar groter.”

De commissie spreekt daarnaast van een grotere focus op aandeelhouderswaarde – volgens de commissie de financiële waarde die een onderneming voor de aandeelhouder creëert en die vaak wordt vertaald in de prijs van het aandeel.²⁶ Dat is niet alleen het gevolg van de hierboven genoemde roep om rendement, maar ook van het synchroniseren van de beloningen van bestuurders met de belangen van aandeelhouders, aldus de commissie. Deze roep om rendement en synchronisatie van belangen in combinatie met de instrumenten, die aandeelhouders kregen aangereikt om een onderneming en haar bestuur aan te spreken, zorgde voor een opwaartse druk om rendement te creëren.²⁷ Ter ondersteuning hiervan toont de commissie een tabel waarin het rendement op het eigen vermogen van banken in Nederland, België, Duitsland, Frankrijk, Engeland, Spanje, Italië, Zwitserland en IJsland wordt getoond tussen 2004 en 2008.²⁸ De rendementscijfers schommelen rond de 20 procent en dergelijke cijfers werden 20 jaar geleden volgens de commissie voor onmogelijk gehouden voor financiële instellingen.

In het kader van het beloningsbeleid noemt de commissie ook de ongewenste prikkels die vaak zijn verbonden met gegarandeerde bonussen zoals een retention bonus (bonus om mensen vast te houden) of golden parachutes (vertrekregelingen).²⁹ Als voorbeeld noemt zij een situatie waarin een bestuurder een bonus krijgt als hij zijn targets haalt en aan de andere kant een riant vertrekpremie krijgt indien hij deze niet haalt en moet vertrekken. Een dergelijke bestuurder heeft weinig te verliezen en wordt alleen geprikkeld tot het nemen van grote risico's om zijn prestatiebonus te behalen. Bovendien kan een bankier dit jaar een bonus krijgen voor het aangaan van verplichtingen met een looptijd van bijvoorbeeld 30 jaar, ongeacht of deze verplichtingen worden nagekomen. Dit maakt procyclisch werken, inhoudende het streven naar zoveel mogelijk transacties, lonend.

Het wordt de raden van bestuur verweten dat zij niet hebben gezorgd voor een goede balans tussen rendement en risico. Dat gaat gepaard met een korte termijn focus en heeft in enkele gevallen geleid tot gevaren voor de lange termijn en dus de continuïteit van Nederlandse financiële instellingen, aldus de commissie.³⁰ Ook de raden van commissarissen hebben dit niet kunnen of willen tegengaan.³¹

²⁵ Kamerstukken 2009/10, 31 980 nr. 4, p. 74 (rapport commissie De Wit).

²⁶ Ibid., p. 73.

²⁷ Ibid., p. 75.

²⁸ Ibid., p. 76.

²⁹ Ibid., p. 78.

³⁰ Ibid., p. 97.

³¹ Ibid., p. 98.

Naast een op de korte termijn gerichte RvB en RvC hebben aandeelhouders zich het afgelopen decennium in de financiële sector steeds sterker gemaakt voor kortetermijnwinst.³² De commissie stelt dat dit ook geldt voor institutionele beleggers zoals pensioenfondsen. Hoewel de verplichtingen op de lange termijn liggen, zorgen ijkpunten zoals de dekkingsgraad, voor spanning tussen de korte ten lange termijn.³³

Niet alleen de crisis zet aan tot publicaties omtrent aandeelhouders en hun drang naar de korte termijn. Na de toename van de bevoegdheden van aandeelhouders door aanpassing van de structuurregeling in 2004³⁴, kregen een aantal zaken met hedge funds in de hoofdrol veel publiciteit en is er een discussie ontstaan over de rechten van aandeelhouders.³⁵ Sommige auteurs opteren enkele jaren later alweer voor een beteugeling van de vrijheid die aandeelhouders hebben in hun streven naar kortetermijndoelstellingen³⁶ en herbezinning van het agenderingsrecht.³⁷

Ook de politiek laat de discussie niet onberoerd. Een quote uit een rapport³⁸ van de SP die Frentrop noemt in zijn inaugurele rede³⁹ is redelijk ongenueanceerd, maar wel illustratief voor de één van de mogelijke perspectieven in de maatschappelijke discussie:

“De doorgeschoten macht van de aandeelhouders moet drastisch worden ingeperkt. Aandelen veranderen nu gemiddeld binnen één jaar van eigenaar. Aandeelhouders zijn teveel gefixeerd op de korte termijn. De aandeelhoudersmacht die in 2004 door de wijziging van de structuurwet radicaal uitgebreid werd, moet nu fundamenteel beperkt worden.”

Deze opvatting is mijns inziens wat rigoureuus en het lijkt mij zinvoller om eerst te onderzoeken of beursgenoteerde vennootschappen inderdaad gebukt gaan onder de korte termijn geneigdheid van de markt en de druk van hun aandeelhouders. Het ‘fundamenteel beperken’ van de aandeelhoudersrechten zonder dat er daadwerkelijk eerst onderzocht is of het veronderstelde probleem bestaat en hoe groot dit is, lijkt mij alles behalve verstandig. Het uitbreiden van de aandeelhoudersrechten was bedoeld om de werking van het systeem van ‘checks & balances’ te verbeteren. Is deze doelstelling dan voorbij gestreefd omdat de op korte termijnwinst beluste aandeelhouder nu over te veel macht beschikt?

Men lijkt het er in ieder geval eens te zijn dat er sprake is van aandeelhouders die zich te zeer concentreren op de korte termijn.⁴⁰ De Jongh stelt dat de wetgever niet kan volstaan met een

³² Ibid., p. 99.

³³ Kamerstukken 2009/10, 31 980 nr. 4, p. 94 (rapport commissie De Wit).

³⁴ Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling; Stb. 2004, 370; krachtens KB van 9 augustus 2004, Stb. 2004, 405 in werking getreden op 1 oktober 2004 (Kamerstukken 28 179), Naast de wijzigingen in de structuurregeling zijn met de deze wet de rechten van aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen aanzienlijk uitgebreid, waarbij de bepalingen in grote mate zijn gebaseerd op de uitgangspunten zoals die tot dan toe in de discussie over corporate governance zijn ontwikkeld.

³⁵ Hiermee doel ik hier met name op de zaken van Stork en ABN AMRO. Zie Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, LJN AZ6440 (Centaurus c.s./Stork) en HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434, RO 2007, 69 (VEB/ABN AMRO).

³⁶ Bijvoorbeeld Steins Bisschop (2009), p. 164.

³⁷ Overkleef (2009).

³⁸ Dit betreft het rapport ‘Lessen uit de Kredietcrisis’, dat door de SP werd gepresenteerd op 27 oktober 2008.

³⁹ Frentrop (2012), p. 6.

⁴⁰ Zie onder meer de reeds genoemde publicaties van ‘The high-level group on financial supervision in the EU’, 25 februari 2009, Kamerstukken 2009/10, 31 980 nr. 4 (rapport commissie De Wit), Europese Commissie, Groenboek, Corporate governance in financiële instellingen en het beloningsbeleid, Brussel, 2.6.2010 COM(2010) 284 definitief, Europese commissie, Groenboek, Het EU-kader inzake corporate governance, Brussel, 5.4.2011 COM(2011) 164 definitief en Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law, Brussels, 5.4.2011.

genoeglijk ronde tafel gesprek, maar het probleem bij de horens dient te vatten.⁴¹ Volgens Winter zijn zelfs institutionele beleggers zoals pensioenfondsen, die belangen behartigen op de lange termijn, tegenwoordig in feite korte termijnbeleggers.⁴² Hij stelt dat, onder invloed van de Modern Portfolio Theory, institutionele beleggers risico's proberen te reduceren, dan wel te elimineren door zo veel mogelijk diversiteit te creëren in hun aandelenportfolio's. Hierdoor hebben zij voor relatief kleine bedragen belangen in dusdanig veel beursvennootschappen, dat het onmogelijk is om precies te begrijpen waarin wordt geïnvesteerd. Zij beheren hun portfolio dan ook vooral op basis van de prestaties van de investeringen, waarbij deze worden afgezet tegen mogelijk investeringen met behulp van mathematische modellen.⁴³ Daarbij is een constante liquiditeit van de portfolio's van groot belang; institutionele beleggers moeten steeds hun aandelen kunnen verhandelen, aldus Winter.⁴⁴

Hij signaleert ook dat de discussie over de aandeelhoudersrechten mede wordt gevoed door het feit dat we niet goed weten hoe we moeten reageren op structureel niet in de governance betrokken aandeelhouders met een grote focus op de korte termijn. Hij vat de discussie kort en bondig samen met de vraag:

“Vraagt dat om beperking van rechten of juist om het faciliteren van activisme en overnamebiedingen om voldoende disciplinerende van de ondernemingsleiding te waarborgen?”⁴⁵

Hoewel de discussie over het al dan niet beperken van de rechten nog altijd voortduurt, lijkt men zowel in de literatuur als in de politiek kortetermijnaandeelhouderschap te signaleren en te beschouwen als een probleem dat moet worden aangepakt. Den Haag wachtte echter niet op concreet bewijs en kwam op advies van de Monitoring Commissie (Frijs) op 19 juni 2009 met wetsvoorstel 32 014, waarin beperkingen van de aandeelhoudersrechten zijn opgenomen. In dit wetsvoorstel zijn onder meer een extra lagere drempel van 3% voor de verplichte melding van een substantieel belang en een verhoging van de drempel van het agenderingsrecht van 1% naar 3% opgenomen.⁴⁶ Uit een brief van de voormalig minister van financiën blijkt dat de maatregelen in dit wetsvoorstel vooral zijn bedoeld om activistische aandeelhouders met een kortetermijnvisie aan te pakken.⁴⁷ Voorts is om langetermijnaandeelhouderschap te faciliteren een wetsvoorstel in voorbereiding; dit betreft: 'Wetsvoorstel facilitering langetermijnaandeelhouderschap'.⁴⁸

2.4 SHORT-TERMISM IN HET VK EN DE VS

Het onderwerp is niet alleen in Nederland actueel. Ook in Angelsaksische landen wordt er veel aandacht aan geschonken. In 2010 werd door het Department for Business, Innovation & Skills in het Verenigd Koninkrijk een consultatie gehouden inzake 'short-termism' onder de titel 'A Long-Term Focus for Corporate Britain: A Call for Evidence'.⁴⁹ In dit rapport wordt net als in het Groenboek uit 2011 van de Europese Commissie genoemd dat aandelen vandaag de dag nog slechts acht maanden in dezelfde handen blijven.⁵⁰ In tegenstelling tot het Groenboek wordt in dit rapport wel naar een bron verwezen.⁵¹

⁴¹ De Jongh (2012).

⁴² Winter (2011), p. 7.

⁴³ Winter (2011a), nr. 14, p. 7-8

⁴⁴ Winter (2011a), nr. 14, p. 8.

⁴⁵ Zie Winter (2011b).

⁴⁶ Enkele gevolgen van deze wetswijziging komen aan de orde in 4.3.

⁴⁷ Kamerstukken 2011/2012, 32014, nr. 14.

⁴⁸ Kamerstukken 2012-2013, 33400 VI nr. 2, p. 137.

⁴⁹ Te raadplegen via <http://www.bis.gov.uk/Consultations/a-long-term-focus-for-corporate-britain>.

⁵⁰ Department for Business Innovation & Skills, "A long-term focus for corporate Britain: A call for evidence", October 2010, p. 21.

⁵¹ Patience and Finance, A. Haldane, September 2010, Bank of England, at Oxford China Business Forum, Beijing. Te raadplegen via <http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2010/067>.

Andere mogelijke aanwijzingen voor het bestaan van korte termijngedrag die in dit rapport genoemd worden zijn kuddegedrag onder investeerders en vermogensbeheerders⁵², toegenomen liquiditeit en informatie op de markt leidt tot meer handel en grotere volatiliteit in aandelenprijzen waarbij ondanks wisselende winsten hoge dividenden worden uitbetaald⁵³, het principal-agent probleem kan leiden tot een focus op korte termijn indicatoren zoals kwartaalrapportages⁵⁴, focus op korte termijn indicatoren ontmoedigt bestuurders om een lange termijn visie te hanteren⁵⁵ en de prestatiecriteria van vermogensbeheerders zijn mogelijk te zeer gericht op de korte termijn.⁵⁶

Uit de resultaten van consultatie bleek dat men het er over het algemeen over eens was dat short-termism voorkwam in het VK, echter geen van de respondenten kon zich daarbij baseren op enig bewijs.⁵⁷ Er was dus meer onderzoek nodig om de onderbuikgevoelens van de respondenten te staven.

Ook Kay concludeert in zijn review dat short-termism een probleem is en wijst als hoofdoorzaken het afgenomen vertrouwen en de verkeerde uitlijning van incentives in de investeringsketen aan.⁵⁸ In de eerste vijf hoofdstukken geeft hij een uitgebreide analyse van de Britse aandelenmarkt.

Kay begint in het eerste hoofdstuk met het noemen van de almaar dalende investeringen van bedrijven in procenten van het Bruto Nationaal Product (BNP)⁵⁹ en de al decennia lage investeringen in research & development⁶⁰ in het VK. Vervolgens beschrijft hij aan de hand van enkele voorbeelden hoe kortetermijndenken kan leiden tot het nemen van slechte zakelijke beslissingen op de lange termijn.⁶¹ Onder andere noemt hij bedrijven als ICI en GEC die hun succes niet op de lange termijn wisten te voort te zetten, omdat ze heden ten dage niet meer bestaan in hun oorspronkelijke vorm. Ook noemt hij het voorbeeld van BP dat na het millennium wegens druk op haar kosten onvoldoende aandacht schonk aan zaken als gezondheid, milieu en veiligheid als gevolg waarvan diverse incidenten plaatsvonden.

Met deze voorbeelden wil hij illustreren dat bedrijven niet geneigd zijn om voldoende te investeren. Zeker niet wanneer deze investeringen ten koste gaan van de winst. Volgens Kay is het ook heel goed mogelijk dat bedrijven zich om dezelfde reden richten op het vermarkten van bestaande producten in plaats van het ontwikkelen van nieuwe producten. Dit compenseren bedrijven dan door frequente reorganisaties van de portfolio's van bedrijven die ze bezitten. Dergelijk gedrag beschadigt de marktpositie van het bedrijf en vermindert de waarde op de lange termijn. Wat Kay hier beschrijft zijn weliswaar goede voorbeelden van falende Britse bedrijven, echter hij levert mijns inziens geen bewijs dat dit wordt veroorzaakt door de druk van korte termijn beleggers om op korte termijn te presteren. Het verband tussen het falen van de bedrijven en kortetermijnbeleggers en/of de korte termijn geneigdheid van de kapitaalmarkt als geheel wordt namelijk onvoldoende aangetoond. Kay laat mogelijke alternatieve oorzaken – bijvoorbeeld dat de Britse bedrijven faalde als gevolg van te weinig innovatie en slechte producten – volledig buiten beschouwing.⁶²

⁵² Department for Business Innovation & Skills, *"A long-term focus for corporate Britain: A call for evidence"*, October 2010, p. 21-22.

⁵³ Ibid., p. 22.

⁵⁴ Ibid., p. 22.

⁵⁵ Ibid., p. 22.

⁵⁶ Ibid., p. 23.

⁵⁷ Department for Business Innovation & Skills, *"Summary of responses: A long-term focus for corporate Britain"*, March 2011, p. 6.

⁵⁸ Kay 2012, p. 9.

⁵⁹ Ibid., p. 15.

⁶⁰ Ibid., p. 16.

⁶¹ Ibid., p. 18 e.v.

⁶² Zie in dit verband de blog van Ruud Pruijm, te raadplegen via:

<http://www.professorpruijm.com/2012/09/het-kay-review-over-de-financiele-sector.html>.

Kay vervolgt zijn review in hoofdstuk twee door te stellen dat de beursgenoteerde vennootschap die de aandelenmarkt gebruikt om vermogen aan te trekken op haar retour is.⁶³ Het veranderde aandeelhouderslandschap komt aan bod in het derde hoofdstuk.⁶⁴ De verkeerde uitlijning van incentives noemt Kay onder andere in het vierde hoofdstuk waarin de efficiëntie van de markt aan de kaak wordt gesteld. Volgens Kay bestaat er bij de meeste actoren op de markt een neiging om te handelen⁶⁵: bestuurders willen hun stempel drukken op het bedrijf door reorganisaties, acquisities en afstotingen; de verdiensten van market makers⁶⁶ zijn sterk gerelateerd aan het volume van activiteit in de effecten waarin ze handelen; analisten worden beloond voor hun theorieën die leiden tot een koop- of verkoopadvies; zakenbankiers en adviseurs verdienen aan transacties en financieel adviseurs werkten traditioneel op provisiebasis. Volgens Kay werken veel mensen in de financiële services die beweren hun geld te verdienen met advies in werkelijkheid als verkopers. Klanten zullen nu eenmaal eerder bereid zijn om te betalen voor een advies om iets te doen, dan om niets te doen.

Zijn analyse van de Britse aandelenmarkt sluit Kay af in zijn vijfde hoofdstuk waarin de rol van vermogensbeheerders wordt belicht. Hij beschrijft in dit hoofdstuk de verhoogde frequentie in aandelentransacties als gevolg van high frequency trading. Het blijkt dat de meeste aandelen worden verhandeld door hedge funds, high frequency traders en proprietary traders (72%) en dat investeerders de meeste aandelen bezitten. Daarnaast constateert Kay dat beleggingshorizon van vermogensbeheerders kort is als gevolg van hun prestatiecriteria en de korte periode waarover zij beoordeeld worden.

Of er daadwerkelijk een relatie bestaat tussen de afname van investeringen van ondernemingen als percentage van het BNP in combinatie met de verhoogde frequentie en volume in aandelentransacties, waardoor ondernemingen worden gedwongen tot korte termijn gedrag wordt mijns inziens echter niet duidelijk uit het verhaal van Kay. Bovendien levert hij ook geen empirisch bewijs dat aandelenmarkten behoefte hebben aan en gebaat zijn bij langetermijnbeleggers. Toch geeft hij in de volgende hoofdstukken (6 t/m 13) overheid, toezichthouders en marktactoren aanbevelingen die voornamelijk hierop zijn gericht.

Hij dicht een belangrijke rol toe aan vermogensbeheerders die volgens Kay kunnen bijdragen aan de prestaties van het Britse bedrijfsleven. Vermogensbeheerders zouden zich meer moeten bemoeien met de bedrijven waarin ze beleggen.⁶⁷ In het rapport kan men verder lezen dat Kay meent dat institutionele beleggers te zeer gericht zijn op de korte termijn en dat hun '*engagement*' moet worden vergroot door het oprichten van een beleggersplatform.⁶⁸ Een dergelijk platform kennen wij in Nederland overigens al jaren, namelijk Eumedion. In het kader van verkeerd uitgelijnde incentives beveelt Kay aan dat de beloning van bestuurders gericht moet zijn op lange termijn prestaties.⁶⁹ De beloning moet worden uitbetaald in aandelen die de bestuurder niet mag verkopen zo lang hij nog in dienst is bij de onderneming. Verder beveelt Kay aan om de verplichte kwartaalrapportages af te schaffen.⁷⁰ Dit is een voorstel dat ook de Reflection Group, de Europese Commissie en de Commissie de Wit noemt in hun rapporten. Het klinkt aannemelijk dat een bestuurder zo meer tijd wordt gegund om zich bezig te houden met het leiden van de onderneming en dat hij daarbij meer aandacht kan besteden aan de lange termijn. De keerzijde van de medaille is dat de belegger dan wel over minder informatie beschikt.

⁶³ Kay (2012), p. 22 e.v.

⁶⁴ Ibid., p. 29 e.v.

⁶⁵ Ibid., p. 35.

⁶⁶ Beurshandelaar die de handel in effecten onderhoudt.

⁶⁷ Kay (2012), p. 53.

⁶⁸ Ibid., p. 51.

⁶⁹ Ibid., p. 79.

⁷⁰ Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law, Brussels, 5.4.2011, p. 74.

Short-termism blijkt voorts ook in de VS geen onbekende term.⁷¹ Barton beschrijft deze bijziendheid (myopia) als een probleem dat voornamelijk in de westerse samenleving en in alle sectoren voorkomt.⁷² Hij stelt dat Aziaten in de regel in termijnen van 10-15 jaar denken en dat in de VS en Europa kortzichtigheid de norm is. Het hebben van een langetermijnperspectief is volgens Barton een sterk competitief voordeel waar veel Aziatische economieën en ondernemingen vandaag de dag van profiteren.

In de VS is volgens Barton de gemiddelde duur van het dienstverband van een CEO van tien jaar in 1995 gedaald tot zes jaar anno 2012. De druk om goede kwartaalcijfers te presenteren vergt veel tijd en aandacht van het management. Wanneer een CEO zijn kwartaaltargets mist, dan loopt hij het risico dat investeerders zich terugtrekken uit de onderneming. Om dit te voorkomen wordt met man en macht gewerkt om deze targets wel te halen en krijgt innovatie minder aandacht.

Er zijn wel uitzonderingen zoals Unilever, Coca-Cola en Ford, die in het geheel geen winstverwachtingen meer publiceren. Ook zijn er initiatieven om het langetermijnperspectief meer aandacht te geven zoals IBM dat een planning maakt voor vijf jaar, waarmee verdedigd kan worden dat er door investering in R&D eens een keer wat minder wordt gescoord op een kwartaal. Toch zijn dit volgens Barton niet meer dan bewonderenswaardige uitzonderingen en moet de *'tyranny of short-termism'* worden aangepakt door te starten bij de investeerders.

Hij noemt daarnaast ook de steeds kortere periode dat aandelen worden gehouden in de VS die van gemiddeld 7 jaar in de jaren 70 is gedaald tot circa 7 maanden anno nu. Een belangrijke oorzaak hiervoor is gelegen in de opkomst van 'hyperspeed traders' die aandelen slechts enkele seconden vasthouden. Naar schatting nemen zij zo'n 70% van alle aandelentransacties voor hun rekening.

Net als de al eerder genoemde consultatie in het VK baseert Barton zich voornamelijk op meningen van betrokkenen uit de praktijk. In mei 2011 kwamen Haldane en Davies met een paper over short-termism.⁷³ Ook zij constateerden dat tot dan toe de meeste publicaties waren gebaseerd op onderbuikgevoelens. Er waren weliswaar diverse enquêtes en anekdotes die wezen op het bestaan ervan, maar concreet bewijs had men niet.

Haldane en Davies leveren stellen wel bewijs te hebben gevonden dat er zowel in het VK als in de VS tussen 1985 en 2004 sprake was van short-termism in alle industriële sectoren:

*"Our evidence suggests short-termism is both statistically and economically significant in capital markets. It appears also to be rising. In the UK and US, cash-flows 5 years ahead are discounted at rates more appropriate 8 or more years hence; 10 year ahead cash-flows are valued as if 16 or more years ahead; and cash-flows more than 30 years ahead are scarcely valued at all. The long is short. Investment choice, like other life choices, is being re-tuned to a shorter wave-length. Public policy intervention might be needed to correct this capital market myopia."*⁷⁴

Een recente paper van Salter gaat nog verder door niet alleen aan te sluiten bij het signaleren van een verkorte termijn op kapitaalmarkten, maar daarenboven ook aannemelijk te maken dat dit uitnodigt tot wat hij 'institutional corruption' noemt.⁷⁵ Hij noemt de casus van Citigroup Mortgage Banking Desk als tekenend voorbeeld van deze corruptie.⁷⁶ Deze bank startte in mei 2007 een uitermate complex en risicovol investeringsfonds dat via een ingewikkelde constructie was gebaseerd op de inmiddels beruchte subprime hypotheek. Zij incasseerde \$ 700 miljoen van 15 investeerders en nam zelf

⁷¹ Zie onder meer, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, Aspen Institute, september 2009.

