



POSITION PAPER

DE TOEKOMST VAN DE PUBLIEKE AANDELENMARKT

*Bezien vanuit het oogpunt van Nederlandse institutionele
beleggers*

9 juli 2014

Inhoudsopgave

1. Introductie	3
2. Samenvatting	4
3. Een veranderend landschap	9
4. Institutionele beleggers en publieke aandelenmarkten	12
5. De toestand van de Nederlandse aandelenmarkt	16
6. Oorzaken van de dalende trend	22
7. Is de teruggang een probleem?	29
8. Conclusies en aanbevelingen	31

Appendix

I. Samenstelling werkgroep	35
II. Geraadpleegde bronnen	36

1. Introductie

1. Verstrekking van aandelenkapitaal via de publieke kapitaalmarkten speelt een voorname rol in de economie. Ondernemingen hebben eigen vermogen nodig om te investeren, te groeien en de rendementen te behalen die nodig zijn om aan de verplichtingen jegens verstrekkers van vreemd vermogen te voldoen met o.a. meer werkgelegenheid als resultaat. Aandelenkapitaal kan gebruikt worden om veelbelovende projecten te financieren ook wanneer die pas op lange termijn zullen renderen, waaronder onderzoek en productinnovatie. Slagen de investeringen, dan kan de verstrekker van het aandelenkapitaal aanspraak maken op de behaalde rendementen.

2. Gegeven het belang van het aandelenkapitaal voor de groei van ondernemingen, is het zorgwekkend dat de Nederlandse gereguleerde aandelenmarkt voor middelgrote en kleinere ondernemingen aan belang lijkt te verliezen. Ook in breder Europees en internationaal verband zijn er zorgen over de rol en de functie van publieke aandelenmarkten. Eumedion en haar deelnemers hechten grote waarde aan goed functionerende en toegankelijke publieke aandelenmarkten, waaronder in Nederland. Een substantiële en constante toestroom van hoogwaardige ondernemingen, met name vanuit het 'voorportaal' van *private equity* en familiebedrijven, is daarbij een onontbeerlijk element. Eumedion beschouwt het als haar maatschappelijke verantwoordelijkheid om een constructieve bijdrage te leveren aan een gezonde toekomst van de publieke aandelenmarkt voor Nederlandse ondernemingen en daarmee de toegang tot groeikapitaal voor Nederlandse ondernemingen te bevorderen.¹ Het is wenselijk dat de deelnemers van Eumedion – institutionele beleggers met een lange termijn beleggingshorizon – in de toekomst kunnen blijven investeren in een variëteit van Nederlandse beursondernemingen. Daarom komt Eumedion met dit discussiepaper. Het discussiepaper is voorbereid door een werkgroep, bestaande uit deelnemers van Eumedion.² Een concept van het discussiepaper is onderwerp van gesprek geweest tijdens een rondetafelbijeenkomst waaraan ook representanten van de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO), zakenbanken, Euronext Amsterdam, de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandsche Bank (DNB) deelnamen.³

3. Wat zijn de gevolgen van de krimp van de Nederlandse publieke aandelenmarkt voor financieringsmogelijkheden van middelgrote en kleinere Nederlandse bedrijven? Dienen de institutionele beleggers, zoals aangesloten bij Eumedion, zich om de neerwaartse ontwikkeling te bekommeren en, zo ja, welke mogelijkheden zien zij voor verbetering? Ligt er een taak voor de wetgever en de publieke toezichthouder? Deze en andere vragen komen aan de orde in dit position paper.

¹ Vanuit hun maatschappelijke verantwoordelijkheid committeerden Nederlandse institutionele beleggers zich eerder aan investeringen in van nature illiquide *asset classes* (hypotheek, infrastructuur en duurzame energieprojecten) en in het midden- en kleinbedrijf (MKB) om duurzame economische groei in Nederland te bevorderen. Het betreft onder meer de Nederlandse Investerings Instelling (NII) en de daaraan gerelateerde Nationale Hypotheek Instelling (NHI), het MKB-financieringsfonds en het NL Ondernemingsfonds. Zie ook de Brief van de minister van Economische Zaken van 17 september 2013 (Kamerstukken II 2013/14, 33 746, nr. 1).

² De samenstelling van de werkgroep is terug te vinden in Appendix I.

³ De rondetafelbijeenkomst werd gehouden op 19 mei 2014 in Amsterdam.

2. Samenvatting

De toestand van de Nederlandse aandelenmarkt

4. De functie en de structuur van de Nederlandse publieke aandelenmarkt zijn de afgelopen tien tot vijftien jaar aanzienlijk veranderd. Waar voorheen een belangrijke functie was om de groei van kleinere, lokale beursondernemingen te financieren, is door de huidige inrichting van het ecosysteem de nadruk meer komen te liggen op het bieden van liquiditeit aan grotere, multinationale ondernemingen. Samenhangend daarmee is het aantal beursnoteringen van met name kleinere ondernemingen in de afgelopen tien jaar gestaag afgenomen, terwijl de vervolgemissies bij de grotere beursondernemingen wel succesvol zijn. De Nederlandse publieke aandelenmarkt is daarmee niet uniek. In andere continentaal-Europese landen zijn vergelijkbare ontwikkelingen waar te nemen.

5. Het aandeelhouderschap van Nederlandse beursondernemingen is veel internationaler geworden. Pensioenfondsen en andere Nederlandse institutionele beleggers zijn in de loop van de tijd significant minder gaan beleggen in de Nederlandse aandelenmarkt. Het afbouwen van beleggingsrestricties (vanaf 1996) en de introductie van de euro (1999) waren hierbij drijvende factoren. De *home bias* van Nederlandse institutionele beleggers is scherper afgenomen dan die van institutionele beleggers die in andere Europese landen zetelen. Voor verzekeraars is met het nieuwe regelgevingskader 'Solvency II' beleggen in aandelen veel minder aantrekkelijk geworden.

6. Er is een grotere variëteit aan mogelijkheden ontstaan om te beleggen en te handelen in aandelen van Nederlandse beursondernemingen (bijvoorbeeld via afgeleide instrumenten). Aandeelhouders laten zich in het algemeen minder dan vroeger leiden door eigen analyses van de fundamentele waarde van ondernemingen maar meer door een benchmark en analyses van anderen ('passief beleggen'). Betrokken en stabiel aandeelhouderschap, gericht op goede governance en duurzame waardecreatie, krijgt meer belangstelling maar vindt tot nu toe slechts op een beperkte schaal toepassing.

7. Voor middelgrote en kleine bedrijven die wel aandelenkapitaal nodig hebben om te groeien is de publieke aandelenmarkt steeds minder een gangbare optie, in het bijzonder wanneer er weinig *free float* is en hun *investment story* complex is. Zakenbanken lijken wat risicoavers en zien weinig business in het ondersteunen van een beursgang (IPO) van een kleine, weinig liquide onderneming, en geven de voorkeur aan grotere ondernemingen. Ook *brokers* en analisten kunnen het zich steeds minder veroorloven om tijd te steken in het analyseren en aanbevelen van individuele ondernemingen als lange termijn investeringen voor hun cliënten. Euronext Amsterdam lijkt een voorkeur te hebben voor noteringen van ondernemingen met een hoge marktwaarde.

Structurele oorzaken

8. De teruggang van de Nederlandse gereguleerde aandelenmarkt valt niet geheel te verklaren uit conjuncturele omstandigheden – momenteel is in Europa flinke stijging van het aantal IPO's waar te nemen –, maar kent structurele oorzaken. Deze betreffen zowel de *supply side* als de *demand side*:

Demand side factoren (*Minder vraag van investeerders naar publieke aandelen van Nederlandse ondernemingen*)

- Beschikbaar komen van meer alternatieven voor aandelen (*andere asset classes*).
- Regelgeving die beleggen in aandelen ontmoedigt (m.n. Solvency II).
- Veel grote Nederlandse institutionele beleggers hebben de keuze gemaakt om zowel wereldwijd als sterk gediversifieerd te beleggen in aandelen van vooral grotere beursondernemingen. Voor een groot deel gebeurt dit door het volgen van indices.
- Alternatieve institutionele beleggers (staatsfondsen, hedge en private equity fondsen) zijn belangrijker geworden, maar beleggen minder in aandelen.
- Particuliere beleggers hebben hun aandelenportefeuilles afgebouwd.
- Institutionele beleggers zijn niet vaak bereid om te participeren in een IPO. De prijs, (het gebrek aan tijdige) de beschikbare informatie en in sommige gevallen de afwezigheid van de juiste 'in house' expertise spelen hierbij een rol.
- Banken, *brokers* en analisten zien weinig business in het aanbevelen van kleine en middelgrote beursondernemingen en in het bevorderen van IPO's van dat soort ondernemingen.
- Vergrijzing en verandering van pensioenstelsels.

Supply side factoren (*minder behoefte van ondernemingen voor versterking kapitaal via publieke aandelenmarkt*)

- Nederlandse en Europese ondernemingen zijn traditioneel sterk gericht op bankfinanciering. Lage rentes en fiscale bevoordeling van schuldfinanciering t.o.v. financiering door eigen vermogen dragen hieraan bij.
- Behoeft aan vers aandeelkapitaal is bij veel Nederlandse ondernemingen met een primair Europese afzetmarkt minder groot dan gedacht door over het algemeen een goede solvabiliteit en beperkte groeimogelijkheden en -ambitie.
- Voor middelgrote niet-beursgenoteerde ondernemingen die wel vers kapitaal nodig hebben is de publieke aandeelmarkten een veel minder gangbare optie dan de fusie- en overnameroute. Het gespreide aandelenbezit van Nederlandse beursondernemingen en de verhoogde transparantie worden als nadelen gezien.

- In het ‘voorportaal’ (familiebedrijven, ondernemingen in handen van private equity) voor een beursgang van Nederlandse ondernemingen wordt bepaald niet gedrongen om de sprong naar de beurs te wagen.
- Hoge kosten van de voorbereiding op een beursnotering en enige schroom voor voortdurende aandacht en transparantie.

Is de teruggang een probleem en, zo ja, voor wie?

Institutionele beleggers

9. Voor Nederlandse institutionele beleggers hoeft de beperking van de mogelijkheden van de Nederlandse publieke aandelenmarkt in termen van het aantal noteringen op zichzelf geen probleem te vormen. Zolang er voldoende andere opties bestaan om via andere gereguleerde markten in beursondernemingen met vergelijkbaar niveau van corporate governance en transparantie te beleggen, worden Nederlandse institutionele beleggers niet belemmerd in hun mogelijkheden om aan hun (fiduciaire) verantwoordelijkheden te voldoen. Voor institutionele beleggers die specifiek gericht zijn op de Nederlandse publieke aandelenmarkt ligt dit uiteraard anders.

10. Indirect kan de minder goed functionerende Nederlandse IPO-markt voor institutionele beleggers wel een probleem vormen. Dit is het geval wanneer de teruggang onderdeel is van een bredere internationale trend, en dat lijkt het geval te zijn. Institutionele beleggers worden belemmerd in hun beleggingsmogelijkheden wanneer de publieke aandelenmarkten minder diep en breed zijn.

Nederlandse ondernemingen

11. Voor Nederlandse ondernemingen, is de minder goed functionerende Nederlandse IPO-markt ongunstig. Goed functionerende publieke aandelenmarkten kunnen een belangrijke bron zijn voor lange termijn financiering en het realiseren van het groeipotentieel voor ondernemingen. Dit geldt met name voor de middelgrote Nederlandse ondernemingen die minder gemakkelijk kapitaal kunnen verwerven op buitenlandse publieke aandelenmarkten. Voor groeifinanciering zijn zij thans primair aangewezen op *private equity* en de fusie- en overnameroute.

12. Een minder goed functionerende IPO-markt beperkt daarmee de mogelijkheden voor het aantrekken van additioneel eigen vermogen. Dit terwijl aandelenkapitaal/eigen vermogen een onderneming een zekere veerkracht in tijden van economische neergang kan geven. Wanneer de Nederlandse aandelenmarkt de intrinsieke behoefte van ondernemingen aan meer eigen vermogen om te groeien niet kan bevredigen, ontstaat er een *equity gap*.⁴ Deze *equity gap* zal ertoe kunnen leiden dat kleinere ondernemingen ervoor opteren om (1) minder te investeren en te

⁴ Europese Commissie 2013 I.

groeien of (2) meer schuldfinanciering en minder eigen vermogen te gebruiken om groei te financieren.

