

'Free rider-gedrag komt nog te veel voor'

# Gevraagd:

het **Financieel**  
management





# actieve

# aandeelhouder

Institutionele beleggers wordt gevraagd om zich als aandeelhouder actiever op te stellen. Een wettelijke verplichting daartoe is zelfs aanstaande. Maar zullen de praktische hindernissen bij deze achilleshiel van het corporate governancegebouw worden overwonnen?

BERT BAKKER

Het kan verkeren. Amper tien jaar geleden ging de discussie over aandeelhouderszeggenschap in genoteerde bedrijven er nog over dat die te veel was uitgehold door beschermingsconstructies en het structuurvennootschapsmodel. Sinds 2003 hebben beleggers dankzij de code Tabaksblat formeel wel weer een rol, maar nu gaat de discussie erover dat ze hun invloed te weinig gebruiken.

‘Institutionele beleggers neem uw verantwoordelijkheid’, stond er boven een opiniestuk van Leen Paape en Hans Blommestein in het juni-nummer van ‘de Accountant’. Het is een oproep aan grote beleggers om, via hun macht als aandeelhouders, te zorgen voor de nodige disciplinerende werking.

## Nauwe banden

Leen Paape, verbonden aan de Rotterdamse Erasmus Universiteit en tot voor kort partner bij PricewaterhouseCoopers: “Institutionele beleggers moeten in ons aller belang druk op bestuurders uitoefenen. Onder druk wordt alles vloeibaar. Nu gebeurt dat nog te weinig. Wellicht doordat vennootschappelijk Nederland zo klein is. Er bestaat een gevoel van *don't rock the boat*. Met name de grotere ondernemingspensioenfondsen en de ondernemingen hebben nauwe banden, waarmee het niet erg voor de hand ligt om al te ferm van leer te trekken. Dat was vóór Tabaksblat zo, en ik denk dat het nu nog zo is.” Paape heeft wel hoop. De ervaring leert volgens hem dat buitenlandse investeerders heel anders met hun zeggenschap omgaan. “Ik denk dat de

*Frans Prins (OPF): ‘We hopen Financiën ervan te overtuigen dat er een vrijstelling van de rapportageplicht moet komen voor pensioenfondsen met een aandelenportefeuille van minder dan honderd miljoen euro.’*

wal het schip vanzelf zal keren. Ik zie overigens PGGM en ABP zich wat actiever gedragen maar de rest sukkelde daar nog achteraan.”

## Verplicht actief

‘Tabaksblat’ heeft natuurlijk voor een nieuw formeel kader gezorgd. De huidige discussie gaat feitelijk over hoe dat praktisch moet worden ingevuld. De gedachte achter de code is dat, wil het corporate governance-model echt werken, institutionele beleggers hun zeggenschap móeten gebruiken. Het is de andere kant van de medaille van de herwonnen invloed in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA): ze móeten inhoud geven aan hun fiduciaire verantwoordelijkheid. Dat wil zeggen: een actieve, constructieve rol spelen (in AVA’s) - ook buiten incidenten om. Bovendien is in de code bepaald dat ze transparant zullen zijn over ▶

FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

hun rol. Pensioenfondsen, verzekeraars en banken (dus ook beleggingsfondsen van banken) moeten volgens de code in hun jaarverslag rapporteren - in termen van *comply or explain* - over wat ze met hun stemrecht gedaan hebben. Ze werken ten slotte met kapitaal van anderen.

### Even schrikken

Maar aan die oproep tot stemmen en rapporteren wordt te weinig gehoor gegeven. Uit een onderzoek van de Monitoringcommissie Corporate Governance - de commissie Frijns - bleek dat zeven van de tien de ondervraagde institutionele beleggers niet actief gebruikmaken van hun stemrecht, en vier van de tien niet rapporteren of ze van hun stemrecht gebruikmaken, en hoe. Het verzuim blijkt zich vooral te concentreren bij kleinere instellingen.

Het PvdA-Kamerlid Kris Douma stelde er op 21 juni 2006 vragen over aan minister van Financiën Gerrit Zalm. Die antwoordde dat aanvankelijk met de eerder aangekondigde rapportageplicht was gewacht op EU-wetgeving, maar dat hij nu toch had besloten om die zelf in 2007 in te voeren, als onderdeel van de Wet financieel toezicht (Wft).

Dat was ineens even schrikken, althans voor een

deel van de beleggersgemeenschap. Een wet is minder vrijblijvend dan een code. Het Financieele Dagblad plaatste op 27 juni 2006 een artikel waaruit de achtergronden van de weigerachtigheid bij institutionele beleggers duidelijk werden. Loek Sibbing, voorzitter van de koepelorganisatie van ondernemingspensioenfondsen OPF, noemde het formuleren van een eigen stembeleid en het rapporteren daarover in dat artikel "kostbaar en weinig zinvol" voor de kleinere fondsen. Een manager van een beleggingsfonds met een zeer actief beheerde portefeuille constateerde dat het ondoenlijk zou zijn om voor de talloze kleine belangen in diverse fondsen - die bovendien vaak kort word aangehouden - het stemrecht uit te oefenen.