⁷² Barton (2011).

⁷³ Haldane en Davies (2011).

⁷⁴ Ibid., p. 1.

⁷⁵ Salter (2013).

⁷⁶ Ibid, p. 7 e.v.

tegelijktijd een shortpositie in van \$ 500 miljoen waarmee zij speculeerde op een daling van de waarde van dezelfde investeringen. Anders gezegd, zij had een belang dat tegengesteld was aan dat van de investeerders terwijl zij zelf het investeringsfonds had opgezet en gepromoot. Uiteindelijk leidde dit tot een nagenoeg volledig verlies van de investeerders en incasseerde Citigroup circa \$ 160 miljoen aan vergoedingen en winst die gerelateerd was aan het gokken tegen het eigen fonds.

Dit handelen van Citigroup valt onder – vereenvoudigd en vrij vertaald weergegeven – het manipuleren van maatschappelijke en wettelijk regels ('gaming') om voordeel te behalen op een wijze die weliswaar legaal is, maar tegelijktijd moreel verwerpelijk.⁷⁷ Een ander probleem dat zich in dit kader voordoet is het kunstmatig oppompen van de kwartaalcijfers om te voorkomen dat er een koersdaling plaatsvindt en dat het management een lagere bonus krijgt uitgekeerd als gevolg van het niet behalen van de aangekondigde resultaten. In dit verband wordt door Salter gerefereerd⁷⁸ aan Lehman Brothers, die – vlak voor het publiceren van de kwartaalcijfers – haar risicovolle obligaties kortstondig verkocht en aldus omzette in cash met de belofte deze later terug te kopen.⁷⁹

Verder spreekt Salter van een speculatieve korte termijn cultuur die diep is ingebed in de wereldwijde kapitaalmarkten.⁸⁰ Hij noemt in dit verband institutionele beleggers die 60-70 procent van de aandelen bezitten op de Amerikaanse kapitaalmarkt en zich liever concentreren op de kortetermijnopbrengsten van hun portefeuilles in plaats van lange termijn indicatoren zoals innovatie, klantbehoud en marktaandeel. Ook wijst hij op de vermogensbeheerders die met resultaten op de korte termijn een solide track record trachten te behouden om zo de concurrente voor te blijven. Het is immers tamelijk eenvoudig over te stappen naar een andere vermogensbeheerder en dit is de beste manier om zichzelf daarvoor te behoeden.

Beursgenoteerde vennootschappen vormen zelf ook een bron voor de korte termijn cultuur door per kwartaal winstprognoses te verstrekken.⁸¹ Tot slot draagt volgens Salter ook de relatief korte periode (minder dan 6 jaar gemiddeld) dat een CEO aan het roer staat bij aan de korte termijn cultuur.⁸²

2.5 BEWERINGEN

Uit het bovenstaande blijkt dat de korte termijn geneigdheid van de kapitaalmarkten zowel nationaal als internationaal veel aandacht krijgt. Er vormt zich een beeld van een kapitaalmarkt waarop de verschillende actoren een alles in het werk stellen om op korte termijn winst te behalen.

Er valt een rode draad te ontdekken in de hierboven genoemde rapporten en literatuur. Samenvattend wordt steeds in meer of mindere mate het volgende beweed:

- 1) Er zijn nieuwe categorieën aandeelhouders ontstaan die enkel oog hebben voor de korte termijn.
- 2) De meeste aandeelhouders, onder wie ook institutionele beleggers, zijn passief en alleen geïnteresseerd in de korte termijn.
- 3) Kosten weerhouden institutionele beleggers ervan om zich actief in te zetten voor de governance van uitgevende instellingen.

⁷⁷ Ibid., p. 11.

⁷⁸ Ibid., p. 19.

⁷⁹ Zie United States Bankruptcy Court, Southern District of New York, In re Lehman Brothers Holdings, Inc., et al., Chapter 11 Case No. 08-13565 (JMP), Report of Anton R. Valukas, vol. 3, p. 732ff, te raadplegen via <http://jenner.com/lehman/VOLUME%203.pdf>.

⁸⁰ Salter (2013), p. 30 e.v.

⁸¹ Ibid., p. 32.

⁸² Ibid., p. 47-48.

- 4) Bepaalde rendabiliteitsmodellen hebben tot gevolg dat het eigendomsbegrip van aandelen wordt losgekoppeld of zelfs verdwijnt.
- 5) Door kwartaalcijfers wordt de druk om op korte termijn te presteren groter en dat wordt mede gevoed door het principal-agent probleem.
- 6) Er is druk vanuit de markt om hoog rendement te behalen.
- 7) Innovaties (high frequency trading) hebben ertoe geleid dat aandelen steeds korter (gemiddeld 8 maanden) in dezelfde handen blijven.
- 8) De concurrentie onder vermogensbeheerders is groot. Zij worden gestimuleerd om voordeel te behalen op de korte termijn en vertonen kuddegedrag.
- 9) Het verenigen van de belangen van het bestuur en de aandeelhouders leidt tot druk om te presteren en het nemen van buitensporige risico's.
- 10) Financiële regelgeving leidt bij met name pensioenfondsen tot het meten van prestaties op de korte termijn.

In veel gevallen worden bovenstaande of soortgelijke beweringen geuit zonder dat er een basis voor is in enig empirisch onderzoek. Daarentegen worden ze wel overgenomen door bijvoorbeeld de media, waardoor een bepaald beeld ontstaat van de markt in het algemeen en in het bijzonder van aandeelhouders. De korte termijn staat daarbij steeds centraal. In de volgende hoofdstukken zal zowel uit mijn eigen onderzoek als uit een literatuurstudie blijken dat in elk geval een aantal van deze stellingen te ruim zijn geformuleerd en zeker niet opgaan voor de gehele markt of alle aandeelhouders. Vanwege hun belangrijke rol op de kapitaalmarkt ik in het volgende hoofdstuk eerst dieper in op 'de aandeelhouder' en licht ik er een bijzondere categorie – de institutionele belegger – uit, nu deze aandeelhouders het gros van de aandelen bezitten en aldus belangrijke actoren zijn op de kapitaalmarkt.

3. DE AANDEELHOUDER C.Q. BELEGGER

3.1 INTRODUCTIE

Vanwege de belangrijke rol van aandeelhouders c.q. beleggers op de kapitaalmarkt en het veelgemaakte verwijt dat zij vooral geïnteresseerd zijn in kortetermijnresultaten, ga ik in dit hoofdstuk nader in op 'de aandeelhouder'. Daarbij staat voorop dat 'de aandeelhouder' net zoals 'de AVA' niet bestaat. In tegenstelling tot de tamelijk homogene organen de RvB en de RvC bestaat de AVA uit verschillende aandeelhouders met uiteenlopende belangen en doelen.⁸³ Zoals hieronder zal blijken kan men er niet omheen dat de meeste aandelen tegenwoordig worden gehouden professionele beleggers, vandaar dat deze aandeelhouders in het bijzonder worden belicht.

3.2 AANDELENBEZIT

De Federation of European Stock Exchanges (FESE) bracht laatstelijk in 2007 de aandeelhouders in Europa in kaart.⁸⁴ Nederland en de omringende landen heb ik naast elkaar gezet in onderstaande tabel. Het valt op dat in Nederland een groot deel in bezit is van buitenlandse investeerders; maar liefst 70 procent van de aandelen.⁸⁵ Deze buitenlandse investeerders zijn nergens zo goed vertegenwoordigd als in Nederland.

Land	NL	BE	DU	VK
Buitenlandse investeerders	70%	38%	21 %	40%
Private financiële ondernemingen	9%	19%	24%	44,4%
Individuele investeerders/huishoudens	4%	20%	13%	12,8%
Private niet financiële ondernemingen	-	20%	40%	2,7%
Niet geïdentificeerd	17%	-	-	-
Publieke sector	-	3%	2%	0,1%

Tabel 1 Aandelenbezit, bron: FESE.

Daarnaast was 9 procent in het bezit van private financiële ondernemingen, waartoe ook institutionele beleggers behoren. Individuele huishoudens en investeerders bezaten slechts 4 procent. Nederland spant hierin de kroon, maar over het algemeen kan gesteld worden dat individuele investeerders een beperktere rol spelen en dat professionele beleggers domineren. Uitzonderlijk is de situatie in België, waar nog eenvijfde in handen is van de categorie individuele investeerders en huishoudens. Uit een enquête van het Financiële Dagblad blijkt dat de particuliere belegger bij veel Nederlandse beursfondsen niet bekend is.⁸⁶ Hoewel enkele bedrijven, zoals Heineken of TenCate, aangeven wel degelijk waarde te hechten aan deze belegger, is het een gegeven dat de meerderheid van de recente emissies rechtstreeks aan institutionele beleggers werd gericht. Als belangrijkste reden worden de snelheid van handelen en beperken van de speculatie genoemd. Verder valt op dat in Duitsland en in België is een substantieel deel (40% en 20%) in handen van een categorie private niet-financiële ondernemingen of organisaties.

Zoals uit het bovenstaande blijkt zijn de professionele beleggers goed vertegenwoordigd en lijken uitgevende instellingen zich voornamelijk te richten op institutionele beleggers. Onder invloed van diverse factoren als financiële innovatie, financieringstekorten, internationalisering en automatisering

⁸³ Raaijmakers (2005).

⁸⁴ FESE Share Ownership Structure in Europe, Final Version December 2008.

⁸⁵ FESE Share Ownership Structure in Europe, Final Version December 2008, p. 80.

⁸⁶ Zie FD 23 november 2012.

hebben institutionele beleggers hun effectenportfolio's sinds de eerste helft van de jaren tachtig aanzienlijk uitgebreid.⁸⁷ Verhoudingsgewijs maken effecten⁸⁸ een steeds groter deel uit van de totale beleggingen van institutionele beleggers. Uit cijfers van het CBS blijkt dat de omvang van de effectenportfolio's ten opzichte van de totale beleggingen van institutionele beleggers is toegenomen van 57,3 procent in 1996 tot 84,2 procent in 2010.⁸⁹ Wanneer je deze cijfers splitst in aandelen⁹⁰ en obligaties⁹¹, dan kan vooral een groei worden geconstateerd in de omvang van het aandelenportfolio ten opzichte van het totale aantal beleggingen. Bedroegen aandelen in 1996 nog 28,2 procent van het totale aantal beleggingen, in 2010 was dit percentage gestegen tot 52,2 procent. Dit terwijl het aantal obligaties redelijk stabiel is gebleven met een lichte stijging van 29,1 procent in 1996 tot 32,0 procent in 2010. Deze ontwikkelingen hebben ervoor gezorgd dat de institutionele beleggers inmiddels een groot deel van de aandelen op de beurs in Nederland, maar ook in de rest van Europa en de VS, in handen hebben.⁹² Wereldwijd hielden institutionele beleggers in 2009 een kapitaal ter waarde van circa \$ 71,3 biljoen.⁹³ Dat rechtvaardigt dat hieronder expliciet aandacht wordt besteed aan deze categorie beleggers.

3.3 DE INSTITUTIONELE BELEGGER

Bij het vaststellen van de definitie van de *institutionele belegger* stuit men op een verschil tussen de wettelijke definitie en de definitie in de Code. Een institutionele belegger kan volgens de Wft zijn: a) een beleggingsinstelling, b) een levensverzekeraar, c/d een pensioenfonds/premiepensioeninstelling. In de Code worden in best practice bepaling IV.4.1 aan deze definitie nog de vermogensbeheerders toegevoegd. Omdat steeds meer institutionele beleggers hun belegd vermogen uitbesteden aan vermogensbeheerders, nemen zij in feite de rol van actief aandeelhouder van hun cliënten over. Om die reden en omwille van het feit dat hen een belangrijke rol wordt toegedicht als het gaat om druk op korte termijn resultaten⁹⁴ acht ik het van belang om hun positie eveneens mee te nemen in mijn analyse.

Hoewel alle typen institutionele beleggers verschillende organisaties zijn en verschillende belangen vertegenwoordigen, beheren ze allemaal geld dat ze van hun 'investeerders' tot hun beschikking hebben gekregen. De definitie van de Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) luidt:

*"institutions which collect funds from their investors to invest on their behalf but in the name of the institutions. They are thus an 'owner' but not a final, beneficial owner."*⁹⁵

De institutionele beleggers zijn dus eigenaar van de gelden die zij tot hun beschikking hebben gekregen, maar uiteindelijk dienen de gelden inclusief eventueel rendement te worden uitgekeerd aan

⁸⁷ Scholtens (1999), p. 445.

⁸⁸ Volgens 1:1 Wft zijnde: a. een verhandelbaar *aandeel* of een ander daarmee gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs of recht niet zijnde een appartementsrecht; b. een verhandelbare *obligatie* of een ander verhandelbaar schuldinstrument; of c. elk ander door een rechtspersoon, vennootschap of instelling uitgegeven verhandelbaar waardebewijs waarmee een in onderdeel a of b bedoeld effect door uitoefening van de daaraan verbonden rechten of door conversie kan worden verworven of dat in geld wordt afgewikkeld.

⁸⁹ Zie bijlage 1.

⁹⁰ Inclusief deelnemingen.

⁹¹ Inclusief waardepapieren op de korte termijn.

⁹² Frentrop (2012), p. 21.

⁹³ IFSL Research, Fund Management 2010, zie <http://www.ifsl.org.uk/what-we-do/reports/articles/2010/october/fund-management-2010.aspx>.

⁹⁴ Zie in dit verband onder meer Europese commissie, Groenboek, Het EU-kader inzake corporate governance, Brussel, 5.4.2011COM(2011) 164 definitief, p.14, Department for Business Innovation & Skills, "A long-term focus for corporate Britain: A call for evidence", October 2010, p. 21-23 en J. Kay, "The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making", Final report, July 2012, p. 53.

⁹⁵ OECD (2011), The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Corporate Governance, OECD Publishing.

degene voor wie zij het geld beheren. Aldus zijn zij tijdelijk beheerder van het geld van hun achterliggende begunstigden of beleggers.

Ook in de Code wordt de bijzondere positie van institutionele beleggers in principe IV.4 erkend:

“Institutionele beleggers handelen primair in het belang van hun achterliggende begunstigden of beleggers en hebben een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursvennootschappen.”

Vanwege deze bijzondere positie gelden de bepalingen IV.4.1 t/m IV.4.3 uitsluitend voor institutionele beleggers.⁹⁶

3.4 DE PORTEFEUILLE VAN DE INSTITUTIONELE BELEGGER

Om te komen tot een besluit om wel of niet aandelen van een vennootschap te kopen zijn bij een institutionele belegger andere criteria van belang dan bij een doorsnee particuliere belegger. Een particuliere belegger is te verleiden tot het kopen van aandelen in een bedrijf dat hem aanspreekt. Bij institutionele beleggers gaat het er rationeler aan toe en spelen beleggingstrategieën een belangrijke rol.

Deze beleggingsstrategieën vinden hun oorsprong in de Modern Portfolio Theory.⁹⁷ Volgens deze theorie kan door middel van diversificatie volatiliteit worden verminderd zonder dat dit leidt tot lagere rendementen.⁹⁸ Na haar introductie heeft de theorie als inspiratiebron gediend voor de twee tot op heden nog altijd meest dominante theorieën: het Capital Asset Pricing Model (CAPM) en de Efficiënte Markt Hypothese (EMH).⁹⁹

Kort gezegd kan volgens CAPM het risico van een belegging onderscheiden worden in een onvermijdelijk deel, het zogenaamde systeemrisico en een specifiek risico dat door diversificatie kan worden tegengegaan. De EMH stelt dat alle publieke informatie volledig en op een juiste wijze in de prijs van een effect verwerkt wordt. Zo heeft bijvoorbeeld het openbaar maken van de jaarrekening of een winstwaarschuwing invloed op de prijs van een effect. Volgens de theorie zijn individuele beleggers daardoor niet in staat om meer kennis te vergaren dan de markt, aldus leidt actief beheer van de portefeuille tot mindere resultaten dan kosteloze risicoreductie middels diversificatie.¹⁰⁰

Hoewel beide theorieën onder meer door de financiële crisis wat meer onder druk zijn komen te staan¹⁰¹, worden ze nog altijd volop toegepast door institutionele beleggers.

Ook Kay stelt de EMH ter discussie:

*“Efficient market theory, and its influence, are relevant both to the diagnosis and prescriptions of this Review. They are relevant to our diagnosis because, if the strong efficient market view were valid, the problem we have been asked to investigate would not exist.”*¹⁰²

Dit citaat is interessant, omdat het inderdaad de vraag is of het probleem dat hij desgevraagd onderzocht heeft wel bestaat. Is het inderdaad zo dat – onder meer door de beleggingsstrategieën –

⁹⁶ Zie 2.6.4.

⁹⁷ In eerste vorm geïntroduceerd door H. Markowitz, The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1 (March, 1952), pp. 77-91.

⁹⁸ Swenson (2000).

⁹⁹ Rajan (2012), p. 2.

¹⁰⁰ Fama (1970).

¹⁰¹ Zie bijvoorbeeld Rajan (2012).

¹⁰² Kay (2012), p. 34.

institutionele beleggers vooral zijn geïnteresseerd in korte termijn winsten? In het volgende hoofdstuk zal blijken dat deze stelling zeker niet opgaat voor alle institutionele beleggers.

3.5 STEMGEDRAG

Volgens de Code dient een aandeelhouder te stemmen naar eigen inzicht en als gebruik wordt gemaakt van stemadviezen, dan dient de aandeelhouder een eigen oordeel te vormen over diens stembeleid en –adviezen.¹⁰³ Omdat institutionele beleggers primair in het belang van hun achterliggende begunstigten c.q. beleggers handelen gelden voor hen extra ‘disclosure’ bepalingen. Voorgeschreven wordt dat zij jaarlijks hun stembeleid en de uitvoering daarvan publiceren op hun website.¹⁰⁴ Daarnaast wordt verwacht dat ze ten minste eenmaal per kwartaal op website rapporteren *of en hoe* zij hebben gestemd.¹⁰⁵

Het ‘pas toe of leg uit’ principe is voor institutionele beleggers wettelijk verankerd in de Wft.¹⁰⁶ Bepaalde categorieën institutionele beleggers zijn uitgesloten van deze verplichting, omdat zij in de regel geen achterliggende begunstigten hebben of deze achterliggende begunstigten kunnen zelf voldoende invloed uitoefenen op het stembeleid van de institutionele belegger.¹⁰⁷ Tot deze categorieën behoren banken, vermogensbeheerders en verzekeraars (anders dan levensverzekeraars). Ook zijn beleggingsinstellingen uitgezonderd die deelnemingsrechten aanbieden aan minder dan honderd personen die geen gekwalificeerde beleggers zijn of uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers.¹⁰⁸ De bepalingen gelden voorts alleen voor institutionele beleggers met zetel in Nederland. Het voornemen¹⁰⁹ tot harmonisatie is vooralsnog niet tot uitvoering gebracht.

Onderzoek naar de naleving van de bepalingen uitgevoerd door de Business Universiteit Nyenrode in 2010 heeft de volgende cijfers opgeleverd¹¹⁰:

Best practice bepaling	Naleving ¹¹¹
IV.4.1 Publicatie stembeleid	59 %
IV.4.2 Publicatie uitvoering stembeleid	60%
IV.4.3 Publicatie hoe is gestemd	48%
IV.4.5 Stemmen naar eigen inzicht	62%

Tabel 2 Naleving NCGC, bron: Nyenrode.

Het blijkt dat met name de grote institutionele beleggers (88 tot 100 procent) de best practice bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.3 en IV.4.5 naleven. In 2011 is eveneens onderzoek gedaan, deze keer in de vorm van een steekproef onder de 25 grootste Nederlandse institutionele beleggers (waaronder 12 vermogensbeheerders). Toen lagen de percentages tussen de 92 en 100 procent.¹¹²

¹⁰³ Zie BPB IV.4.5 NCGC.

¹⁰⁴ Zie respectievelijk BPB IV.4.1 en IV.4.2 NCGC.

¹⁰⁵ Volgens BPB IV.4.3 NCGC.

¹⁰⁶ Zie art. 5:86 Wft.

¹⁰⁷ Kamerstukken II 2006/07, 30 658, nr. 5, p. 17.

¹⁰⁸ Ex art. 1:12 Wft.

¹⁰⁹ Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement: 'Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie - Een Actieplan', 21 mei 2003, COM (2003) 284 definitief.

¹¹⁰ Paape *et al.* (2010), p. 47.

¹¹¹ Volgens de Monitoring Commissie wordt er ‘toegepast’ als een bepaling strikt wordt gevolgd. Het begrip ‘naleven’ omvat zowel (i) het toepassen van een bepaling, maar ook (ii) het niet-toepassen met gemotiveerde uitleg. Zie Derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, December 2011, voetnoot 1.

¹¹² Melis *et al.* (2011), p. 8.

De meeste institutionele beleggers hebben niet de middelen om zich te verdiepen in de vele (buitenlandse) beursvennootschappen waarin zij beleggen, waardoor het onmogelijk is om in al die bedrijven op basis van eigen analyse te stemmen. Toch wordt de afgelopen jaren in toenemende mate gebruik gemaakt van het stemrecht. Daar waar in 2005 slechts een derde van het totale aantal stemmen werd uitgebracht, kan in 2012 ten opzicht hiervan bijna een verdubbeling worden waargenomen.¹¹³

Om ondanks de zeer gediversifieerde portfolio's toch te kunnen stemmen maken (vooral grote) institutionele beleggers daarom gebruik van de diensten van stemadviesbureaus. Uit het hierboven genoemde onderzoek van Nyenrode uit 2010 onder 63 institutionele beleggers blijkt dat een kleine meerderheid (56%) gebruik maakt van stemadviezen.¹¹⁴ Daarbij geldt dat naarmate het belegd vermogen groter wordt, er vaker gebruik wordt gemaakt van stemadviezen. De paper van McCahery *et al.* biedt vergelijkbare cijfers.¹¹⁵ Uit hun enquête onder 118 institutionele beleggers blijkt dat 47 procent in meer of minder mate gebruik maakt van stemadviezen.

Over het algemeen komt een stemadviesbureau tot een advies door het toetsen van het beleid van een beursvennootschap aan de algemene beginselen van behoorlijk bestuur.¹¹⁶ In de Verenigde Staten hebben de stemadviesbureaus ISS en Glass Lewis met marktaandelen van circa 61 procent en 36 procent bijna de volledige markt in handen. Hoewel er geen absolute cijfers beschikbaar zijn blijkt uit de enquête van ESMA dat ISS ook in Europa wordt gezien als meest dominante stemadviesbureau.¹¹⁷ Het stemadvies is gebaseerd op eigen richtlijnen. De richtlijnen van ISS zijn opgenomen in haar Proxy Voting Policies.¹¹⁸ Elk jaar worden de policies aangepast op basis van de ontwikkelingen in de markt en de feedback van belanghebbenden.

Doordat veel institutionele beleggers diensten van dezelfde stemadviesbureaus afnemen, leeft er de bezorgdheid dat de bureaus daardoor mogelijk doorslaggevende invloed hebben op aandeelhoudersvergaderingen.¹¹⁹ Volgens de ESMA Securities and Markets Stakeholder Group (SMSG) is op dit vlak niet direct wetgeving op Europees niveau vereist, maar zij vreest wel dat beleggers te veel vertrouwen op de adviezen van de stembureaus en stelt daarom voor om op nationaal niveau een Code of Conduct op te stellen waarmee een minimum standaard voor het stemadvies moet worden gegarandeerd.¹²⁰ Er bestaat echter onderzoek dat laat zien dat het advies niet blind volgen. In het onderzoek van Choi *et al.* wordt bijvoorbeeld geconcludeerd dat een ISS advies tot gevolg heeft dat slechts tussen de 6 en de 10 procent van de aandeelhouders hun stem op basis hiervan wijzigen.¹²¹ Dit sluit ook aan bij de resultaten van het onderzoek van McCahery *et al.* waarbij 65 procent aangeeft het advies enkel te gebruiken om de eigen positie te bepalen.¹²² Slechts 9 procent zegt altijd het advies te volgen.