Eindconstatering

13. Eumedion constateert dat veel institutionele beleggers, (potentiële) beursondernemingen, banken, Euronext Amsterdam en particuliere beleggers rationele en duidelijke redenen hebben om op de publieke aandelenmarkten geen voorkeursbehandeling te geven aan Nederlandse of Europese kleine en middelgrote beursondernemingen. De resultante daarvan is evenwel dat de publieke aandelenmarkt niet optimaal functioneert in zijn functie als financieringsbron voor kleine en middelgrote Nederlandse ondernemingen en – spiegelbeeldig daaraan – in het bieden van meer opties aan beleggers om lange termijn rendementen te behalen. Daarmee heeft de publieke aandelenmarkt ingeboet aan belang voor de Nederlandse economie.

14. Verondersteld wordt wel dat wanneer Nederlandse institutionele beleggers meer investeren in de Nederlandse economie, dit een gunstig effect heeft op de werkgelegenheid en vervolgens ook de vermogensopbouw en het dekkingsniveau van pensioenfondsen en andere institutionele beleggers. Deze veronderstelling lijkt van toepassing op initiatieven als de Nederlandse Investerings Instelling (NII) en de daaraan gerelateerde Nationale Hypotheek Instelling (NHI), het MKB-financieringsfonds en het NL Ondernemingsfonds. Minder zeker is of de veronderstelling ook opgaat voor de beleggingen die door Nederlandse institutionele beleggers via de Nederlandse gereguleerde markt in beursondernemingen worden gedaan. Dit verdient nader onderzoek. Voorlopig lijkt het erop dat wanneer beursexploitanten specifieke prikkels geven aan het klimaat voor kleine en middelgrote beursondernemingen er een positief effect kan ontstaan voor de lokale economie, zoals blijkt uit bevindingen van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO):

Stock markets that provide significant economic incentives to support small companies and associated infrastructure in the aftermarket will create higher rates of capital formation that, in turn, will generate jobs, economic growth and tax receipts.⁵

15. Overwogen dient te worden om de aantrekkelijkheid van de publieke aandelenmarkt als alternatief voor groeifinanciering van Nederlandse ondernemingen, naast private equity en vreemd vermogensfinanciering, te vergroten. Dit kan de ontstane ruimte tussen private eigen vermogensfinanciering en publieke vermogensfinanciering helpen verkleinen. De gereguleerde aandelenmarkt kan een passend platform zijn om te beantwoorden aan de behoeften van Nederlandse ondernemingen met de potentie van een kleine of middelgrote

⁵ OECD 2013 I.

beursonderneming om risicodragend kapitaal te verwerven en intrinsiek een goede omgeving te bieden om dat risicodragend kapitaal te verstrekken.

16. Eumedion lijkt het derhalve wenselijk dat maatregelen worden genomen op de volgende deelgebieden:

I. Informatie en dialoog

II. Verlaag de kosten van een IPO

III. Gunstiger fiscale behandeling

IV. Wegnemen belemmeringen regelgeving

V. Verhoging liquiditeit kleine en middelgrote beursondernemingen

VI. Bevorderen betrokken aandeelhouderschap

VII. Actievere benadering door Euronext Amsterdam en andere relevante partijen

In hoofdstuk 8 worden de aanbevelingen nader uitgewerkt.

3. Een veranderend landschap

17. De hoogtijdagen van de Nederlandse gereguleerde aandelenmarkt lijken al enige tijd achter de rug te zijn. Het aantal noteringen van kleine en middelgrote beursondernemingen is de afgelopen tien jaar gestaag afgenomen. De rol van de publieke aandelenmarkt bij het faciliteren van groei van Nederlandse bedrijven is beduidend kleiner geworden. De organisatie van de Amsterdamse beurs, welke in 2000 haar zelfstandigheid verloor, is onderwerp geworden van een trits van fusies en overnames.

Box 1 Houding van partijen die betrokken zijn bij de Nederlandse publieke aandelenmarkt

	Rationele houding o.v. Nederlandse publieke aandelenmarkt	Maar ook
Institutionele beleggers	<ul style="list-style-type: none"> ▪ diversificatie ▪ benchmark als meetlat/passief beleggen ▪ lage kosten ▪ belangstelling <i>small caps</i> beperkt door kosten monitoring en beperkt aanbod ▪ niet algemeen afwijzend tegen overnames/<i>delistings</i> beursondernemingen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ambitie om betrokken, lange termijn aandeelhouder te zijn ▪ Zonder analyse van bedrijven geen efficiënte markt ▪ Steeds minder beursgenoteerde ondernemingen
Beursondernemingen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ beurs in potentie aantrekkelijk alternatief voor afhankelijkheid van banken/vreemd vermogen ▪ behoefte stabiele aandeelhouders, maar lastig te vinden ▪ vrees voor flitskapitaal ▪ kans op vijandige overname is risico ▪ 'spotlights' soms erg fel ▪ toezichtdruk en bonusregelgeving een belemmering 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ rente moet laag blijven en krediet toegankelijk ▪ Nederlands ondernemingen met controlerende aandeelhouder (dus wel een stabiele aandeelhouder) noteren in het buitenland ▪ aandeel moet voldoende liquide zijn om onnodige koersfluctuaties te dempen
Banken	<ul style="list-style-type: none"> ▪ terughoudend met begeleiden van <i>small caps</i> naar beurs en positieve emissies vanwege 'weinig vraag en lage opbrengst' ▪ nauwere interpretatie zorgplicht ▪ institutionele beleggers lastig te vinden (ontbreken 1 loket) ▪ <i>near equity</i> wellicht iets voor de toekomst 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aandringen op emissies bij <i>small-</i> en <i>midcaps</i>, wanneer deze niet meer aan bankconvenanten dreigen te voldoen (dus toch vraag?)
Beurs	<ul style="list-style-type: none"> ▪ gericht op de grotere (internationale) <i>listings</i>, vanwege hogere opbrengsten en succeskans ▪ springplank voor <i>small caps</i> van eerst bedrijfsobligatienoteringen te beperkt aanwezig ▪ behoefte aan liquiditeit (belang bij transacties) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Wel succesvolle <i>smallcap</i> IPO's andere Euronext venues
Particuliere beleggers	<ul style="list-style-type: none"> ▪ risico-avers geworden na World Online ▪ meer gericht op beleggingsfondsen, ETF's en deposito's 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 'waarom investeert mijn pensioenfonds zo weinig in Nederland'
Private equity maatschappijen (PE)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ beurs minder aantrekkelijk voor aandeelhouders vanwege verplichte openheid en minder invloed op strategie onderneming. ▪ Door grotere invloed PE ook grotere bereidheid meerdere emissierondes mee te doen. ▪ Exit PE bij voorkeur in één keer: fusie of overname ▪ PE met <i>biotech/health</i>-bedrijven in portefeuille, hebben voorkeur voor NASDAQ 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aantrekkelijker IPO klimaat geeft ondernemingen en PE eigenaren meer opties voor exit
AFM/DNB	<ul style="list-style-type: none"> ▪ FTK-kader staat niet in de weg op home bias Nederlandse aandelenmarkt, zolang over de gehele portefeuille aan prudent person wordt gedaan 	

18. Ook de functie en de structuur van de Nederlandse aandelenmarkt zijn aanzienlijk veranderd. Waar voorheen een belangrijke functie was om de groei van kleinere, lokale beursondernemingen te financieren is de nadruk meer komen te liggen op het bieden van liquiditeit aan grotere, multinationale

ondernemingen.⁶ De opkomst van de handel in derivaten, afgeleid van aandelen, van met name grote ondernemingen heeft hier een rol in gespeeld. Verder is er een grotere variëteit aan mogelijkheden ontstaan om te handelen in aandelen van Nederlandse beursondernemingen zowel via alternatieve, elektronische platformen (zoals Chi-X, BATS, Turquoise en TOM MTF)⁷ als besloten *broker to broker* faciliteiten (*broker crossing networks, dark pools*).⁸ De opkomst van elektronische handel heeft het mogelijk gemaakt om orders automatisch, op basis van computeralgoritmes, te plaatsen. Een specifieke vorm van algoritmische handel is *high frequency trading* waarbij posities worden ingenomen en weer opgeheven binnen fracties van secondes.

19. Pensioenfondsen en andere Nederlandse institutionele beleggers zijn in de loop van de tijd significant minder gaan beleggen in de Nederlandse publieke aandelenmarkt en daarmee Nederlandse beursondernemingen. Een belangrijke verklaring hiervoor is het opheffen van de internationale beleggingsrestricties voor Nederlandse pensioenfondsen in de jaren negentig van de vorige eeuw. De afbouw van het Nederlandse aandelenbezit kwam op 1 januari 1999 in een stroomversnelling terecht toen het valutarisico binnen de eurozone wegviel. Het belang van Nederlandse aandelen in de totale aandelenportefeuille van pensioenfondsen is langzamerhand teruggebracht tot het belang dat de Nederlandse economie in de eurozone vertegenwoordigt. In 2012 was 1,3% van de totale activa van Nederlandse institutionele beleggers belegd in aandelen van Nederlandse ondernemingen, tegenover 7,3% in 1998. De voorkeur van Nederlandse beleggers voor lokale aandelen (*home bias*) daalde na de euro-introductie overigens scherpst van alle elf toenmalige eurolanden. Voor verzekeraars geldt dat het ontwikkelde kader van 'Solvency II' het beleggen in aandelen onaantrekkelijker (duurder) heeft gemaakt doordat zij hiervoor een grotere risico-opslag op de balans moeten aanhouden. Dit heeft een negatief effect op de beleggingen van verzekeraars in de Nederlandse aandelenmarkt (zie ook figuur 1).⁹ Verderop in het paper gaan wij hier nader op in.

Figuur 1 Aantal substantiële zeggenschapsbelangen (groter dan 5% van het geplaatste kapitaal en/of stemrechten) van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars in Nederlandse AEX-ondernemingen

Belegger	20 juni 2007	20 juni 2009	20 juni 2014
ING Groep	10	3	5
Fortis/ASR Verzekeringen	4	2	3
Aegon	1	1	0
Delta Lloyd	1	3	1

Bron: AFM-register 'Melding substantiële deelnemingen'

⁶ Europese Commissie 2013 I, KPMG 2013, OECD 2013 I, Kay Review 2012.

⁷ Zo verliep in 2012 nog 61% van de handel in het aandeel Nutreco via NYSE Euronext en 39% via de alternatieve handelsplatformen Chi-X, BATS en Turquoise; in 2013 was dit precies andersom: 60,5% van de handel in het Nutreco-aandeel verliep via de alternatieve handelsplatformen en 39,5% via NYSE Euronext (Bron: Nutreco-jaarverslagen 2012 en 2013).

⁸ KPMG 2013, p 19.

⁹ 'Delta Lloyd bouwt belegging in aandelen af', Het Financieele Dagblad van 20 februari 2014; 'Verzekeraars verkopen massaal aandelen', Het Financieele Dagblad van 9 juli 2012.

20. In de loop der jaren is ook de afstand tussen kapitaalverschaffers en beursondernemingen groter geworden. Dit komt niet alleen doordat het aandelenbezit internationaler is geworden maar ook doordat de keten van intermediairs tussen de beleggers en de beursondernemingen is verlengd. Een reden hiervoor is dat beleggers, met name Nederlandse pensioenfondsen, in toenemende mate op indirecte wijze zijn gaan beleggen in aandelen van beursondernemingen (figuur 2). De opsplitsing van pensioenfondsen en hun pensioenuitvoerdersorganisaties in het vorige decennium, en de opkomst van beleggingsfondsen (zoals indexfondsen en *exchange-traded funds*) zijn hierin een belangrijke factor geweest.

