

POSITION PAPER

BETROKKEN AANDEELHOUDERSCHAP

Vastgesteld op 12 maart 2010

1. Aanleiding

In de afgelopen tijd heeft het debat over de rol van aandeelhouders in het systeem van corporate governance een nieuwe wending genomen. Kort na het verschijnen van de Nederlandse corporate governance code in 2003 en na de wettelijke versterking van de positie van de aandeelhouder in 2004 lag de nadruk op het stimuleren van de gebruikmaking van de nieuwe rechten door aandeelhouders. De versterking van de positie van de aandeelhouder was volgens de Commissie Tabaksblat en de wetgever destijds een noodzakelijke voorwaarde om de *checks and balances* binnen beursvennootschappen te verbeteren. Na het optreden van enkele zogenoemde activistische aandeelhouders bij een aantal Nederlandse beursvennootschappen, gaat de discussie thans vooral over de wijze waarop aandeelhouders met hun rechten omgaan. Momenteel worden aandeelhouders meer en meer gewezen op hun plichten. De regering heeft het in dit kader over een 'herijking' van de positie van de aandeelhouder¹, terwijl de Monitoring Commissie Corporate Governance Code spreekt van het 'burgerschap' van de aandeelhouder². Vanuit de gedachte dat zij het merendeel van de aandelen van de Nederlandse beursvennootschappen houden en andermans geld beheren, wordt vooral van institutionele beleggers³ een grotere verantwoordelijkheid verwacht.

De kritische blik op de rol van de aandeelhouder is versterkt door de financiële crisis. Een veelgehoord punt in de maatschappelijke kritiek is dat aandeelhouders hun zeggenschapsrechten soms hebben aangewend om bestuurders van beursvennootschappen onder druk te zetten zich vooral te richten op het behalen van korte termijnresultaten, waardoor de uitvoering van een op lange termijn gerichte strategie wordt bemoeilijkt. Tegelijkertijd wordt soms ook beweerd dat aandeelhouders beslissingen die door het bestuur worden genomen onvoldoende tegen het licht hebben gehouden en dat zij tevens het bestuur onvoldoende verantwoordelijk hebben gehouden voor de geleverde prestaties. Vanuit het

¹ 'Werken aan toekomst', een aanvullend beleidsakkoord bij 'samen werken, samen leven', 25 maart 2009.

² Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Eerste rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, december 2009.

³ In dit document worden institutionele beleggers gedefinieerd als pensioenfondsen, vermogensbeheerders, beheerders van beleggingsinstellingen en verzekeringsmaatschappijen, die 'traditioneel' beleggen (in de zin dat zij in de regel niet *short* gaan (ofwel: *long only*) en niet een 'gebeurtenisgedreven' (*event driven*) strategie voeren).

bedrijfsleven en de politiek klinkt de roep om instrumenten waarmee institutionele beleggers zouden kunnen worden bewogen de aandelen voor langere tijd te houden. Dit type beleggers, gekarakteriseerd door hun lange termijn beleggingsfilosofie, zou in hun optiek de stabiliteit van de aandeelhoudersbasis kunnen bevorderen en (mede daardoor) de lange termijnbinding tussen institutionele beleggers en de vennootschap kunnen vergroten⁴.

Dit *position paper* bevat de visie van Eumedion⁵ op bovenstaande discussie. Bij het opstellen van de visie is vooral (doch niet uitsluitend) geput uit de analyse in het in opdracht van Eumedion opgestelde onderzoeksrapport 'Rol institutionele beleggers in relatie tot bestuur en commissarissen; Een driehoeksverhouding' van prof. dr. A.G.Z. Kemna en prof. dr. E.L.H.M. van de Loo (hierna: Kemna en Van de Loo)⁶. Tevens wordt ingegaan op de in dat rapport gepresenteerde aanbevelingen voor institutionele beleggers.

2. Samenvatting en aanbevelingen

Institutionele beleggers hebben een lange termijn beleggingsfilosofie. Dit is echter niet synoniem met het houden van de aandelen in bepaalde vennootschappen voor lange termijn. Institutionele beleggers hebben een verantwoordelijkheid jegens hun cliënten en de eindbegunstigden. Een institutionele belegger kan bijvoorbeeld in conflict komen met zijn verantwoordelijkheid wanneer hij de aandelen van een bepaalde vennootschap zou blijven houden, terwijl de marktwaardering van de betreffende vennootschap veel hoger is dan de waardering die de betreffende belegger de vennootschap toekent of wanneer de strategie van de vennootschap niet meer in overeenstemming is met de beleggingsstrategie van de institutionele belegger.

In navolging van de constatering van Kemna en Van de Loo (p. 21 van het onderzoeksrapport) is "het allerbelangrijkste bij lange termijn betrokken aandeelhouders vertrouwen [...] in:

- de lange termijn strategie van de onderneming,
- de mate waarop het bestuur in staat is dit te realiseren,
- de wijze waarop en de regelmaat waarmee het bestuur hierover communiceert,
- de wijze waarop commissarissen het bestuur hierin kunnen steunen en controleren,
- de betrokkenheid van de institutionele beleggers in dit geheel.

De wijze waarop lange termijn betrokken aandeelhouderschap succesvol kan zijn vraagt een veel intensievere relatie tussen de institutionele beleggers, bestuur en commissarissen. Dat betekent een forse investering in tijd en geld van alle participanten." Toegespitst op institutionele beleggers is Eumedion derhalve van mening dat de nadruk in het maatschappelijke debat niet zozeer zou moeten liggen op het stimuleren van het voor *langere termijn* aanhouden van aandelen, maar op het stimuleren van *betrokken* aandeelhouderschap door institutionele beleggers. Onder betrokken aandeelhouderschap wordt in dit *paper* (minimaal) verstaan het uitoefenen van het stemrecht

⁴ Hierdoor zou ook de vermeende kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen voor (vijandige) overnames kunnen verminderen.

⁵ De deelnemers van Eumedion zijn institutionele beleggers zoals gedefinieerd in voetnoot 3.

⁶ Het onderzoeksrapport is als bijlage bijgevoegd en is tevens te downloaden via:
http://www.eumedion.nl/page/downloads/Onderzoeksrapport_DEF_III.pdf.

verbonden aan de aandelen tijdens aandeelhoudersvergaderingen en/of het voeren van een dialoog met de leiding van een beursvennootschap zowel binnen als buiten de aandeelhoudersvergadering, waardoor daadwerkelijk tot uitdrukking komt dat de verschaffer van eigen vermogen zich betrokken toont bij het (financiële) reilen en zeilen van de vennootschap.

In dit *paper* worden daarvoor de volgende concrete aanbevelingen aan *institutionele beleggers* gedaan:

1. Substantiële investeringen in personeel en opleiding dan wel het - op basis van het eigen geformuleerde beleid op het terrein van ESG - mandateren van een externe vermogensbeheerder om als betrokken aandeelhouder op te treden;
2. Integratie van 'ESG' factoren in het beleggingsproces;
3. Bereidheid tot samenwerking met andere institutionele beleggers;
4. De bezoldiging van fondsmanagers meer koppelen aan de lange termijn en aan de belangen van de cliënt en de eindbegunstigden;
5. Mandaat voor langere termijn aan vermogensbeheerders, met daarin aandacht voor betrokken aandeelhouderschap;
6. Het opstellen van een interne regeling over omgang met verschillende belangen;
7. Het terughalen van uitgeleende aandelen wanneer belangrijke zaken op de agenda van de aandeelhoudersvergadering staan en openheid over zeggenschapsposities tijdens een dialoog met vennootschappen;

Van de *wetgever* wordt een faciliterende rol verwacht op met name de volgende punten:

1. Behoud van voldoende zeggenschapsrechten, waarbij de uitoefening daarvan niet buitenproportioneel mag worden bemoeilijkt;
2. Verduidelijking van de definitie "personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld" in het kader van de verplicht bodregeling (artikel 5:70 jo. artikel 1:1 Wft).