Voorts laat ook de Eumedion evaluatie van het AVA-seizoen 2011 zien dat de perceptie van grote invloed van stembureaus wellicht bijgesteld moet worden. Zij hebben een aantal controversiële agendavoorstellen naast de adviezen van ISS gelegd. Daaruit blijkt dat in de meeste gevallen het

¹¹³ Zie grafiek 1 in Eumedion, Evaluatie ava-seizoen 2012, p. 2.

¹¹⁴ Paape *et al.* (2010), p. 56.

¹¹⁵ McCahery *et al.* (2010), p. 12.

¹¹⁶ Vletter-van Dort (2007).

¹¹⁷ ESMA (2012), p. 11.

¹¹⁸ Zie voor de policies van 2012 de website: http://www.issgovernance.com/policy/2012/policy_information.

¹¹⁹ Zie in dit verband onder meer Europese Commissie, *Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen*, Straatsburg, 12.12.2012 COM(2012) 740 final, p. 11.

¹²⁰ Zie 'ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisors – Opinion of the SMSG', 26 April 2012, ESMA/2012/SMSG/25.

¹²¹ Choi *et al.* (2010), p. 906.

¹²² McCahery *et al.* 2010, p. 12.

advies niet zonder meer wordt overgenomen.¹²³ Voor de evaluatie van het AVA-seizoen 2012 hebben zij een soortgelijk schema¹²⁴ gemaakt, waarbij ze tevens de adviezen van Glas Lewis hebben opgenomen. Ondanks een grote weerstand onder beleggers bij deze 46 controversiële agendapunten¹²⁵, hadden slechts zes daarvan een negatief stemadvies van beide stembureaus.

Op zichzelf lijkt het gebruikmaken van de diensten van stembureaus dan ook niet bezwaarlijk te zijn. Met het kopen van een stemadvies, bespaart een institutionele belegger de kosten en tijd die gepaard gaan met een eigen analyse van de agendapunten van de vergaderingen. Vervolgens kan het advies worden getoetst aan het eigen stembeleid, waarna bij overeenstemming het advies gevolgd kan worden. Naast een standaardadvies kan een institutionele belegger ervoor kiezen om zijn het stemadviesbureau haar advies uit te laten brengen op basis van het stembeleid van de institutionele belegger. Bij dit advies op maat is de toetsing aan het eigen stembeleid door de institutionele belegger in principe niet meer noodzakelijk. Winter meent dat institutionele beleggers worden verleid tot gedachteloos stemmen en dat het uitbesteden van stembeleid de facto empty voting tot gevolg kan hebben.¹²⁶ Toch blijkt het merendeel van de institutionele beleggers aan dat zij stemmen naar eigen inzicht op basis van een analyse van de informatie die zij van stembureaus krijgen.

Met betrekking tot de verplichting om naar eigen inzicht te stemmen, dan wel een oordeel te vormen over het stembeleid geeft het merendeel in het onderzoek van Nyenrode uit 2010 aan deze bepaling na te leven, zoals in tabel 2 wordt weergegeven. De institutionele beleggers met een belegd vermogen groter dan € 50 miljard zeggen allemaal dat ze naleven.

In het onderzoek van Nyenrode uit 2011 geven 21 van 25 respondenten aan dat zij de stemadviezen niet automatisch overnemen, maar dat zij eigen analyse maken van de verkregen informatie. Slechts twee respondenten geven aan de adviezen, behoudens in uitzonderingssituaties, automatisch te volgen.

Gelet op de hierboven aangehaalde onderzoeken en de evaluaties van Eumedion is het aannemelijk dat weliswaar een groot deel – ongeveer de helft – weliswaar gebruik maakt van stemadviezen, maar dat voornamelijk doet om zelf een oordeel te vormen. Slechts een beperkte minderheid neemt adviezen steeds over.

In het kader van empty voting moet nog opgemerkt worden dat dit zich voordoet bij het uitlenen van aandelen (securities lending) om extra stemrecht te verkrijgen. *Securities lending* is een veel voorkomend instrument in de effectenhandel waarmee een partij tijdelijk aandelen tegen betaling kan inlenen van beleggers die voor de duur van de leenperiode deze aandelen kunnen missen. Aldus verkrijgt een belegger door het inlenen van aandelen via het bijbehorende stemrecht meer invloed bij besluiten van de vennootschap. Door de Amerikaanse hoogleraren Hu en Black wordt dit stemmen zonder het dragen van het economische risico dat aan de aandelen is verbonden aangeduid met de term: 'Empty voting'.¹²⁷ Uit empirisch onderzoek blijkt dat 62 procent van de pensioenfondsen en 71 procent van de overige institutionele beleggers aandelen uitlenen.¹²⁸ Verder blijkt uit datzelfde onderzoek dat het om substantiële aantallen (10-15 procent) van hun portfolio's gaat en dat de beleggers de aandelen niet terughalen als er gestemd moet worden. Ook geven zij geen steminstructies mee aan de lenende partijen. Er zijn wel aanwijzingen dat deze houding aan het veranderen is. Nyenrode heeft in 2010 ook empirisch onderzoek gedaan naar securities lending onder institutionele beleggers. Hieruit bleek dat 48 procent aandelen uitleende, echter 61 procent daarvan

¹²³ Eumedion (2011), p. 16.

¹²⁴ Eumedion (2012), p. 11-13.

¹²⁵ Inhoudende ≥20 procent tegenstemmen.

¹²⁶ Zie De Jong (2011) (samenvatting van het congres van het Instituut voor Ondernemingsrecht), p. 3.

¹²⁷ H.T.C. Hu en B.S. Black, 'The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership', *Southern California Law Review* (79) 2006, p. 815.

¹²⁸ De Jong *et al.* (2007), p. 32.

gaf aan wel een specifiek stembeleid te hebben voor uitgeleende aandelen.¹²⁹ Helaas is niet onderzocht hoeveel procent van de aandelenportefeuilles wordt uitgeleend, hierdoor moet vooralsnog worden uitgegaan van de aantallen genoemd in het onderzoek van 2007.

Het uitlenen van aandelen wordt ook gebruikt bij het 'short gaan' oftewel *short selling*. Short selling ziet op het verkopen van aandelen die de verkopende partij op dat moment (nog) niet heeft. Door deze aandelen te lenen kan toch aan de leveringsverplichting worden voldaan. Vervolgens worden de aandelen door de inlener alsnog gekocht en overgedragen aan de uitlener. Uiteraard is het de bedoeling dat de inlenende partij aan deze transactie verdient en dat doet hij door te speculeren op een koersdaling in de tussenliggende periode. Een risico daarbij is dat hij tracht andere beleggers ervan te overtuigen dat het aandeel is overgewaardeerd, waarbij hij informatie verspreidt die onjuist en manipulatief kan zijn.¹³⁰ Voorts bestaat het risico dat meer aandelen worden verkocht, dan die op de kapitaalmarkt worden aangeboden, waardoor de koers ondergewaardeerd raakt.¹³¹ Vooral het risico van marktmanipulatie is ongewenst en kan mijns inziens ook gekwalificeerd worden als korte termijn gedrag, nu een belegger poogt volledig ten onrechte een koers te laten zakken om zelf snel winst te maken. Om deze risico's tegen te gaan is met ingang van 1 november 2012 de Verordening (EU) Nr. 236/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 14 maart 2012 van kracht geworden. Ingevolge deze verordening dient een netto short positie gemeld te worden en openbaar worden gemaakt via de daartoe opgestelde registers van nationale toezichthouders. Om te begrijpen wat een netto short positie is, moet men weten wat een bruto long positie en bruto short positie is. Bij een bruto long positie gaat het om aandelen en andere financiële instrumenten die in waarde stijgen als de als de beurskoers stijgt.¹³² Een dalende koers is daarentegen, zoals hierboven genoemd, juist gunstig voor de waarde van financiële instrumenten in een bruto short positie. Een netto short positie betreft de positie van de belegger nadat zijn bruto long positie is gesaldeerd met zijn bruto short positie. Ingevolge artikel 6 van de verordening dient een netto short positie vanaf 0,5% openbaar gemaakt te worden. Als een belegger tegelijkertijd zowel een bruto long als een bruto short positie heeft in een aandeel die even groot zijn of waarbij de long positie groter is, dan blijft de short positie dus verborgen voor de markt. Dat was voor Tweede Kamerlid Blanksma-van den Heuvel aanleiding om een amendement in te dienen waarmee het wetsvoorstel 'Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007' werd aangevuld.¹³³ Dit wetsvoorstel bevat onder meer een drempelverlaging van de meldingsplicht van de bruto long positie, waarover meer in hoofdstuk 5. Het amendement introduceert een soortgelijke meldingsplicht voor de bruto short positie, waarbij wordt aangesloten bij de drempelwaarden van de meldingsplicht van de bruto long positie. Op 1 juli 2013 trad deze wet in werking en sindsdien moet een bruto short positie openbaar gemaakt worden vanaf 3%. Dat een belegger daarnaast nog een 5% bruto long positie heeft in hetzelfde aandeel doet daar niets aan af. Gezien de zeer recente invoering is het nog te vroeg om de effectiviteit van de regeling te kunnen bepalen. Dat concludeert ESMA ook in haar evaluatie van de verordening.¹³⁴ Voorts zijn de reacties van marktpartijen op de verordening wisselend. Daar waar sommige de publicatie van short posities als nuttig ervaren, zijn anderen bang dat dit leidt tot kuddegedrag en als gevolg daarvan verstoring van de markt.¹³⁵ De tijd zal het moeten leren, doch meen ik dat met zowel de verordening als met de wijziging van de Wft in potentie marktmisbruik kan worden tegengegaan en dat dit zwaarder weegt, dan het risico op kuddegedrag.

¹²⁹ Melis et al. (2011), p. 55.

¹³⁰ Jorritsma (2012).

¹³¹ Jorritsma (2012).

¹³² Koster (2013)

¹³³ Kamerstukken II 2011/12, 32 014, nr. 31.

¹³⁴ ESMA (2013), p. 5-6.

¹³⁵ ESMA (2013), p. 12.

3.6 VERMOGENSBEHEER

Naast het inkopen van stemadvies is ook het uitbesteden van het beheer over het belegd vermogen aan vermogensbeheerders populair onder institutionele beleggers. Een institutionele belegger kan ervoor kiezen om zijn belegd vermogen voor een deel of volledig uit te besteden aan een vermogensbeheerder.¹³⁶ Hij kan bijvoorbeeld een vermogensbeheerder inschakelen die op een bepaald terrein of continent specifieke deskundigheid heeft. Daarbij kan een keuze worden gemaakt tussen het uitbesteden van (een deel van) het belegd vermogen aan een vermogensbeheerder of het inkopen van deskundigheid. Deze kosten-baten analyse pakt vooral bij de kleine institutionele beleggers steeds vaker uit ten gunste van de vermogensbeheerders.¹³⁷ Naast dat gebruik wordt gemaakt van de deskundigheid van de vermogensbeheerder, wordt tevens het belegd vermogen door de uitbesteding verder gespreid. Voorts legt de institutionele belegger de last van de toenemende druk om goede resultaten te laten zien, waarvoor hij overigens wel zelf verantwoordelijk blijft, voor een deel op de schouders van de vermogensbeheerder. Een ander bijkomend voordeel van het uitbesteden van vermogensbeheer aan externe vermogensbeheerders is dat bij tegenvallende resultaten simpelweg kan worden overgestapt naar een ander, hetgeen lastiger is wanneer het een eigen afdeling betreft.¹³⁸

Uit het hierboven reeds genoemde onderzoek van Nyenrode uit 2011 blijkt dat maar liefst 60% van de grootste Nederlandse institutionele beleggers het beheer van het belegd vermogen geheel of deels uitbesteedt aan (externe) vermogensbeheerders.¹³⁹ Opvallend is dat alle pensioenfondsen (zes) welke zijn betrokken in dit onderzoek het vermogensbeheer volledig hebben uitbesteed.

Het onderzoek van 2010¹⁴⁰ richtte zich onder meer tot alle institutionele beleggers in Nederland, waarvan er van 58 daadwerkelijk deelnamen. Hier lag het percentage dat het vermogensbeheer deels of volledig had uitbesteed op 78%. In verhouding zijn in dit onderzoek meer pensioenfondsen (38 van de 58) betrokken dan in het onderzoek van 2011 (6 van de 25) en aangezien nagenoeg alle pensioenfondsen het vermogensbeheer volledig, al dan niet aan het fonds gelieerde vermogensbeheerders, hebben uitbesteed¹⁴¹, is het niet vreemd dat dit percentage hoger ligt in het onderzoek van 2010.

Uit beide onderzoeken blijkt aldus dat de meerderheid van het belegd vermogen van de institutionele beleggers wordt uitbesteed aan externe vermogensbeheerders. Toch blijven zij ingevolge 5:86 Wft zelf verplicht om te publiceren of zij de code naleven en bij niet naleving dient daarvan gemotiveerd opgave te worden gedaan. Met betrekking tot het uitoefenen van de aan de aandelen verbonden stemrechten heeft een institutionele belegger twee mogelijkheden. Hij kan ervoor kiezen om ook op de extern beheerde aandelen stemrechten uit te oefenen of hij laat dat stemrecht uitoefenen door de vermogensbeheer, bijvoorbeeld omdat hij niet over de benodigde deskundigheid en middelen beschikt om dat zelf te doen.¹⁴²

Wanneer een institutionele belegger ervoor kiest om zelf de stemrechten uit te blijven oefenen dan heeft hij de uitvoering van zijn stembeleid zelf in de hand. Een andere variant, die ook wordt toegepast

¹³⁶ Juridisch te kwalificeren als 'beleggingsonderneming' in de zin van de Wft. De definitie in artikel 1:1 luidt: 'degene die een beleggingsdienst verleend of beleggingsactiviteit verricht'. In artikel 4 lid 1 sub 1 MiFID zijn beleggingsdiensten gedefinieerd als 'iedere in deel A van Bijlage I genoemde dienst of activiteit die betrekking heeft op één van de in deel C van bijlage I genoemde instrumenten'. Vermogensbeheer staat als zodanig vermeld in bijlage A.

¹³⁷ Raaijmakers & Abma (2007), p. 97.

¹³⁸ Koedijk & Slager (2011), p. 182.

¹³⁹ Melis *et al.* (2011), p. 125.

¹⁴⁰ Paape *et al.* (2010).

¹⁴¹ Uit de "Position Paper Betrokken Aandeelhouderschap", Eumedion, 12 maart 2010 blijkt dat ongeveer 93% van het Nederlandse pensioenvermogen is belegd bij externe (gelieerde) vermogensbeheerders.

¹⁴² Raaijmakers & Abma (2007), p. 98.

bij het inschakelen van stemadviesbureaus zoals in de vorige paragraaf besproken, is het eigen stembeleid in de vorm van richtlijnen neer te leggen bij de vermogensbeheerders. Alvorens het stemrecht uit te oefenen wordt de voorgenomen stemkeuze nog voorgelegd aan de institutionele belegger, opdat hij desgewenst nog wijzigingen kan aanbrengen. Door belangen van verschillende beleggers te vertegenwoordigen op de algemene vergaderingen kunnen vermogensbeheerders beschikken over een behoorlijke slagkracht. Volgens Abma doet de vorenstaand beschreven werkwijze echter afbreuk aan deze slagkracht, nu de vermogensbeheerder gebonden is aan de zienswijze van zijn cliënten.¹⁴³ Hij stelt dat hierdoor de monitorrol van aandeelhouders weer aan kracht inboet.

De institutionele belegger die ervoor kiest om zijn belegd vermogen deels of geheel uit te besteden aan een vermogensbeheerder wegens gebrek aan bepaalde deskundigheid of capaciteit kan om dezelfde redenen er ook voor kiezen om het stembeleid van de vermogensbeheerder te volgen.¹⁴⁴ Zoals genoemd zal hiervan eerder sprake zijn bij de kleinere institutionele beleggers. Het overdragen van het stemrecht naar een goed geïnformeerde professionele partij (de vermogensbeheer) kan de monitoring functie van aandeelhouders versterken. Wanneer een vermogensbeheerder, naast het individueel beheer van de portefeuilles van zijn cliënten op basis van 'vrije hand vermogensbeheer'¹⁴⁵, tevens de daaraan verbonden stemrechten naar eigen inzicht mag uitoefenen, dan kan hij de beschikking hebben over een aanzienlijke slagkracht.

Ook specifieke governance activiteiten van een vermogensbeheerder of beleggingsinstelling kunnen ten grondslag liggen aan het feit dat de institutionele belegger het stemrecht door hen laat uitoefenen. Met deze activiteiten doel ik op het actief bemoeien met het beleid en strategie van de vennootschap. Volgens Abma kunnen in deze categorie twee typen beleggers worden onderscheiden.¹⁴⁶ Hij noemt in dit verband enerzijds de vermogensbeheerder die middels constructief engagement op een bepaalde termijn een wijziging in het beleid, de strategie, dan wel de corporate governance structuur trachten te bewerkstelligen.¹⁴⁷ Anderzijds noemt hij de beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders welke op korte termijn veranderingen in het beleid al dan niet in combinatie met een wijziging van de corporate governance structuur voorstaan. Dit laatste type beleggers ziet op de activistische hedge fondsen zoals bij de Stork-zaak. Activisme en een korte beleggingshorizon worden vaak beschouwd als zijnde onlosmakelijk met elkaar verbonden. Dat berust echter op een misvatting zoals onderzoek van McCahery *et al.* aantoon.¹⁴⁸ In tegenstelling tot wat vaak wordt gedacht constateren zij geen verband tussen een korte of lange beleggingshorizon en aandeelhoudersactivisme.

In de beoordeling van de prestaties van vermogensbeheerders wordt veelal gestuurd op korte termijn resultaten, waardoor lange termijn strategieën van portefeuilles minder aandacht krijgen.¹⁴⁹ Volgens Kay kunnen in dit verband twee *time horizons* onderscheiden worden, te weten de *performance horizon* (de periode waarover de prestaties van een vermogensbeheerder wordt beoordeeld) en de

¹⁴³ Raaijmakers & Abma (2007), p. 99.

¹⁴⁴ Onder meer KPN Pensioenfonds verwijst in zijn stembeleid naar vermogensbeheer TKP Investments, welke gevolmachtigd is om de stemrechten uit te oefenen. Volgens het pensioenfonds komt dit stembeleid overeen met de aanbeveling van de Nederlandse Corporate Governance Code. In het stembeleid van TKP Investments wordt vervolgens weer verwezen naar het stembeleid van RiskMetrics.

¹⁴⁵ Vlg. Grundmann-van de Krol (2010), p. 99 inhoudende dat de belegger het beheer over (een deel van) zijn vermogen overlaat aan de dienstverlener (beleggingsonderneming), waarbij deze zelfstandig beslissingsbevoegd is ten aanzien van de transacties welke voor rekening van de belegger worden verricht, op basis van tevoren gemaakte afspraken.

¹⁴⁶ Raaijmakers & Abma (2007), p. 101 e.v.

¹⁴⁷ Voorbeelden hiervan zijn de Focus Funds van de Britse vermogensbeheerder Hermes Investment Management en Governance for Owners en het Nederlandse Recalcico.

¹⁴⁸ McCahery *et al.* (2010), p. 31-32.

¹⁴⁹ Van der Elst & Vermeulen (2011), p. 6.

value discovery horizon (de tijdspanne waarbinnen een koers de fundamentele waarde bereikt).¹⁵⁰ Als de performance horizon relatief korter is dan de value discovery horizon, dan zal de vermogensbeheerder meer aandacht besteden aan de visies van andere marktparticipanten en hoe deze zijn gevormd, dan aan de fundamentele waarde van het bedrijf waarin wordt belegd. Hierdoor komen ook ander vermogensbeheerders onder druk te staan¹⁵¹:

“Other asset managers will be under the same pressures to act in the same way. Funds will be redirected to managers with impressive short-term performance, and those who exhibit such performance will include a disproportionate representation of those who are skilled in interpreting and anticipating the activities of other asset managers.”

Elke verkorting van de performance horizon waarover bedrijven worden beoordeeld of elke verlenging van de value discovery horizon leidt volgens Kay ertoe dat men gevoeliger is voor markttrends en minder aandacht schenkt aan fundamentele waarde.

In de druk om te presteren beïnvloeden de vermogensbeheerders aldus elkaar en wordt veel waarde gehecht aan resultaten op de korte termijn. Als een vermogensbeheerder twee of drie slechte kwartaalrapportages op rij laat zien, dan zal het doorgaans niet gewaardeerd worden wanneer hij hiervoor als reden geeft dat hij op lange termijn heeft geïnvesteerd. Bovendien blijven de resultaten van de meeste vermogensbeheerders achter bij de markt en lopen zij voortdurend het risico om klanten te verliezen, vanwege een moordende concurrentiestrijd.¹⁵² Een mogelijke oorzaak van deze prestatiedruk is gelegen in de contracten tussen institutionele beleggers en vermogensbeheerders. Vermoedelijk worden de overeengekomen of zelfs afgedwongen prestaties over een te korte termijn gemeten.

Uiteraard zijn deze contracten niet openbaar, dus ik kan ter zake alleen speculeren. Wat wel geconstateerd wordt is dat vooral naar elkaar gekeken wordt en dit leidt tot kuddegedrag onder de beleggers.¹⁵³ Als beleggers allemaal dezelfde aandelen kopen en verkopen, dan heeft dit zijn weerslag op de aandelenkoersen die daardoor sterker fluctueren dan wanneer gekeken zou worden naar de ‘werkelijke waarde’ van de onderneming. Althans, dat is hoe Frentrop verklaart dat de fluctuaties op de aandelenmarkten veel groter zijn dan de relatief stabiele ontwikkeling van het bruto nationaal product in de ontwikkelde landen, aangezien deze op lange termijn overeen zou moeten komen met de winstverwachtingen van ondernemingen.¹⁵⁴

3.7 TUSSENCONCLUSIE

In dit hoofdstuk is gebleken dat professionele beleggers in Nederland de kapitaalmarkt domineren. De meerderheid van de institutionele beleggers geeft aan, ondanks hun grote portefeuilles, naar eigen inzicht te stemmen. Daarbij maken de institutionele beleggers weliswaar veelvuldig gebruik van de diensten van stemadviesbureaus, maar de vrees dat het advies klakkeloos wordt overgenomen blijkt ongegrond. De rol die aan vermogensbeheerders wordt toegedicht heb ik noch kunnen ontkrachten, noch kunnen bevestigen. Dat zij kuddegedrag vertonen en dat er sprake is van een moordende concurrentie wordt vanuit verschillende hoeken bevestigd. Het is echter de vraag of de prestaties die zij meten en waarvoor zij contracten sluiten met beleggers zich over een te korte termijn uitstrekken. Nader onderzoek op dit terrein is dan ook raadzaam. Voorts is short selling per definitie gericht op de korte termijn en kan het aanzetten tot marktmisbruik. De verplichte publicatie van short posities die

¹⁵⁰ Kay (2012), p. 39 e.v.

¹⁵¹ Kay (2012), p. 40.

¹⁵² Koedijk & Slager (2011), p. 16-17.

¹⁵³ Zie hierover o.a.: Winter (2011a), p. 8, Frentrop (2012), p. 42, Europese commissie, Groenboek, Het EU-kader inzake corporate governance, Brussel, 5.4.2011 COM(2011) 164 definitief, p.13 en Department for Business Innovation & Skills, “A long-term focus for corporate Britain: A call for evidence”, October 2010, p. 21-22.