Figuur 2

Balans van Nederlandse pensioenfondsen							
Ultimocijfers in miljoenen euro's							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Aandelen en deelnemingen</i>							
Participaties in beleggingsinstellingen	151,567	163,338	148,705	367,680	407,817	438,707	500,313
Totaal aandelen en deelnemingen	391,686	399,823	293,979	459,768	513,527	530,580	613,508
Participaties in beleggingsinstellingen als % totaal	39%	41%	51%	80%	79%	83%	82%

Bron: DNB

21. Ofschoon er een grote variatie bestaat aan type beleggers en beleggingsstrategieën, laten aandeelhouders zich in het algemeen minder dan vroeger leiden door eigen analyses van de fundamentele waarden van ondernemingen, maar meer door de *benchmark* en analyses van anderen.¹⁰ Zij nemen maar in beperkte mate verantwoordelijkheid als *engaged owner* en gedragen zich meer als tijdelijk bezitter van verhandelbare financiële instrumenten, handelend in de geest van het moment, en als zodanig worden zij door ondernemingen vaak ook gezien. Met de komst van *governance* en *stewardship* codes wordt hieraan tegenwicht geboden door bepaalde institutionele beleggers die meer lange termijnbetrokkenheid tonen bij het reilen en zeilen van beursondernemingen, de kwaliteit van de governancestructuur en het vermogen van beursondernemingen tot lange termijn waardecreatie.¹¹ De Europese Commissie probeert lange termijn betrokkenheid met het recente voorstel tot wijziging van de richtlijn aandeelhoudersrechten verder te stimuleren.¹² Van beleggers die (uitsluitend) via afgeleide instrumenten in aandelen investeren of een kortetermijnstrategie hanteren (bijvoorbeeld *high frequency traders*) hoeft in dat opzicht evenwel weinig te worden verwacht.

¹⁰ Kay Review 2012, p 39 e.v.

¹¹ Zie bijvoorbeeld de UK Stewardship Code en de Eumedion best practices voor betrokken aandeelhouderschap.

¹² Voorstel van de Europese Commissie van 9 april 2014 tot voor aanpassing Europese richtlijn aandeelhoudersrechten (COM (2014) 213 final).

4. Institutionele beleggers en publieke aandelenmarkten

22. Institutionele beleggers kennen een ruime diversiteit aan verschijningsvormen (pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsfondsen en vermogensbeheerders).¹³ Eén aspect hebben zij echter gemeen: zij beleggen indirect of direct voor rekening en risico van hun uiteindelijke klanten, zoals pensioengerechtigden, werknemers die pensioenpremie betalen, polishouders en deelgenoten in beleggingsfondsen. Institutionele beleggers dienen prudent om te gaan met de hen ter beschikking gestelde middelen teneinde een duurzaam, lange termijn rendement te behalen.

23. Het dienen van de belangen van de achterliggende begunstigen (voor pensioenfondsen aangeduid als fiduciaire verantwoordelijkheid) staat dus voorop. Regelmatig echter wordt een beroep gedaan op institutionele beleggers om met hun beleggingen ook andere doelen te dienen. Vooral de laatste jaren, waarin de financiering door banken en overheden voor langlopende investeringsprojecten beduidend is teruggelopen, is op dit punt een sterke toename te zien.

24. Om hun (fiduciaire) doelstelling te verwezenlijken beleggen institutionele beleggers in een breed palet van *asset classes*, die wat aard, liquiditeit en risico-rendementsverhouding danig van elkaar verschillen. De aard van de verplichtingen (omvang, duur), de beleggingsfilosofie, de structuur van de portefeuille en het toepasselijk regelgevende kader bepalen mede in welke *asset class* en met welke mate van spreiding belegd wordt. Aandelen zijn van oudsher een belangrijke *asset class* voor Nederlandse institutionele beleggers (26% van de totale activa van Nederlandse institutionele beleggers in 2012).¹⁴

25. Aandelen in beursgenoteerde ondernemingen zijn aantrekkelijk voor institutionele beleggers vanwege hun relatief hoge liquiditeit ten opzichte van aandelen in niet-beursondernemingen en van sommige andere *asset classes*. Ook kennen beursondernemingen in vergelijking met andere ondernemingen een gediversifieerd aandelenhouderbestand (minder dominantie van grootaandeelhouders), (over het algemeen) goede corporate governance en zijn zij bovengemiddeld transparant. Bovendien hebben institutionele beleggers in diverse markten met aandelenbeleggingen op de lange termijn gezien hogere rendementen geboekt dan met obligaties en deposito's.¹⁵

26. Waar beursgenoteerde aandelen belangrijk zijn voor institutionele beleggers, zien wij vice versa dat institutionele beleggers van levensbelang zijn voor het functioneren van de publieke aandelenmarkt. Voor de Nederlandse publieke aandelenmarkt zien wij dat de buitenlandse instituten (veelal institutionele beleggers) en de Nederlandse institutionele beleggers in 2010 samen 84% van de aandelen hielden in 2010, terwijl dat percentage voor deze twee groepen samen in 1995 nog op 61 lag (figuur 3). Het belang van particuliere beleggers is teruggevallen van 19% in 1995 naar nog slechts 5% in 2010.

¹³ OECD 2013 II.

¹⁴ CBS.

¹⁵ Global Investor Return Yearbook 2014, McKinsey 2011.

Figuur 3 Aandeelhoudersstructuur van de 25 grootste Nederlandse beursondernemingen (AEX; % van totaal aantal aandelen)

	1995	2010
Buitenlandse instituties	37	76
Nederlandse institutionele beleggers	24	8
Nederlandse niet-financiële ondernemingen	19	11
Nederlandse particuliere beleggers	19	5
Overheid	0	0
Onbekend	1	0

Bron: Eumedion

Minder relevant

27. Dit neemt niet weg dat de Nederlandse aandelenmarkt voor althans de Nederlandse institutionele beleggers minder relevant is geworden. Pensioenfondsen en andere institutionele beleggers lijken niet meer een zodanige voorkeur te hebben voor de Nederlandse markt dat zij genegen zijn een onevenredig groot deel van het geïnvesteerde vermogen in Nederland te beleggen (*home bias*).¹⁶ Dit was vroeger anders. Tot 1996 was bijvoorbeeld het grootste Nederlandse pensioenfonds, ABP, onderworpen aan allerlei beleggingsrestricties, waardoor het in de praktijk nagenoeg alleen in Nederlandse aandelen mocht beleggen. Ook anderszins hadden zij weinig belang bij veel internationale diversificatie. Lage inflatie en een attractief rendement op hun aandelenbelangen, gecombineerd met de gulden als één van de sterkste munten van de wereld, waren hierin belangrijke factoren.¹⁷ Nederlandse pensioenfondsen hebben na het afschaffen van de beleggingsrestricties veel buitenlandse aandelen gekocht, ten koste van het bezit van Nederlandse aandelen.

28. Door de introductie van de euro in 1999 zijn de beleggingen van Nederlandse institutionele beleggers in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen significant afgenomen. Niet-Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen leverden een lager portefeuillerisico, doordat het valutarisico binnen de eurozone wegviel en Europese financiële markten meer konden integreren.¹⁸ De afname van de *home bias* als gevolg van de euro-introductie bedroeg in Nederland 21% twee jaar na de euro-introductie (2001) en dat liep vijf jaar na de euro-introductie op naar 33% (2004). Daarmee daalde de *home bias* sterker dan in alle elf andere toenmalige eurolanden (zie figuur 4).

¹⁶ Coeurdacier & Rey 2011.

¹⁷ Wilcox & Calvaglia 1997.

¹⁸ Rubbanyi 2013, Fratzscher 2002.

Figuur 4 Aandeel binnenlandse deelnemingen voor en na introductie girale euro (1999)

	1997	2001	2004	$\Delta 97-01$	$\Delta 97-04$
Austria	82%	49%	68%	-0.33	-0.14
Belgium	86%	73%	69%	-0.13	-0.17
Denmark	83%	65%	74%	-0.18	-0.09
Finland	96%	86%	75%	-0.10	-0.21
France	90%	85%	79%	-0.05	-0.11
Germany	83%	77%	77%	-0.06	-0.06
Greece	99%	99%	97%	-0.00	-0.02
Italy	89%	80%	85%	-0.09	-0.04
Netherlands	77%	56%	43%	-0.21	-0.33
Portugal	94%	89%	85%	-0.06	-0.10
Spain	95%	89%	93%	-0.06	-0.02
Sweden	86%	70%	73%	-0.16	-0.13
United Kingdom	84%	80%	80%	-0.04	-0.04
United States	83%	82%	81%	0.01	-0.02

Bron: Schoenmaker & Bosch

29. Deze sterkere daling kan onder meer worden verklaard uit de relatief grote omvang van de Nederlandse institutionele beleggers, in het bijzonder pensioenfondsen, afgezet tegen de breedte en diepte van de Nederlandse aandelenmarkt. Deelnemingen in lokale ondernemingen, gelet op de totale omvang van hun portefeuille, zetten voor grotere institutionele beleggers weinig zoden aan de dijk. Bovendien kunnen grote institutionele beleggers de aan internationale diversificatie verbonden barrières (hogere transactiekosten en complexer management) mede door schaalvoordelen gemakkelijk slechten, waardoor hun rendementen uit een gediversifieerde portefeuille, gegeven het lagere portefeuillerisico, hoger zijn dan voor kleinere beleggers (*higher risk-adjusted expected returns*).¹⁹ Anders gezegd: een grotere omvang van de portefeuille van de institutionele belegger heeft een negatieve invloed op lokale beleggingen. Culturele aspecten spelen bij de mate van *home bias* vermoedelijk ook een rol.

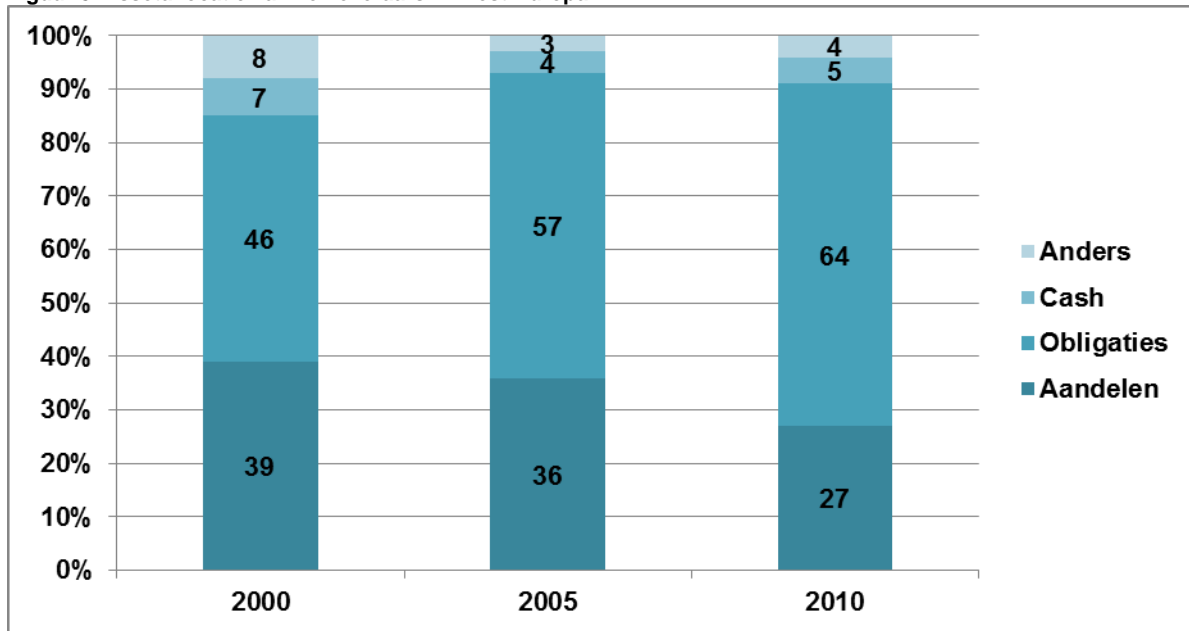
30. Ook verzekeraars zijn vanaf het begin van deze eeuw minder in aandelen van Nederlandse beursondernemingen gaan beleggen. Onder het nieuwe kader van Solvency II, dienen verzekeraars in beginsel een 39% kapitaalopslag aan te houden voor het houden van aandelen in beursgenoteerde ondernemingen uit de ontwikkelde markten en van 49% op andere categorieën aandelen. Afhankelijk van de (uitzonderlijke) ontwikkeling van de aandelenprijzen heeft de toezichhoudende autoriteit de bevoegdheid dit kapitaalvereiste met maximaal 10% op- of neerwaarts aan te passen.²⁰ Voor aandelen 'of a strategic nature' geldt een kapitaalopslag van 22%. Schuldgerelateerde instrumenten zijn potentieel goedkoper. Daarvoor geldt een kapitaalopslag van 'slechts' 15%. Voor staatsobligaties uitgegeven door eurolidstaten geldt in het geheel geen kapitaalopslag. Omdat verzekeraars en mogelijk ook toezichhouders al anticiperen op de nieuwe regels zijn verzekeraars bezig met het afstoten van een belangrijk deel van hun aandelenbeleggingen die zij voor eigen rekening houden. Sommige verzekeraars beleggen helemaal niet meer in aandelen (zie ook figuren 1 en 5).²¹

¹⁹ Rubbanyi p. 28.