Van de *beursvennootschap* wordt vooral een open houding verwacht:

1. Goede corporate governance structuur en hoge mate van transparantie;
2. Bereidheid bij het bestuur en de raad van commissarissen om de dialoog met institutionele beleggers aan te gaan.

Tot slot zal *Eumedion* zelf de volgende acties ondernemen ter mogelijke stimulering van betrokken aandeelhouderschap:

1. Onderzoek naar vergroting betrokkenheid grote beleggers bij het selecteren van commissarissen;
2. Onderzoek naar de meerwaarde van het opstellen van een Nederlandse code voor institutionele beleggers. Hiervoor zal een werkgroep worden ingesteld, die in het najaar van 2010 zal rapporteren.

Eumedion is voornemens om op korte termijn met Eumedion-deelnemers en niet-deelnemers verschillende workshops te organiseren om de concrete aanbevelingen te bespreken.

In navolging van Kemna en Van de Loo benadrukt Eumedion met deze aanbevelingen dat het niet gaat om de invoering van allerlei nieuwe regels, wetgeving of compensatiemogelijkheden, maar veeleer om de bewustwording van de eigen en andermans rol en om een effectieve samenwerking tussen de partijen door o.a. een wijziging van het eigen gedrag.

De bovenstaande zaken worden in de hierna volgende paragrafen verder uitgewerkt.

3. De relatie tussen institutionele beleggers en hun begunstigden

Institutionele beleggers beleggen direct dan wel indirect⁷ voor rekening en risico van hun 'eindbegunstigden' (de pensioengerechtigden, de werknemers die pensioenpremie afdragen, de verzekeringsnemers, de participanten in beleggingsfondsen, etc.). Deze beleggers dienen derhalve prudent om te gaan met de hun toevertrouwde financiële middelen en daarover verantwoording af te leggen. In die zin zijn institutionele beleggers vergelijkbaar met beursvennootschappen. Beursvennootschappen ondernemen met andermans geld en dienen daarover verantwoording af te leggen. Ook de doelstellingen van beursvennootschappen en institutionele beleggers liggen min of meer in elkaars verlengde. Beursvennootschappen streven naar creatie van aandeelhouderswaarde op de lange termijn⁸ en institutionele beleggers streven veelal naar het behalen van een duurzaam, lange termijnrendement op hun beleggingen.

Net als bij beursvennootschappen is er ook bij institutionele beleggers een 'principaal-agent probleem', in de zin dat de doelstellingen van de fondsmanagers (de agenten) anders kunnen zijn dan die van de eindbegunstigden (de principalen). Pensioenpremiebetalers hebben bijvoorbeeld belang bij de realisatie van een aantrekkelijk rendement gerekend over een lange termijn. De fondsmanager kan daarentegen meer belang hebben bij het realiseren van een hoog rendement op korte termijn wanneer een groot deel van zijn bezoldiging dan wel promotiekansen afhangt van zijn beleggingsperformance berekend over een periode van één jaar. Volgens De Nederlandsche Bank (DNB) heeft dit zich in de voorbije jaren bij vermogensbeheerders daadwerkelijk voorgedaan:

"Met name bij Asset Management zijn het risico van de activiteit en de tijdshorizon voor het vaststellen van de variabele beloning onvoldoende in overeenstemming. Dit zou gezien de aard van de bedrijfsactiviteit die gericht is op de lange termijn waardeontwikkeling voor de hand liggen. Het risico bestaat dat dan zelfs wordt beloond voor prestaties die het bedrijfsresultaat voor de onderneming negatief kunnen beïnvloeden. Bovendien wordt de neiging om te focussen op de korte termijn niet gecorrigeerd. Uit het onderzoek blijkt echter dat de lange termijn beloning over het algemeen maar een klein percentage van de totale bonuspool vormt"⁹.

Daarbij komt dat de 'afstand' tussen fondsmanager en eindbegunstigde de afgelopen jaren over het algemeen groter is geworden. Zo was in het eerste kwartaal van 2009 ongeveer 93 procent van het Nederlandse pensioenvermogen extern belegd bij één of meerdere vermogensbeheerders; in 2001

⁷ Een directe relatie bestaat er tussen bijvoorbeeld een pensioenfonds en zijn eindbegunstigden (de deelnemers). Er is sprake van een indirecte relatie tussen institutionele belegger en eindbegunstigde wanneer bijvoorbeeld een pensioenfonds (in dit paper ook aangeduid als cliënt) zijn vermogen heeft uitbesteed aan een externe vermogensbeheerder.

⁸ Paragraaf 7 van de preambule van de Nederlandse corporate governance code.

⁹ DNB, "Naar een beheerst beloningsbeleid; Rapportage van het onderzoek naar de beloningssituatie bij Nederlandse financiële ondernemingen", september 2009 (bijlage bij kamerstukken II 2009/10, 31 371, nr. 254).

lag dit percentage nog onder de 50¹⁰. De gemiddelde duur van het mandaat dat een pensioenfonds (hierna ook aangeduid als 'cliënt') aan een vermogensbeheerder verleent is drie jaar¹¹. Mede op basis van de (financiële) performance (veelal aan de hand van de prestaties van de markt door middel van een *benchmark*) van de desbetreffende vermogensbeheerder in deze periode besluit het pensioenfonds of het mandaat wordt verlengd. Deze 'afrekeningstermijn' kan fondsmanagers een verdere prikkel geven om kortere termijn doelstellingen na te streven dan die van de eindbegunstigden. Daarbij komt dat door de schaalvergroting van veel institutionele beleggers de fondsmanager steeds verder af is komen te staan van zowel de cliënt en de eindbegunstigden als van de vennootschap waarvan aandelen wordt gehouden. Beleggingsbeslissingen zijn 'onpersoonlijk' of 'anoniem' geworden, waardoor de fondsmanager wordt geprikkeld zijn prestaties vooral af te meten aan de prestatie van 'zijn' fonds in vergelijking met de *benchmark*.

Mede door voornoemde factoren kan er bij fondsmanagers een prikkel ontstaan om beursvennootschappen te beoordelen op korte termijnperformance. Daarnaast kan de neiging bestaan om de performance van de institutionele belegger niet te veel te laten afwijken van de *benchmark* (het 'indexbeleggen'), zodat beleggingsbeslissingen worden genomen op basis van de samenstelling van een bepaalde *benchmark* in plaats van op de kwaliteit van de strategie dan wel waardering van de achterliggende onderneming. Deze bevindingen komen overeen met die van Kemna en Van de Loo (p. 7 en 9). In paragraaf 6.1 wordt een aantal mogelijkheden opgesomd om de neiging tot korte termijn gedrag te mitigeren.