### Achilleshiel

Vraag is natuurlijk of de opstellers van de code Tabaksblat niet hadden kunnen voorzien dat de animo onder beleggers om op AVA's van zich te laten horen gering zou zijn. De toonhoogte van de discussies van destijds over de (inderdaad) gefnuikte aandeelhoudersinvloed maskeerde het feit dat die - zelfs los van het *don't rock the boat*-motief - altijd al matig was.

Jean Frijns, voormalig directeur beleggingen bij

**Jean Frijns: 'Ik ga ervan uit dat de representatie groter wordt. Discussies in de geest van 'wat als niet' passen mij niet.'**

het ambtenarenpensioenfonds ABP en voorzitter van de eerdergenoemde Monitoringcommissie, erkent de praktische bezwaren die het OPF en andere beleggers opsommen volmondig. Desondanks steunt hij Zalms plan. "Er is de laatste jaren in Nederland, maar ook in omringende Europese landen, een governance-cultuur gecreëerd waarin, anders dan in de VS, niet zwaar extern toezicht voor de nodige checks and balances zorgt maar toezicht dat intern en ex-ante plaatsvindt in de Vergadering van Aandeelhouders. Maar daarmee is een goede opkomst tijdens AVA's tevens de achilleshiel van ons governance-systeem." Het model staat of valt dus met een goede representatie.

### Risico van machtsconcentratie

Actief aandeelhouderschap is voor een pensioenfonds niet zo simpel. Men belegt vaak rechtstreeks in tientallen bedrijven in binnen- en buitenland, en brengt daarnaast een deel van het fondsvermogen discretionair onder bij externe vermogensbeheerders. 'Spreiden' is het devies, dus indirect heeft men belangen in honderden, zo niet duizenden, bedrijven.

De stichting Eumedion biedt institutionele beleggers - Nederlandse maar ook enkele buitenlandse partijen zoals Hermes en Merrill Lynch - de mogelijkheid om, althans voor de in Nederland genoteerde bedrijven, hun aandeelhoudersrol inhoud te geven. De bijna vijftig aangesloten verdelen de dossiers onderling. Het huiswerk voor de AVA van bijvoorbeeld VNU, wordt door één van hen voorbereid en vervolgens onder het hele gezelschap verspreid. Wat komt op de aandeelhoudersvergadering aan bod? Waarover gaat gestemd worden? Welke keuzes zijn er?

Zo'n aanpak maakt het veel efficiënter, want het is onmogelijk om alle aandeelhoudersvergaderingen bij te wonen. Maar krijgt degene die bijvoorbeeld het dossier VNU voorbereidt niet erg veel invloed? Hij of zij legt accenten en laat eigen voorkeuren wellicht doorschemeren. Eumedion-directeur Riens

**Rients Abma (Eumedion):  
'Elke belegger houdt zijn eigen verantwoordelijkheid.'**

**Jaap Winter (De Brauw Blackstone Westbroek):  
'In Amerika besteden veel institutionele beleggers hun stemrecht uit aan ISS, maar kijken niet hoe ISS namens hen stemt.'**

Abma gelooft niet in zo'n machtsconcentratie. "Elke belegger houdt zijn eigen verantwoordelijkheid." Het komt veel voor dat degene die van een andere institutionele belegger volmacht heeft gekregen, een instructie krijgt als: stem op agendapunt 5 - in afwijking van de analyse - niet voor maar tegen. Jaap Winter daarentegen, partner bij het in

vennootschapsrecht gespecialiseerde advocatenkantoor De Brauw Blackstone Westbroek en hoogleraar internationaal ondernemingsrecht aan de Universiteit van Amsterdam, is er niet gerust op dat het uitbesteden van stemrecht zonder ongewenste bijverschijnselen blijft. "In Amerika opereert een commercieel shareholder services-bureau genaamd ISS - tevens moeder van het ook in Nederland gevestigde Deminor - dat door bedrijven zeer gevreesd is. Veel institutionele beleggers besteden hun stemrecht uit maar kijken niet al te precies hoe ISS namens hen stemt."

De implicatie van Winters opmerking is dat als uitbesteden van stemrecht ook in Nederland gewoonte wordt, er zich veel macht bij een beperkt aantal partijen kan concentreren. *Is dat erg?* Winter: "Als je op een veemarkt honderd boeren vraagt het gewicht van een koe te schatten, geeft niet één het juiste antwoord. Maar het gemiddelde van alle antwoorden benadert het juiste gewicht wel. Mogelijk verklaart dat waarom de markt, als het om koersvorming gaat, zo vaak gelijk heeft." Met andere woorden: in een markt - lees hier: aandeelhoudersvergadering - die door een klein aantal partijen wordt gedomineerd, ligt willekeur wellicht op de loer.