¹⁵⁴ Frentrop (2012), p. 42-43.

onlangs bij Europese verordening alsmede bij wijziging van de Wft is ingevoerd geldt als een belangrijke stap in de goede richting om misbruik tegen te gaan. Gezien grote complexiteit en de recente invoering van deze verplichte publicatie op 1 november 2012 respectievelijk 1 juli 2013 acht ik het zinvol om eerst de effectiviteit van deze regelingen af te wachten alvorens kan worden bepaald of en in hoeverre de wetgever ter zake nog dient in te grijpen.

4. BETROKKENHEID VAN BEURSAANDEELHOUDERS

4.1 INTRODUCTIE

Wanneer men spreekt over de korte versus de lang termijn in het kader van de discussie omtrent beursaandeelhouders, dan valt daarbij ook minstens een aantal keren het woord *betrokkenheid*. De gedachte is dat aandeelhouders, door zich bewust en verantwoordelijk op te stellen, een beter gevoel krijgen bij de gezondheid van de langetermijnstrategie en de managers die deze uitvoeren.¹⁵⁵ Een van de verwijten in de richting van beursaandeelhouders is de bewering dat de meeste van hen passief zijn.¹⁵⁶ Zo zouden in dit verband veel problemen ontstaan, omdat we niet goed weten hoe we moeten reageren op structureel niet in de governance betrokken aandeelhouders.¹⁵⁷ In dit hoofdstuk probeer ik aan de hand van vier indicatoren inzichtelijk te maken hoe het is gesteld met de betrokkenheid:

- Aantal door aandeelhouders ingebrachte agendapunten
- Aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen
- Dialoog met (het bestuur van) de vennootschap
- Kosten

In onderstaande tabel zet ik de eerste twee indicatoren voor de afgelopen vijf jaar op een rij¹⁵⁸:

	Agendapunten		Stemmen (%van totaal)	
	Aantal	Vennootschappen	AEX	AMX
2008	6	2	47,5	45
2009	0	0	47,8	46,4
2010	0	0	49,8	46,4
2011	10	3	59,1	49
2012	0	0	63,7	53,5

Tabel 3 Agendapunten en stemmen, bron: Eumedion.

4.2 AGENDAPUNTEN

Voor wat betreft de agendapunten kan worden geconcludeerd dat hiervan de afgelopen vijf jaren slechts in twee jaren en bij vijf verschillende vennootschappen gebruik van is gemaakt. Het grootste deel van de agendapunten zorgde voor weinig controverse zoals na invoering van het agenderingsrecht – mede naar aanleiding van de ABN Amro-zaak – door velen werd verwacht. Bij één van de vennootschappen – ASMI – leidde de geagendeerde punten in 2008 evenwel tot een enquêteprocedure. Enkele hedge funds met een gezamenlijk belang van 28,5% waren het oneens met de strategie van ASMI, maar het bestuur en de RvC wilden zich – kort gezegd – niet conformeren aan de door de hedge funds voorgestelde wijzigingen. Daarop werd door de hedge funds het vertrouwen opgezegd en zij maakten daarbij gebruik van hun agenderingsrecht om onder meer het ontslag van het bestuur en de RvC op de agenda van de eerstvolgende AVA te plaatsen.

Van belang om op te merken is dat in 1996 door de AVA aan het bestuur de bevoegdheid tot uitgifte van preferente beschermingsaandelen werd gedelegeerd. Deze delegatie werd door de RvC goedgekeurd. Er werd in mei 1997 een stichting opgericht: “Stichting Continuïteit”, die door middel van een overeenkomst een optie werd verleend op preferente beschermingsaandelen tot 50%. Na hierboven genoemde agendering van de hedge funds in 2008 oefent de stichting haar optie op preferente beschermingsaandelen uit voor 29%. Daarmee zet zij aldus de hedge funds buiten spel en dat vormt voor hen aanleiding om de enquêteprocedure te starten waarbij de OK werd verzocht om de

¹⁵⁵ Van der Ende & Van der Krans (2013)

¹⁵⁶ Europese commissie, Groenboek, Het EU-kader inzake corporate governance, Brussel, 5.4.2011 COM(2011) 164 definitief, p. 3.

¹⁵⁷ Zie Winter (2011b).

¹⁵⁸ Cijfers zijn ontleend aan de evaluaties van de AVA seizoenen 2008 t/m 2012 van Eumedion.

stichting te verbieden om haar stem uit te brengen. Het voert te ver om de zaak in detail te behandelen, derhalve schets ik kort het verloop van procedure. De beschikking van de OK d.d. 5 augustus 2009¹⁵⁹ werd vernietigd door de Hoge Raad.¹⁶⁰ Na verwijzing werd het enquêteverzoek afgewezen.¹⁶¹ Voorts werd ook deze beschikking voorgelegd aan de Hoge Raad, welke de beschikking nu niet vernietigde.¹⁶² In de laatste beschikking honoreerde de OK alsnog de door de Stichting Continuïteit uitgeoefende optie op preferente beschermingsaandelen. In dit verband overwoog de OK dat al in 1996 de bevoegdheid tot het uitgeven van deze aandelen door de AVA was gedelegeerd aan het bestuur, onder goedkeuring van de RvC. Destijds was door geen enkele aandeelhouder bezwaar gemaakt door het woord te voeren en in tegenstelling tot wat de hedge funds beweerde bevatte het besluit tot aanwijzing van het bestuur als bevoegd orgaan tot uitgifte geen beperking dat een uitgifte en dus de optieverlening op die basis slechts mag plaatsvinden bij (dreiging van) een vijandige overname. Volgens Eumedion toont deze uitspraak het belang aan van de AVA als platform voor een inhoudelijke dialoog.¹⁶³ Zij stelt dat het plaatsen van kritische kanttekeningen door aandeelhouders in de notulen of het prospectus later van groot belang kan zijn. Mogelijk had dan in het geval van ASMI kunnen worden aangetoond dat het gebruik van de beschermingsprefs enkel was toegestaan bij dreiging van een vijandige overname en niet, zoals bij ASMI, om een bestuurders- en commissarissenwissel te ondermijnen.

Deze oproep van Eumedion om ter plaatse op de AVA de dialoog met de vennootschap aan te gaan valt uiteraard alleen maar toe te juichen. Deze dialoog zal echter zelden op een vergadering plaatsvinden, omdat dat de meeste beleggers stemmen op afstand. Een voorname oorzaak hiervoor is dat de het merendeel van de aandelen op de Nederlandse beurs in buitenlandse handen is. Uit onderzoek blijkt dat beleggers over het algemeen actiever zijn in de landen waarin zij zijn gevestigd.¹⁶⁴ Als belangrijkste reden worden de kosten genoemd; de kosten voor aandeelhoudersbetrokkenheid worden groter als de afstand groter wordt. Het bijwonen van een AVA of buiten de AVA om de dialoog aangaan met de vennootschap zal daardoor simpelweg voor veel beleggers alleen interessant zijn als de kosten die ermee zijn gemoeid, worden gevolgd en overtroffen door baten. De AVA is echter niet de enige en voornaamste plek om de dialoog aan te gaan – dit komt hieronder nader aan de orde in 4.3.

4.2 STEMMEN

Er is duidelijk een stijgende trend waarneembaar in het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen. Volgens ESMA is deze toegenomen bereidheid tot stemmen vooral te verklaren door twee belangrijke factoren.¹⁶⁵ De eerste oorzaak is de grotere focus op de corporate governance praktijk bij uitgevende instellingen, waarbij het steeds meer wordt erkend dat dit een belangrijke factor is in de (lange termijn) waardecreatie. Dat heeft vooral bij institutionele beleggers met een actieve beleggingsportefeuille geleid tot grotere prikkel om gebruik maken van hun stemrechten. Als tweede, meer recente oorzaak, wordt genoemd de grotere druk op institutionele beleggers om te voldoen aan hun 'stewardship' verantwoordelijkheden, meer in het bijzonder het actief betrokken zijn bij de beursvennootschappen waarin wordt geïnvesteerd. In tegenstelling tot de beeldvorming die soms ontstaat, zijn zij niet enkel geïnteresseerd in kortetermijnwinsten. Integendeel. Een onderzoek naar wat hen aanzet om in actie te komen leert dat de strategie van een onderneming één van de meest belangrijke incentives is.¹⁶⁶ Wel dient hierbij te worden opgemerkt uit hetzelfde onderzoek ook blijkt dat de populairste wijze van in actie komen het stemmen met de voeten (exit) is en dat stemmen tegen de vennootschap (voice) op

¹⁵⁹ OK 5 augustus 2009, LJN: BJ4688, (ASMI).

¹⁶⁰ HR 9 juli 2010, NJ 2010/155 (ASMI).

¹⁶¹ OK 14 april 2011, LJN: BQ1233, (ASMI)

¹⁶² HR 30 maart 2012, LJN: BV1435, (ASMI).

¹⁶³ Eumedion evaluatie AVA seizoen 2011, p. 1, 12-13.

¹⁶⁴ De Jong *et al.* (2007), p. 53.

¹⁶⁵ ESMA (2012), p. 9.

¹⁶⁶ McCahery *et al.* (2010), p. 33.

de tweede plaats komt.¹⁶⁷ Bij het stemmen wordt wel door de meesten beleggers gebruik gemaakt van de adviezen van stemadviesbureaus, maar de meerderheid geeft desalniettemin aan naar eigen inzicht te stemmen. Dat lijkt ook te kloppen want zoals in 3.5 bleek is het niet aannemelijk dat beleggers de stemadviezen zonder meer overnemen.

4.3 DIALOOG

Het inzichtelijk maken van deze factor wordt enerzijds bemoeilijkt door het feit dat de dialoog voor een deel plaatsvindt achter gesloten deuren. In de Code wordt in principe IV.4 het belang van de dialoog erkend door expliciet te noemen dat uit de redelijkheid en billijkheid volgt dat aandeelhouders de bereidheid moeten hebben om een dialoog met de vennootschap en mede-aandeelhouders aan te gaan. Ook de vennootschap speelt hierin een rol, omdat zij op hoofdlijnen een beleid inzake bilaterale contacten met aandeelhouders dient te formuleren en publiceren op haar website.¹⁶⁸

Anderzijds zijn er de afgelopen jaren ook tamelijk grote (juridische) obstakels ingevoerd die een vruchtbare dialoog tussen aandeelhouders en vennootschappen bemoeilijken. Zo is voor ondernemingen en aandeelhouders lastig te bepalen waar de AFM precies een grens trekt ten aanzien van koersgevoelige informatie.¹⁶⁹ Als gevolg hiervan zijn volgens Kemna en Van de Loo veel ondernemingen kopschuw geworden en kiezen voor een wat afstandelijker investor relations contact waarbij overleg met grootaandeelhouders over belangrijke zaken minder vaak plaatsvindt.¹⁷⁰ Ingegeven door hieruit voortvloeiende angst zijn ondernemingen zeer terughoudend om belangrijke informatie of twijfels inzake de strategie te delen. Een lobby vanuit de VEB die vinden dat kleine beleggers worden benadeeld indien institutionele beleggers meer informatie krijgen dan zij werkt bovendien ook niet bevorderend voor de dialoog.

Contacten tussen beleggers onderling worden beperkt door regels met betrekking tot 'acting in concert'. Dit contact kan er namelijk toe leiden dat zij verplicht zijn om een zeggenschapsmelding te doen bij de AFM of zelfs moeten overgaan tot een openbaar bod op alle aandelen van de vennootschap.¹⁷¹ Uit een enquête die eind 2007 werd gehouden onder institutionele beleggers blijkt dat de meerderheid van hen (59%) bereid is om met elkaar te overleggen en een actie te coördineren.¹⁷² Van de 41% die aangeeft niet in gecoördineerd verband op te willen treden, wordt door meer dan de helft gewezen op de wettelijke risico's die ermee gepaard gaan. Naar aanleiding van kritiek op de onduidelijke 'acting in concert'-bepaling¹⁷³ paste de AFM eind 2009 haar beleid ter zake aan. Het gewijzigde beleid is opgenomen in de Wft Voorlichtingsbrochure.¹⁷⁴ Hoewel het beleid van de AFM geen dwingende rechtskracht heeft, kan het wel als leidraad fungeren voor aandeelhouders.

In dit vernieuwde beleid geeft de AFM aan dat, net als onder het oude beleid, het geen acting in concert oplevert als aandeelhouders eenmalig voor een AVA een stemovereenkomst sluiten. Evenmin is sprake van acting in concert wanneer alle betrokken partijen de vrijheid behouden om hun stemrecht naar eigen inzicht uit te oefenen. Indien de samenwerking is gericht op een onderwerp dat mogelijk leidt tot wijzigen van de strategie, dan zal de AFM informatie opvragen bij de betreffende aandeelhouders om dit te kunnen vaststellen. De AFM noemt in de brochure een aantal feiten en

¹⁶⁷ Ibid., p. 29-30. Van de correctiemechanismen die worden ingezet scoort exit met 80% waarschijnlijkheid het hoogst, gevolgd door voice met 66%.

¹⁶⁸ Op grond van BPB IV.3.13 NCGC.

¹⁶⁹ Ex art. 5:25i Wft.

¹⁷⁰ Kemna & Van de Loo (2009), p. 11.

¹⁷¹ Aandeelhouders zijn ingevolge 5:39 Wft verplicht om het te melden aan de AFM als zij alleen of gezamenlijk de drempelwaarden, genoemd in het tweede lid, overschrijden. In het geval dat het (gezamenlijk) belang ten minste 30 procent bedraagt, brengt artikel 5:70 jo. artikel 1:1 Wft een verplicht openbaar bod met zich mee.

¹⁷² McCahery *et al.* (2010), p. 34.

¹⁷³ Art. 5:45 lid 5 Wft.

¹⁷⁴ Acting in concert komt aan bod in paragraaf 3.5.8. De brochure kan geraadpleegd worden via <http://www.afm.nl/nl/nieuws/2009/nov/overeenkomst-stembeleid>.

omstandigheden die – wanneer ze zich voordoen bij partijen die vermoedelijk samenwerken ten aanzien van een strategisch onderwerp – ertoe kunnen leiden dat de toezichthouder informatie bij partijen opvraagt. Met het gewijzigde beleid beperkt de AFM de werkingssfeer van artikel 5:45 lid 5 Wft tot onderwerpen die mogelijk leiden tot wijziging van de strategie. Het duurzaam gemeenschappelijk beleid ten aanzien van het stemmen is dus volgens de AFM wel toelaatbaar voor onderwerpen die geen invloed hebben op de strategie. Voorts stelt zij dat enkel sprake is van een verplicht openbaar bod als overeenkomsten tussen de aandeelhouders controleverwerving tot doel hebben. Afgezien van het feit dat het nieuwe beleid nog geen glasheldere handleiding voor ‘veilig overleg’ oplevert, is het duidelijk dat de AFM met deze richtlijnen het overleg tussen aandeelhouders tracht te stimuleren.

Ook de Europese Commissie onderneemt stappen om de dialoog te bevorderen. Zij stelt zich in dit verband op het standpunt dat bestaande instrumenten om aandeelhouders te identificeren ontoereikend zijn en werkt aan een initiatiefvoorstel om de zichtbaarheid van deelnemingen in Europa te verbeteren.¹⁷⁵ Hiermee zouden ondernemingen beter in staat moeten zijn om de dialoog aan te gaan met hun aandeelhouders.

In dit kader loopt Nederland echter al voorop. Met ingang van 1 juli 2013 is namelijk een regeling opgenomen in de Wet giraal effectenverkeer (artikel 49a-49e Wge) waarmee het mogelijk is voor beursvennootschappen om de identiteit en informatie van aandeelhouders op te vragen.¹⁷⁶ Beursvennootschappen kunnen op grond van artikel 49b Wge vanaf 60 dagen tot en met de dag van de aandeelhoudersvergadering (lid 4) een verzoek doen uitgaan om de gegevens te verstrekken. Degene¹⁷⁷ tot wie een dergelijk verzoek zich richt heeft dan drie werkdagen om te reageren met al dan niet de verzochte gegevens of de mededeling dat de gegevens niet (tijdig) kunnen worden verstrekt (lid 4). Geen informatie dient te worden verstrekt over aandeelhouders met een belang kleiner dan een tweehonderdste deel (lid 2), waarmee de privacy van de kleine aandeelhouder wordt gerespecteerd. Rekening houdend met de eveneens onder deze wet doorgevoerde verlaging van de meldingsdrempel uit hoofdstuk 5.3 van de Wft naar drie procent ziet de identificatie uit hoofde van de Wge aldus op aandeelhouders met een belang tussen de 0,5 en 2,99 procent. Een verzoek als bedoeld in artikel 49b Wge kan ook door aandeelhouders die alleen of gezamenlijk 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen worden afgedwongen op grond van het vijfde lid.

Naast identificatie biedt de regeling ook een extra kanaal voor aandeelhouders om informatie te delen via de vennootschap. Aandeelhouders die alleen of gezamenlijk een honderdste deel van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of aandelen c.q. certificaten met een waarde van € 250.000,- houden, kunnen ex artikel 49c Wge een uitgevende instelling verzoeken om – met een geagendeerd onderwerp verband houdende – informatie die zij vertrekken te delen met de andere aandeelhouders. De uitgevende instelling kan dat doen door de aandeelhouders te benaderen waarbij zij gebruik maakt van de verkregen informatie op grond van artikel 49b Wge of door een bericht op de website te plaatsen. Er geldt een verplichting voor de uitgevende instelling om de informatie te delen binnen drie dagen, behoudens in het geval het informatie betreft waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is of dat de aard van de informatie zodanig is dat delen van die informatie naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid niet van haar kan worden verlangd (lid 4).

¹⁷⁵ Europese Commissie, *Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen*, Straatsburg, 12.12.2012 COM(2012) 740 final, p. 8.

¹⁷⁶ Zie ‘Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007’ (Stb. 2012, 588) en voor een beschrijving van de wijzigingen op basis van deze wet Koster (2013).

¹⁷⁷ Deze worden in het eerste lid van artikel 49b Wge genoemd.

Hoewel alle inspanningen om de dialoog te bevorderen anders doen vermoeden, is het bij beursvennootschappen gebruikelijk dat de grootaandeelhouders worden uitgenodigd om – met inachtneming van regels op het gebied van koersgevoelige informatie – op hoofdzaken de strategie van de vennootschap te bespreken. In de praktijk blijkt dat men elkaar wel degelijk weet te vinden indien er controversiële onderwerpen staan geagendeerd. Zo meldt Marcel Jeucken, hoofd verantwoord beleggen bij pensioenbelegger PGM, dat er goed overleg plaatsvindt tussen beleggers en Nederlands bedrijven.¹⁷⁸ Volgens Jeucken komt dat omdat Nederlandse bedrijven gewend zijn om met aandeelhouders achter gesloten deuren te praten. Hij stelt dat de onderonsjes echter niet vanzelfsprekend zijn in andere landen zoals de Verenigde Staten of China. Daar dient veel meer via de aandeelhoudersvergadering geregeld te worden.

Ook Eumedion constateert deze bereidheid bij Nederlandse vennootschappen. In 2010 geeft zij aan dat in dat jaar – in tegenstelling tot wat Kemna en Van de Loo beweren – is gebleken dat beursvennootschappen in toenemende mate bereid zijn om voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering daadwerkelijk de dialoog met aandeelhouders aan te gaan.¹⁷⁹ Wel is volgens Eumedion de kwaliteit van de dialogen verschillend. Dat verschil wordt vooral veroorzaakt door de tijd die door de vennootschappen aan de aandeelhouders wordt gegund om te reageren op aangedragen voorstellen. Indien deze te kort is, kan namelijk geen constructieve dialoog plaatsvinden.

Eumedion laat duidelijk blijken voor een dialoog te zijn tussen beursvennootschappen en institutionele beleggers. Zij werpt zich sinds 2011 zelfs op als soort van bemiddelaar die het contact tussen beursvennootschappen en haar deelnemers faciliteert.¹⁸⁰ Voorts tracht Eumedion haar deelnemers te bewegen om de dialoog aan te gaan door een zogenaamde alert service. Dit is een bericht dat Eumedion aan haar deelnemers zendt zodra er een controversieel agendavoorstel wordt gedaan door een vennootschap. Een voorstel wordt door de Beleggingscommissie van Eumedion als controversieel bestempeld wanneer het in strijd is met Nederlandse wet- en regelgeving, de Code of het Eumedion Handboek Corporate Governance.¹⁸¹

Zoals genoemd is het kenmerk van de dialoog dat deze zich voor een deel buiten de AVA om en achter de schermen afspeelt. Derhalve dienen cijfers hierover te worden ontleend aan hetgeen beleggers of de vennootschappen daarover naar buiten hebben gebracht. In 2010 is de vraag aan beiden voorgelegd in het onderzoek van Nyenrode dat hierboven meermalen is genoemd. Van de vennootschappen gaf 56 procent aan dat zij het afgelopen seizoen (2010) twaalf keer of meer contact hadden met één of meer individuele aandeelhouders.¹⁸² Voorts geeft ook het merendeel (53 procent) van de in het onderzoek betrokken institutionele beleggers aan één keer of meer keren contact te hebben gehad met een vennootschap buiten de AVA om. In het overleg wordt de vennootschap meestal vertegenwoordigd door de CEO, CFO en/of Investor Relations en in minder mate door de (president van de) RvC. Het onderzoek van 2011 voorziet helaas niet in cijfers die hiermee vergeleken kunnen worden door een andere onderzoekspopulatie en vraagstelling. De 25 Nederlandse institutionele beleggers zijn wel zeer tevreden over hun eigen bereidheid tot het aangaan via een dialoog blijkens het gemiddelde cijfer (8,2) dat zij zichzelf toekennen. Eenzelfde cijfer kennen zij toe voor hun bereidheid om met elkaar in contact te komen en de dialoog aan te gaan.

In het onderzoek van 2011 is wel een deelonderzoek opgenomen naar het communicatiegedrag van buitenlandse institutionele beleggers.¹⁸³ De betrokken beleggers geven aan gemiddeld per onderneming tussen de twee en vier keer per jaar, buiten de AVA om, bilateraal contact te hebben. Opmerkelijk is dat zes van de elf respondenten aangeeft dat de bereidheid tot het aangaan van de

¹⁷⁸ Zie FD 18 juni 2013 voor zijn reactie en daarnaast de beaming daarvan door APG.

¹⁷⁹ Eumedion (2010), p. 2-3.

¹⁸⁰ Zie Eumedion (2011a), p. 20.

¹⁸¹ Dit handboek kan geraadpleegd worden op haar site: www.eumedion.nl.

¹⁸² Paape *et al.* (2010), p. 80.

¹⁸³ Melis *et al.* (2011), p. 88 e.v.

dialogoog bij vennootschappen nog steeds de grootste beperkende factor is. Kennelijk ervaren zij nog niet de door Eumedion geconstateerde toegenomen bereid onder Nederlandse vennootschappen tot een dialogoog met hun aandeelhouders. Zij vermoeden zelf dat dit komt door nervositeit die in Nederland bestaat rondom activistische beleggers.

4.4 KOSTEN

In hoofdstuk 2 kwam aan bod dat kosten mogelijk een belangrijk obstakel voor beleggers vormen om actief betrokken te zijn bij een vennootschap. Of beleggers zich laten belemmeren door de kosten die gemoeid zijn met het verdiepen in de governance van een vennootschap, heb ik niet kunnen achterhalen. Wel bleek hierboven al dat beleggers minder betrokken zijn naarmate de (geografische) afstand tussen de belegger groter wordt en dit ook hogere kosten tot gevolg heeft.