4. Lange termijn beleggingsfilosofie institutionele beleggers niet synoniem voor lange termijn aandeelhouderschap

Ook indien de problemen die in paragraaf 3 zijn gesignaleerd kunnen worden gemitigeerd, betekent het hebben van een lange termijn beleggingsfilosofie – gericht op het behalen van duurzame, lange termijn financiële resultaten – niet dat institutionele beleggers ook onder alle omstandigheden de aandelen van een bepaalde vennootschap voor de lange termijn houden. Een dergelijke beslissing hangt vooral samen met de beleggingsvisie en –strategie van de institutionele belegger (zie box 1 hieronder voor verschillende beleggingsstrategieën). Indien de koersontwikkeling van een aandeel bijvoorbeeld dusdanig is dat de onderwaardering van het aandeel is opgeheven, dan bestaat de kans dat een fondsmanager het betreffende aandeel verkoopt in het belang van het waarborgen van voldoende resultaten op de lange termijn. Dat kan ook gebeuren indien het betreffende aandeel uit de *benchmark* wordt verwijderd die de betreffende institutionele belegger volgt. Daarnaast kan de fondsmanager besluiten een aandeel te verkopen wanneer het bestuur van de betreffende vennootschap een strategiewijziging doorvoert die niet het vertrouwen wekt van de betreffende

¹⁰ Cijfers van Bureau Bosch. Het kan daarbij gaan om zowel de uitbesteding van een deel van het vermogensbeheer aan één of meerdere externe partijen als om de uitbesteding van alle aspecten van vermogensbeheer (zoals de beleidsvoorbereiding, de beoordeling van het beleggingsbeleid en het risicobeheer) aan een enkele beheerder (de 'fiduciare beheerder'). Deze fiduciare beheerder kan vervolgens weer (een deel van) het vermogensbeheer uitbesteden aan één of meerdere externe vermogensbeheerders. Zie hierover ook de Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer, *Pensioen: "Onzekere zekerheid"*, Onderzoek in opdracht van het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 19 januari 2010, p. 44.

¹¹ R. van Tilburg, "Finance for Innovation; Policy options for improving the financial component of the Dutch innovation system"; Study commissioned by the Dutch Advisory Council on Science and Technology Policy, 2009.

fondsmanager. Er zijn, kortom, verschillende redenen om aandelen van een individuele vennootschap tussentijds van de hand te doen, ook al belegt een institutionele belegger in principe voor de lange termijn.

Box 1: Beleggingsstrategieën van institutionele beleggers

Institutionele beleggers kunnen, net als andere beleggers, verschillende redenen hebben om aandelen van een bepaalde vennootschap te houden. Grofweg kunnen voor institutionele beleggers de volgende overwegingen worden onderscheiden:

- de strategie van de betreffende vennootschap en de daaruit voortvloeiende winstgevendheid ('*growth* belegging');
- de vermeende onderwaardering van het aandeel ('*value* belegging');
- gunstige vooruitzichten op de groei van de vennootschap (mede gelet op de strategie en de kwaliteit van het bestuur en toezicht), terwijl de huidige waardering van het aandeel beneden de intrinsieke waarde ligt ('groei tegen redelijke prijs belegging' of *growth at reasonable price* (GARP));
- de opname van het betreffende aandeel in een bepaalde index ('index- of passieve belegging').

Een bijzondere situatie doet zich voor wanneer op de aandelen van de vennootschap een openbaar bod wordt uitgebracht. Indien dit bod de steun heeft van het bestuur van de doelvennootschap en de overnameprijs de intrinsieke waarde van de vennootschap weerspiegelt, heeft een op de lange termijn georiënteerde aandeelhouder weinig meer te zoeken in de vennootschap omdat de continuïteit van de betreffende vennootschap zelf onzeker is geworden. De posities kunnen op een dergelijk moment ook snel worden afgebouwd, waardoor de betreffende vennootschap andersoortige aandeelhouders aantrekt (bijvoorbeeld speciale '*event driven*' beleggers – gericht op de korte termijn). Ook indien het bestuur van de doelvennootschap geen medewerking verleent aan het bod ('vijandige situatie'), moet de belegger een eigen afweging maken om het aandeel te houden, ter beurse te verkopen of aan de (vijandige) bieder te verkopen. Indien het bod (veel) hoger ligt dan de waardering die de institutionele belegger aan de vennootschap toekent, is het maar de vraag of de institutionele belegger niet handelt in strijd met zijn verantwoordelijkheid jegens zijn eindbegunstigden als hij zijn aandelen *niet* aanbiedt aan deze bieder dan wel indien hij niet reeds ter beurse zijn aandelen verkoopt wanneer de beurskoers reeds de overnameprijs weerspiegelt¹².

Gelet op het bovenstaande is Eumedion van mening dat de nadruk in het maatschappelijke debat niet zou moeten liggen op het stimuleren van het voor *langere termijn* aanhouden van aandelen, maar op het stimuleren van *betrokken* aandeelhouderschap door institutionele beleggers. Dit wordt in de volgende paragraaf verder onderbouwd.

5. Betrokken aandeelhouderschap en de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers

Zoals in paragraaf 3 is opgemerkt, hebben institutionele beleggers een verantwoordelijkheid om prudent om te gaan met de hun toevertrouwde middelen – veelal gericht op het behalen van een duurzaam, lange termijnrendement – en te handelen conform de wensen van de eindbegunstigde of cliënt. Onderdeel van deze verantwoordelijkheid is het maken van een kosten-batenanalyse van de eventuele gebruikmaking van de stemrechten verbonden aan de aandelen en/of het al dan niet in

¹² Dit laat onverlet dat het bestuur de aandeelhouders kan overtuigen van zijn eventuele standpunt dat de biedprijs (sterk) onder de intrinsieke waarde van het aandeel ligt.

dialogo treden met de beursvennootschappen waarvan aandelen worden gehouden. Een institutionele belegger moet als het ware beoordelen in hoeverre betrokken aandeelhouderschap van belang kan zijn voor de realisatie van een duurzaam lange termijnrendement op de beleggingsportefeuille en/of overeenkomt met de wensen van de cliënten en/of de eindbegunstigden¹³. Betrokken aandeelhouderschap door de institutionele belegger wordt aldus in de eerste plaats gestimuleerd wanneer duidelijk is dat een dergelijke houding bijdraagt aan waardecreatie op lange termijn of het verkleinen van de risicopremie op aandelen. Dit zal vooral het geval zijn wanneer een institutionele belegger een relatief groot belang heeft in een individuele beursvennootschap. “Uit ervaringen met dit soort beleggingen blijkt dat het hebben en houden van een 5% belang zo omvangrijk is, dat betrokkenheid wel moet omdat er teveel vermogen op het spel staat”, aldus Kemna en Van de Loo in hun rapport (p. 25). Daarbij komt dat grotere pakketten minder liquide zijn en – zeker in het geval van kleinere beursvennootschappen – niet eenvoudig zonder koersverlies zijn te verkopen. Het ‘stemmen met de voeten’ is hierdoor minder goed mogelijk; wat resteert is de bescherming dan wel verhoging van de waarde van het aandelenpakket door betrokken aandeelhouderschap. In het geval van een gediversifieerd aandelenbezit zullen de positieve effecten van betrokken aandeelhouderschap vooral zichtbaar zijn wanneer institutionele beleggers meer gaan samenwerken. Het recente verleden heeft bewezen dat effectieve samenwerking tussen institutionele beleggers op verschillende terreinen tot veranderingen bij de grote beursvennootschappen kan leiden¹⁴. Betrokken aandeelhouderschap wordt in de tweede plaats gestimuleerd wanneer de cliënten (zoals pensioenfondsen) en de eindbegunstigden (een groter) belang hechten aan een dergelijke opstelling van de institutionele belegger. Een dergelijke *push* vanuit de cliënten en de eindbegunstigden kan worden beïnvloed door maatschappelijke actoren en de politiek. In paragraaf 7 wordt een aantal instrumenten besproken die betrokken aandeelhouderschap wellicht tevens kunnen stimuleren.