²⁰ Artikel 106 richtlijn Solvency II.

²¹ Verbond van Verzekeraars 2013.

Figuur 5 Assetallocatie van verzekeraars in West-Europa



Bron: ECB, Eurostat, McKinsey

31. In fiscale zin zijn 5%-belangen in Nederlandse beursondernemingen lange tijd relatief aantrekkelijk geweest voor verzekeraars. Echter, na de stapsgewijze gelijkstelling onder de fiscale deelnemingsvrijstelling van buitenlandse ondernemingen met Nederlandse ondernemingen, mede onder invloed van het Europese recht, is dit voordeel komen te vervallen.²²

²² Op 18 september 2003 oordeelde het Hof van Justitie EU dat de in de Wet op de vennootschapsbelasting 1969 opgenomen beperking dat kosten op grond van de deelnemingsvrijstelling niet aftrekbaar als zij niet "dienstbaar zijn aan het behalen van in Nederland belastbare winst" in strijd is met het recht op vrijheid van vestiging (het 'Bosal-arrest'). Bij het belastingplan 2004 werd de Nederlandse wetgeving hiermee in overeenstemming gebracht (Stb 2004, 518). In 2007 (Wet 'werken aan winst') werden de voorwaarden om voor toepassing van de deelnemingsvrijstelling in aanmerking te komen voor belangen in Nederlandse en buitenlandse ondernemingen volledig op één lijn gesteld (Stb, 2006, 631). De tot dan geldende eis dat voor >5% buitenlandse deelnemingen moest worden aangetoond dat het 'geen belegging' betrof, verviel. Dit betekende een volgende aanzienlijke versoepeling van de deelnemingsvrijstelling terzake van belangen in buitenlandse dochtermaatschappijen.

5. De toestand van de Nederlandse publieke aandelenmarkt

Dalend aantal beursnoteringen

32. De rol van de Nederlandse gereglementeerde markt bij het faciliteren van groei van Nederlandse beursondernemingen is het afgelopen decennium kleiner geworden. Tussen 2003 en eind 2013 hebben er 34 nieuwe beursnoteringen (*initial public offering 'IPO'*) van Nederlandse ondernemingen plaatsgehad, waarbij er slechts € 20 miljard aan nieuw kapitaal is opgehaald (KPMG 2013). Omdat in elk jaar een groter aantal *'delistings'* heeft plaats gehad is het aantal Nederlandse beursondernemingen significant gedaald (figuur 6).

Figuur 6 Aantal Nederlandse beursondernemingen op Euronext Amsterdam in absolute aantallen in de periode 2003-2013

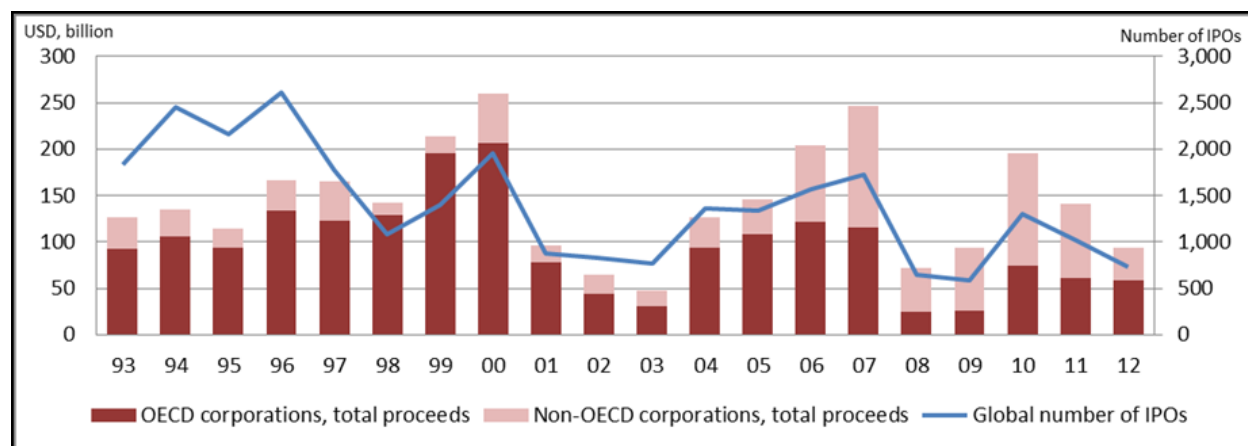
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nederlandse ondernemingen Euronext Amsterdam – totaal	160	150	143	139	134	121	118	110	105	102	97
Nederlandse ondernemingen – gereglementeerde markt Euronext Amsterdam	160	150	143	137	132	119	116	108	103	100	96
Nederlandse ondernemingen – niet gereglementeerde markt Euronext Amsterdam ('Alternext')	0	0	0	2	2	2	2	2	2	2	1

Bron: Bootsma & Hijink 2014

Wereldwijde en Europese IPO's tonen ook dalende tendens

33. Het dalende aantal *listings* op Euronext Amsterdam is onderdeel van een internationale trend. Wereldwijd vindt er op jaarbasis nog slechts een derde van het aantal IPO's plaats dan in de jaren 1990 plaatshad. Waar in de jaren 1990 wereldwijd nog meer dan 2000 IPO's per jaar plaatsvonden waren dat er in 2012 nog slechts 750 (OECD 2013 I; figuur 7). Ook zijn de IPO's wat betreft de omvang geringer geworden. In 2014 lijkt overigens sprake van ommekeer op dat terrein.

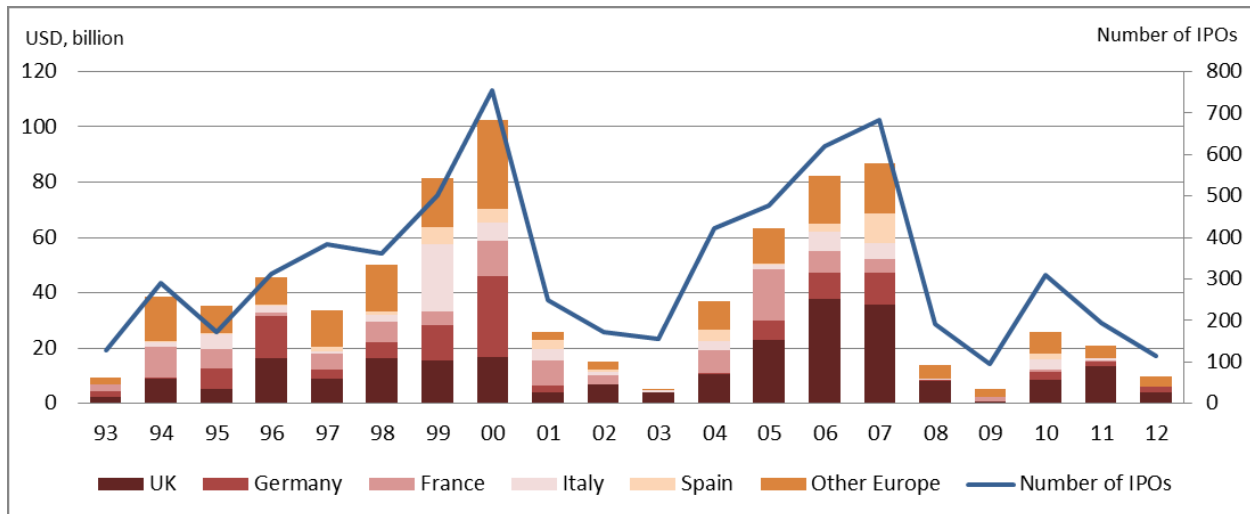
Figuur 7 IPO's wereldwijd (aantal en omvang)



Bron: OECD

De resultaten van de Europese gereguleerde markten zijn nog wat negatiever (figuur 8). European Issuers, de European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) en de Federation of European Securities Exchanges (FESE) hebben in maart 2014 een IPO Task Force opgericht die met voorstellen voor de Europese Commissie en het Europese Parlement moet komen om de dalende trend te doen keren.²³

Figuur 8 IPO's Europa: aantal en omvang



Bron: OECD

Aantrekkingskracht voor lokale economie in vergelijking met andere markten

34. Wij gaan nader in op de aantrekkingskracht van Euronext Amsterdam voor lokale Nederlandse ondernemingen ten opzichte van de aantrekkingskracht van andere gereguleerde markten voor lokale ondernemingen. In de economische wetenschap wordt algemeen aangenomen dat het aantal IPO's van lokale ondernemingen zich zou moeten verhouden met de omvang van de economie (efficiëntieratio).

²³ Europese Commissie 2014.

Figuur 9 Aantal IPO's in verhouding tot het BBP van een land

Country (ranked by 'Domestic IPO efficiency*')	Efficiency Ratio* (IPO's per \$100 Billion of GDP) ²⁴	Small IPOs (below \$ 50 million)	Large IPOs (above \$ 50 million)	Total number of IPOs 2008-2012
Hong Kong	29.9	58	16	74
Singapore	24.4	62	12	74
Poland	14.5	403	18	421
Australia	13.6	306	21	327
Israel	10.4	22	1	23
Turkey	6.3	41	9	50
Canada	5.2	513	36	549
United Kingdom	3.8	80	41	121
Norway	3.6	8	12	20
United States	2.6	58	323	381
France	1.3	1	34	76
Netherlands	0.9	0	7	7²⁵
Italy	0.9	16	7	23
Germany	0.8	18	4	30
Spain	0.8	18	4	22

Bron: OECD 2013 I, Euronext Factbook, FESE

35. De efficiëntieratio van Euronext Amsterdam was in de periode 2008-2012 beduidend lager dan die van gereglementeerde markten in het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Hong Kong, en vergelijkbaar met diverse andere continentaal-Europese markten (figuur 9). Ten opzichte van de andere continentaal-Europese gereglementeerde markten, heeft de Amsterdamse gereglementeerde markt een 'gemiddelde' efficiëntieratio in de jaren 2008-2012 gerealiseerd. Overigens vonden er op de Amsterdamse gereglementeerde markt naast de 7 IPO's van de Nederlandse ondernemingen ook nog 8 IPO's van buitenlandse ondernemingen plaats, wat het totaal aantal IPO's in die periode op 15 bracht.

36. De verwachting is dat de dalende trend van beursnoteringen zich wereldwijd zal voortzetten. Verwacht wordt dat wereldwijd in 2020 nog maar 22% van de financiële activa uit aandelen van beursondernemingen zal bestaan, terwijl dat in 2010 28% was.²⁶

Belangrijk bij herkapitalisatie

37. Tegenover het dalende aantal noteringen staat dat de Amsterdamse gereglementeerde markt een belangrijke rol heeft gespeeld bij kapitaalversterking van bestaande beursgenoteerde ondernemingen met name sinds het uitbreken van de financiële crisis (*secondary offerings*). Zo is er in de periode 2009-2013 voor € 30,2 miljard aan kapitaal opgehaald door 36 Nederlandse beursondernemingen, waarvan €

²⁴ Zeer kleine IPO's, met een marktwaarde lager dan \$ 5 miljoen zijn hierin niet meegenomen.

²⁵ Het gaat om Cryo-Save Group en Delta Lloyd N.V. (2009), LBI International N.V. (2010), TNT Express N.V. (2011), D.E Master Blenders 1753, Ziggo N.V. en Core Laboratories N.V. (2012).

²⁶ McKinsey 2011.

7,6 miljard door ING en € 3 miljard door KPN (CBS 2013). Vermeldenswaard is ook de claimemissie van SBM Offshore, in april 2012, die gegarandeerd werd door de nieuwe aandeelhouder HAL Investments en waarbij € 190 miljoen werd opgehaald.²⁷ Betrokken, lange termijn aandeelhouders spelen bij vervolgemissies vaak een belangrijke rol. Vervolgemissies met als doel om nieuw kapitaal aan te trekken om investeringen of overnames te doen ('positieve emissies'), zoals in januari 2013 door Boskalis, vinden echter maar zeer beperkt plaats.

Buitenlandse listings in Nederland

38. Bovendien blijkt Euronext Amsterdam behoorlijk aantrekkelijk voor een hoofdnotering van in het *buitenland* gevestigde ondernemingen. In termen van marktwaarde is 10% van de in Amsterdam genoteerde ondernemingen in een ander land gevestigd. Wereldwijd bezet Euronext Amsterdam daarmee de derde plaats (figuur 10).