Uit onderzoek van De Jong *et al.* blijkt hoeveel beleggers ongeveer uitgeven aan betrokken aandeelhouderschap. Volgens De Jong *et al.* gaat namelijk gemiddeld om een totaalbedrag van zo'n € 100.000.¹⁸⁴ Dit bedrag komt overeen met de resultaten van het onderzoek van Nyenrode. In 2010 zegt 61 procent van de respondenten minder dan € 100.000 uit te geven aan betrokken aandeelhouderschap en 25 procent zegt meer dan € 200.000 uit te geven.¹⁸⁵ Van de respondenten had de helft een belegd vermogen van € 10 miljoen tot € 1 miljard. De andere helft had een belegd vermogen met een omvang van € 1 miljard of hoger.

Stel dat een belegger die zegt minder dan € 100.000 uit te geven, daadwerkelijk € 100.000 uitgeeft en een belegd vermogen heeft van 10 miljoen. Dan geeft hij in dat geval dus 1 procent uit aan betrokken aandeelhouderschap. Een dergelijke situatie zal zich echter niet snel voordoen. Uit het onderzoek blijkt namelijk dat slechts 3 beleggers met een vermogen tot 1 miljard meer dan € 100.000 euro uitgeven. Exacte gemiddelden zijn niet te berekenen op basis van de gegevens in het onderzoek, maar er kan wel veilig aangenomen worden dat het gemiddelde ruim onder de 1 procent zal uitvallen. Er zijn namelijk ook veel beleggers (22) die zeggen niets uit te geven. Bij het onderzoek van 2011 hebben slechts tien respondenten de vraag hoeveel zij uitgeven aan betrokken aandeelhouderschap beantwoord. Acht daarvan noemden bedragen tussen de 1 en de 5 miljoen euro. In dat onderzoek had echter 85,7 procent een belegd vermogen van 10 miljard of hoger.

4.5 TUSSENCONCLUSIE

Resumerend kan worden gesteld dat de het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen de afgelopen vijf jaren gestaag is gestegen en dat deze lijn, vanwege de almaar toenemende aandacht voor *shareholder engagement*, doorgetrokken kan worden naar volgende jaren. De strategie van een vennootschap blijkt een belangrijke trigger te zijn voor institutionele beleggers om in actie te komen, waarbij door hen de verkoop van aandelen (exit) als belangrijk correctiemechanisme wordt genoemd op de voet gevolgd door stemmen (voice).

Het aantal door aandeelhouders ingebrachte agendapunten steekt hier schril tegen af en zorgde de afgelopen vijf jaar voor weinig beroering. Daarbij rijst de vraag of het verhogen van de drempel voor het agenderingsrecht van 1% naar 3% met ingang van 1 juli 2013 nog actueel is.¹⁸⁶ Naast dat enige vorm van urgentie ontbreekt, ben ik ervan overtuigd dat de huidige mogelijkheden afdoende bescherming bieden tegen de aanleiding van het wetsvoorstel, namelijk de gevaren van activistische aandeelhouders. Zo hoeft het bestuur een bepaald agendapunt niet te agenderen indien dat in strijd is met de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW.¹⁸⁷ Voorts kan het geoorloofd zijn om prefs uit te

¹⁸⁴ De Jong *et al.* (2007), p. 52.

¹⁸⁵ Paape *et al.* (2010), p. 53.

¹⁸⁶ Door wijziging van artikel 2:114a BW als gevolg van 'Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007' (Stb. 2012, 588).

¹⁸⁷ Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 7, p. 5. Dezelfde opvatting komt terug in Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 29, p. 6; Kamerstukken II 2010/11, 32 887, nr. 3, p. 15–16; Kamerstukken II 2011/12, 32 887, nr. 6, p. 3.

geven indien de continuïteit van de vennootschap en de belangen van degene die daarbij betrokken zijn door het agenderingsrecht in het geding komen.¹⁸⁸

De wijzigingen in de Wge ten behoeve van het bevorderen van de dialoog zie ik echter wel als een nuttige toevoeging aan de mogelijkheden voor aandeelhouders onderling en met uitgevende instellingen in contact te komen. Voorts biedt de brochure van de AFM op het gebied van acting in concert houvast, echter het is de vraag of dit voldoende is om beleggers over de streep te trekken, nu er geen rechtskracht aan kan worden ontleend. Bovendien beperkt deze 'richtlijn' het overleg tot onderwerpen die niet van invloed zijn op de strategie en dit is wel één van de belangrijkste triggers voor institutionele beleggers om met elkaar een actie te coördineren. In plaats van samen tegen de strategie stemmen, ligt daardoor een individuele exit meer voor de hand.

Uit de beperkte gegevens die bekend zijn blijkt verder dat, ondanks de (juridische) obstakels, de meerderheid van de uitgevende instellingen aangeven meerdere keren per jaar contact te hebben met aandeelhouders. Daarbij moet nog wel opgemerkt worden dat een aantal buitenlandse beleggers deze toegenomen bereidheid niet ervaart en zelfs ziet als grootste beperkende factor voor een dialoog. Kennelijk ligt hier een taak voor de uitgevende instellingen om meer bereidheid te tonen of althans in ieder geval de perceptie van terughoudendheid bij de buitenlandse beleggers weg te nemen. In hoeverre kosten beperkend werken op de betrokkenheid van beleggers heb ik niet kunnen achterhalen. Het bedrag (naar schatting <1% van het belegd vermogen) dat zij uitgeven aan betrokken aandeelhouderschap biedt wel een indicatie hoeveel kosten zij bereid zijn om te maken.

¹⁸⁸ Timmermans (2012).

5. BELEGGINGSHORIZON VAN BLOCKHOLDERS

5.1 INTRODUCTIE

Aangezien de meeste aandeelhouders van een beursvennootschap niet bekend zijn is het lastig om te controleren of het daadwerkelijk zo is dat beleggers over het algemeen op de korte termijn zijn georiënteerd. De termijn dat aandeelhouders een aandeel in handen houden zou daarbij een indicatie kunnen geven.

Een deel van de aandeelhouders, de blockholders, kan in kaart worden gebracht nu zij ingevolge hoofdstuk 5.3 van de Wft een meldingsplicht hebben. Er dient bij de AFM gemeld te worden wanneer er door een (rechts)persoon substantiële zeggenschap in een beursvennootschap wordt verworven. Zodra er een in de wet genoemde drempelwaarde wordt bereikt, over- of onderschreden, dan dient dit onverwijld aan de AFM te worden gemeld. Op dit moment gelden de volgende drempelwaarden, 5,¹⁸⁹ 10, 15, 20, 25, 30, 40, 50, 60, 75 en 95 procent. In dit hoofdstuk presenteer ik de resultaten van mijn onderzoek naar de blockholders van AEX-vennootschappen. In de volgende paragraaf identificeer ik de blockholders die op de peildatum¹⁹⁰ van mijn onderzoek een belang hadden in een AEX-vennootschap. Vervolgens bekijk ik in paragraaf 5.3 hoe lang deze blockholders hun belang houden om de stelling dat alle aandeelhouders zich enkel interesseren in de korte termijn te kunnen beoordelen.¹⁹¹

5.2 AANTAL BLOCKHOLDERS

Analyse van de meldingen uit het register leidt tot de onderstaande tabellen waarin de blockholders voor AEX-vennootschappen inzichtelijk worden gemaakt.¹⁹² Nagenoeg alle vennootschappen hebben meerdere blockholders.¹⁹³ In de tabel zijn de volgende categorieën gemaakt: 0-5%, 5-10%, 10-20%, 20-30%, 30-40%, 40-50% en >50%. Per vennootschap is aangegeven hoeveel blockholders zij in een bepaalde categorie heeft.

In de eerste tabel (tabel 4) zijn alle registermeldingen meegenomen, ongeacht of de aandelen door de vennootschap zelf of een daaraan gelieerde vereniging of stichting worden gehouden. Hoewel dit interessante inzichten biedt, geeft de tabel wel een vertekend beeld van het aantal daadwerkelijke (externe) blockholders.

In de tabel eronder (tabel 5) heb ik dergelijke meldingen er daarom uitgehaald. De cellen waarin een mutatie heeft plaatsgevonden zijn in het rood weergegeven.

¹⁸⁹ Als gevolg van de in de vorige paragraaf besproken wetwijziging is er per 1 juli 2013 een lagere eerste drempel bijgekomen van 3%.

¹⁹⁰ 21 november 2012.

¹⁹¹ Zie in dit verband onder meer de reeds genoemde publicaties van 'The high-level group on financial supervision in the EU', 25 februari 2009, Kamerstukken 2009/10, 31 980 nr. 4 (rapport commissie De Wit), Europese Commissie, Groenboek, Corporate governance in financiële instellingen en het beloningsbeleid, Brussel, 2.6.2010 COM(2010) 284 definitief, Europese commissie, Groenboek, Het EU-kader inzake corporate governance, Brussel, 5.4.2011 COM(2011) 164 definitief en Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law, Brussels, 5.4.2011.

¹⁹² De volgende vennootschappen zijn uitgesloten omdat het AFM register er geen meldingen voor bevat: Air France-KLM, Aperam, ArcelorMittal, Royal Dutch Shell en Unibail-Rodamco.

¹⁹³ Ondanks een potentieel free-rider probleem ten aanzien van de monitoring biedt de aanwezigheid van meerdere blockholders hen wel een effectief governance mechanisme, namelijk een gezamenlijke exit. Zie in dit verband Edmans & Manso.

	<5%	<10%	<20%	<30%	<40%	<50%	>50%	Totaal
Aegon	1	-	-	-	1	-	-	2
Ahold	5	1	2	-	-	-	-	8
AkzoNobel	2	1	1	-	-	-	-	4
ASML Holding	8	-	2	-	-	-	-	10
Boskalis	2	2	1	-	1	-	-	6
Corio	1	-	-	-	1	-	-	2
DSM	4	4	-	-	-	-	-	8
D.E. Master Blenders	-	1	1	-	-	-	-	2
Fugro	3	3	-	-	-	-	1	7
Heineken	3	-	1	-	-	-	1	5
ING Groep	4	2	-	-	-	-	1	7
KPN	6	-	-	1	-	-	-	7
Koninklijke Philips	2	-	-	-	-	-	-	2
PostNL	10	4	-	-	-	-	-	14
Randstad	3	2	1	-	1	-	-	7
Reed Elsevier	6	1	-	-	-	-	-	7
SBM Offshore	2	2	-	-	-	-	-	4
TNT Express	2	-	-	1	-	-	-	3
Unilever	1	2	1	-	-	-	1	5
Wolters Kluwer	3	2	-	-	-	-	-	5
Totaal	67	27	10	2	4	0	4	114

Tabel 4: Blockholders (alle), bron: AFM

	<5%	<10%	<20%	<30%	<40%	<50%	>50%	Totaal
Ahold	4	1	1	-	-	-	-	6
AkzoNobel	2	1	1	-	-	-	-	4
ASML Holding	7	-	1	-	-	-	-	8
Boskalis	2	2	1	-	1	-	-	6
Corio	1	-	-	-	1	-	-	2
DSM	4	3	-	-	-	-	-	7
D.E. Master Blenders	-	1	1	-	-	-	-	2
Fugro	3	3	-	-	-	-	0	6
Heineken	3	-	1	-	-	-	1	5
ING Groep	3	2	-	-	-	-	0	5
KPN	5	-	-	1	-	-	-	6
Koninklijke Philips	1	-	-	-	-	-	-	1
PostNL	9	4	-	-	-	-	-	13
Randstad	1	2	0	-	1	-	-	4
Reed Elsevier	6	0	-	-	-	-	-	6
SBM Offshore	2	2	-	-	-	-	-	4
TNT Express	2	-	-	0	-	-	-	2
Unilever	1	2	0	-	-	-	0	3
Wolters Kluwer	3	1	-	-	-	-	-	4
Totaal	59	25	6	1	3	0	1	94

Tabel 5: Blockholders (extern), bron: AFM

Toelichting tabel 4 en 5

In tabel 5 komt Aegon niet meer terug. Bij Aegon wordt namelijk 31,89% van de aandelen door Vereniging Aegon en daarnaast nog 2,05% door Aegon zelf gehouden.

Ahold houdt 2,96% van de eigen aandelen en daarnaast wordt door de Stichting Administratiekantoor (STAK) Preferente Financieringsaandelen Ahold een belang van 18,38% gehouden. Zonder deze meldingen mee te nemen resteren er nog zes blockholders, waarvan DeltaFort Beleggingen en ING Groep de grootste zijn met een belang van respectievelijk 11,23% en 9,26%. De andere vier hebben belangen die kleiner zijn dan 5%.

Bij AkzoNobel worden geen eigen aandelen gehouden. De blockholders die hier aandelen hebben houden samen 22,48%, waarvan het meeste (10%) al ruim vier jaar in handen is van Capital Research and Management.

Ook ASML houdt eigen aandelen (3,40%) en daarnaast heeft ASML een STAK die 12,70% bezit. Als deze twee buiten beschouwing worden gelaten, dan resteren er nog 8 blockholders die samen 43,89% houden. Zeven daarvan bezitten minder dan 5%. Het grootste block van 12,71% wordt sinds eind 2012 gehouden door Intel.

Boskalis heeft zes blockholders die samen een ruime meerderheid van 62,39% bezitten. De meerderheid daarvan (31,75%) is al bijna twaalf jaar in handen van Hal Holding N.V. Sprucegrove Investment Management heeft al zes jaar 10,03% in handen en de overige aandeelhouders houden een deel van om en nabij de 5%. Bij Boskalis zal dus niet snel een besluit door de AVA worden genomen waarmee haar twee grootste aandeelhouders het niet eens zijn.

Bij Corio zijn PGGM Fondsbeheer en Pensioenfonds ABP met respectievelijk 4,95% en 36,77% samen goed voor 41,72% van alle geplaatste aandelen. Ook zij zullen niet snel onderhevig zijn aan druk van op korte termijn gericht aandeelhouders. ABP heeft al ruim 11 jaar een belang in Corio.

DSM houdt 5,15% van haar eigen aandelen en deze melding is daarom verwijderd uit de tabel. Er blijven 7 aandeelhouders over, waarvan ASR Nederland N.V. de grootste is met een belang van 7,85%. Daarnaast zit er één aandeelhouder tussen met een verwaarloosbaar belang (0,06%) en zijn er vijf aandeelhouders met een belang rond de 5%.

D.E. Masterblenders heeft twee blockholders, namelijk Donata SE Holding en Morgan Stanley Investment Management die respectievelijk een belang hebben van 15,05% en 5,26%.

Fugro heeft haar aandelen gecertificeerd en derhalve wordt het grootste deel van de aandelen op naam worden door STAK Fugro gehouden, maar liefst 87,86%. Voor de gehouden aandelen geeft de STAK beursgenoteerde certificaten uit en indien verzocht verleend zij de certificaathouders volmacht om te stemmen. De certificering is volgens het stembeleid enerzijds bedoeld om de nadelige gevolgen van aandeelhoudersabsenteïsme tegen te gaan.¹⁹⁴ Anderzijds vermeld het stembeleid expliciet dat in tegenstelling tot wat de Code zegt over certificering, de certificering bij Fugro tevens bedoeld is als onderdeel van beschermingsmaatregelen. In een voorkomend geval – bijvoorbeeld bij de aankondiging van een openbaar bod – kan worden besloten om de volmacht te beperken of de verleende volmacht in te trekken. Zonder de STAK mee te nemen in het overzicht van de blockholders is de grootste blockholder de ING Groep met 9,64% van de aandelen. Vier certificaathouders hebben een belang van iets meer of minder dan 5% en ook hier is sprake van een certificaathouder met een klein belang (0,49%) die toch nog vermeld wordt in het register.

Bij Heineken is 50% in handen van mevrouw C.L. de Carvalho-Heineken. Daarnaast hebben FESMA Voting Trust (10,14%), Massachusetts Financial Services Company (2,12%), Credit Suisse Group

¹⁹⁴ Zie punt 2 van het stembeleid van de Stichting Administratiekantoor Fugro, geraadpleegd op 21 april 2013 via <http://www.fugro.com/downloads/corporate/other/StembeleidSAFper28feb2009NL.pdf>.

(3,43%) en ING Groep (4,91%) tezamen een belang van 20,60%, toch zal er geen enkel besluit door de AVA zonder medewerking van mevrouw Carvalho-Heineken genomen kunnen worden.

Net als bij Fugro is bij ING groep ervoor gekozen om nagenoeg alle (99,95%) van de geplaatste gewone aandelen op naam onder te brengen in een stichting: Stichting ING Aandelen. De stichting geeft voor deze aandelen certificaten aan toonder uit die aan de beurs genoteerd zijn. Aan de certificaathouders wordt door de stichting volmacht verleend om te stemmen.¹⁹⁵ In tegenstelling tot Fugro geeft ING Groep als motief voor de certificering enkel het voorkomen dat een toevallige meerderheid de besluitvorming naar haar hand zet. Verder houdt ING Groep 2,63% van de certificaten, reden waarom ik naast de Stichting ook deze melding buiten beschouwing laat in tabel 5.

Op de AVA bij KPN maakt sinds half 2012 América Móvil de dienst uit, aangezien zij een belang heeft in het aandelenkapitaal van 27,47%. KPN houdt zelf 2,86% van de aandelen en de overige aandelen (18,80%) zijn verdeeld over 5 kleine aandeelhouders, Om een duidelijk beeld te krijgen van de externe aandeelhouders laat ik ook hier de eigen gehouden aandelen buiten de analyse.

In tegenstelling tot KPN heeft Koninklijke Philips een gespreid aandelenkapitaal. Wanneer de melding van de eigen gehouden aandelen (3,38%) wordt weggelaten, resteert er nog slechts één voorheen meldingsplichtige aandeelhouder met een niet noemenswaardig belang van 2,21%.

Van alle AEX-vennootschappen heeft PostNL verreweg de meeste blockholders. Wanneer men de aandelen die de vennootschap zelf houdt (2,29%) niet meeneemt, dan resteren er namelijk nog steeds maar liefst 13 blockholders die tezamen 54,81% van de aandelen bezitten. De vijf grootste vertegenwoordigen al ruim 30% van de aandelen. PostNL heeft zelf daarnaast ook nog een belang van doorslaggevende grootte in TNT Express van 29,91%. Voorts worden nog twee blokken van iets minder dan 5% door de twee andere blockholders gehouden.

Doorslaggevende blockholders treft men ook aan bij Randstad. Er resteren nog vier blockholders wanneer men de belangen van de Stichting. Randstad Optiefonds (4,88%), Administratiekantoor Pref. Aandelen Randstad (12,94%) en Administratiekantoor Randstad Optiefonds (4,14%) buiten beschouwing laat. Deze vier bezitten tezamen 52,75% van de aandelen, waarvan het grootste deel (32,85%) door Frits J.D. Goldschmeding wordt gehouden.

Bij Reed Elsevier is Reed Elsevier PLC met 5,89% de grootste blockholder. Zonder deze blockholder blijven er nog in totaal 6 blockholders over die tezamen 22,92% houden.

SBM Offshore heeft vier blockholders die samen een belang van 19,83% vertegenwoordigen. Twee daarvan houden hun aandelen met respectievelijk zeven en tien jaar al langere tijd.

Als bij TNT Express het belang van PostNL ter grootte van 29,91% buiten beschouwing wordt gelaten, dan blijven er nog twee blockholders over die beiden circa 4,5% houden.

Evenals bij Fugro en ING Groep heeft ook Unilever gekozen voor certificering. Op de website van de STAK staan twee redenen voor de certificering, namelijk bescherming tegen aandeelhoudersabsenteïsme en het feit dat een aanzienlijk deel (circa 20%) van het uitstaande kapitaal wordt gehouden in financierings preferente aandelen.¹⁹⁶ Deze aandelen vertegenwoordigen een economische waarde van 0,3% van het aandelenkapitaal, maar de houders ervan kunnen ongeveer 20% van de stemmen uitbrengen. Om hier tegenwicht aan te bieden is de STAK opgericht. Buiten de STAK (63,36%) en door Unilever zelf gehouden aandelen (12,68%) resteren er nog drie blockholders die samen een belang hebben van ruim 20%.

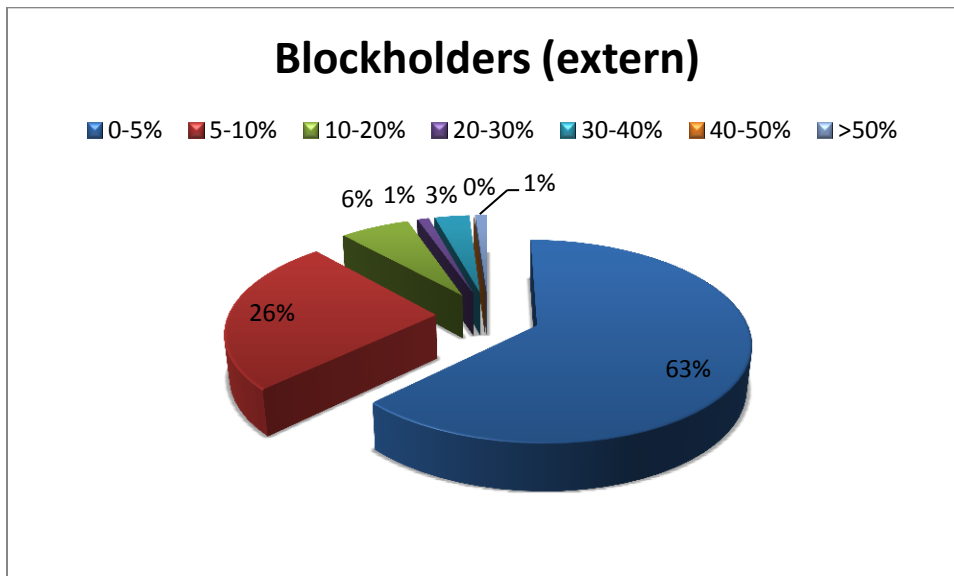
¹⁹⁵ Zie artikel 4 lid 2 van de statuten van de Stichting ING Aandelen, geraadpleegd op 21 april 2013 via <http://www.ingtrustoffice.com/Stichting-ING-Aandelen/Statuten.htm>.

¹⁹⁶ Zie <http://www.administratiekantoor-unilever.nl/ned/depositary.htm>, geraadpleegd op 21 april 2013.

Tot slot heb ik in de tabel bij Wolters Kluwer de aandelen (5,06%) die de vennootschap zelf houdt niet meegenomen. Dan resteren er nog vier blockholders met een gezamenlijk belang van 16,85%. Hiervan houden Silchester International Investors Limited en Massachusetts Financial Services Company hun aandelen al sinds respectievelijk 2006 en 2009 vast.

5.3 BELANGEN EN HOUDPERIODE

In vergelijking met 2001 zijn er nu veel minder grote blockholders. Destijds had 19.5% een belang van 50% of meer, 22,6% een belang tussen de 25% en 50% en 34% had één of meer blockholders met een belang van 10% tot 25% en 23,9% had geen blockholders met meer dan 10%.¹⁹⁷ Nu blijkt het grootste deel van de blockholders minder dan 5% te houden. Er is slechts één blockholder met een belang van 50%.



Figuur 1: Blockholders, bron: AFM.

Teneinde de steeds in de literatuur, politiek en publiciteit veronderstelde kortzichtigheid van aandeelhouders enigszins te kunnen toetsen, heb ik onderzocht wanneer de huidige blockholders van AEX-vennootschappen hun belang voor het eerst hebben gemeld. Hiertoe ben ik in het register teruggegaan tot en met 1996. Om een representatief beeld te krijgen heb ik ook hier de door de vennootschap zelf gehouden of door een aan de vennootschap gelieerde verenigingen en stichtingen, zoals een Stichting Administratiekantoor, gehouden belangen uitgesloten van het onderzoek. Daarnaast heb ik uiteraard de vennootschappen waarvan geen melding in het register is opgenomen uitgesloten.¹⁹⁸ Tot slot heb ik ervoor gekozen om D.E. Master Blenders 1753 N.V. buiten beschouwing te laten, vanwege de kortstondige notering. De resultaten hiervan staan in tabel 6.