De belangen van institutionele beleggers en beursvennootschappen liggen in principe in elkaars verlengde: de vennootschap dient immers te streven naar de creatie van aandeelhouderswaarde op de lange termijn en de institutionele belegger veelal naar een duurzaam, lange termijn rendement. In die zin hebben zowel institutionele beleggers als beursvennootschappen baat bij het bevorderen van een verhouding van onderling vertrouwen en samenwerking, aangezien een dergelijke relatie het meest bijdraagt aan de realisatie van de gezamenlijke doelstelling. Een actieve houding van institutionele beleggers, gericht op het constructief samenwerken met beursvennootschappen op basis van onderling vertrouwen staat bekend als *stewardship*¹⁵ of rentmeesterschap.

Vanzelfsprekend zijn institutionele beleggers bij betrokken aandeelhouderschap gebonden aan de relevante wet- en regelgeving. Zo hebben aandeelhouders, en dus ook institutionele beleggers, binnen het Nederlandse vennootschapsrecht uitsluitend controlerende en geen koersbepalende

¹³ Zie ook Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer, *op.cit.*, p. 14.

¹⁴ Zie o.a. de Eumedion-evaluaties van de aandeelhoudersvergaderingseizoenen 2008 en 2009 (www.eumedion.nl). Eumedion is het daarom ook niet eens met aanbeveling van Kemna en Van de Loo om de aandacht in eerste instantie te focussen op het invoeren van lange termijn betrokken aandeelhouderschap op de kleinere en middelgrote beursvennootschappen (aanbeveling 14).

¹⁵ D. Walker, *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities; Final recommendations*, 26 november 2009.

bevoegdheden ten aanzien van de strategie en het beleid van de vennootschap. Dit laatste is aan het bestuur en de raad van commissarissen. Daarnaast heeft een institutionele belegger niet in alle gevallen volledige vrijheid om zijn stemgedrag te bepalen. De uitoefening van rechten en bevoegdheden kan namelijk worden getoetst aan de gedragsnorm van de redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW). In zijn algemeenheid geldt hierbij dat hoe groter het belang is dat een aandeelhouder in de vennootschap houdt, des te groter is zijn verantwoordelijkheid jegens de betreffende vennootschap, de minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen¹⁶.

6. Randvoorwaarden voor betrokken aandeelhouderschap door institutionele beleggers

Zoals uit paragraaf 5 naar voren komt, kan betrokken aandeelhouderschap door institutionele beleggers een uitvloeisel zijn van hun verantwoordelijkheid jegens hun eindbegunstigden en cliënten. Een institutionele belegger kan een dergelijke rol slechts vervullen indien aan een aantal voorwaarden is voldaan. Een aantal van deze voorwaarden kan worden vervuld door de institutionele belegger zelf (zie ook paragraaf 3); voor andere is hij afhankelijk van de wetgever en van de beursvennootschap. Hieronder wordt daarop ingegaan.

6.1 Kenmerken van institutionele beleggers als betrokken aandeelhouder

a. Substantiële investeringen van de institutionele belegger in personeel en opleiding

Wil een institutionele belegger serieuze invulling geven aan betrokken aandeelhouderschap, dan is hiervoor in de eerste plaats nodig dat de belegger investeert in kennis en personeel om de vennootschappen waarin wordt belegd goed te kunnen analyseren. Op in ieder geval de punten strategie, risicomanagement, de kwaliteit van bestuur en raad van commissarissen en zaken op het terrein van milieu- en sociaal beleid en governance ('ESG') moet voldoende kennis aanwezig zijn om een volwaardige en professionele gesprekspartner te kunnen zijn voor de betreffende vennootschappen. Dit vergt ook dat de personen die namens de institutionele beleggers met de bestuurders en commissarissen van de vennootschap spreken, voldoende senioriteit hebben en de gesprekken goed voorbereiden. Eumedion kan de aanbevelingen van Kemna en Van de Loo op dit punt (aanbevelingen 9 en 11) daarom onderschrijven. Dit alles sluit niet uit dat een institutionele belegger, bijvoorbeeld een pensioenfonds, er (bijvoorbeeld uit kosten- en capaciteitsoverwegingen) voor kan kiezen een andere institutionele belegger, bijvoorbeeld een externe vermogensbeheerder, op basis van zijn eigen beleid op het terrein van ESG te mandateren om voor hem als betrokken aandeelhouder op te treden. Daarnaast komt het voor dat pensioenfondsen uitsluitend beleggen in beleggingsfondsen. Het ligt in dat geval in de rede dat pensioenfondsen bij de keuze voor beleggingsfondsen zich ervan vergewissen dat het 'ESG-beleid' van deze beleggingsfondsen in lijn is met het eigen 'ESG-beleid'.

¹⁶ HR 13 februari 1942 (Baus/De Koedoe), NJ 1942, 360; Hof Amsterdam (Ondernemingskamer), 8 oktober 1998 (Zwagerman), JOR 1998, 167; Hof Amsterdam (Ondernemingskamer), 30 november 2000 (Zwagerman), JOR 2001, 4; Hof Amsterdam (Ondernemingskamer), 22 maart 2001 (Rodamco North America), JOR 2001, 130.

b. Integratie 'ESG' factoren in beleggingsproces

Het analyseren van de vennootschap vergt een geïntegreerde aanpak door de institutionele belegger. Dat wil zeggen dat naast rendementsoverwegingen ook relevante 'ESG'-factoren worden geïntegreerd in beleggingsbeslissingen door de fondsmanagers. Dergelijke factoren kunnen immers van invloed zijn op het rendementsrisicoprofiel. Daarnaast dienen beursvennootschappen op grond van de Nederlandse corporate governance code aandacht te besteden aan de voor de vennootschap "relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen" en wordt van aandeelhouders verwacht de dialoog hierover met de ondernemingsleiding te starten of te versterken¹⁷. Ook voor de betreffende vennootschap heeft een geïntegreerde aanpak voordelen. Uit het rapport van Kemna en Van de Loo blijkt namelijk dat het los van elkaar opereren van fondsmanagers en governanceteams binnen dezelfde vermogensbeheerder als één van de grootste ergernissen bij beursvennootschappen wordt ervaren (toelichting op aanbeveling 8).

c. Bereidheid tot samenwerking met andere institutionele beleggers

Betrokken aandeelhouderschap houdt ook in dat de institutionele belegger in contact treedt met collega-beleggers. Een institutionele belegger zal van tijd tot tijd zijn visie willen spiegelen aan die van een collega-belegger. Daarnaast zullen institutionele beleggers in voorkomende gevallen een gezamenlijk standpunt willen bepalen, zodat zij eerder consensus kunnen bereiken met, en indien nodig sterker staan tegenover, de ondernemingsleiding. Samenwerking tussen institutionele beleggers, al dan niet in formeel verband, kan de effectiviteit van de controlerende functie van aandeelhouders vergroten. Bij dergelijke samenwerking dient wel goed de grens van de zgn. 'acting in concert'-regelgeving in het oog te worden gehouden; bij acting in concert kunnen extra, wettelijke transparantieregels gelden dan wel kan de verplichting ontstaan om minderheidsaandeelhouders een exitmogelijkheid te bieden door middel van het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen. Zie paragraaf 6.2, onderdeel c.

d. De bezoldiging van fondsmanagers meer koppelen aan de lange termijn en aan de belangen van de cliënt en de eindbegunstigden

De prikkel voor een fondsmanager om beursvennootschappen te beoordelen op vooral de korte termijnperformance kan worden verkleind door het leggen van meer nadruk op de lange termijn in de bezoldigingsstructuren van fondsmanagers. Daarnaast zouden de prestaties van fondsmanagers niet uitsluitend moeten worden getoetst aan de hand van de prestaties van de markt door middel van een benchmark op de korte termijn. De belangen van de cliënt en de eindbegunstigden zouden uitdrukkelijk moeten worden meegewogen. De creatie van *partnerships* (waarbij de fondsmanager voor een langere periode deelneemt in het fonds dat hij beheert) zou mogelijk uitkomst kunnen bieden, aangezien de lange termijnbelangen van een fondsmanager dan gelijk lopen met de lange termijn doelen van de cliënt en de eindbegunstigden.