Figuur 10 Buitenlandse hoofdnoteringen in markten in % totaal per 31 januari 2014

Plek		
1	57%	HONG KONG
2	20%	SINGAPORE
3	10%	NETHERLANDS
4	5%	BELGIUM
5	4%	ITALY
6	4%	FRANCE
7	3%	NORWAY
8	3%	UNITED STATES
9	2%	UNITED KINGDOM
10	2%	SWEDEN
11	2%	PORTUGAL
12	1%	POLAND
13	1%	CZECH REPUBLIC
14	1%	TAIWAN
15	1%	GERMANY

bron: FactSet

Een recent voorbeeld vormt het statutair in Luxemburg gevestigde kabelbedrijf Altice SA dat sinds 31 januari 2014 haar hoofdnotering in Amsterdam heeft.

Aantal Nederlandse listings in buitenland toegenomen

39. Een andere relativering van het dalende aantal *listings* op Euronext Amsterdam is dat het aantal Nederlandse ondernemingen (ondernemingen met statutaire zetel in Nederland) met een notering op een gereguleerde markt of alternatief handelsplatform in het buitenland in dezelfde periode is gestegen (figuur 11).

Figuur 11 Aantal Nederlandse beursondernemingen met buitenlandse notering in absolute aantallen, 2003 -2013

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Beurs-NV's buitl. geregl. markt	20	23	26	32	34	34	33	37	39	38	36

Bron Hijink & Bootsma 2014

²⁷ Presentatie CFO Van Rossum van SBM Offshore op het Eumedion-symposium 2013.

Ten opzichte van de 20 Nederlandse beursondernemingen met een notering aan een buitenlandse gereguleerde markt ultimo 2003, staat een aantal van 36 ultimo 2013 (toename 80%). Sinds de piek in 2011 (39 ondernemingen) lijkt ook hier een licht dalende trend ingezet. Een overzicht van de grootste Nederlandse ondernemingen met een buitenlandse notering is opgenomen in figuur 12.

Figuur 12 Overzicht van grootste Nederlandse ondernemingen met buitenlandse notering

Grootste Nise ondernemingen met buitenlandse hoofdnorering	Market cap per 31 Jan 2014 (€ bn)	Primary listing
Airbus Group NV	42	FRANCE
LyondellBasell Industries NV	31	UNITED STATES
CNH Industrial NV	15	UNITED STATES
Nielsen Holdings N.V.	12	UNITED STATES
NXP Semiconductors NV	9	UNITED STATES
Core Laboratories NV	6	UNITED STATES
Chicago Bridge & Iron Co. NV	6	UNITED STATES
STMicroelectronics NV	5	FRANCE
Sensata Technologies Holding NV	5	UNITED STATES
QIAGEN NV	4	GERMANY
AerCap Holdings NV	3	UNITED STATES
Frank's International NV	3	UNITED STATES

Bron: FactSet

40. Opvallend is verder dat het aandelenbezit bij Nederlandse ondernemingen met een buitenlandse notering veel geconcentreerder is dan bij Nederlandse ondernemingen met notering in Amsterdam (figuur 13).

Figuur 13 Aandeelhoudersstructuur Nederlandse ondernemingen

Grootste aandeelhouder	Nise ondernemingen met buitenlandse hoofdnorering (2012)	AEX-Ondernemingen ²⁸ (2013)
> 30%	68%	14%
10-30%	19%	48%
<10%	13%	38%

Bron: Eumedion, Hijink & Bootsma 2014

Samenhangend hiermee kennen Nederlandse ondernemingen met een buitenlandse notering een lagere *free float* en een hoger percentage afhankelijke commissarissen (commissarissen gelieerd aan een aandeelhouder).²⁹

41. Alle Nederlandse beursondernemingen met een buitenlandse notering vertegenwoordigen gezamenlijk een marktwaarde van ruim boven de € 200 miljard.³⁰ Vergelijken wij de buitenlandse hoofdnoreringen van Nederlandse ondernemingen met andere landen, dan zien wij dat in termen van marktwaarde 29% van de Nederlandse beursondernemingen haar hoofdnorering buiten Nederland heeft. Na China, waar 44% van de beursgenoteerde ondernemingen – in termen van marktkapitalisatie – de hoofdnorering buiten China heeft, staat Nederland daarmee op de tweede plaats (figuur 14).

²⁸ Met uitzondering van administratiekantoren.

²⁹ Bootsma & Hijink.

³⁰ Unilever NV had eind januari 2014 met bijna € 85 miljard de grootste marktwaarde van alle Nederlandse NV's (Royal Dutch Shell is formeel een buitenlandse onderneming) op Euronext Amsterdam.

Figuur 14 Hoofdnoteringen in het buitenland in % marktwaarde per 31 januari 2014

Plek		
1	44%	CHINA
2	29%	NETHERLANDS
3	22%	ARGENTINA
4	17%	ISRAEL
5	16%	IRELAND
6	11%	PERU
7	11%	GREECE
8	7%	RUSSIA
9	6%	HONG KONG
10	4%	SINGAPORE
11	4%	ITALY
12	3%	AUSTRIA
13	3%	THAILAND
14	2%	UNITED ARAB EMIRATES
15	2%	MEXICO

42. Dit duidt erop dat Nederland een aantrekkelijk juridisch en fiscaal vestigingsklimaat heeft voor buitenlandse ondernemingen. Het zou, omgekeerd, ook kunnen indiceren dat voor *lokale* ondernemingen het klimaat voor een hoofdnotering op Euronext Amsterdam relatief onaantrekkelijk is in vergelijking met andere markten, met name voor ondernemingen met een grootaandeelhouder.

6. Oorzaken van dalende trend

43. Er kunnen verschillende oorzaken worden genoemd voor de afgenomen belangstelling voor nieuwe beursnoteringen van kleine en middelgrote ondernemingen. Hierbij kan onderscheid worden gemaakt naar factoren betreffende de *demand* en de *supply side*. Deze zullen wij hieronder kort uiteenzetten:

Demand side: minder vraag van investeerders naar publieke aandelen

44. De beleggingen van de *traditionele* institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsfondsen) in publieke aandelen blijken de afgelopen twee decennia significant gedaald in de westerse economieën ten opzichte van andere *asset classes*. Wereldwijd bedroeg deze daling in de periode 2000-2011 voor verzekeraars 22%, voor pensioenfondsen 14,4% en voor vermogensbeheerders 7%.³¹

45. De afgenomen belangstelling voor aandelen houdt verband met het feit dat steeds meer alternatieve *asset classes* beschikbaar zijn gekomen zoals private equity, vastgoed, infrastructuur, grondstoffen, alsmede de grotere diversiteit aan beleggingsfondsen. Ook wordt beweerd dat door de in de afgelopen decennia toegenomen marktvolatiliteit verschillende categorieën van beleggers de aandelenmarkt riskanter vinden.³²

46. Pensioenfondsen en sommige andere institutionele beleggers zijn voor hun aandelenbeleggingen in toenemende mate indices gaan volgen of indices als *benchmark* gaan hanteren. Maakt een onderneming geen onderdeel uit van een gebruikte index, en dat is bij kleine of middelgrote beursgenoteerde ondernemingen eerder het geval dan bij *large caps*, dan wordt daarin niet belegd. Mede vanwege de grotere nadruk op passief indexbeleggen zijn pensioenfondsen en pensioenuitvoerders minder dan vroeger in staat ('in house' expertise is soms geschrappt) en bereid om te participeren in een IPO.

47. IPO's zijn voor institutionele beleggers soms ook minder aantrekkelijk vanwege de onbekendheid met de nieuwe beursonderneming. Een IPO vangt, zoals bekend, aan met de publicatie van het door de toezichthouder goedgekeurde prospectus. In de daaraan voorafgaande besloten fase is het aan de onderneming, haar sponsor en overige adviseurs, om een groep van vooraanstaande institutionele beleggers te benaderen om hen te informeren en te interesseren voor het te noteren aandeel. Deze institutionele beleggers hebben vaak behoefte aan specifieke informatie over het bestuur, de strategie, de marktpositie, de klantenbasis en de resultaten in de voorafgaande jaren. Zij worden geïnformeerd *in road shows* en presentaties, en soms aan de hand van een voorlopige versie van het prospectus en van rapporten. In de praktijk blijkt deze informatie niet altijd voldoende om aan de informatiebehoefte van de beleggers te voldoen, terwijl – nadat de IPO is gelanceerd – er voor institutionele beleggers vaak weinig tijd is om zich nader te informeren. Voor het succes van het IPO is het evenwel van groot belang dat de informatieachterstand van beleggers wordt overbrugd.³³

³¹OECD 2013 II. In absolute zijn de beleggingen in publieke aandelen wel gestegen: met ongeveer 5% (OECD 2013 II).

³²KPMG 2013, Kay 2012, McKinsey 2011.

³³ABI 2013.

48. Een andere factor die heeft bijgedragen aan de afgenomen belangstelling is dat de particuliere beleggers zich na de dramatische beursgang van WorldOnline in maart 2000 veel terughoudender zijn geworden om rechtstreeks aandelen te kopen in kleine en middelgrote Nederlandse beursondernemingen. In toenemende mate beleggen zij via beleggingsfondsen en *exchange-traded funds* (ook wel *indextrackers* genoemd) of houden zij een groter deel van hun vermogen in deposito's aan, zoals onder meer blijkt uit gegevens van DNB over periode 2010-2013.³⁴ Deze ontwikkeling is om twee redenen van groot belang voor de Nederlandse aandelenmarkt. In de eerste plaats beleggen particuliere beleggers met een sterke *home bias*. Van de € 30 miljard die zij in 2013 in aandelen hadden belegd, was € 20 miljard uitgegeven door Nederlandse ondernemingen. In de tweede plaats zijn particuliere beleggers een belangrijke factor voor de koersvorming. Ten slotte zijn particuliere beleggers belangrijk voor kleine en middelgrote beursondernemingen omdat zij niet dezelfde liquiditeitsbehoeften hebben als sommige institutionele beleggers.³⁵

49. Mede doordat institutionele beleggers en particuliere beleggers minder belangstelling zijn gaan tonen in Nederlandse kleine en middelgrote beursgenoteerde ondernemingen, zien banken vanuit commercieel perspectief minder reden om kleine en middelgrote beursondernemingen aan te bevelen en beursgangen van dat soort ondernemingen te bevorderen.

50. De samenstelling van de Nederlandse 'kapitaalverschaffersgemeenschap' speelt mogelijk ook een rol. Deze wordt gedomineerd door grotere institutionele beleggers, die een fors deel van hun vermogen aanwenden voor financiering van buitenlandse bedrijven. Bedrijfsfinanciering door bijvoorbeeld *family offices*, die hun gehele vermogen in de lokale ondernemingen investeren, vindt in Nederland relatief weinig plaats.³⁶ Hier lijkt overigens een zekere kentering in te komen.³⁷

51. De vergrijzing (tegen hun pensionering hebben beleggers minder behoefte aan lange termijn financiële instrumenten) en de verandering van pensioenstelsels (van *defined-benefit* naar *defined-contribution*) kunnen ook een negatieve uitwerking hebben op de neiging van traditionele institutionele beleggers om in de Nederlandse publieke aandelenmarkten te beleggen. In *defined-contribution* systemen wordt gemiddeld gesproken significant minder in publieke aandelen geïnvesteerd dan in *defined-benefit* systemen, doordat er minder pensioenpremie wordt opgebracht en relatief meer in vastrentende waarden wordt belegd.³⁸

52. De afnemende vraag houdt ook verband met het feit dat het Europese regelgevende kader voor bepaalde institutionele beleggers beleggingen in publieke aandelen lijkt te ontmoedigen. Dit geldt in het

³⁴ DNB 2013.

³⁵ OECD 2013 I.

³⁶ Expertgroep bedrijfsfinanciering 2011.

³⁷ Het Financieele Dagblad, 'Rijke families trekken de portemonnee', 21 mei 2014.