¹⁹⁷ Wymeersch (2003).

¹⁹⁸ Zie noot 150.

Uitgevende instelling	<1 jaar	<2 jaar	<3 jaar	<4 jaar	<5 jaar	<6 jaar	<7 jaar	<8 jaar	<9 jaar	<10 jaar	>10 jaar	Totaal
Ahold N.V., Kon.	1	-	-	-	-	2	2	-	1	-	-	6
AkzoNobel	-	-	1	-	1	1	-	-	-	-	1	4
ASML Holding	1	-	-	1	2	1	3	-	-	-	-	8
Boskalis	-	2	-	1	-	-	1	-	-	-	2	6
Corio	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	1	2
DSM	-	1	-	-	3	-	3	-	-	-	-	7
Fugro	-	1	-	-	1	-	2	-	-	1	1	6
Heineken	-	-	3	-	-	-	1	-	-	-	1	5
ING Groep	-	-	-	-	2	1	1	-	-	-	1	5
KPN	3	-	-	-	1	1	1	-	-	-	-	6
Philips, Kon.	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1
PostNL	3	2	3	1	3	1	-	-	-	-	-	13
Randstad	-	-	-	1	1	-	1	-	-	-	1	4
Reed Elsevier	2	1	1	-	1	-	1	-	-	-	-	6
SBM Offshore	2	-	-	-	-	-	1	-	-	1	-	4
TNT Express	-	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2
Unilever	-	-	-	-	1	-	2	-	-	-	-	3
Wolters Kluwer	1	1	-	1	-	-	1	-	-	-	-	4
Totaal	14 (15%)	10 (11%)	9 (10%)	5 (5%)	16 (17%)	7 (8%)	20 (22%)	-	1 (1%)	2 (2%)	8 (9%)	92

Tabel 6 Houdperiode, bron: AFM.

Op basis van bovenstaande resultaten kan de stelling dat de aandeelhouder te zeer geconcentreerd is op de korte termijn niet worden gestaafd. Hoewel dat natuurlijk afhankelijk is van de gehanteerde definitie van korte termijn. Het is onmogelijk om een allesomvattende definitie te geven van aandeelhouders met een korte termijn focus. In ieder geval behoren hiertoe naar mijn mening aandeelhouders welke binnen een jaar hun belang weer verkopen. Toegepast op de tabel, zou 15% mogelijk gericht kunnen zijn op de korte termijn. Het blijft echter gissen, want vooralsnog hebben aandeelhouders nog geen plicht om hun intenties openbaar te maken bij het bereiken van een substantieel belang in een onderneming. Die plicht zou heeft wel lange tijd op de plank gelegen en maakte onderdeel uit van het wetsvoorstel Corporate Governance.¹⁹⁹

Op 1 juli 2013 is dit voorstel in werking getreden onder de titel 'Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007' (Stb. 2012, 588). Via een amendement is de zogenoemde strategie- en intentiemelding echter ingetrokken.²⁰⁰

Het voorstel verplichtte beursvennootschappen tot het openbaar maken van hun strategie op de website. Elke blockholder diende vervolgens verplicht aan de AFM te melden of hij bezwaar had tegen

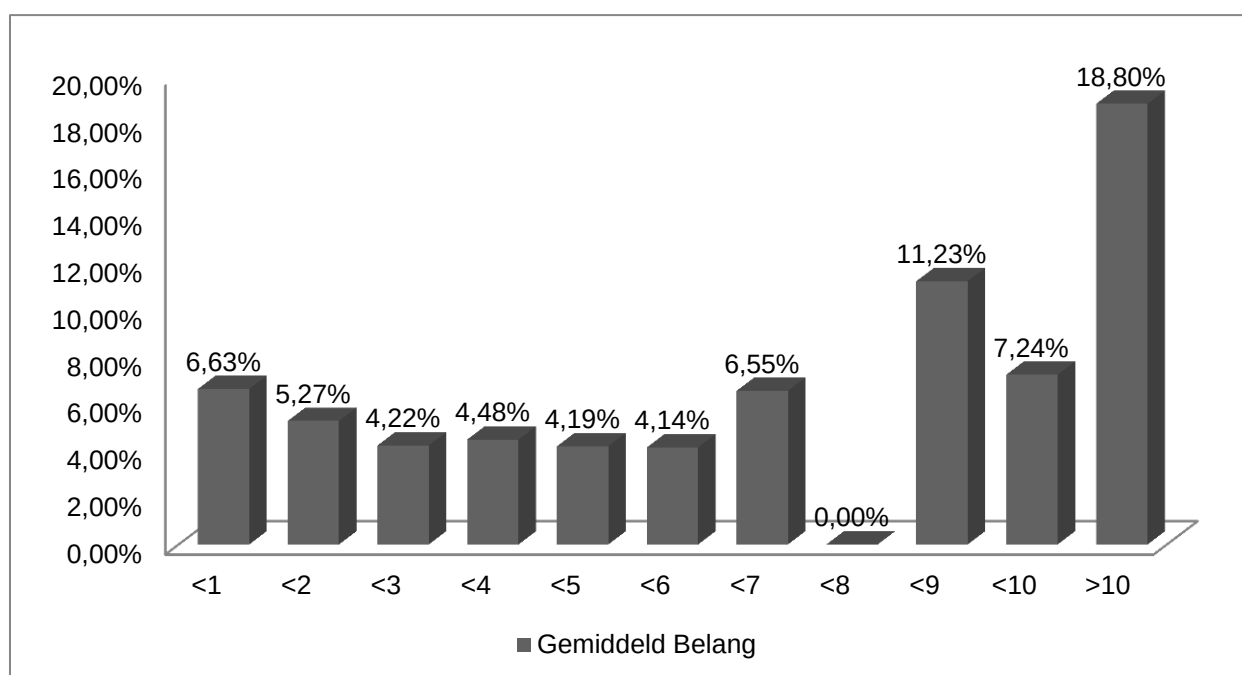
¹⁹⁹ Uitvoerig besproken door onder meer R.G.J. Nowak, 'Het wetsvoorstel corporate governance (wetsvoorstel Cie-Fijns)', Ondernemingsrecht 2009, 129.

²⁰⁰ Zie hierover Koster (2013).

de strategie of tegen degenen die de strategie uitvoeren met als achterliggende gedachte dat de vennootschap dan in een vroeg stadium de dialoog kon aangaan met activistische aandeelhouders.²⁰¹ Deze verplichte strategie- en intentiemeldingen zijn echter afgeschaft, nu zij niet alleen onverenigbaar zijn met de Nederlandse corporate governance-structuur, maar ook kunnen leiden tot spanningen tussen beursvennootschappen en aandeelhouders en bovendien zorgen voor een stijging van de administratieve lasten voor zowel beursvennootschappen als aandeelhouders.²⁰²

Naast het gegeven dat slechts een beperkt aantal aandeelhouders hun belang korter dan een jaar houden, biedt de tabel in het kader van de discussie omtrent de korte termijn nog andere interessante inzichten. Het blijkt namelijk dat in verhouding de meeste aandeelhouders zich bevinden in de categorie '<7 jaar' (inhoudende tussen 6 en 7 jaar). Tevens blijkt de ruime meerderheid (64%) al langer dan drie jaar een belang te hebben in een vennootschap. Van de blockholders kan dus moeilijk worden beweerd dat zij allen kortzichtig zijn, nu de meerderheid langere tijd een aandeel vasthoudt. Wat verder opvalt en ook tot uiting komt in figuur 1, is dat eveneens de meerderheid hun belang verminderde, dan wel liet verwateren, nu zij immers onder de eerste drempelwaarde (5%) zitten. Alhoewel de waarden van belangen onder de 5% nog altijd niet gering zijn. Om een belang van enkele procenten te nemen dienen veelal al tientallen miljoenen te worden geïnvesteerd.

Gezien de grote sommen geld die nodig zijn voor een substantieel belang in een vennootschap zou het niet vreemd zijn als het met name de grotere blockholders zijn die langere tijd aandelen in het kapitaal van een bepaalde vennootschap houden. Uit mijn onderzoek blijkt dat echter in elk geval niet op te gaan voor de aandeelhouders die hun belang tussen de nul en de zes jaar houden. Pas na zes jaar begint het gemiddeld belang noemenswaardig op te lopen. Onderstaande figuur illustreert deze bevindingen.



Figuur 2: Gemiddeld belang, bron: AFM.

²⁰¹ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 10.

²⁰² Koster (2013).

5.4 TUSSENCONCLUSIE

Mijn onderzoek naar de blockholders laat zien dat er geen aanleiding is om te concluderen dat zij vooral oog hebben voor de korte termijn. Het door de Europese Commissie gestelde dat het korte termijn gedrag onder meer blijkt uit het feit dat een aandeel gemiddeld elke acht maanden van eigenaar wisselt, lijkt op basis van bovenstaande bevindingen in ieder geval niet op te gaan voor de blockholders.²⁰³

De resultaten van een recent onderzoek van De Roon en Slager, uitgevoerd in opdracht van Eumedion, sluiten hierbij aan.²⁰⁴ Hun onderzoek toont aan dat 80% van de aandelen in de onderzochte portefeuilles van institutionele beleggers vijf jaar of langer worden aangehouden. Slechts minder dan 4% wordt korter dan één jaar gehouden en met het grootste deel van de aandelen – minimaal 85% – wordt slechts 10% van het volume van de transacties gerealiseerd. Het blijkt dus dat de in 3.2 aan bod gekomen beleggingstheorieën CAPM en EMH met veel aandacht voor diversificatie tot minder liquide portefeuilles leiden dan dat ze doen vermoeden.

Overigens dient wel een belangrijke kanttekening te worden gemaakt bij de representativiteit van het onderzoek van Roon en Slager; zij onderzochten de portefeuilles van slechts vier pensioenfondsen en twee vermogensbeheerders. De resultaten van mijn onderzoek maken het echter aannemelijk dat ook in zijn algemeenheid een langere houdperiode zal gelden dan door velen wordt gedacht.

Voorts wordt uit mijn onderzoek inzichtelijk dat de meeste AEX vennootschappen zonder een enorme koersdaling niet snel bang hoeven te zijn om doelwit te worden van een op korte termijn gerichte activistische aandeelhouder. De zittende blockholders vereisen dat voor doorslaggevende zeggenschap op de AVA zonder hun medewerking direct grote belangen genomen moeten worden. Bij bepaalde vennootschappen zoals Boskalis, Corio en Randstad is zelfs medewerking vereist van een blockholder met een belang van meer dan 30%. Daarnaast zorgt certificering van de meerderheid van de aandelen er bij bijvoorbeeld Fugro en Unilever voor dat ook daar niet snel besluiten zullen worden genomen waarmee het bestuur zich niet kan verenigen. Dergelijke beschermingsconstructies echter hebben als nadeel dat een zittend bestuur niet effectief kan worden gecontroleerd door de aandeelhouders van een vennootschap.

²⁰³ Zie Europese Commissie, Groenboek, Het EU-kader inzake corporate governance, Brussel, 5.4.2011, COM(2011) 164 definitief, p. 13.

²⁰⁴ De Roon & Slager (2012).

6. BELONING

6.1 INTRODUCTIE

Het thema beloning wordt in tijden van crisis kritischer benaderd en kan – vooral in de publieke en financiële sector – rekenen op veel weerstand uit de maatschappij. Voorbeelden als Kweku Adoboli²⁰⁵ wekken de indruk dat de bonussen welhaast onweerstaanbare perverse prikkels geven en aanzetten tot het nemen van buitensporige risico's. Naast kritiek als gevolg van de financiële crisis, leed de financiële sector in de zomer van 2012 opnieuw gezichtsverlies door het Libor-schandaal, waarbij bleek dat diverse handelaren jarenlang hadden gerommeld met rentestanden. Ook het gegeven dat banken, die staatsteun genieten, hun bestuurders vervolgens wel bonussen uitbetalen viel niet bij iedereen in goede aarde. Het verzet in de samenleving en in de Tweede Kamer leidde er onder meer toe dat het bestuur van ING besloot af te zien van de op grond van het beloningsbeleid uit te keren variabele beloning over 2010.²⁰⁶ Om deze verontwaardiging in de toekomst te voorkomen werd besloten om bonussen bij banken die staatsteun hebben gekregen bij wet te verbieden. Dit verbod trad op 20 juni 2012 in werking in de vorm van de Wet Bonusverbod en bepaalt dat de variabele beloning en eventuele aanstellingsbonus van dagelijks beleidsbepalers op nul worden gesteld.²⁰⁷

Voorts staat in het regeerakkoord van de VVD en PVDA staat dat men de variabele bonussen in de financiële sector wil beperken tot 20 procent van het basissalaris.²⁰⁸ Indien na een aantal jaren blijkt dat de onderneming er financieel niet al te rooskleurig voorstaat, dan willen zij een mogelijkheid introduceren om de toegekende bonus terug te vorderen, via een zogenaamde claw back-clausule.²⁰⁹

In dit hoofdstuk belicht ik allereerst de relevante wetgeving op het gebied van beloning en onderzoek ik vervolgens of er aanknopingspunten te vinden zijn voor de stelling dat bonussen vooral gericht zijn op de korte termijn.²¹⁰

6.2 SAY ON PAY

De hierboven genoemde weerstand heeft in zowel Europa als in de Verenigde Staten geleid tot een debat waarin vanuit verschillende hoeken werd geopteerd om aandeelhouders meer invloed te geven op de beloning van bestuurders. Een enquête onder institutionele beleggers laat zien dat ook het overgrote deel van hen meent dat de zeggenschap over de beloning van bestuurders bij de AVA dient te liggen.²¹¹

In diverse landen werd de invloed van de AVA de laatste jaren vergroot via een zogeheten 'Say on Pay' bepaling. Zo trad op 5 augustus 2009 in Duitsland het "Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung" in werking. Op grond van deze wet wordt onder meer het Aktiengesetz op een aantal punten gewijzigd. Aandeelhouders krijgen op grond van deze wetswijziging de mogelijkheid om een niet-bindende stem uit te brengen over het beloningsbeleid van de vennootschap.²¹² Zij kunnen daartoe verzoeken om het beleid op de agenda te zetten.²¹³ Er volgt echter voor de vennootschap geen verplichting uit om dit te agenderen.²¹⁴ Ondanks de niet-bindendheid verwacht de Duitse

²⁰⁵ Voormalig handelaar van UBS die werd veroordeeld tot zeven jaar gevangenisstraf wegens fraude.

²⁰⁶ Zie *Volkskrant*, 22 maart 2011,

<http://www.volkskrant.nl/vk/nl/2680/Economie/article/detail/1863244/2011/03/22/ING-top-ziet-af-van-bonussen.dhtml>.

²⁰⁷ *Stb.* 2012, 265 en 289.

²⁰⁸ Zie Regeerakkoord VVD-PVDA, *Bruggen slaan*, 29 oktober 2012, p. 12.

²⁰⁹ Zie NRC Handelsblad, 25 november 2012.

²¹⁰ Zie bijvoorbeeld Larosière Group (2009) en Kamerstukken 2009/10, 31 980 nr. 4 (rapport commissie De Wit).

²¹¹ McCahery & Sautner 2012, p. 13.

²¹² § 120 Abs. 4 AktG.

²¹³ § 122 Abs. 2 AktG.

²¹⁴ Drucksache 16/13433, 12.

wetgever dat een stemming van de AVA dusdanige grote impact heeft – door publiciteit – dat de controle daarmee voldoende zal zijn.²¹⁵ Naast de ‘Say on Pay’ van de AVA krijgt de RvC de mogelijkheid om – achteraf – de beloning van bestuurders te verlagen indien sprake is van een verslechtering van de financiële situatie van de vennootschap en het betalen van de bestuurders in redelijkheid niet kan plaatsvinden.²¹⁶

In de VS trad op 21 juli 2010 de “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” in werking door ondertekening van president Obama. Naast tal van andere wijzigingen wordt met deze wet aandeelhouders de mogelijkheid geboden om te stemmen over de beloning van uitvoerende bestuurders, door het wijzigen van de “Securities Exchange Act of 1934”. Sinds 1 januari 2011 is de betreffende wijziging van kracht. Minimaal één keer per drie jaar moeten aandeelhouders kunnen stemmen over het beloningsbeleid van een beursvennootschap.²¹⁷ Bovendien moet minimaal één keer per zes jaar gestemd worden over de frequentie van de stemming over beloningen, die elke 1, 2 of 3 jaar moet plaatsvinden.²¹⁸ Ook hier betreft het een niet-bindende stemming.²¹⁹

Acht jaar daarvoor, namelijk in 2003, werd in het VK reeds de “Companies Act 1985” gewijzigd via een voorstel onder de naam “The Directors’ Remuneration Report Regulations 2002”. Sinds 1 januari van dat jaar moet het remuneratierapport worden voorgelegd aan de AVA voor een adviserende – en dus ook hier een niet-bindende – stemming.²²⁰ Kort daarna volgde Nederland, waar sinds 2004 de AVA bevoegd is om het bezoldigingsbeleid vast te stellen.²²¹ Met het vaststellen van het bezoldigingsbeleid gaat met in Nederland beduidend verder dan in de hiervoor aangehaalde landen, waar de AVA slechts een adviserende stem heeft. Een besluit in strijd met het bezoldigingsbeleid leidt namelijk tot nietigheid ex artikel 2:14 BW.²²² Beloning van individuele bestuurders wordt voorts eveneens door de AVA met inachtneming van het bezoldigingsbeleid vastgesteld, behoudens indien in de statuten daartoe een ander orgaan is aangewezen.²²³ Deze mogelijkheid van delegatie wordt in de praktijk veel toegepast. In de regel hebben beurs-NV’s de bevoegdheid om praktische redenen gedelegeerd aan de RvC.²²⁴

Vertrekregeling

Naast de wettelijke vaststelling door de AVA is voor beursvennootschappen tevens in de Nederlandse Corporate Governance code het een en ander opgenomen omtrent beloningen. Zo wordt in de Code geadviseerd om de ontslagvergoeding van bestuurders in beginsel, behoudens bij kennelijk onredelijk ontslag, te maximeren op één jaarsalaris.²²⁵ Kennelijk onredelijk ontslag vormt overigens vanaf 1 januari 2013 geen grondslag meer voor het toekennen van een ontslagvergoeding bij bestuurders van beurs-NV’s. Door inwerkingtreding van de wet Bestuur en Toezicht geldt een verbod voor bestuurders van beurs-NV’s om een arbeidsovereenkomst te hebben met de vennootschap.²²⁶ Volgens de minister kunnen overeenkomsten van tussen bestuurders en beurs-NV’s worden gekwalificeerd als opdrachtovereenkomsten.²²⁷ Omdat bestuurders zich dan niet meer op het ontslagrecht kunnen beroepen zal hierdoor de ontslagvergoeding lager uitvallen, is dan de achterliggende gedachte. Het sluiten van een overeenkomst van opdracht laat echter onverlet dat de contractsvrijheid met zich

²¹⁵ Ibid.

²¹⁶ § 87 Abs. 2 AktG.

²¹⁷ Sec. 14A (a)(1) SEA.

²¹⁸ Sec. 14A (a)(2) SEA.

²¹⁹ Sec. 14A (c) SEA.

²²⁰ Sec. 241A CA 1985.

²²¹ Zie artikel 2:135 BW.

²²² Vlg. Meijer-Wagenaar (2006).

²²³ Vlg. artikel 2:135 lid 4 BW.

²²⁴ Zie Lennarts & Meijer-Wagenaar (2011).

²²⁵ Zie II.2.8 NCGC.

²²⁶ Zie artikel 2:132 lid 3 BW.

²²⁷ Kamerstukken I 2010/11, 31 763, nr. C, p. 11.

meebrengt dat de overeenkomsten zodanig kunnen worden opgesteld, dat er feite weinig veranderd.²²⁸

Claw back

Aan de RvC worden in de code verder specifieke bevoegdheden toebedeeld omtrent de vaststelling van de bonussen. Zo kan hij deze naar boven of naar beneden bijstellen indien de in een eerder boekjaar toegekende bonus naar zijn oordeel tot onbillijke uitkomsten leidt.²²⁹ Tevens bestaat de mogelijkheid voor de RvC om de toegekende bonus terug te vorderen (claw back clause) indien blijkt dat deze is gebaseerd op onjuiste (financiële) gegevens.²³⁰ Dit is – naar ik begriip – minder vergaand, dan wat de VVD en PVDA ten aanzien van financiële instellingen voorstaan, nu zij op basis van de (financiële) staat van de onderneming na een aantal jaren alsnog bonussen willen terugvorderen. Het is bovendien onduidelijk of en hoe aan de voornemens van de partijen uitvoering gegeven gaat worden. Er ligt immers ook nog een voorstel om hetgeen thans in de code voor de RvC is geregeld tevens op min of meer dezelfde wijze wettelijk te regelen. Het betreft het wetsvoorstel “Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijks beleidsbepalers”, (hierna: “Wetsvoorstel Claw back”).²³¹ De kern van de het wetsvoorstel bestaat uit vier leden die worden toegevoegd aan art. 2:135 BW en deze gelden dus voor alle naamloze vennootschappen. Voorts zal de regeling ook van toepassing zijn op een bank met de rechtsvorm coöperatie en een verzekeringsmaatschappij die een onderlinge waarborgmaatschappij is²³² alsmede op banken en verzekeringsmaatschappijen die deelnemen aan het rechtsverkeer als een besloten vennootschap.²³³ Het zesde en het achtste lid van art. 2:135 BW worden bovendien ook van toepassing verklaard op financiële ondernemingen.²³⁴

Het zesde lid bepaalt dat het orgaan als bedoeld in lid 4 – bij beurs-NV's doorgaans de RvC – bevoegd is de hoogte van een bonus aan te passen indien deze naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn. Lid acht betreft de bevoegdheid, onder meer op vordering van de RvC, van de vennootschap om een bonus geheel of gedeeltelijk terug te vorderen voor zover deze was gebaseerd op onjuiste informatie, aldus een claw-back-bevoegdheid. Deze bepalingen komen overeen met hetgeen in de Code is geregeld. Mede omdat het Wetsvoorstel Claw Back bij reeds bestaande privaatrechtelijke normen aansluit is de toegevoegde waarde ervan niet zelden ter discussie gesteld.²³⁵ Buiten hetgeen in de Code is geregeld biedt het Burgerlijk Wetboek op dit moment namelijk ook al mogelijkheden om een bonus terug te vorderen. Wanneer de overeenkomst uit hoofde waarvan de bonus wordt uitbetaald tot stand is gekomen op basis van onjuiste informatie, dan kan deze mogelijk worden aangetast met een beroep op dwaling of bedrog.²³⁶ Verder is het mogelijk om een bonus terug te vorderen, indien na de uitkering blijkt dat niet aan alle voorwaarden is voldaan. Daarnaast is het bijstellen van een bonus ook nu mogelijk als deze naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid tot een onaanvaardbaar resultaat leidt.²³⁷ Een beroep op grond van deze normen zal echter niet snel slagen, nu de jurisprudentie laat zien dat de rechter terughoudend is om op basis hiervan een overeenkomst te wijzigen.²³⁸ Gelet op deze reeds bestaande en weinig

²²⁸ Zie Van Marwijk Kooy (2010).

²²⁹ Zie II.2.10 NCGC.

²³⁰ Zie II.2.11 NCGC.

²³¹ Kamerstukken 2012/2013, 32 512, A (Gewijzigd voorstel), op 18 december 2012 aangenomen door de Tweede Kamer.

²³² Zie art. 2:53a BW (nieuw).

²³³ Zie art. 2:245 BW (nieuw).

²³⁴ Zie art. 1:111 Wft (nieuw).