¹⁷ Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 29, p. 14.

e. Mandaat voor langere termijn aan vermogensbeheerders

Om de korte termijn prikkel van fondsmanagers verder te mitigeren is het van belang dat de mandaten die door pensioenfondsbesturen aan vermogensbeheerders worden gegeven niet te kort zijn¹⁸.

Daarnaast is het aanbevelenswaardig dat pensioenfondsen betrokken aandeelhouderschap van hun externe vermogensbeheerder vragen (op basis van het eigen ESG-beleid), dat de vermogensbeheerder over de uitvoering hiervan periodiek rapporteert en dat dit in het mandaat wordt opgenomen¹⁹.

f. Een interne regeling over omgang met verschillende belangen

Betrokken aandeelhouderschap kan worden belemmerd wanneer een institutionele belegger verschillende (waaronder mogelijk tegenstrijdige) belangen heeft met betrekking tot een vennootschap dan alleen zijn aandeelhoudersbelang. Dit kan zich bijvoorbeeld voordoen in de situatie dat de betreffende belegger ook financiële producten (zoals verzekeringen) aanbiedt aan de vennootschap of wanneer een bestuurslid van de institutionele belegger zelf ook een bestuurs- of toezichhoudende functie heeft bij de betreffende vennootschap. Ook kan een institutionele belegger aandelen van een vennootschap houden die 'sponsor' is van de betreffende institutionele belegger of wanneer de institutionele belegger gelieerd is aan de vennootschap waarop een bod is uitgebracht.

Binnen een institutionele belegger kunnen zich ook verschillende belangen voordoen. Dit kan bijvoorbeeld zo zijn wanneer de betreffende belegger niet alleen aandelen van de vennootschap houdt, maar ook obligaties. De belangen tussen obligatie- en aandeelhouder hoeven niet altijd parallel te lopen. Daarnaast kan het voorkomen dat de belegger in het geval van een openbaar bod aandelen heeft in zowel de bieder als de doelvennootschap of wanneer de belegger gelieerd is aan een *private equity* fonds dat een bod uitbrengt op de vennootschap waarvan de belegger aandeelhouder is. Het is zaak dat institutionele beleggers procedures hebben voor de manier waarop wordt gehandeld in het geval zich verschillende of tegenstrijdige belangen aandienen. In ieder geval dienen de cliënten in voorkomende situaties op de hoogte te zijn van het zich kunnen voordoen van andere belangen dan enkel een aandeelhoudersbelang tussen institutionele belegger en de vennootschap.

g. Het terughalen van uitgeleende aandelen wanneer belangrijke zaken op de agenda van de aandeelhoudersvergadering staan en openheid over zeggenschapsposities tijdens een dialoog met vennootschappen

Het komt geregeld voor dat institutionele beleggers (een deel van hun) aandelen juridisch overdragen aan een partij die om verschillende redenen deze aandelen op korte termijn moet leveren. De 'inlener' verplicht zich tegelijkertijd om op een later tijdstip een gelijk aantal van dezelfde aandelen terug te leveren, onder de betaling van een 'leenvergoeding'. Betrokken aandeelhouderschap kan door deze

¹⁸ Hetgeen niet wegneemt dat pensioenfondsbesturen de externe vermogensbeheerders aan een continue monitoring onderwerpen op basis van uitgebreide en adequate rapportages; zie Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer, *op.cit.*, p. 45.

¹⁹ Het International Corporate Governance Network (ICGN) bereidt momenteel *guidance* voor om 'ESG' en betrokken aandeelhouderschap te verankeren in een mandaat aan vermogensbeheerders. De publicatie van deze *guidance* is voorzien voor juni 2010.

securities lending worden belemmerd. De uitlenende partij, veelal een institutionele belegger, is namelijk niet in juridische zin eigenaar van de aandelen; hij kan zo lang de aandelen zijn uitgeleend niet stemmen op de aandelen. De aandelen kunnen in juridische zin worden gehouden door bijvoorbeeld een hedgefonds dat een ander doel met de vennootschap nastreeft dan de institutionele belegger die economisch eigenaar is. Het verdient daarom aanbeveling dat institutionele beleggers voor de registratiedatum waarop wordt bepaald welke partij stemgerechtigd is in een aandeelhoudersvergadering de uitgeleende aandelen hebben teruggehaald, zeker in de situatie dat er belangrijke of controversiële zaken op de agenda van de aandeelhoudersvergadering staan. Daarnaast verdient het aanbeveling dat in de overeenkomsten tussen uitlenende en inlenende partij de bepaling wordt opgenomen dat niet is toegestaan dat de aandelen uitsluitend worden 'gebruikt' om het stemrecht op deze aandelen uit te oefenen. In het geval een institutionele belegger buiten de aandeelhoudersvergadering om over bepaalde onderwerpen in dialoog is met de vennootschap, is het aan te raden om, op verzoek van de vennootschap, bij de vennootschap transparant te maken wat zijn totale positie (omvang van juridische en economische belang) is.

h. Onderzoek naar de meerwaarde van het opstellen van een code voor betrokken aandeelhouderschap

Nederlandse pensioenfondsen, levensverzekeraars en beleggingsinstellingen zijn op grond van de Wet op het financieel toezicht (Wft) wettelijk verplicht via het zogenoemde 'pas toe of leg uit'-beginsel verantwoording af te leggen over de naleving van de twee principes en zes *best practice* bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code die (mede) zijn gericht tot institutionele beleggers. In het Verenigd Koninkrijk is recentelijk een aparte code voor institutionele beleggers opgesteld, waarin meer specifieke principes voor betrokken aandeelhouderschap zijn opgenomen²⁰. Hierdoor kan de eindbegunstigde dan wel de partij die het mandaat aan de betreffende institutionele belegger geeft nagaan of hij actief is op het terrein van corporate governance en *engagement*. De Britse code beoogt de verantwoordelijkheden van institutionele beleggers te verduidelijken en kan behulpzaam zijn bij het opstellen van een mandaat voor een vermogensbeheerder. Eumedion zal op korte termijn een werkgroep instellen die zal onderzoeken of een specifieke code voor betrokken aandeelhouderschap door institutionele beleggers ook voor Nederland meerwaarde kan hebben en zo ja, hoe een dergelijke code eruit zou moeten zien. De werkgroep zal eind dit jaar zijn conclusies rapporteren aan het bestuur van Eumedion.