³⁸ McKinsey 2011.

bijzonder voor Solvency II dat op verzekeraars van toepassing is.³⁹ Solvency II leidt ertoe dat de vereiste solvabiliteit beperkt is als er geen zakelijke waarden, zoals aandelen, zijn opgenomen in de strategische *assetallocatie*. Het voor de solvabiliteit van pensioenfondsen geldende FTK-kader stelt in de huidige vorm geen specifieke beperkingen aan het beleggen in beursgenoteerde aandelen, ook niet wanneer dat 'geconcentreerd' in Nederland gebeurt, zolang maar voldaan wordt aan het *prudent person* beginsel, waarbij onder meer rekening dient te worden gehouden met het liquiditeitsrisico en het concentratierisico.⁴⁰

53. Toch ervaren pensioenfondsen en hun uitvoerders belemmeringen om geconcentreerd in aandelen van Nederlandse ondernemingen te beleggen. Dit kan mogelijk worden verklaard uit het feit dat een eenzijdige focus in het beleggingsbeleid op rendement (als gevolg van een overwegende belegging in aandelen of in een andere *assetcategorie*) door DNB als strijdig kan worden beoordeeld met de open norm van het *prudent person* beginsel.⁴¹ Veel institutionele beleggers hebben zelf de keuze gemaakt om sterk gediversifieerd te beleggen in aandelen zonder dat de regelgeving of het toezicht daartoe noodzaakte. Er zijn echter ook pensioenfondsen en vermogensbeheerders die, met inachtneming van het toepasselijk regelgevingskader, geopteerd hebben voor een beleggingsbeleid waarin geconcentreerd beleggen in aandelen van Nederlandse ondernemingen centraal staat. Het FTK-kader zal overigens binnen afzienbare tijd worden gewijzigd.⁴² De implicaties van de beoogde wijzigingen voor het *prudent person* beginsel staan nog niet vast.

54. Institutionele beleggers zijn terughoudend om te investeren en/of neigen tot desinvesteren in beursondernemingen wanneer de onderneming geen duidelijk en robuust distributiebeleid (dividend, investeringen en inkoop eigen aandelen) voert dat logisch aansluit bij de ondernemingsstrategie en er op gericht is aandeelhouders voor de lange termijn te binden. Lange termijn beleggers dienen te begrijpen hoe een onderneming de balans houdt tussen dividendbetalingen, inkoop van eigen aandelen en het inhouden van winst om investeringen te plegen of om de kapitaalbasis op peil te houden. Dividend blijft een belangrijk signaal voor beleggers dat de ondernemingsleiding vertrouwen heeft en wordt gezien als een indicatie voor duurzame winstgevendheid.

55. Ook de renteontwikkeling, die jaren een dalende trend heeft getoond, kan de vraag van beleggers naar publieke aandelen uiteraard beïnvloeden. Op zichzelf zullen lage rentes leiden tot een toevloed van *cash* naar de gereguleerde markt. De *richting* waarin de rente zich ontwikkelt kan echter even bepalend zijn als de absolute rentestand zelf, omdat deze richting beleggers ertoe kan aanzetten hun beleggingsstrategie aan te passen. Zo zal een stijgende renteontwikkeling ertoe leiden dat

³⁹ Verbond van Verzekeraars 2013.

⁴⁰ Art. 12, eerste lid, van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen in samenhang met art. 24 Regeling Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling.

⁴¹ Art. 135 Pensioenwet en art. 13 Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen; zie ook Rechtbank Rotterdam, 25 april 2013, Pensioenfonds Johnson & Johnson Nederland/DNB, JOR 2013/178.

⁴² Brief van staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid van 4 april 2014 inzake verzending FTK wetsvoorstel voor advies naar de Raad van State (Kamerstukken II 2013/14, 32 043, nr. 205).

obligatieportefeuilles aan waarde verliezen waardoor beleggers zich weer meer gaan richten op andere *asset classes* waaronder publieke aandelen (OECD 2013 I).

Supply side: beperkte behoefte ondernemingen aan versterking kapitaal via publieke aandelenmarkt

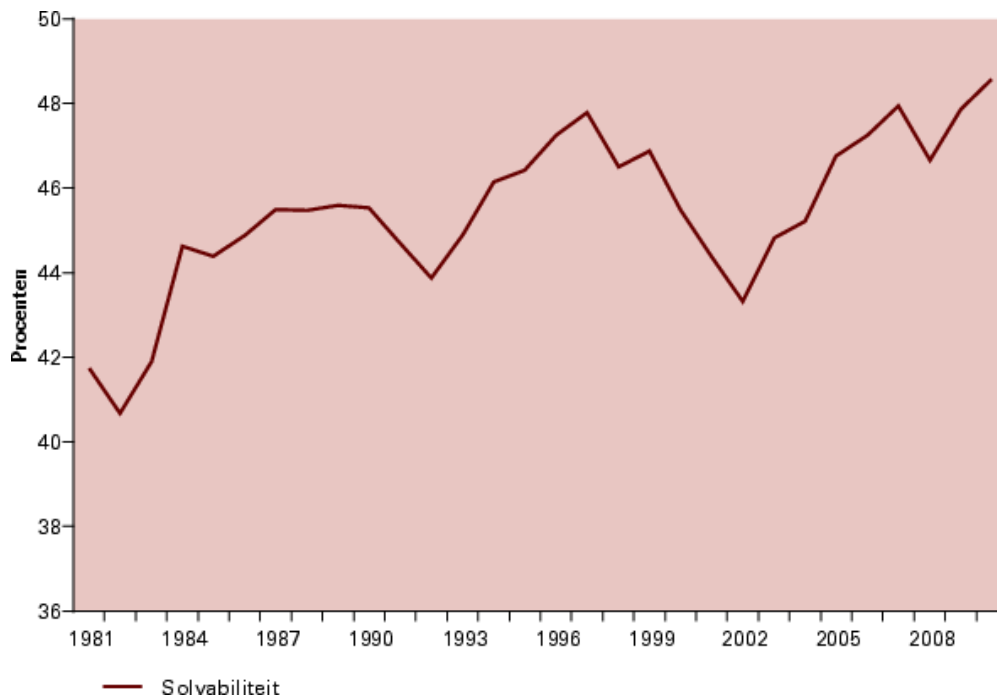
56. Wat de *supply side* betreft kan een beperking gelegen zijn in de structuur van het Nederlandse bedrijfsleven zelf. Nederlandse ondernemingen zijn, evenals in veel andere continentaal-Europese landen, traditioneel sterk gericht op bankfinanciering.⁴³ De lage rentestand heeft hieraan bijdragen. Dit terwijl Amerikaanse bedrijven sterker leunen op marktfinanciering via de directe uitgifte van obligaties of aandelen (*market-based system*). Het mechanisme van de tweetrapsraket van eerst een notering op de gereguleerde markt van bedrijfsobligaties en daarna aandelen komt in Nederland, ook in vergelijking met sommige andere Europese landen, relatief weinig voor. Deze bestaande structuur maakt de stap naar een aandelennotering voor een Nederlandse onderneming tot een grote sprong.

57. Ofschoon in vergelijking met Amerikaanse ondernemingen, Nederlandse en Europese ondernemingen relatief weinig aandelenkapitaal, en meer (opeisbare) verplichtingen hebben⁴⁴, is de behoefte aan nieuw aandelenkapitaal bij sommige Nederlandse ondernemingen wellicht minder groot dan door sommigen wordt verondersteld. Niet alleen heeft het Nederlandse bedrijfsleven na een lichte terugval aan het begin van de crisis zijn solvabiliteit redelijk goed op peil, maar ook op langere termijn bezien kunnen veel bedrijven goed voldoen aan hun verplichtingen (figuur 15). De vraag rijst of er wel zoveel groeiambitie en -mogelijkheden zijn bij Nederlandse ondernemingen die grotendeels afhankelijk van de Europese markt. Versterking van het eigen vermogen lijkt dus niet voor alle Nederlandse ondernemingen even noodzakelijk.

⁴³ ASC-ESRB 2014.

⁴⁴ EFRAG 2014, p. 14.

Figuur 15 solvabiliteitsratio Nederlands bedrijfsleven



Bron: CBS

58. Voor middelgrote en kleine bedrijven die wel aandelenkapitaal nodig hebben om te groeien is de publieke aandelenmarkt steeds minder een gangbare optie, in het bijzonder wanneer er weinig *free float* is en hun *investment story* complex is. Zakenbanken lijken risicoavers en zien weinig *business* in het ondersteunen van een IPO van een kleine, weinig liquide onderneming met *research, trading en sales* ondersteuning, en geven de voorkeur aan grotere ondernemingen. Ook *brokers* en analisten kunnen het zich steeds minder veroorloven om tijd te steken in het aanbevelen van individuele ondernemingen als lange termijn investeringen voor hun cliënten.⁴⁵ Verder geeft de exploitant van de gereguleerde markt er zelf niet altijd blijk van veel interesse te hebben in IPO's van ondernemingen met een geringe marktwaarde.⁴⁶

59. Niet-beursgenoteerde ondernemingen waarbij een beursgang een toekomstige optie is, geven aan het verspreide aandelenbezit van Nederlandse ondernemingen als een nadeel te zien. Het idee bestaat dat veel van die aandeelhouders op de korte termijn gericht zijn en de neiging zullen hebben hun aandelen gauw van de hand te doen als het even tegen zit. Er is behoefte aan enkele stabiele aandeelhouders met een significant belang die bereid zijn om voor langere termijn een deelneming aan te houden. Tegelijkertijd hecht men ook aan voldoende liquiditeit van het aandeel.

60. Deze liquiditeit is er echter niet altijd voor kleine en middelgrote beursondernemingen. Weliswaar is het aantal transacties op de Nederlandse aandelenmarkt in de loop der tijd sterk toegenomen, maar dit is

⁴⁵ OECD 2013 I.

⁴⁶ Toespraak Cees Vermaas, CEO NYSE Euronext Amsterdam, Eumedion Symposium, 8 november 2013.

grotendeels voorbij gegaan aan kleinere beursondernemingen.⁴⁷ Lagere liquiditeit voor kleinere beursondernemingen maakt deze ondernemingen minder aantrekkelijk voor beleggers met nog verdere afname van liquiditeit en van het aantal beursnoteringen tot gevolg.⁴⁸

61. In samenhang hiermee lijkt het 'voorportaal' voor een beursgang van Nederlandse onderneming niet bijster goed gevuld. Er zijn weinig familiebedrijven waarvan de bestaande aandeelhouders bereid zijn tot een exit en waarbij een beursgang werkelijk een optie is. Ook wanneer een onderneming die in handen is van *private equity* de potentie heeft van een *small cap*, opteren de bestaande aandeelhouders dikwijls voor een fusie- of overnametransactie. Een belangrijke reden hiervoor is dat zij hierdoor in één keer hun aandelen van de hand kunnen doen. Bovendien hebben *private equity* maatschappijen vaak een betrekkelijk lange adem. Zij zijn vaak in staat om deel te nemen aan meerdere rondes van emissies ook wanneer er nog geen winstuitkeringen worden gedaan.

62. De complexiteit en kosten van IPO, alsmede de consequenties voor de AO/IC van de organisatie spelen daarbij een rol. Voor veel kleinere ondernemingen en hun *venture capital* en *private equity* beleggers, lijkt de fusie- en overnameroute de enige optie om naar een volgende fase te groeien. Een betere brug van private naar publieke aandelen in de vorm van en toegankelijke en levendige IPO-markt zou voor kleinere ondernemingen een goed alternatief kunnen vormen en hun onderhandelingspositie ten opzichte van eventuele kopers of fusiepartners kunnen versterken. Wanneer een *small cap* verschillende stabiele, grote (>5%) en betrokken aandeelhouders heeft, kan dit de nadelen van mogelijk verminderde liquiditeit mitigeren.

63. Wanneer door ondernemingen in handen van *private equity* wel wordt gekozen voor een IPO, wordt in plaats van Euronext Amsterdam soms geopteerd voor een andere gereguleerde markt omdat daar meer branchegenoten actief zijn, de onderneming verwacht meer in trek te zijn bij beleggers (*health science, biotech*). Dit lijkt bijvoorbeeld aan de orde te zijn geweest bij UniQure, NXP en Prosensa waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op NASDAQ.

64. Ook de kosten van een notering en fiscale bevoordeling van schuldfinanciering ten opzichte van het eigen vermogen worden als beperkend gezien.⁴⁹ De fiscale bevordering gecombineerd met een lage rentestand maakt financiering met vreemd vermogen relatief aantrekkelijker dan met eigen vermogen. Wanneer de fiscale bevoordeling zou worden beperkt en/of de rente wat zou stijgen zouden deze ondernemingen wellicht andere afwegingen maken ten aanzien van hun groeifinanciering.