²³⁵ Zie onder meer Quispel & Hooghiemstra (2010), Rutgers & Noordhoven (2011), Lennarts & Meijer-Wagenaar (2011) en Gundt (2012).

²³⁶ Zie respectievelijk art. 6:228 BW en art. 3:44 lid 3 BW.

²³⁷ Op grond van respectievelijk art. 6:248 BW en art. 6:258 BW.

²³⁸ Zie in dit verband onder meer Hof Amsterdam van 28 september 2010 (LJN BO0027).

effectieve normen waarbij het wetsvoorstel aansluit, is de kritiek op de beperkte toegevoegde waarde van het Wetsvoorstel Claw Back dan ook niet onbegrijpelijk.

Daarnaast wordt met het wetsvoorstel nog plicht voor beurs-NV's toegevoegd die geen gelijke kent in de Code. In het nieuw toe te voegen zevende lid is namelijk een regeling opgenomen die voorschrijft dat een waardestijging van aandelen, certificaten of rechten om aandelen in het kapitaal van de vennootschap te nemen of te verkrijgen, die aan een bestuurder zijn toegekend, in mindering moet worden gebracht op diens bezoldiging in bepaalde gevallen. Deze aftreksom moet worden gemaakt in het geval van een waardestijging als gevolg van een openbaar bod of een besluit als bedoeld in art. 2:107a BW. De volgende drie peildata zijn bepalend voor de waardestijging en aldus het bedrag dat in mindering moet worden gebracht op de bezoldiging:

1. Vier weken voor de dag waarop het openbaar bod is aangekondigd of een besluit als bedoeld in art. 2:107a BW ter goedkeuring aan de AVA is voorgelegd;
2. vier weken na de beëindiging van het openbaar bod of vier weken nadat een besluit als bedoeld in art. 2:107a BW ter goedkeuring aan de AVA is voorgelegd;
3. de dag dat de bestuurder zijn aandelen, certificaten of rechten vervreemdt of de dag dat zijn benoeming eindigt.

Op het moment dat een bestuurder zijn aandelen, certificaten of rechten wil vervreemden dan wel op het moment van zijn vertrek wordt gekeken of de waarde hoger is dan vier weken voor de aankondiging van het openbaar bod of het voorleggen van besluit aan de AVA. Deze waardestijging wordt, voor zover deze niet hoger is dan vier weken na de beëindiging van het openbaar bod of vier weken na het voorleggen van het besluit aan de AVA, in mindering gebracht op de bezoldiging.

De doelstelling van deze plicht om de bezoldiging aan te passen is de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming van bestuurders wegens een groot financieel belang in geval van overnames weg te nemen.²³⁹ Niet iedereen is overtuigd van het feit dat het wetsvoorstel deze prikkel zal wegnemen. Zo meent de Commissie Vennootschapsrecht juist dat deze prikkel in tegengestelde richting zal gaan werken, nu de bestuurder erdoor belang krijgt om te voorkomen dat lid 7 van toepassing wordt.²⁴⁰ Als gevolg daarvan kan hij bijvoorbeeld – ondanks dat deze mogelijk in belang is van de vennootschap – een overname afwijzen. Daarnaast stelt de Commissie dat ernstig rekening gehouden moet worden met het feit het Hof deze regeling niet kan verenigen met artikel 1 van het Eerste protocol bij het EVRM.

Tot slot noemt de Commissie nog een aantal ongewenste gevolgen:

- De regeling maakt de Nederlandse NV als rechtsvorm minder aantrekkelijk;
- De regeling ontmoedigt vitale en groeiende familievennootschappen om een beursgang c.q. toegang tot de kapitaalmarkt na te streven. De bij een beursgang toepasselijke regels brengen mee dat bestuurders/aandeelhouders hun aandelen vooralsnog niet mogen verkopen ('lock up');
- De voorgestelde regeling kan ertoe leiden dat bestuurders meer vaste salarissen bedingen en hun aandelen in de vennootschap verkopen. Aandelenbezit van bestuurders geldt echter als een methode waarmee de persoonlijke belangen van de bestuurder beter in lijn kunnen worden gebracht met de belangen van de vennootschap;
- Bestuurders worden aangemoedigd hun voor belegging beschikbare vermogen niet in de

²³⁹ Kamerstukken II 2009–2010, 32 512 (MvT), nr. 3, p. 21.

²⁴⁰ Commissie Vennootschapsrecht (2010).

eigen onderneming, maar juist in andere ondernemingen – waaronder concurrenten van de eigen onderneming – te investeren;

- De regeling kan eenvoudig worden omzeild doordat contractuele rechten, niet zijnde aandelen of opties, worden toegekend aan de bestuurder.

Ook de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie is bepaald geen voorstander van de regeling.²⁴¹ Onder andere stelt deze commissie dat het onvermijdelijk is dat het ontbreken van een mogelijkheid om bij te sturen in combinatie met het ingebouwde automatische van de regeling, in voorkomende gevallen zal leiden tot onbillijke uitkomsten. De Commissie stelt voor om ook ten aanzien van de waardeinstelling de RvC volgens de open norm van het nieuwe zesde lid verplicht te laten toetsen, zodat rekening gehouden kan worden met individuele omstandigheden. Hoewel hiermee meer ruimte ontstaat om de omstandigheden van het geval in acht te nemen, worden mijns inziens hiermee nog niet bovenstaande bezwaren van de Commissie Vennootschapsrecht weggenomen. Ik kan mij dan ook meer vinden in de preventieve zelfregulering die Lennarts & Meijer-Wagenaar voorstellen:

“Vanwege het feit dat zowel aan de juridische houdbaarheid als aan de doeltreffendheid van de aanpassingsplicht kan worden getwijfeld zouden wij menen dat ook hier geldt: voorkomen is beter dan genezen. De bij de vaststelling van de bezoldiging betrokkenen dienen ervoor te zorgen dat ongewenste effecten uit de beloningsregeling worden gefilterd. Hierbij kunnen de scenarioanalyses een rol spelen.”²⁴²

Niet alleen ten aanzien van de aanpassingsplicht meen ik dat deze negatieve effecten beter opgevangen kunnen worden in een bezoldigingsbeleid. Dat geldt evenzeer voor het naar beneden bijstellen en terugvorderen van de bonus. Zie in dit verband ook Sikkink die zich afvraagt waarom de Wetgever het nodig acht om zo kort na invoering van de desbetreffende bepalingen in de Code in 2008, in te grijpen met wettelijke maatregelen.²⁴³ Te meer nu er geen signalen waren van falende zelfregulering.

6.3 REMUNERATIERAPPORTEN

In een remuneratierapport brengt een afvaardiging van de RvC, de remuneratiecommissie, een verslag uit van de wijze waarop het afgelopen boekjaar het bezoldigingsbeleid in praktijk is gebracht. Daarbij moet vermeld worden hoe het gekozen bezoldigingsbeleid bijdraagt aan de realisatie van de lange termijn doelstellingen van de vennootschap.²⁴⁴ Omdat de bepalingen zijn opgenomen in de Code, staat het een vennootschap vrij om hiervan af te wijken.

Om de stelling dat de beloning van bestuurders te sterk gericht is op korte termijn indicatoren te onderzoeken, heb ik de variabele beloning bekeken van alle CEO's van de AEX-vennootschappen.²⁴⁵ Uit een inventarisatie van de remuneratierapporten van 2011 blijkt dat elke vennootschap naast jaarlijkse beloningscriteria tevens beschikt over een lange termijn beloningsbeleid. Een vergelijking van de korte en lange termijn variabele beloning leert dat in verhouding de laatste bij de meeste vennootschappen groter is. Gemiddeld komt de verhouding tussen de variabele korte en lange termijnbeloning uit op 46-54. Verder wordt de variabele korte termijn beloning veelal in cash uitbetaald en de variabele lange termijn beloning in verreweg de meeste gevallen in aandelen. Onderstaande figuur illustreert de verhouding tussen de variabele beloningscomponenten van alle AEX-vennootschappen tezamen.

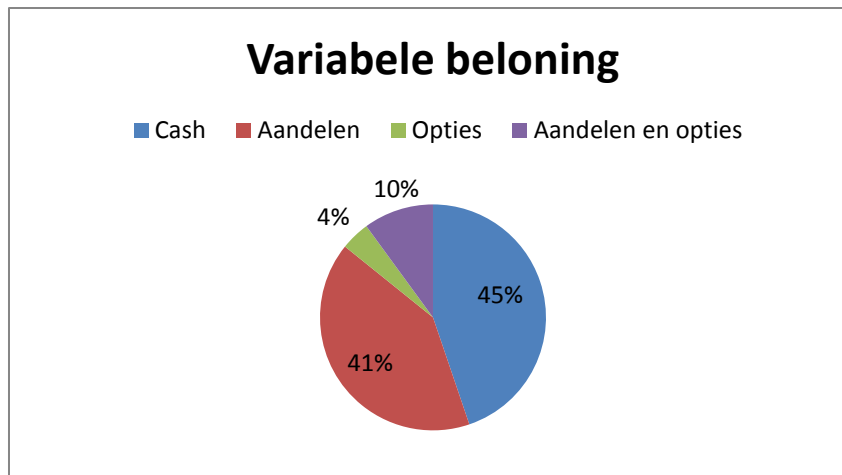
²⁴¹ Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2012)

²⁴² Lennarts & Meijer-Wagenaar (2011).

²⁴³ Zie ook Sikkink (2010).

²⁴⁴ Zie BPB II.2.12 NCGC.

²⁴⁵ Hierbij heb ik ING buiten beschouwing gelaten, nu het bestuur in 2011 besloot af te zien van variabele beloning.



Figuur 3: Variabele beloning, bron: remuneratierapporten AEX 2011

De verhouding tussen cash ten opzichte van effecten (45-55) komt bijna exact overeen met de verhouding korte termijn versus lange termijn variabele beloning (46-54). Hiermee wordt voor een groot deel tegemoet gekomen aan de wensen van institutionele beleggers, zoals blijkt uit onderzoek van McCahery *et al.*²⁴⁶ Zij hebben een top 5 gemaakt van de belangrijkste corporate governance mechanismen in de ogen van institutionele beleggers.²⁴⁷ In die top 5 staat zowel het houden van aandelen door het management als het uitbetalen van een bonus in aandelen. Het uitbetalen van een groot deel van de beloning in aandelen heeft uiteraard ook tot gevolg dat er aandelen worden gehouden door het bestuur. Aandelenbezit door het bestuur wordt vaak gestimuleerd en bij sommige vennootschappen is dit zelfs verplicht.²⁴⁸ Zo is de CEO van Heineken bijvoorbeeld verplicht om 25% van zijn jaarlijkse bonus te investeren in aandelen Heineken.

De periode waarover de bonus wordt toegekend bestaat bij 16 vennootschappen uit drie jaar en bij 2 uit een combinatie van drie en vijf jaar. Dat de periode waarover een bonus wordt toegekend aan bestuurders een incentive biedt om over een langere dan wel kortere termijn te sturen op de resultaten, wijst onderzoek van Gopalan *et al.* uit.²⁴⁹ Zij concluderen dat CEO's met contracten waarin prestaties over kortere termijnen worden gemeten sterker geneigd zijn om de korte termijn resultaten een zetje te geven door te schuiven met cijfers.²⁵⁰

BPB II.2.5 van de Code bepaalt dat bestuurders toegekende aandelen ten minste voor een periode van vijf jaar of tot het einde van het dienstverband dienen te houden indien deze periode korter is. Mijn inventarisatie van de remuneratierapporten laat zien dat niet elke vennootschap deze best practice naleeft. Het blijkt dat de bestuurders bij de helft (9 van de 18) van de vennootschappen na drie jaar vrij zijn om hun aandelen te verkopen. Bij 8 vennootschappen geldt na de houdperiode van drie jaar nog een houderschapsrestrictie van twee jaar of meer en bij 1 vennootschap is een deel na drie jaar en een deel na vijf jaar vrij verhandelbaar. Iets minder dan de helft van de vennootschappen leeft deze bepaling dus na. Desalniettemin is een bestuurder bij zijn vertrek steeds vrij om de aandelen te verkopen.

Ten aanzien van het vertrek van een CEO wordt regelmatig beweerd dat bestuurders niets te verliezen hebben, omdat zij bij een vertrek gebruik kunnen maken van een riant vertrekregeling, de

²⁴⁶ McCahery *et al.* 2010

²⁴⁷ Ibid, p. 62.

²⁴⁸ Verplicht aandelenbezit komt voor bij AkzoNobel, Heineken en Reed Elsevier.

²⁴⁹ Gopalan *et al.* 2012.

²⁵⁰ Ibid., p. 5, de onderzoekers treffen bij vennootschappen die met CEO's prestatie-afspraken maken over een kortere periode, hogere abnormale overlopende passiva aan.

zogenaamde 'golden parachute'.²⁵¹ Daarom heb ik ook gekeken in hoeverre BPB II.2.8 wordt nageleefd. Deze bepaling maximeert de vergoeding bij ontslag op maximaal eenmaal het jaarsalaris, behoudens in het geval van kennelijk onredelijk ontslag in de eerste benoemingsperiode. Dan mag namelijk maximaal tweemaal het jaarsalaris worden vergoed. Het blijkt dat 15 van de 18 vennootschappen een vertrekregeling hebben conform deze bepaling. In 2011 werden volgens de Monitoring Commissie 15 vertrekvergoedingen uitgekeerd, waarbij de commissie zich in tegenstelling tot mij uiteraard niet beperkt tot AEX-vennootschappen.²⁵² Bij 5 gevallen daarvan wordt afgeweken van de Code. Arbeidsvoorwaarden die al bestonden voor inwerkingtreding van de Code waren bij al deze gevallen de reden van afwijken. Dat impliceert dat ook bij die bedrijven de arbeidsvoorwaarden inmiddels Code-proof zijn gemaakt.

Verder heb ik onderzocht welke targets bepalend zijn voor het toekennen van de lange termijn beloning. Het populairst is de Total Shareholder Return (TSR).²⁵³ Zoals in onderstaande tabel is weergegeven, zijn de overige targets zeer uiteenlopend, maar geen van allen komt in de buurt van het aantal keren dat TSR als maatstaf wordt gebruikt.

Target	Aantal
Winstgroei	1
Groei EBIT	1
Verkoopgroei	1
Operationele marge	1
Operationele cashflow	2
TSR	11
EPS	4
ROAIC	2
Kwalitatieve target	2
Koers	1
Duurzaamheid	2
Milieu	1
Klanttevredenheid	1
Medewerkersbetrokkenheid	1
Reputatie	1
BKG emissie	1
Divers financieel	2

Tabel 7 Targets langetermijnbeloning, bron: AEX jaarverslagen 2011

Puur financiële indicatoren zijn veruit het belangrijkste om te beoordelen of een lange termijn bonus wordt toegekend. Het is de vraag of dat verstandig is, gezien bijvoorbeeld hetgeen Van Bussel stelt in een interview met het NRC Handelsblad:

*“Bedrijven, of het nu banken zijn of niet, moeten goed bekijken op welke grond ze een bonus verstrekken. Dat is de afgelopen jaren in de financiële sector fout gegaan. Handelaren werden te veel beloond voor snelle resultaten. En bij bankiers in het algemeen werd bij het verdelen van de bonuspot te veel nadruk gelegd op de waarde en winst van het aandeel. Hoe hoger de winst voor de bank, hoe beter voor de aandeelhouder. Foute redenering. Een bedrijf moet nagaan wat echt belangrijk voor ze is en daar werknemers op afrekenen.”*²⁵⁴

²⁵¹ Zie bijvoorbeeld Kamerstukken 2009/10, 31 980 nr. 4, p. 78 (rapport commissie De Wit).

²⁵² Zie Monitoring Commissie (2012), p.17.

²⁵³ Zijnde: (PRIJSeind – PRIJSbegin + Dividend) / PRIJSbegin.

²⁵⁴ Zie NRC Handelsblad, 25 november 2012.

Voor beleggers zal TSR echter een grote rol spelen bij de beslissing om aandelen te nemen of te houden in een vennootschap. Hun rendement hangt hier namelijk vanaf en door de bonussen hiervan afhankelijk te maken wordt het belang van de belegger en de bestuurder verenigd. Daarom acht ik een stemming over een beloningsbeleid waarbij TSR ondergeschikt wordt aan bijvoorbeeld doelstellingen als klanttevredenheid en medewerkersbetrokkenheid niet erg kansrijk. Daarenboven durf ik te betwijfelen of deze vereniging van belangen ertoe leidt dat bestuurders een druk voelen om te presteren op korte termijn. Immers hun lange termijn beloning wordt veelal gemeten over drie jaar en bovendien zijn bestuurders bij de helft van de AEX-vennootschappen verplicht om hun aandelen minimaal vijf jaar vast te houden. Zij zijn dan ook gebaat bij consistente resultaten gedurende deze gehele periode.

Met betrekking tot een grote druk om op korte termijn resultaten in verband met de te publiceren kwartaalcijfers bieden de remuneratierapporten niet direct uitsluitsel. De exacte targets van CEO's zijn namelijk niet allemaal openbaar. Uit een onderzoek onder 400 corporate managers blijkt echter wel dat de winstverwachtingen voorafgaand aan de publicatie van kwartaalcijfers een sterke incentive bieden voor het management om zich te concentreren op de korte termijn.²⁵⁵ Voorts wijst onderzoek van McKinsey uit dat het voornaamste argument om winstprognoses te publiceren, namelijk het verbeteren van de communicatie met de kapitaalmarkten als gevolg waarvan aandelenprijzen stijgen en volatiliteit vermindert, in de praktijk niet klopt.²⁵⁶

Tot slot ik gekeken bij welke vennootschappen de RvC een claw back mogelijkheid als bedoeld in BPB II.2.11 heeft. Enkel in het remuneratierapport van Randstad wordt een claw back mogelijkheid niet genoemd, bij alle overige vennootschappen beschikt de RvC wel over een mogelijkheid tot terugvordering van de bonus.

6.4 TUSSENCONCLUSIE

Gelet op het feit dat de lange termijn component van de variabele beloning van een CEO gemiddeld groter is dan de korte termijn component, kan moeilijk worden beweerd dat het beloningsbeleid bij de AEX-vennootschappen het sturen op korte termijn resultaten beloont. Ook hebben aandeelhouders van Nederlandse beurs-NV's relatief veel zeggenschap over het beloningsbeleid in vergelijking met Duitsland, Engeland en de Verenigde Staten.

Van buitensporige vertrekregelingen is voorts ook geen sprake. Een ruime meerderheid van de vennootschappen leeft namelijk BPB II.2.8 na en maximeert daarmee de vertrekvergoeding op één jaarsalaris met de mogelijkheid van een vergoeding van maximaal twee jaarsalaries bij kennelijk onredelijk ontslag.²⁵⁷ Hoewel dergelijke vergoedingen zeker niet gering zijn en wat mij betreft nog gematigd mogen worden, bieden ze een CEO niet een incentive om buitensporige risico's te nemen. Eén jaarsalaris is namelijk nog altijd minder dan bijvoorbeeld 150% als jaarlijkse bonus en nog eens 150% als lange termijn bonus, die bovendien nog meer waard kan worden door stijging van de aandelenkoers.

Met betrekking tot het wetsvoorstel Claw back deel ik de opvatting dat er weinig wordt toegevoegd aan de bestaande mogelijkheden. Enerzijds beschikt de RvC bij de meeste vennootschappen namelijk al over een claw back mogelijkheid. Anderzijds sluit de wet aan bij bestaande privaatrechtelijke normen die tot op heden weinig soelaas hebben geboden. Voorts ben ik geen voorstander van een automatische inhouding op de bezoldiging van de bestuurder na een waardestijging van diens

²⁵⁵ Graham *et al.* 2005.

²⁵⁶ McKinsey & Co., 'Weighing the Pros and Cons of Earnings Guidance: A McKinsey Survey', *McKinsey Quarterly*, March 2006, te raadplegen via: <http://www.mckinseyquarterly.com/links/21063>.

²⁵⁷ Zoals reeds genoemd in 6.1 biedt kennelijk onredelijk ontslag met ingang van 1 januari 2013 geen grond meer voor het toekennen van een vergoeding, nu bestuurders van beurs-NV's als gevolg van de inwerkingtreding van de wet Bestuur en toezicht geen arbeidsovereenkomst meer hebben met de vennootschap.

aandelen als gevolg van een openbaar bod of 107a-besluit, nu deze regeling potentieel een inmenging van artikel 1 van het Eerste protocol bij het EVRM behelst en bovendien met betrekking tot het doel averechts kan werken.

Hoewel uit mijn inventarisatie van de remuneratierapporten blijkt dat het grootste deel van de variabele beloning afhankelijk is van lange termijn prestaties, wil dat niet zeggen dat er geen ruimte is voor verbetering. Bij de meeste vennootschappen betekent dat namelijk prestaties gemeten over een periode van drie jaar. Mijns inziens is dat nog betrekkelijk kort en is zou deze periode minstens verdubbeld kunnen worden om zo ook aan te sluiten bij de gemiddelde duur dat een CEO aan het roer van een vennootschap staat. Voorts verdient het aanbeveling om geen winstverwachting meer te publiceren, nu de beoogde voordelen hiervan niet blijken op te gaan in de praktijk, terwijl er wel druk wordt gelegd op de bestuurders om deze resultaten te behalen.

7. CONCLUSIE

Professionele beleggers zijn de dominante actoren op de Nederlandse kapitaalmarkt. Dat de snelheid waarmee transacties worden verricht op deze kapitaalmarkt door (technische) innovaties is verhoogd staat buiten kijf. Gemiddeld zullen aandelen hierdoor inderdaad korter gehouden worden door dezelfde aandeelhouder. Dat betekent echter niet dat alle aandeelhouders hun aandelenportefeuille passief beheren en zich slechts concentreren op de korte termijn. Integendeel. Mijn onderzoek toont aan dat dit zeker niet opgaat voor de blockholders die een belang houden in een AEX-vennootschap. Een ruime meerderheid van hen houdt namelijk langer dan drie jaar een belang in een vennootschap. Bovendien heeft een derde van de blockholders al zes jaar of langer aandelen in dezelfde vennootschap. Onderzoek van De Roon en Slager maakt voorts aannemelijk dat institutionele beleggers slechts een klein deel van hun portefeuille benutten om te verhandelen en de rest langere tijd vasthouden.²⁵⁸ De verhoogde omloopsnelheid van aandelen kan worden verklaard door beleggers die via high-frequency trading enorme volumes verhandelen. Aangezien zij aandelen slechts enkele seconden vasthouden en, naar schatting, circa 70% van de transacties op de kapitaalmarkt voor hun rekening nemen, is het niet onwaarschijnlijk dat hierdoor de gemiddelde houdperiode van aandelen afneemt.²⁵⁹

Ook blijken institutionele beleggers begaan te zijn met de vennootschappen waarin zij beleggen, ondanks dat de gehanteerde beleggingsstrategieën diversificatie voorschrijven. In toenemende mate werd de afgelopen vijf jaar gebruik gemaakt van het stemrecht. Stemadviezen worden daarbij voornamelijk gebruikt om de eigen positie te bepalen. Het feit dat de strategie van een uitgevende instelling voor deze beleggers een van de meest belangrijke onderwerpen vormt om gebruik te maken van hun rechten als aandeelhouder sterkt de gedachte dat zij zich wel degelijk inzetten voor de lange termijn prestaties van een onderneming. Immers, een strategie is per definitie gericht op de lange termijn. In de praktijk blijken zij dan ook met enige regelmaat – buiten de AVA om – de dialoog aan te gaan met uitgevende instellingen. De bereidheid hiertoe van zowel institutionele beleggers als de beurs-NV's is naar eigen zeggen groot en naar verwachting zal de onderlinge communicatie nog verder toenemen na invoering van de wijzigingen in de Wge, waardoor ook aandeelhouders met een belang tussen de 0,5 en 2,99 procent voor eenieder in beeld komen. Mogelijk verklaart het regelmatige overleg tussen aandeelhouders en uitgevende instellingen tevens het sporadische gebruik van het agenderingsrecht de afgelopen vijf jaar. Dit beperkte gebruik maakt in mijn ogen de verhoging van de drempel voor het agenderingsrecht van 1% naar 3% dan ook minder noodzakelijk. Bovendien beschikt het bestuur over voldoende mogelijkheden om zich te weren tegen de gevaren van een controversieel agendapunt dat een aandeelhouder op de agenda wenst te zetten. Het argument dat uitgevende instellingen hiermee beter beschermd zijn tegen de gevaren van de activistische aandeelhouders is vooral gebaseerd op enkele uitzonderingen, waaronder bijvoorbeeld de zaak van ABN AMRO. Daar komt nog bij dat een kwaadwillende kortetermijnbelegger, vanwege het geconcentreerde aandelenbezit, over een aanzienlijk vermogen moet beschikken om doorslaggevende invloed op de AVA van een AEX-vennootschap te kunnen hebben.