6.2 Een faciliterende rol van de wetgever

a. Aandelen met zeggenschapsrechten

Een eerste randvoorwaarde voor betrokken aandeelhouderschap is dat aan de aandelen ook daadwerkelijk proportionele zeggenschapsrechten zijn verbonden. In dit kader passen bij

²⁰ De Britse code voor institutionele beleggers kan worden gedownload via: <http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCCode161109.pdf>. De Financial Reporting Council houdt over deze code tot 16 april 2010 een consultatie. Een onderzoeksgroep onder leiding van RiskMetrics heeft de Europese Commissie in september 2009 geadviseerd de EU-lidstaten aan te moedigen een nationale gedragscode voor institutionele beleggers te ontwerpen (RiskMetrics, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 23 september 2009, p. 18). Het is nog niet bekend of de Europese Commissie deze aanbeveling overneemt.

beursvennootschappen in principe geen aandelen zonder stemrecht, stemrechtloze certificaten van aandelen en bijzondere zeggenschapsrechten voor bepaalde aandeelhouders (prioriteitsaandelen).

b. Voldoende zeggenschapsrechten

Wil aan betrokken aandeelhouderschap goed invulling kunnen worden gegeven, dan dient een aandeelhouder in het kader van de besluitvorming binnen de aandeelhoudersvergadering over een minimumaantal zeggenschapsrechten te beschikken, waaronder de mogelijkheid tot:

- benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen;
- goedkeuring van belangrijke bestuursbesluiten, zoals een wijziging van het karakter of identiteit van de vennootschap, een majeure overname en/of afsplitsing en de verkoop van vrijwel de gehele onderneming;
- goedkeuring van een statutenwijziging;
- goedkeuring om nieuwe aandelen uit te geven en om bestaande aandelen in te kopen;
- vaststelling van het bezoldigingsbeleid van het bestuur en goedkeuring van aandelen- en/of optieregelingen;
- het verzoeken tot de bijeenroeping van een (buitengewone) aandeelhoudersvergadering;
- het aandragen van onderwerpen voor de agenda van de aandeelhoudersvergadering.

Aan deze rechten dient niet te worden getornd. Daarenboven vindt Eumedion dat de uitoefening van deze rechten niet zodanig moet worden bemoeilijkt dat de rechten illusoir worden, zoals het stellen van hoge stem- en quorumvereisten (bijvoorbeeld het vereiste van een stemmeerderheid van 2/3 vertegenwoordigende de helft van het geplaatste kapitaal) om een bestuurder en/of commissaris te ontslaan of het stellen van een hoge kapitaaleis (bijvoorbeeld 3 procent van het geplaatste kapitaal) om het bestuur te verzoeken een onderwerp op de agenda van een aandeelhoudersvergadering te plaatsen. Dergelijke eisen zouden afbreuk doen aan de gewenste *checks and balances* binnen een beursvennootschap.

c. Het kunnen samenwerken door (institutionele) beleggers

Het samen optrekken met andere institutionele beleggers kan onder omstandigheden (zie paragraaf 6.1 onderdeel c) aanleiding geven tot de verplichting om een zeggenschapsmelding te doen in het geval een meldingsdrempel wordt overschreden dan wel om een openbaar bod op de aandelen van de vennootschap uit te brengen wanneer de partijen gezamenlijk ten minste 30 procent van de stemrechten vertegenwoordigen. Het is niet in alle gevallen duidelijk onder welke omstandigheden het overleggen en samenwerken tussen aandeelhouders overgaat in *acting in concert*, waardoor de hiervoor genoemde wettelijke regels gaan gelden. T.a.v. het doen van een (gezamenlijke) zeggenschapsmelding heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) op 20 november 2009 een leidraad gepubliceerd²¹. De AFM heeft duidelijk gemaakt dat van *acting in concert* geen sprake is wanneer de samenwerking ziet op de voorbereiding van één enkele algemene vergadering of ziet op de samenwerking t.a.v. de reguliere punten op de agenda van de algemene vergadering. Alleen in het geval institutionele beleggers meer dan één algemene vergadering samenwerken om de strategie van

²¹ http://www.afm.nl/marktpartijen/upl_documents/acting_in_concert_publicatietekst.pdf

de vennootschap te wijzigen en/of om gezamenlijk kandidaten voor het bestuur en/of raad van commissarissen voor te stellen kan sprake zijn van *acting in concert*. De problematiek die Kemna en Van de Loo bij aanbeveling 12 signaleren is daarmee deels opgelost. Wel bestaat nog steeds enige onduidelijkheid rond *acting in concert* in relatie tot het verplichte bod. De wetgever heeft aangekondigd om in de eerste helft van 2010 in een consultatiedocument te verduidelijken wat moet worden verstaan onder *acting in concert* in relatie tot het verplichte bod²². Eumedion vindt dat het ministerie van Financiën daarna spoedig dient over te gaan tot het wijzigen van de bestaande overnamewet- en regelgeving.

d. Het kunnen voeren van een dialoog met bestuur en raad van commissarissen

Betrokken aandeelhouderschap brengt de bereidheid tot dialoog met bestuur en raad van commissarissen met zich. In deze dialoog kunnen bestuur en raad van commissarissen hun strategie en beleid toelichten, terwijl institutionele beleggers hun visie op de zaken kunnen geven. Op die manier is veel meer sprake van een 'echte' dialoog dan tijdens de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering. Kemna en Van de Loo wijzen er op dat uitlatingen van de AFM in het verleden beursvennootschappen "kopschuw" hebben gemaakt om een dergelijke dialoog te voeren, zodat "geen sprake meer is van informatie-uitwisseling die nodig is om het vertrouwen te krijgen en te behouden" (p. 22). In een interview met één van haar bestuurders in twee dagbladen heeft de AFM de ergste kou uit de lucht gehaald:

"Volgens Maatman hoeven bedrijven bij een-op-eengesprekken niet bang te zijn voor de AFM, mits er geen koersgevoelige informatie wordt uitgewisseld. 'Luisteren naar je aandeelhouders mag altijd. En dan mag een bestuurder best wat terugzeggen.' Maatman raadt wel aan een goed gespreksverslag te maken. 'De tekst hoeft niet op internet te verschijnen en een bandopname is ook niet nodig.'" (Financieele Dagblad, 20 november 2009). "Dat neemt niet weg dat bestuurders heel behoedzaam moeten zijn bij het delen van koersgevoelige informatie. Je mag een aandeelhouder daar niet mee overvallen. En het moet noodzakelijk zijn." (De Telegraaf, 20 november 2009).

Deze uitspraken maken duidelijk dat ook de AFM van mening is dat een dialoog tussen aandeelhouders en vennootschappen kan bijdragen aan een beter begrip en herstel van het vertrouwen over en weer²³. De problematiek die in aanbeveling 11 van Kemna en Van de Loo is gesignaleerd, is hiermee grotendeels opgelost.

6.3 Een open houding van de beursvennootschap

a. Goede corporate governance structuur en hoge mate van transparantie

Betrokken aandeelhouderschap is onmogelijk zonder voldoende relevante informatie over het (financiële) reilen en zeilen van de vennootschap, de strategie, het risicomanagement en de corporate governance structuur. Van beursvennootschappen wordt derhalve verwacht dat zij voldoen aan de relevante wet- en regelgeving en dat zij de principes en *best practice* bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code zoveel mogelijk toepassen. Indien een bepaalde principe of *best practice* bepaling niet kan worden toegepast, wordt van een beursvennootschap verwacht dat zij hiervoor een

²² Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 33.