65. De kosten van een IPO bedragen voor een *small cap* naar schatting 8,7% van het opgehaald kapitaal.⁵⁰ De kosten bestaan voornamelijk uit *underwriting fees* aan banken en *fees* aan adviseurs

⁴⁷ Kay 2012.

⁴⁸ KPMG 2013.

⁴⁹ Europese Commissie 2013 II, p. 19.

⁵⁰ KPMG 2013.

(accountants, zakenbankiers en advocaten) en de *listing fee* aan Euronext Amsterdam. Hoewel dit, in vergelijking met andere markten, op de Amsterdamse aandelenmarkt wellicht niet uit de toon valt, gaat het om significante bedragen die een belemmering voor de toegang tot de geregementeerde aandelenmarkt kunnen vormen.⁵¹ Het kostenniveau vergroot de kans op een *mismatch* tussen de kapitaalkosten van beursondernemingen en de rendementsverwachtingen van aandeelhouders.⁵²

66. Ondanks dat de Europese Commissie het sterk probeert te promoten, is het concept van de *SME Growth Market* vooralsnog niet aantrekkelijk gebleken voor Nederlandse ondernemingen.⁵³ Onlangs is aangekondigd dat Alternext Amsterdam zal worden beëindigd.⁵⁴ Klaarblijkelijk hebben *supply* en *demand side* in Nederland een grotere voorkeur voor de geregementeerde markt. De MKB-beurs NPEX vormt hierop overigens wellicht een positieve uitzondering.

⁵¹ ESMA SMSG 2012, European Issuers 2012.

⁵² ABI 2013, Kay review 2012.

⁵³ European Commission 2014 I, Art. 39 MiFID II.

⁵⁴ Persbericht Euronext, 9 april 2014, 'Euronext to wind down Alternext Amsterdam'.

7. Is de teruggang een probleem?

67. De vraag kan worden gesteld of de dalende belangstelling voor en krimp van de publieke aandelenmarkt met betrekking tot het aantal noteringen van Nederlandse ondernemingen een probleem kan vormen voor de Nederlandse economie en institutionele beleggers in het bijzonder.

Institutionele beleggers

68. Voor Nederlandse institutionele beleggers hoeft de beperking van de mogelijkheden van de Nederlandse publieke aandelenmarkt op zichzelf geen probleem te vormen. Zolang er voldoende andere opties bestaan, en die zijn er vooralsnog, om via andere gereguleerde markten in beursondernemingen met vergelijkbaar niveau van corporate governance en transparantie te beleggen, worden Nederlandse institutionele beleggers niet noemenswaardig belemmerd in hun mogelijkheden om aan hun (fiduciare) verantwoordelijkheden te voldoen. Dit ligt anders voor institutionele beleggers die in hun beleggingsbeleid de keuze hebben gemaakt voor een Nederlandse *home bias*.

69. Indirect kan de voor kleine en middelgrote ondernemingen minder goed functionerende Nederlandse IPO-markt voor institutionele beleggers wel een probleem vormen. Dit is het geval wanneer de teruggang onderdeel is van een bredere internationale trend, en dat lijkt het geval te zijn, zoals beschreven in hoofdstuk 5. Institutionele beleggers worden belemmerd in hun beleggingsmogelijkheden wanneer de publieke aandelenmarkten minder diep en breed zijn. De publieke aandelenmarkten bieden institutionele beleggers dan minder mogelijkheden om efficiënt toegang te krijgen tot de best presterende en/of snel groeiende ondernemingen.

Kleine en middelgrote Nederlandse ondernemingen

70. Voor kleine en middelgrote Nederlandse ondernemingen, is de minder goed functionerende Nederlandse IPO-markt in beginsel ongunstig. Goed functionerende publieke aandelenmarkten kunnen een belangrijke bron zijn voor lange termijn financiering en het realiseren van het groeipotentieel voor ondernemingen. Dit geldt met name voor de middelgrote Nederlandse ondernemingen die minder gemakkelijk kapitaal kunnen verwerven op buitenlandse publieke aandelenmarkten.

71. Een minder goed functionerende IPO-markt beperkt de mogelijkheden voor het aantrekken van additioneel eigen vermogen. Dit terwijl aandelen/eigen vermogen een onderneming een zekere veerkracht in tijden van economische neergang kunnen geven. Wanneer de aandelenmarkt de intrinsieke behoefte van ondernemingen aan meer eigen vermogen om te groeien niet kan bevredigen, ontstaat er een *equity gap*.⁵⁵ Deze *equity gap* zal ertoe kunnen leiden dat kleinere ondernemingen, zeker die afhankelijk zijn van de Nederlandse kapitaalmarkt, ervoor opteren om (1) minder te investeren en te groeien of (2) meer schuldfinanciering en minder eigen vermogen te gebruiken om groei te financieren. Door *overbanking* wordt het risico op financiële problemen en zelfs insolventie in tijden van economische

⁵⁵ Europese Commissie 2013 I.

neergang groter.⁵⁶ De verwachting is dat er de komende tien jaar een dergelijke *equity gap* zou kunnen ontstaan.⁵⁷ Het is zaak dat te voorkomen.

⁵⁶ ASC-ESRB 2014.

⁵⁷ McKinsey 2011.

8. Conclusies en aanbevelingen

72. Eumedion constateert dat veel institutionele beleggers, (potentiële) beursondernemingen, banken, Euronext Amsterdam en particuliere beleggers rationale en duidelijke redenen hebben om op de publieke aandelenmarkten geen voorkeursbehandeling te geven aan Nederlandse of Europese kleine en middelgrote beursondernemingen. De resultante daarvan is evenwel dat de Nederlandse publieke aandelenmarkt niet optimaal functioneert in haar functie als financieringsbron voor kleine en middelgrote Nederlandse ondernemingen en – spiegelbeeldig daaraan – in het bieden van meer opties aan beleggers om lange termijn rendementen te behalen. Daarmee heeft de publieke aandelenmarkt ingeboet aan belang voor de Nederlandse economie.

73. Verondersteld wordt wel dat wanneer Nederlandse institutionele beleggers meer investeren in de Nederlandse economie, dit een gunstig effect heeft op de werkgelegenheid en vervolgens ook op de vermogensopbouw en het dekkingsniveau van pensioenfondsen en andere institutionele beleggers. Deze veronderstelling lijkt van toepassing op initiatieven als de NII en de daaraan gerelateerde NHI, het MKB-financieringsfonds en het NL Ondernemingsfonds. Minder zeker is of de veronderstelling ook opgaat voor de beleggingen die door Nederlandse institutionele beleggers via de Nederlandse gereguleerde markt in beursondernemingen worden gedaan. Dit verdient nader onderzoek. Voorlopig lijkt het erop dat wanneer beursexploitanten specifieke prikkels geven aan het klimaat voor kleine en middelgrote ondernemingen er een positief effect kan ontstaan voor de lokale economie, zoals blijkt uit bevindingen van de OESO:

*Stock markets that provide significant economic incentives to support small companies and associated infrastructure in the aftermarket will create higher rates of capital formation that, in turn, will generate jobs, economic growth and tax receipts.*⁵⁸

74. Overwogen dient te worden om de aantrekkelijkheid van de publieke aandelenmarkt als alternatief voor groeifinanciering van Nederlandse ondernemingen, naast *private equity* en vreemd vermogensfinanciering, te vergroten. Dit kan de ontstane ruimte tussen private en publieke eigen vermogensfinanciering helpen verkleinen. De gereguleerde aandelenmarkt kan een passend platform zijn om te beantwoorden aan de behoeften van Nederlandse ondernemingen met de potentie van een *small- of midcap* om risicodragend kapitaal te verwerven en intrinsiek een goede omgeving te bieden om dat risicodragend kapitaal te verstrekken.

Daartoe doen wij de volgende aanbevelingen.

I. Informatie en dialoog

75. De informatie- en communicatievoorziening rondom IPO's dient zodanig te worden ingericht dat beursondernemingen niet onnodig worden belast en tegelijkertijd potentiële beleggers voldoende en

⁵⁸ OECD 2013 I.

zorgvuldig de gelegenheid wordt geboden om vertrouwd te raken met de nieuwe beursonderneming. De informatie-asymmetrie tussen beursondernemingen en beleggers dient daarbij zo gering mogelijk te zijn.

- Het bestuur van de toekomstige beursonderneming doet er verstandig aan vroegtijdig, ten minste een jaar voor de IPO, een dialoog te ontwikkelen met een aantal beleggers met een lange termijn beleggingshorizon. Na beursnotering dient deze dialoog te worden gecontinueerd en waar mogelijk uitgebreid.
- Probeer de tijd dat institutionele beleggers zich kunnen voorbereiden op een IPO wat te verlengen door te bevorderen dat het zogeheten registratiedocument (onderdeel van het prospectus) vooruitlopend op de formele lancering van de IPO te publiceren, zodat zij bij *road shows* goede feedback kunnen geven aan de onderneming voordat de *price range* wordt vastgesteld. De verrichtingsnota (*securities note*) kan dan later worden gepubliceerd.⁵⁹
- Zorg dat er bij *road shows*, naast documentatie en research gerelateerd aan het begeleidende syndicaat, research beschikbaar is van onafhankelijke analisten en bij voorkeur ook *credit rating agencies* beschikbaar is.
- Onderzoek kritisch en integraal de voordelen (o.m. in termen van drempelverlaging voor ondernemingen) en nadelen (o.m. in termen van verlies aan beleggersbescherming) van het voorstel om kleinere, nieuwe beursondernemingen de mogelijkheid te bieden om de beperkte (SME-)variant van het internationale boekhoudsysteem IFRS te gebruiken gedurende de eerste jaren van de notering.⁶⁰

II. Verlaag de kosten van een IPO

76. Hoewel de kosten van een IPO, in vergelijking met andere markten, op de Amsterdamse aandelenmarkt wellicht niet buitensporig zijn, meent Eumedion dat een kleine beursonderneming die naar schatting 8,7% van het bruto opgehaald kapitaal aan IPO-kosten kwijt is buitensporig wordt aangeslagen.⁶¹ De kosten bestaan voornamelijk uit de *listing fee* aan Euronext Amsterdam, *underwriting fees* aan banken en *fees* aan adviseurs (accountants, zakenbankiers en advocaten). In absolute zin zijn de kosten afhankelijk van een aantal factoren, waaronder de omvang van de marktkapitalisatie, de omvang van de onderneming, de aard van de onderneming, de complexiteit van de transactie en de breedte van de distributie. De *fees* aan *underwriters* en adviseurs bestaan vaak uit een vast deel en variabel deel. Teneinde de kosten proportioneel en transparanter te maken, en daarmee de IPO-markt aantrekkelijker te maken, verdient het aanbeveling dat:

- Euronext Amsterdam, de *underwriters* en de adviseurs hun verdienmodellen aanpassen voor IPO's van kleinere beursondernemingen te verlagen zodat de kosten van een IPO omlaag kunnen en de Nederlands publieke aandelenmarkt toegankelijker wordt voor Nederlandse ondernemingen.
- De toekenning van het variabele gedeelte van de vergoeding nadrukkelijk wordt gebaseerd op criteria die het succes van de IPO na de *listing* reflecteren zoals: de stabiliteit van de beurskoers van de

⁵⁹ Art. 5:15 Wft.

⁶⁰ Suggestie van ESMA-voorzitter Steven Maijor, Eumedion Symposium, 8 november 2013.

⁶¹ KPMG 2013, ESMA SMSG 2012.

nieuwe onderneming, de mate waarin stabiele lange termijn aandeelhouders zijn 'ingestapt', de kwaliteit van het prospectus en van de overige documentatie in de ogen van beleggers.

- In het prospectus dient op gedifferentieerde wijze transparant te worden gemaakt welke *feeafspraken* zijn gemaakt met de *underwriters*, de adviseurs en Euronext Amsterdam, inclusief de toepasselijke criteria en maximumhoogte voor de variabele delen van de vergoeding.

Wanneer de IPO-kosten verlaagd worden, zal ook de vanuit beleggingsbescherming 'dubieuze sluitroute' van de *reverse listing* (bijvoorbeeld de beursgang van Inverko N.V. via de overname van de bestaande notering van Vivenda Media Groep) minder aantrekkelijk worden.