In hoeverre specifieke regelgeving voor één categorie institutionele beleggers, namelijk de pensioenfondsen, druk legt op hen legt om prestaties te leveren op de korte termijn is in mijn onderzoek niet aan de orde gekomen. Ik acht het wel aannemelijk dat de aan hen opgelegde dekkingsgraad hier een rol speelt, doch nu dit buiten het bestek van mijn onderzoek valt, doe ik hier geen definitieve uitspraak over en laat ik het bij een aanbeveling om hier nader onderzoek naar te verrichten.

Met betrekking tot de dialoog dient voorts nog opgemerkt te worden dat deze grote bereidheid niet wordt ervaren door buitenlandse beleggers in Nederlandse beurs-NV's. Hetzelfde geldt ook voor Nederlandse beleggers in buitenlandse beursvennootschappen. Hier ligt in mijn optiek echter niet een

²⁵⁸ De Roon & Slager (2012).

²⁵⁹ Zie in dit verband onder meer Barton (2011), Kay (2012) en Salter (2013).

taak voor de wetgever om in te grijpen, nu dit voornamelijk te maken heeft met de geografische afstand en de mate van bereidheid van vennootschappen om de dialoog aan te gaan met buitenlandse beleggers en niet zozeer met juridische beperkingen.

Het verwijt richting de aandeelhouders en hun bijdrage aan de (perceptie van) korte termijn geneigdheid van actoren op de kapitaalmarkt is aldus, in ieder geval ten aanzien van institutionele beleggers, onvoldoende gefundeerd. Dat geldt eveneens voor de bezoldiging van bestuurders die hen, in een druk om op korte termijn te presteren, zou stimuleren tot het nemen van buitensporige risico's. Een inventarisatie van de remuneratierapporten leert namelijk dat weliswaar de belangen van de aandeelhouders en het bestuur door het beloningsbeleid worden verenigd, maar daarentegen is wel het grootste gedeelte van de variabele beloning afhankelijk is van prestaties op de lange termijn. Ook is het lonender voor bestuurders om op de lange termijn te presteren, dan om veel risico's te nemen en vervolgens een vertrekpremie op te strijken.

Indien aandeelhouders van Nederlandse beurs-NV's zich niet kunnen vinden in het beloningsbeleid, dan hebben zij in vergelijking met aandeelhouders in Duitse, Engelse of Amerikaanse vennootschappen effectievere mogelijkheden om daar wat aan te doen. Wel is er in mijn optiek ruimte voor verbetering ten aanzien van de periode waarover lange termijn prestaties gemeten worden. In plaats van de vaak gehanteerde periode van drie jaar, kan bijvoorbeeld worden aangesloten bij de gemiddelde termijn dat een CEO wordt aangesteld. Voorts verdient het aanbeveling om voorafgaand aan de publicatie van kwartaalcijfers geen winstverwachting meer te publiceren, nu onderzoek onder Amerikaanse corporate managers uitwijst dat dit wel degelijk druk op hen legt om de daadwerkelijke cijfers zo veel mogelijk hierbij aan te laten sluiten. Enkele Amerikaanse vennootschappen hebben hierin reeds het voortouw genomen en het is afwachten of de Nederlandse equivalenten dit voorbeeld zullen volgen. Desalniettemin is onderzoek naar de gevolgen van de winstverwachtingen op het handelen van bestuurders van Nederlandse beurs-NV's raadzaam.

Hetzelfde geldt voor de rol van vermogensbeheerders op de kapitaalmarkt. Zowel in veel Nederlandse als in Angelsaksische literatuur en rapporten wordt namelijk geconstateerd dat zij, mede gevoed door onderlinge concurrentie, hun prestaties te zeer laten leiden door de korte termijn. Er zal onderzocht moeten worden of de contracten met deze, uitermate belangrijke, actor op de kapitaalmarkt te zeer gericht zijn op korte termijn prestaties. Indien dat zo is, dan ligt er mogelijk een taak voor de wetgever om in te grijpen. Ingrijpen ligt mijns inziens echter niet voor de hand, nu dat in dit verband het beteugelen van de contractsvrijheid betekent.

Tot slot merk ik nog op dat hoewel short selling mijns inziens per definitie is gericht op de korte termijn, de effecten van de zeer recent inwerkinggetreden verordening en wijziging van de Wft om de nadelen van short selling tegen te gaan nog niet duidelijk zijn. Alvorens bepaald kan worden of deze maatregelen voldoen, zal over enige tijd dan ook eerst nog een evaluatie plaats dienen te vinden.

BIJLAGEN

BIJLAGE 1

Belegingen van Institutionele beleggers; stand

Tabeltoelichting Gewijzigd op 23 september 2011. Verschijningsfrequentie: eenmaal per jaar.

pas gegevens aan

Link

Download

Afdrukken

Help

Institutionele beleggers		Orderverkeer	Perioden	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009**	2010*
Tabel	Totaal institutionele beleggers	Totaal beleggingen	milj euro	527,9	607,0	684,2	795,7	830,1	831,2	779,4	854,9	933,0	1 069,9	1 156,4	1 170,3	1 043,9	1 391,7	1 499,7
	Vaste eigendommen		%	7,5	7,1	6,9	6,6	7,9	8,7	7,9	7,0	6,4	5,7	5,3	4,3	4,6	3,3	3,1
	Hypotheken			6,2	5,6	5,6	5,2	5,4	5,7	6,1	5,2	4,3	3,6	3,1	3,1	3,3	2,5	2,6
	Aandelen en deelnemingen	Totaal aandelen en deelnemingen		28,2	32,4	35,9	44,1	42,8	41,3	35,6	38,8	39,9	43,7	44,8	45,7	34,6	49,5	52,2
	Obligaties en waardepap. op korte termijn			29,1	30,8	31,6	28,1	29,7	31,4	36,2	36,1	38,8	38,0	37,0	37,6	40,4	33,4	32,0
Grafiek	Financiële derivaten			0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,9	1,2	1,4	0,6	0,7	0,1	4,4	0,8	1,1
	Leningen op lange termijn			23,7	19,2	16,0	12,0	9,5	8,7	8,1	6,9	5,1	4,2	3,8	3,6	3,7	2,6	2,6
	Overige beleggingen			5,1	4,4	3,3	3,3	3,9	3,7	5,1	4,7	4,1	4,3	5,2	5,6	8,9	7,9	6,5
	Totaal beleggingen		milj euro	295,6	339,8	383,8	450,3	461,8	458,2	436,6	488,3	547,1	635,9	710,0	720,0	622,8	705,0	757,3
	Vaste eigendommen		%	6,9	6,1	5,8	5,2	5,1	5,7	5,4	4,7	4,2	3,6	2,8	2,7	2,7	2,2	1,4
Kaart	Hypotheken			4,0	3,6	3,4	2,9	3,0	3,3	3,7	3,1	2,6	2,0	1,8	2,0	2,1	1,7	1,5
	Aandelen en deelnemingen	Totaal aandelen en deelnemingen		32,2	36,8	39,9	49,6	48,2	48,3	41,0	45,4	46,5	50,0	49,0	49,9	38,5	60,6	62,3
	Obligaties en waardepap. op korte termijn			29,8	31,8	33,5	30,3	34,2	34,7	40,8	39,0	40,1	39,7	39,1	38,9	41,4	27,8	26,0
	Financiële derivaten			0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	1,0	1,7	1,9	0,4	0,9	0,0	5,7	1,1	1,5
	Leningen op lange termijn			24,4	19,5	15,4	10,3	7,5	6,1	5,0	3,6	2,1	1,6	1,2	1,2	1,3	1,0	0,9
Verkeers	Overige beleggingen			2,5	2,1	1,9	1,5	1,8	1,6	3,2	2,5	2,5	2,7	5,2	5,3	8,3	5,7	6,4
	Totaal beleggingen		milj euro	182,5	207,6	236,8	258,6	266,3	273,8	261,9	279,0	299,4	340,5	347,7	360,4	333,5	369,4	400,3
	Vaste eigendommen		%	4,8	4,6	4,4	4,4	5,1	5,4	5,8	5,0	4,8	3,9	4,1	3,5	3,7	3,5	3,2
	Hypotheken			11,4	10,5	10,6	10,8	11,6	11,7	12,0	10,3	8,6	7,5	6,8	5,9	6,1	6,3	6,6
	Aandelen en deelnemingen	Totaal aandelen en deelnemingen		19,4	23,1	27,0	31,2	30,2	28,4	25,2	26,7	27,2	32,0	35,2	35,5	27,1	28,9	28,7
Beleggingsinstellingen	Obligaties en waardepap. op korte termijn			29,0	31,8	31,7	29,3	29,3	32,2	33,9	36,3	41,5	40,4	39,1	40,8	42,9	45,1	44,7
	Financiële derivaten			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	0,7	0,6	0,2	2,3	1,1	1,5
	Leningen op lange termijn			28,3	23,8	20,8	18,5	16,3	14,9	14,0	13,1	10,3	8,0	8,1	7,2	6,9	5,9	5,7
	Overige beleggingen			7,0	6,1	5,4	5,8	7,4	7,3	9,0	8,6	7,4	7,5	6,1	6,9	11,0	9,2	9,7
	Totaal beleggingen		milj euro	49,8	59,6	63,6	86,7	102,0	99,2	81,0	87,5	86,5	93,5	98,8	89,9	67,7	317,2	342,1
Kaart	Vaste eigendommen		%	21,4	21,7	23,6	20,8	28,2	31,3	28,5	26,5	25,1	26,2	27,6	21,2	27,5	5,6	7,0
	Hypotheken			0,2	0,4	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1
	Aandelen en deelnemingen	Totaal aandelen en deelnemingen		36,7	39,6	45,7	54,2	51,5	44,3	40,1	41,1	42,0	43,9	47,6	52,9	38,3	48,7	57,3
	Obligaties en waardepap. op korte termijn			25,1	21,6	19,7	13,0	10,7	13,6	18,3	20,0	21,4	17,3	14,7	13,8	18,1	32,2	30,2
	Financiële derivaten			0,9	3,3	5,1	4,6	3,7	3,4	3,1	2,1	2,2	1,6	0,5	0,7	2,2	-0,3	-0,2
Centraal Bureau voor de Statistiek, Den Haag/Heerlen 20-7-2012	Leningen op lange termijn			2,5	2,0	1,4	1,1	0,9	3,6	6,1	5,9	5,7	7,6	7,2	8,3	9,6	2,4	2,8
	Overige beleggingen			13,1	11,5	4,0	5,9	4,7	3,3	3,5	4,1	3,4	3,1	2,3	2,9	4,0	11,4	2,8

REFERENTIES

LITERATUUR

Barton 2011

D. Barton, Capitalism for the long term, *Harvard Business Review*, March 2011.

Berle & Means (1932)

Berle, Adolf A. jr, Means, Gardiner C. The modern corporation and private property (New York, Macmillan, 1932.

Biesheuvel-Hoitinga et al. 2012

Biesheuvel-Hoitinga, J. Bootsma, A.A. en Vletter-van Dort, H.M., De relatie tussen de raad van commissarissen en aandeelhouders(vergadering) bij beursvennootschappen, *Ondernemingsrecht* 2012, 29.

Cheffins 2009

Cheffins, B.R., Did Corporate Governance 'Fail' During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500, ECGI - Law Working Paper No. 124/2009.

Choi et al. 2010

S. Choi, J. Fisch en M. Kahan, The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?', *Emory Law Journal* 2010 vol. 59.

Commissie Vennootschapsrecht

A. Hammerstein, Amendement op wetsvoorstel 31 058, 15 april 2010.

Cosh et al. 1991

A. Cosh, A. Hughes, A. Singh J. Carty, and J. Plender. Takeovers and Short-termism in the UK. (Londen, Institute of Public Policy Research, 1991)

De Jong 2011

B.J. de Jong, Samenwerken in het ondernemingsrecht, 2011/15.

De Jong et al. 2007

A. de Jong, G.M.H. Mertens, J. van Oosterhout en H.M. Vletter-van Dort., Corporate governance practices of institutional shareholders: Substance or symbolism?, Eumedion-onderzoeksrapport, Rotterdam: RSM/Erasmus Universiteit 2007.

De Jongh 2012

M. de Jongh, 'Kortetermijngedrag op de aandelenmarkten: een beschouwing naar aanleiding van de Kay Review', *Ondernemingsrecht* 2012/107.

De Roon & Slager 2012

F. de Roon en A. Slager, 'The Duration and Turnover of Dutch Equity Ownership A Case Study of Dutch Institutional Investors', 15 november 2012.

Edmans & Manso

A. Edmans & G. Manso, 'Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders, *Review of Financial Studies*, forthcoming.

ESMA (2012)

ESMA Discussion Paper, 'An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options', 22 march 2012.

ESMA (2013)

'ESMA's technical advice on the evaluation of the Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps', 3 June 2013, ESMA/2013/614

Eumedion 2010

Eumedion, Evaluatie 'ava-seizoen 2011', 30 juni 2010, www.eumedion.nl.

Eumedion 2011

Eumedion, Evaluatie 'ava-seizoen 2011', 12 juli 2011, www.eumedion.nl.

Eumedion 2011a

- Eumedion, Beleidsplan 2011 www.eumedion.nl.
- Eumedion 2012**
Eumedion, Evaluatie 'ava-seizoen 2012', 22 juni 2012, www.eumedion.nl.
- Fama 1970**
E. Fama, 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *Journal of Finance*, mei 1970.
- Frentrop 2012**
P. Frentrop, geschreven versie van zijn inaugurele rede: 'Andermans geld; over de korte termijn geneigdheid van institutionele beleggers', 25 juni 2012.
- Graham et al. 2005**
J.R. Graham, C.R. Harvey, and S. Rajgopal, 'The Economic Implications of Corporate Financial Reporting', *Journal of Accounting and Economics* 40 (2005):3.
- Gopalan et al. 2012**
R. Gopalan, T.T. Melbourn, F. Song, and A.V. Thakor, 'Duration of Executive Compensation', December 2012, *Journal of Finance*, Forthcoming, te raadplegen via SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2198397>.
- Gundt 2012**
N. Gundt, 'Beloning in gewijzigde omstandigheden = gewijzigde beloning', TRA 2012/14
- Grundmann-van de Krol 2010**
G.M. Grundmann-van de Krol, 'Koersen door de Wet op het financieel toezicht', Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010.
- Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht 2012**
Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, *Advies inzake Derde Nota van wijziging wetsvoorstel 32512, wijziging van boek 2 BW en de Wft in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen van bestuurders en dagelijks beleidsbepalers*, 29 maart 2012.
- Haldane en Davies 2011**
Andrew G Haldane, A.G. en Davies, R., The Short Long, 29th Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colloquium: New Paradigms in Money and Finance?, Brussels May 2011.
- Jensen & Meckling 1976**
Jensen, M.C. en Meckling, W.H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Kay 2012**
J. Kay, 'The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making', Final report, July 2012
- Kemna en Van de Loo 2009**
A.G.Z. Kemna en E.L.H.M. van de Loo, Rol institutionele beleggers in relatie tot bestuur en commissarissen, een driehoeksverkenning, oktober 2009.
- Koedijk en Slager 2011**
K. Koedijk en A. Slager, Beleggen met visie, Handboek voor beleggers, bestuurders en beslissers, Amsterdam: Balans 2011.
- Koster 2013**
H. Koster, 'Wet corporate governance nader belicht', *Bb* 2013/11, p. 32-34
- Larosièrè Group 2009**
J. de Larosièrè et al, 'The high-level group on financial supervision in the EU', Brussels, 25 februari 2009.
- Lennarts & Meijer-Wagenaar 2011**
M.L. Lennarts & I. Meijer-Wagenaar, 'Het wetsvoorstel aanpassing en claw-back bestuurdersbeloning: dempen van de put nadat het kalf verdronken is', WPNR 2011/6911
- Maatman en Raaijmakers (2006)**

- R.H. Maatman en G.T.M.J. Raaijmakers, Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?, *Ondernemingsrecht* 2006-77.
- McCahery et al. 2010**
J.A. McCahery, Z. Sautner, L.T. Starks, 'Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors', December 2010.
- McCahery & Sautner 2012**
J.A. McCahery & Z. Sautner, 'Institutional investor preferences and executive compensation', European Banking Center Discussion Paper No. 2012-002, January 2012.
- Meijer-Wagenaar 2006**
I. Meijer-Wagenaar, 'Over beloningen van bestuurders: art. 2:135 BW en de relatie met het arbeidsrecht', *WPNR* 2006/6682, p. 681-688.
- Melis et al. 2011**
D. Melis, M. Lückérath-Rovers en M. Groothuise, Aandeelhoudersbetrokkenheid in Nederland, onderzoek onder institutionele beleggers naar hun relatie met Nederlandse beursfondsen, november 2011.
- Miles 1993**
Miles, David. Testing for Short Termism in the UK Stock Market. *Economic Journal* 103, (Nov 1993) pp 1379-1396.
- Monitoring Commissie 2012**
Monitoring Commissie Corporate Governance, vierde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, December 2012.
- Overkleef 2009**
Overkleef, F.G.K., Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot(her)bezinning, *Ondernemingsrecht* 2009, 167.
- Paape et al. 2010**
L. Paape, F. Lachotzki, D. Melis en R. Renes RA., Aandeelhoudersbetrokkenheid in Nederland, onderzoek onder institutionele beleggers naar hun relatie met Nederlandse beursfondsen, november 2010.
- Porter 1992**
Porter, M.E., *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*. (Washington, Council on Competitiveness.
- Quispel & Hooghiemstra 2010**
B. Quispel & S.N. Hooghiemstra, 'De claw back en de redelijkheidstoets bij variabele beloningen', *V&O* 2010/7&8.
- Raaijmakers 2005**
G.T.M.J. Raaijmakers, 'Beleggers, aandeelhouders en de AVA', *Ondernemingsrecht* 2005, 38.
- Raaijmakers en Abma (2007)**
G.T.M.J. Raaijmakers en R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2007.
- Rajan (2012)**
A. Rajan, The Death of Common Sense: How elegant theories contributed to the 2008 market collapse, (april 2012), p. 2, te raadplegen via www.the300club.org.
- Rutgers & Noordhoven 2011**
D.J. Rutgers & T.L.C.W. Noordoven, 'Is er ruimte voor claw-back van ontslagvergoedingen', *ArbeidsRecht* 2011/28
- Salter 2013**
M.S. Salter, 'Short-Termism At Its Worst: How Short-Termism Invites Corruption... and What to Do About It', *Harvard University*, Edmond J. Safra Working Papers, No. 5, April 11, 2013, te raadplegen via: <http://ssrn.com/abstract=2247545>.
- Scholtens 1999**
L.J.R. Scholtens, *De veranderende rol van de beurs in de samenleving*, *Ondernemingsrecht* 1999.
- Sikkink 2010**

S. Sikkink, 'Aanpassing of ongedaanmaken bonusbetalingen - pas op de plaats?', *Ondernemingsrecht* 2010-79.

Steins Bisschop 2009

B.T.M. Steins Bisschop, De actieve Raaijmakers als anti-activist, *TvOB* 2009-6, p. 162-167.

Swensen 2000

D.F. Swensen, *Pioneering Portfolio Management, an Unconventional Approach to Institutional Investment*, The Free Press, 2000

Van der Ende & Van der Krans 2013

J. van der Ende en A. van der Krans, 'Aandeelhouders: van 'flitskapitaal' naar 'geduldig kapitaal'', *Onderneming en Financiering*, 2013-2, p. 41 -51.

Van der Elst & Vermeulen 2011

C.F. van der Elst, E.P.M. Vermeulen, Europe's Corporate Governance Green Paper: Do Institutional Investors Matter? (June 8, 2011). *Tilburg Law School Research Paper No. 014/2011*; *Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2/2011*.

Van Marwijk Kooy 2010

A.G. van Marwijk Kooy, Titel 10 en daarmee basta? De contractuele relatie van de bestuurder, *TAP* 2010, p. 4-8.

Vletter-van Dort 2007

H.M Vletter-van Dort, Het stemgedrag van institutionele beleggers, *TVOB* 2007/5, p. 165

Winter 2011 a

J. Winter, 'The financial crisis: Does good corporate governance matter and how to achieve it?', *Duisenberg School of Finance policy paper* 2011, nr. 14.

Winter 2011 b

J. Winter, 'De staat van ons vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2011/98.

Woolrich en Snow 1990

J.R. Woolridge and C.L. Snow, 'Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions' *Strategic Management Journal*, Vol. 11,(1990) 353-363.

Wymeersch 2003

E. Wymeersch, 'Do We Need a Law on Groups of Companies?', in: *Capital Markets and Company Law*, Oxford 2003, p. 574-575.

KRANTEN

FD 23 november 2012

Jonkers, S. en Wolzak, M., Beursfonds kent zijn particuliere aandeelhouders niet, *Het financiële Dagblad* 23 november 2012.

FD 4 juni 2013

A. Boot en K. Cools, 'Bedrijf moet stoppen met inkopen eigen aandelen', *Het Financiële Dagblad* dinsdag 4 juni 2013.

FD 18 juni 2013

N. Trappenburg, 'PGGM in de aanval tegen top van Duits vastgoedfonds op aandeelhoudersmeeting', *Het Financiële Dagblad* 18 juni 2013

NRC Handelsblad 25 November 2012

M. Garschagen, 'Topmanagers: liever nu een vast bedrag dan straks een bonus', *NRC Weekend* 25 november 2012.

KAMERSTUKKEN

Kamerstukken II 2006/07, 30 658, nr. 5.

Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 7.

Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 29.

Kamerstukken II 2009/10, 32 512 (MvT), nr. 3.

Kamerstukken II 2009/10, 31 980 nr. 4, p. 99 (rapport commissie De Wit).

Kamerstukken I 2010/11, 31 763, nr. C.

Kamerstukken II 2010/11, 32 887, nr. 3.
Kamerstukken II 2011/12, 32 887, nr. 6.
Kamerstukken II 2011/12, 32 014, nr. 14.
Kamerstukken II 2011/12, 32 014, nr. 31.
Kamerstukken II 2012/13, 33 400 VI nr. 2.
Kamerstukken II 2012/13, 32 512, nr. A.

JURISPRUDENTIE

HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434, RO 2007, 69 (VEB/ABN AMRO).
HR 9 juli 2010, NJ 2010/155 (ASMI).
HR 30 maart 2012, LJN: BV1435, (ASMI).
Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, LJN AZ6440 (Centaurus c.s./Stork).
Hof Amsterdam van 28 september 2010 (LJN BO0027).
OK 5 augustus 2009, LJN: BJ4688, (ASMI).
OK 14 april 2011, LJN: BQ1233, (ASMI).