²³ Dit laat onverlet dat een institutionele belegger er ook voor kan kiezen op de voet van artikel 5:59 lid 5 Wft een overeenkomst tot geheimhouding met de ondernemingsleiding aan te gaan. Een institutionele belegger zal een dergelijke overeenkomst overigens niet lichtvaardig ondertekenen, aangezien een institutionele belegger dan niet meer mag handelen in de aandelen (en overige effecten) van de vennootschap waarop de voorwetenschap betrekking heeft. Een dergelijke handelsrestrictie kan (zeer) kostbaar zijn en strijdigheid opleveren met de door de institutionele beleggers gehanteerde beleggingsstrategie (zie ook paragraaf 4).

op de situatie van de vennootschap toegespitste verklaring geeft.

b. Bereidheid bij het bestuur om met institutionele beleggers de dialoog aan te gaan

Wil betrokken aandeelhouderschap effectief zijn, dan dient het bestuur open te staan voor het kennisnemen van de suggesties van institutionele beleggers over het reilen en zeilen van de vennootschap en om hierover overleg te voeren. Kemna en Van de Loo refereren hier ook aan in aanbeveling 13. Kemna en Van de Loo bevelen met name de bestuursvoorzitter en de *chief financial officer* aan om in het overleg met institutionele beleggers duidelijker over governance, risicomanagement en strategie te communiceren zonder externe toezichteisen te schenden. Daarnaast vinden Kemna en Van de Loo dat het bestuur permanent onderzoek moet doen naar de motieven van aandeelhoudersgroepen die aan- en met name verkopen doen in de aandelen van de vennootschap. Het bestuur zou in ieder geval bij elke serieuze exit van een grootaandeelhouder een exitgesprek moeten voeren (aanbeveling 4). Eumedion is het met deze aanbevelingen eens. Daarbij wil Eumedion tevens opmerken dat het bestuur open hoort te staan voor suggesties van potentiële beleggers teneinde hen te interesseren voor het houden van aandelen in de vennootschap.

c. Bereidheid bij de raad van commissarissen om de dialoog aan te gaan

Niet alleen het bestuur, maar ook de raad van commissarissen zou bereid moeten zijn de dialoog met institutionele beleggers aan te gaan. Volgens de jurisprudentie dient de raad van commissarissen een bemiddelende rol te spelen bij conflicten tussen aandeelhouders en het bestuur en dient de raad van commissarissen zich voldoende onafhankelijk van het bestuur op te stellen²⁴. Kemna en Van de Loo bevelen aan (aanbeveling 6) dat vooral de president-commissaris het aanspreekpunt is van institutionele beleggers en dat hij ook aanschuift bij een gesprek tussen institutionele beleggers en de bestuursvoorzitter om “te proeven wat er leeft onder deze aandeelhouders en ook zelf [te] zien hoe de CEO hierop reageert” (p. 18). De president-commissaris zou volgens Kemna en Van de Loo tevens minstens één keer per jaar apart met grootaandeelhouders moeten spreken, in het bijzonder met grootaandeelhouders die hun belang in dat jaar hebben verkocht (aanbeveling 7). Eumedion steunt deze aanbevelingen, en wil er tevens op wijzen dat in voorkomende situaties institutionele beleggers juist met andere leden van de raad van commissarissen willen spreken dan de president-commissaris, bijvoorbeeld indien het gesprek over het bezoldigingsbeleid gaat of over het functioneren van de president-commissaris²⁵. Daarnaast vindt Eumedion dat een president-commissaris onafhankelijk dient te zijn²⁶ en zijn jaarlijkse gesprekken niet dient te beperken tot *grootaandeelhouders*, maar ook hoort te spreken met de belangrijkste institutionele beleggers die een lange termijnfocus hebben en/of actief zijn op het terrein van ‘ESG’, hoe groot hun relatieve belangen ook zijn. De vennootschap dient hiertoe de raad van commissarissen de benodigde middelen ter beschikking te stellen om dit te organiseren.

²⁴ Hof Amsterdam (Ondernemingskamer), 17 januari 2007 (Stork), *JOR* 2007, 42 en Hof Amsterdam (Ondernemingskamer), 5 augustus 2009 (ASMI), *JOR* 2009, 254.

²⁵ In deze gevallen ligt het meer voor de hand dat de voorzitter van de remuneratiecommissie respectievelijk de vicevoorzitter van de raad van commissarissen het primaire aanspreekpunt voor institutionele beleggers is.

²⁶ In de zin van best practice bepaling III.2.2 van de Nederlandse corporate governance code (onafhankelijkheidscriteria commissarissen).

7. Kunnen instrumenten ter bevordering van lange termijnbeleggers behulpzaam zijn?

Betrokken aandeelhouderschap zou wellicht kunnen worden gestimuleerd wanneer beleggers deels worden gecompenseerd voor de kosten die zijn verbonden aan betrokken aandeelhouderschap. De kosten gaan immers ten laste van het financieel rendement. Bovendien kunnen de inspanningen van de actieve aandeelhouders vruchten afwerpen aan de 'inactieve' aandeelhouders. Dit *free rider*-probleem kan een rem zetten op betrokken aandeelhouderschap. Hieronder worden de voorstellen becommentarieerd die tevens in het rapport van Kemna en Van de Loo zijn genoemd, aangevuld met een ander voorstel dat Eumedion momenteel onderzoekt.

a. Loyaliteitsdividend en –stemrecht

In het kader van de bevordering van het lange termijnbeleggerschap worden loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht vaak genoemd als instrumenten. De gedachte hierachter is dat door het toekennen van extra dividend of extra stemrecht er een premie wordt gegeven op het voor langere termijn houden van aandelen en daarmee voor het zich binden aan de lange termijnstrategie van de vennootschap. Het is echter niet gezegd dat deze instrumenten het hierboven gesignaleerde *free rider*-probleem doen verminderen: 'niet betrokken' aandeelhouders strijken immers na een bepaalde termijn het extra dividend of stemrecht ook op. Met andere woorden: loyale aandeelhouders hoeven niet per se betrokken aandeelhouders te zijn. Kemna en Van de Loo merken in hun rapport wel terecht op dat geredeneerd vanuit de gedachte dat het wenselijk is de kosten voor betrokken aandeelhouderschap op een of andere manier te compenseren, "extra dividenden een directer voordeel [vormen] voor het rendement van de portefeuille dan extra stemrecht. Meer macht uit kunnen oefenen leidt niet direct tot meer rendement, extra dividend wel" (p. 24).