FOTO: SIMONE VAN ES

**Leen Paape (Erasmus Universiteit):** *‘Er bestaat een gevoel van don’t rock te boat. Ik denk dat de wal het schip vanzelf zal keren.’*

### Free rider-gedrag

Frijns is niet pessimistisch. Een hoopvolle ontwikkeling vindt hij het initiatief van een aantal Nederlandse institutionele beleggers om het voorbereiden van standpunten in AVA's efficiënter te maken door taken te verdelen. Dat gebeurt nu binnen de stichting Eumedion, (zie kader en pagina 30), waarbij behalve veertig Nederlandse pensioen- en beleggingsfondsen ook een handvol buitenlandse institutionele beleggers zijn aangesloten. Frijns' oude werkgever, het ABP, doet ook mee. Het feitelijk elektronisch stemmen bij buitenlandse bedrijven - zo'n negentig procent van het totale aandelenbezit - gebeurt door een externe serviceverlener conform de richtlijnen van het ABP. Dat is de manier, vindt Frijns. Maar er moeten ook nog veel problemen worden opgelost. Een daarvan is dat veel beleggers aandelen bij banken in depot hebben gegeven. Als custodians zijn ze de juridische, maar niet de economische eigenaar. "Daardoor is vaak onduidelijk bij wie het stemrecht ligt", zegt Frijns. Hij ziet ook nog veel technische mogelijkheden om de drempel voor participeren in de AVA te verlagen. Zoals online stemmen en een verdere verfijning van de mogelijkheden van proxy voting. Frijns: "Maar free rider-gedrag komt nog te veel voor. Beleggers dus die

*Een wettelijke rapportageplicht over stemgedrag betekent niet per se dat er ook gestemd gaat worden.*

denken: laat anderen al dat werk maar doen. Dat wil je tegengaan en mede daarom ben ik toch voor zo'n rapportageplicht."

### 'Niet opportuun'

Het is trouwens goed om te beseffen dat een wettelijke rapportageplicht over stemgedrag niet per se betekent dat er ook gestemd gaat worden. Veel aandelen zijn ondergebracht bij beleggingsfondsen. Veel van de beheerders daarvan kennen, anders dan particuliere beleggers, slechts een uiterst beperkt gevoel van loyaliteit jegens de bedrijven waarin ze beleggen. Voor hen is liquiditeit belangrijk. Ze werken binnen een beleggingsstijl: *growth of value, tech of high yield*, en ze doen actief aan sectorrotatie. Al naar gelang het macro-economisch weerbericht worden belangen in bedrijven ge- of verkocht. De mogelijkheid om via een AVA managers bij te sturen en zo een hoger rendement te halen speelt hoogstens bij fondsen die in kleine bedrijven, *small caps*, beleggen. Zodra de rapportageplicht er is, zal het merendeel wellicht dus slechts melden dat het niet opportuun werd gevonden om te gaan stemmen.

### Administratieve lasten

Frans Prins, directeur van OPF, de koepelorganisatie van meer dan 350 ondernemingspensioenfondsen die bij monde van voorzitter Sibbing protest aantekende tegen verplicht rapporteren voor de kleinere fondsen: "Pensioenfondsen kunnen zich iets meer een langetermijnvisie permitteren, maar de praktische bezwaren zijn herkenbaar." Suggesties dat pensioenfondsen geen zin hebben in de discussies die in hun achterban van premiebetalers kunnen ontstaan als 'hun' fonds een aanvechtbaar standpunt zou innemen in een AVA, wijst hij van de hand. Wel vrezen sommige fondsen dat openheid over stemgedrag potentieel schadelijk is voor het fondsrendement. Volgens Prins zijn pensioenfondsbesturen



FOTO: MARIA BROUWER

**Jean Frijns (Monitoringcommissie):** *‘Een goede opkomst tijdens AVA's is de achilleshiel van ons governance-systeem.’*

zich bewust van hun verantwoordelijkheid in het licht van corporate governance. "Men vreest alleen de administratieve en financiële lasten. Vooral de kleinste fondsen." We zijn daarom in gesprek met ambtenaren van het ministerie van Financiën en hopen hen ervan te overtuigen dat er een vrijstelling van de rapportageplicht moet komen voor pensioenfondsen met een aandelenportefeuille van minder dan honderd miljoen euro. Maar je zou ook kunnen denken aan een vrijstelling als het relatieve belang in een onderneming erg klein is, bijvoorbeeld een paar promille van het totale bedrijfskapitaal."

### Geen cynisme

Oud-belegger Frijns verzet zich tegen cynische en defaitistische suggesties dat het met dat activisme van aandeelhouders niets kan worden. Uit cijfers van Eumedion blijkt dat het percentage van het aandelenkapitaal dat tijdens een AVA is vertegenwoordigd, in Nederland erg laag is: gemiddeld slechts 36 procent. In Engeland is dat zestig procent en in de VS 85 procent. Er moet dus nog wel veel veranderen.

Wat zou het betekenen voor 'Tabaksblat' als de representatie niet fors omhooggaat?

Frijns: "Ik ga ervan uit dat die groter wordt. Discussies in de geest van 'wat als niet', passen mij niet." ■