III. Gunstiger fiscale behandeling

77. De volgende fiscale prikkels kunnen worden overwogen om de publieke aandelenmarkt voor Nederlandse ondernemingen aantrekkelijker te maken:

- Tracht de fiscale behandeling van vreemd vermogen (aftrekbaarheid van rente) ten opzichte van eigen vermogen, dat geen vergelijkbare aftrekposten, kent beter in evenwicht te krijgen. Budgetneutraliteit dient daarbij het uitgangspunt te zijn.⁶²
- Verlaag de drempel voor de deelnemingsvrijstelling op termijn naar 3%, welke daarmee in lijn komt met de omvang waarbij beleggers hun aandelenbelangen dienen te openbaren.
- Als de *Financial Transaction Tax* zou worden ingevoerd, waarvan Eumedion geen voorstander is⁶³, zou overwogen kunnen worden transacties in aandelen van beursondernemingen met een marktkapitalisatie van \leq € 1 miljard vrij te stellen.

IV. Wegnemen onnodige belemmeringen regelgeving

78. Ingezet dient te worden op een aanpassing van Solvency II zodat beleggen door verzekeraars in aandelen van beursondernemingen weer aantrekkelijker wordt. Bij de lopende herziening van het FTK-kader en van de nieuwe Europese pensioenrichtlijn dient (geconcentreerd) beleggen door pensioenfondsen in aandelen van beursondernemingen niet te worden ontmoedigd maar juist gestimuleerd en minder complex te worden gemaakt.

V. Verhoging liquiditeit van aandelen van kleine en middelgrote beursondernemingen

79. Liquiditeit van het aandeel is voor een beursonderneming en haar potentiële aandeelhouders belangrijk. De liquiditeit van aandelen in kleine en middelgrote beursgenoteerde ondernemingen zou bevorderd kunnen worden door een of meer aantrekkelijke sectorindices te introduceren, al dan niet in Europees verband. Gedacht kan worden aan een sectoren die relatief sterk vertegenwoordigd zijn in de Nederlandse economie, zoals agrifood, water, *life science/health care* en duurzaamheid. Als binnen deze sectoren eenmaal voldoende massa ontstaat kunnen vanzelf meer lokale ondernemingen en beleggers worden aangetrokken.

⁶² ASC-ESRB 2014, Europese Commissie 2013 II.

⁶³ Zie de gezamenlijk brief die Eumedion op 11 januari 2012, samen met de Pensioenfederatie, het Verbond van Verzekeraars en DUFAS, aan de minister van Financiën zond inzake het richtlijnvoorstel betreffende de invoering van een belasting op financiële transacties.

VI. Bevorderen betrokken aandeelhouderschap

80. Veel pensioenfondsen en institutionele beleggers beheren grote delen van de aan hen toevertrouwde vermogens, om redenen van kostenefficiëntie, op passieve wijze. Wanneer zij evenmin betrokkenheid tonen bij de ondernemingen waarin wordt belegd, schuilt het gevaar dat er te weinig actieve beleggers overblijven die individuele beursondernemingen kritisch analyseren, hetgeen nodig is om de aandelenmarkt als zodanig efficiënt te houden. Betrokken aandeelhouderschap kan hier uitkomst bieden. Institutionele beleggers met een lange termijn beleggingshorizon zouden meer kunnen inzetten op betrokken en goed geïnformeerd aandeelhouderschap bij Nederlandse ondernemingen, ook wanneer dat middelgrote en kleinere beursondernemingen betreft.⁶⁴ Steeds meer institutionele beleggers zijn bereid de dialoog met beursondernemingen waarin zij investeren aan te gaan en ontwikkelen daarvoor een engagementbeleid. De Europese Commissie heeft betrokken aandeelhouderschap met het recente richtlijnvoorstel tot wijziging van de richtlijn aandeelhoudersrechten tot speerpunt van haar beleid gemaakt.⁶⁵ Beursondernemingen zouden werkelijke betrokkenheid van aandeelhouders kunnen stimuleren door beleggers goed te informeren (zie punt 1) en te investeren in directe relaties met institutionele beleggers. Een robuust en voorspelbaar distributiebeleid (in het bijzonder dividend) is daarbij een belangrijke factor. Een aantal institutionele beleggers zet reeds specifiek in op betrokken aandeelhouderschap bij middelgrote en kleinere beursondernemingen. Sommige institutionele beleggers hebben daarnaast gelden vrijgemaakt om specifiek, geconcentreerd te beleggen in (Europese) middelgrote en kleinere beursondernemingen.

VII. Actieve benadering door Euronext Amsterdam en andere relevante partijen

81. Euronext Amsterdam doet er verstandig aan, eventueel samen met betrokken ministeries en toezichthouders, een effectieve strategie te ontwikkelen om Nederlandse ondernemingen waarvan aandelen nog niet in Amsterdam zijn genoteerd, met de potentie van een *small-* of een *midcap*, actief te benaderen voor de optie om via een notering op de Amsterdamse aandelenmarkt risicodragend kapitaal aan te trekken.⁶⁶ De Canadese en de Poolse markt, die relatief veel IPO's van kleine en middelgrote beursondernemingen kennen, bieden mogelijk goede aanknopingspunten. De strategie dient zich ook uit te strekken tot ondernemingen die (in eerste instantie) een relatief lage marktkapitalisatie zullen meebrengen. Aandacht dient ook uit te gaan naar de Nederlandse ondernemingen met hoofdnotering buiten Nederland. Een aantal van hen zou overtuigd kunnen worden om de overstap te maken naar de Amsterdamse aandelenmarkt.

⁶⁴ Barton & Wiseman 2014.

⁶⁵ Voorstel van de Europese Commissie van 9 april 2014 tot voor aanpassing Europese richtlijn aandeelhoudersrechten (COM (2014) 213 final).

⁶⁶ Het in 2013 opgerichte Enternext lijkt een goede eerste stap, maar blijkt vooralsnog vooral succesvol in andere markten dan Amsterdam.

Appendix I. Samenstelling werkgroep

Rients Abma (Directeur Eumedion), voorzitter

Willem Beltman (Company Secretary AEGON)

Kris Douma (Hoofd Responsible Investment en Governance MN)

Marc Hutten (Senior Portfolio manager aandelen Syntrus Achmea)

Herman Kleeven (Hoofd Focus Equities Portfolio Management APG Asset Management)

Felix Lanthers (Hoofd Long-Term Equity Strategy PGGM)

Elbert Rodenburg (Executive Vice President Investment Services Robeco)

Holger Weeda (Hoofd Dutch Equity BNP Paribas Investment Partners)

Wouter Kuijpers (Senior Legal Counsel Eumedion), secretaris

Martijn Bos (Beleidsmedewerker Verslaggeving en Audit Eumedion)

Appendix II. Geraadpleegde bronnen

Advisory Scientific Committee of the European Systemic Risk Board, 'Is Europe Overbanked?', June 2014 (ASC-ESRB 2014).

Association of British Insurers, 'Encouraging Equity investment, Facilitation of Efficient Equity Capital Raising in the UK Market' (ABI 2013).

B. Bootsma & S. Hijink, De beurs-nv in den vreemde (The Foreign Listed Dutch Company) IvO/ICFG Working Paper, januari 2014 (Bootsma & Hijink 2014).

D. Barton & M. Wiseman, 'Focusing capital on the long term; big investors have obligation to end the plague of short-termism', Harvard Business Review, January-February 2014, p. 46-54 (Bartman & Wiseman 2014).

K. Cools, *The Eclipse of the Public Corporation*, presentatie tijdens het Eumedion symposium d.d. 5 november 2013, beschikbaar via www.eumedion.nl (Cools 2013).

S. Celik and M. Isaksson, 'Institutional Investors as Owners, Who are they and what do they do?', OECD Corporate Governance Working Paper nr. 11, November 2013 (OECD 2013 II).

Coeurdacier, N. and H. Rey, 'Home bias in open economy financial macroeconomics', NBER Working Paper, December 2011.(Coeurdacier & Rey 2011).

De Nederlandsche Bank, Jaarverslag 2013 (DNB 2014).

De Nederlandsche Bank, DNB Bulletin, 'Huishoudens bouwen hun effectenportefeuille af', 31 oktober 2013 (DNB 2013).

The Economist, 'Why some businesses choose multiple corporate citizenships', 22 February 2014 (The Economist 2014).

The Economist, 'The endangered public company, The rise and fall of a great invention, and why it matters', 19 mei 2012 (The Economist 2012).

EFAMA: Asset Management in Europe: Facts and Figures, June 2013 (EFAMA 2013).

European Financial Reporting Advisory Group, 'The use of information by capital providers', December 2013 (EFRAG 2013).

ESMA: Securities and Markets Stakeholder Group – Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding, October 2012, (ESMA SMSG .2012)

European Commission's Communication on the long term financing of the European economy (COM(2014) 168 final) (European Commission 2014)

European Commission, GREEN PAPER LONG-TERM FINANCING OF THE EUROPEAN ECONOMY', COM(2013) 150 final, March 2013 (Europese Commissie 2013 I).

European COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, 25 March 2013, 'Long-Term Financing of the European Economy', SWD(2013) 76 final, (Europese Commissie 2013 II).

EuropeanIssuers, 'What EU quoted companies want from financial markets as users', Position paper, December 2012 (European Issuers 2012).

EY, Global IPO trends Q4 2013 (EY 2013).

Federation of European Securities Exchanges (FESE), 'Share ownership structure in Europe' (FESE 2008).

Het Financieele Dagblad, 'De beurs is geen koekjesfabriek', 17 april 2014.

Het Financieele Dagblad, 'Het Nederlands midden en kleinbedrijf moet rechts leren rijden', 26 april 2014.

Het Financieele Dagblad, 'Soepeler beursregime helpt mee', 19 maart 2014.

Het Financieele Dagblad, 'Beursgang ABN AMRO kan 400 mln kosten', 28 maart 2013.

M. Fratscher, 'Financial market integration in Europe: on the effects of emu on stock markets', *International Journal of Finance and Economics*, 2002, Vol 7, 165–193 (Fratscher 2002)

Kay Review, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making*, Department for Business, Innovation & Skills, London, (Kay Review 2012).

Kim, S. and D. Murphy, "The impact of high-frequency trading on stock market liquidity measures", <http://ssrn.com/abstract=2278428> (Kim & Murphy 2013).

KPMG Financial Services, 'Het belang van de Amsterdamse beurs voor de Nederlandse economie', juni 2013 (KPMG 2013).

McKinsey Global Institute: 'Investing in growth: Europe's next challenge', December 2012 (McKinsey 2012).

McKinsey Global Institute: 'The emerging equity gap: Growth and stability in the new investor landscape', December 2011 (McKinsey 2011).

Miljoenennota 2013 (kamerstukken II, 2012/13, 33 400, nr. 1, p. 48-49).

Ministerie van Economische Zaken, Advies van de expertgroep bedrijfsfinanciering, 'Naar een gezonde basis: bedrijfsfinanciering na de crisis', juni 2011. (Min. EZ 2011).

Alex Otto, 'Exit Alternext', column in Het Financieele Dagblad 14 april 2014.

PwC, IPO Watch Europe Survey Q4 (PWC 2013).

G. Rubbaniy, 'Investment behavior of institutional investors', proefschrift, mei 2013, terug te vinden via: (<http://repub.eur.nl/res/pub/40068/EPS2013284F%26A9789058923363.pdf>) (Rubbaniy 2013)

D. Schoenmaker & T. Bos, 'Is the home bias in equities and bonds declining in Europe?', *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 5, Issue 4, 2008 (Schoenmaker & Bos 2008)

Press release of EuropeanIssuers, the European Private Equity and Venture Capital Association and the Federation of European Securities Exchanges, of 17 March 2013, 'New industry task force to propose solutions for Europe's IPO revival'.

Verbond van verzekeraars, position paper 'Investeren in Nederland', februari 2013 (Verbond van verzekeraars 2013).

J. Wilcox and S. Calvaglia, 'International Investing. The Dutch Investor's Perspective', *Journal of Investing*, (Wilcox, & Cavaglia 1997).

W.F.C. Verschoor, De rol van "Home Bias" in het beleggingsgedrag van Nederlandse pensioenfondsen', *VBAbeleggingsprofessionals*, 2012, nr. 110 (Verschoor 2012).

D. Weild, E. Kim, L. Newport, 'Making Stock Markets Work to Support Economic Growth, implication for governments, regulators, stock exchanges, corporate issuers and their investors', *OECD Corporate Governance Working Paper nr. 10*, April 2013 (OECD 2013 I).