Aan beide instrumenten zijn echter nadelen verbonden. Zo zullen beleggingsbeslissingen door de betreffende aandeelhouders niet meer uitsluitend worden genomen op basis van de strategie en de waardering van de betreffende onderneming. Dit heeft een verstoring van de efficiëntie van de kapitaalmarkt tot gevolg. Daarnaast zijn de instrumenten gevoelig voor misbruik. Een ander belangrijk bezwaar is dat bij een werkelijk groot 'succes' van het instrumentarium de liquiditeit van het aandeel daalt en de volatiliteit van het aandeel toeneemt. Dit is zowel voor de vennootschap als voor de aandeelhouders geen gunstige ontwikkeling. Een belangrijk bezwaar voor institutionele beleggers is verder de doorbreking van het zogenoemde proportionaliteitsprincipe: het stem- en het dividendrecht dat aan een aandelenbelang in een beursvennootschap is verbonden dient proportioneel te zijn met de kapitaalbreng van het aandelenpakket. Institutionele beleggers met een internationale aandelenportefeuille achten het niet wenselijk wanneer aan dit principe zou worden getornd. Eumedion is derhalve geen voorstander van de introductie van loyaliteitsdividend of –stemrecht bij beursvennootschappen.

b. Het “verdiene” van stemrecht

Ook wordt de mogelijkheid geopperd om aandeelhouders pas stemrecht te geven na het verstrijken van een bepaalde periode. Deze ‘incubatieperiode’ kan verhinderen dat partijen die maar kort aandeelhouder zijn wel het lange termijnbeleid van de onderneming kunnen beïnvloeden. Deze partijen kunnen immers kort voor de stemregistratiedatum hun belang opbouwen en daags na die datum het aandeel weer verkopen. Aan het instrument zijn echter belangrijke nadelen verbonden. Zo leidt het instrument tot een ongelijke behandeling van aandeelhouders: “oude” aandeelhouders mogen wel meestemmen over de toekomst van de onderneming en “jonge” aandeelhouders niet, terwijl een besluit dat op de algemene vergadering wordt genomen ook de belangen van de “jonge” aandeelhouders kan raken. Verder leidt het instrument tot een administratieve rompslomp: het instrument vereist registratie van aandeelhouders en het bijhouden wie hoe lang het aandeel houdt. Daarnaast leidt dit instrument bij institutionele beleggers niet noodzakelijkerwijs tot betrokken aandeelhouderschap. Eumedion deelt derhalve de bezwaren van Kemna en Van de Loo ten aanzien van dit instrument.

c. Stemvergoeding

Een stemvergoeding is een bedrag(je) per aandeel dat aandeelhouders krijgen uitgekeerd als zij op de algemene vergadering zelf of via een vertegenwoordiger het stemrecht op de aandelen uitoefenen. De stemvergoeding is een duidelijk ‘compensatie-instrument’ voor één onderdeel van betrokken aandeelhouderschap: het stemmen op de algemene vergadering. Bijkomend voordeel is dat een institutionele belegger met het ontvangen van de stemvergoeding ook bevestigd krijgt dat hij heeft gestemd: bijschrijving op de bankrekening is een bewijs dat de stem ook daadwerkelijk in de aandeelhoudersvergadering is uitgebracht. Hiermee is niet gezegd dat met de stemvergoeding beleggers ook actief de dialoog (dus buiten het stemmen op de algemene vergadering) met de vennootschap zoeken en tijd en geld steken in het analyseren van de vennootschap. Bovendien is niet uitgesloten dat die aandeelhouders die nu geen gebruik maken van het stemrecht, maar vanwege de uitkering van een stemvergoeding toch willen stemmen, zullen kiezen voor het meest kostenefficiënte scenario van het inkopen van stemadviezen bij een stemadviesbureau en ‘blindelings’ stemmen op basis van deze adviezen. Eumedion deelt derhalve de sceptische houding van Kemna en Van de Loo ten aanzien van dit instrument ter bevordering van betrokken aandeelhouderschap. Dat neemt niet weg dat de onduidelijkheid over het ‘aankomen’ van de steminstructie zo spoedig mogelijk dient te worden opgelost. Eumedion is daarom nog steeds voorstander van Europese regelgeving ter bevordering van het grensoverschrijdend stemmen door aandeelhouders.

d. Prudentiële voorkeursbehandeling voor 5% belangen

Indien institutionele beleggers grotere belangen in individuele beursvennootschappen nemen, zal de prikkel toenemen om diepgaande analyses van de betreffende vennootschappen te maken, meer betrokken te zijn bij het reilen en zeilen van de betreffende vennootschappen en controlerende activiteiten te verrichten ter disciplineren van het bestuur (zie ook paragraaf 5). Om *pensioenfondsen* te stimuleren meer 5% belangen in Nederlandse beursvennootschappen te nemen, stellen Kemna en

Van de Loo voor deze beleggingen een “prudentiële voorkeursbehandeling” te geven. Binnen het Financieel Toetsingskader²⁷ (FTK) van DNB wordt dan het risico voor een portefeuille opgebouwd uit 5% belangen verlaagd ten opzichte van het risico op aandelen ‘algemeen’. Binnen het huidige FTK-model leidt het aanhouden van grotere belangen in individuele vennootschappen namelijk tot een groter concentratierisico aangezien de aandelenportefeuille van een pensioenfonds minder gediversifieerd raakt. Hierdoor zal de belegger een reserve in het eigen vermogen moeten aanhouden. Kemna en Van de Loo bevelen Eumedion aan om met DNB in overleg te treden “om de invulling van een [prudentiële] voorkeursbehandeling concreet gestalte te geven” (aanbeveling 16). Aangezien de aanbeveling specifiek ziet op regelgeving voor pensioenfondsen, ligt het volgens Eumedion meer in de rede dat individuele pensioenfondsen of hun koepels deze aanbeveling eerst in eigen kring bespreken.

e. Betrokkenheid van grote beleggers bij het selecteren van commissarissen

Wellicht nog belangrijker dan betrokken aandeelhouderschap is het organiseren van actief, deskundig en professioneel intern toezicht op het bestuur van de beursvennootschappen. Het onderzoeksrapport van Kemna en Van de Loo laat echter zien dat er nog steeds een vertrouwenskloof is tussen institutionele beleggers en raden van commissarissen over de kwaliteit van het toezicht. Eumedion onderzoekt momenteel of een meer rechtstreekse invloed van grote beleggers op de samenstelling van het toezichthoudend orgaan deze vertrouwenskloof kan verkleinen. In de praktijk heeft de aandeelhoudersvergadering, uitzonderingen daargelaten, momenteel nauwelijks enige rechtstreekse invloed op de personen die voor de raad van commissarissen (en het bestuur) worden gekandideerd en wanneer deze invloed wel wordt aangewend, wordt dit vanuit in ieder geval de grotere vennootschappen vaak als ‘vijandig’ gezien. Bovendien kan de ‘buitenwereld’ vraagtekens plaatsen bij de onafhankelijkheid van dergelijke commissarissen. Onderdeel van het Eumedion-onderzoek is de werking van het ‘Zweedse model’, waarin vertegenwoordigers van de twee tot vier grootste aandeelhouders zitting hebben in de benoemings- en selectiecommissie van een beursgenoteerde vennootschap. Bekeken wordt of via deze weg de belangrijkste aandeelhouders meer vertrouwen krijgen in het selecteren van de juiste personen en de vertrouwenskloof tussen aandeelhouders en de raad van commissarissen kan afnemen. Het mogelijk aandragen van ‘eigen’ personen door aandeelhouders wordt in een dergelijk model voor de vennootschap ook minder vijandig bejegend, omdat de voordrachten in gezamenlijkheid met de overige leden van de selectie- en benoemingscommissie (bestaande uit zittende commissarissen) worden gemaakt. Door het ‘ex ante’ versterken van vertrouwen tussen aandeelhouders en commissarissen, wordt wellicht de kans op langdurige conflicten tussen aandeelhouders en de ondernemingsleiding kleiner²⁸. Eumedion hoopt het onderzoek in het eerste halfjaar van 2010 te kunnen afronden.

²⁷ In het FTK zijn de wettelijke financiële eisen voor pensioenfondsen vastgelegd.

²⁸ Kemna en Van de Loo concluderen bijvoorbeeld in hun rapport dat “het enige serieuze contact [tussen raad van commissarissen en institutionele beleggers] doet zich voor in tijden van een conflict en dat leidt in het algemeen niet tot een langdurig duurzame relatie” (p. 9).