

1. Inleiding

De afgelopen jaren wordt de aandeelhouder steeds vaker genoemd als belangrijke, nog teveel onzichtbare¹, pijler in de waarborging van *good governance*. De relatief passieve rol van aandeelhouders begon twee decennia terug in de Verenigde Staten te kenteren, naarmate aandelenbelangen van institutionele beleggers toenamen. Ondanks de grote verschillen tussen institutionele beleggers in beleggingsbeleid en beleggingsstrategieën, nam het belang van institutionele beleggers in de duizend grootste Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven toe van 46 procent in 1987 tot meer dan 73 procent in 2009.² In Nederland heeft zich het afgelopen decennium eenzelfde ontwikkeling voorgedaan.³ In 1995 was 22 procent van de aandelen van Nederlandse beursvennootschappen in handen van Nederlandse institutionele beleggers; 37 procent van de aandelen was in handen van het buitenland, een deel buitenlandse institutionele beleggers. In 2009 was het percentage institutionele beleggers, zowel binnenlands als buitenlands, opgelopen tot 84. Er is een groot verschil met de Verenigde Staten: Nederlandse institutionele beleggers zitten vooral in het buitenland, met een grote gediversifieerde mondiale beleggingsportefeuille. De aandelen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, met name van de zogenaamde *large caps*, zijn vooral in handen van buitenlandse institutionele beleggers. In paragraaf 2 gaan we in op de veranderende rol van de aandeelhouders. De toegenomen druk op de aandeelhouder vanuit wet- en regelgeving wordt behandeld in paragraaf 3. In paragraaf 4 beschrijven we de rol van de aandeelhouder in theorie. Wij staan in paragraaf 5 stil bij de vraag of de aandeelhouder in Nederlandse beursvennootschappen zijn verantwoordelijkheden in voldoende mate neemt. Dit brengt ons in paragraaf 6 tot de behandeling van vijf mythen rondom aandeelhouders en in paragraaf 7 tot enkele overwegingen omtrent de ideale aandeelhouder. Ten slotte sluiten wij in paragraaf 8 dit hoofdstuk af met wat overwegingen.

1 Mijntje Lückcrath-Rovers, 'De aandeelhouder zien we nog te weinig', *Legal Succes*, mei 2011.

2 John J. Madden, 'The Shifting Landscape of Corporate Governance, and Four Steps Boards Should Take in an Era of Shareholder Ascendancy', *Corporate Governance Report*, February 7, 2011, Vol. 14, No.2.

3 Marleen Janssen Groesbeek, 'Burgerbeleggers, verenigt u! Werken aan een echt goed pensioen', *Het Financieele Dagblad*, 9 april 2011.

2. Veranderende rol van aandeelhouders

De grotere belangen van institutionele beleggers als aandeelhouders in publieke ondernemingen en de corresponderende afnemende belangen van de historisch minder omvangrijke en minder invloedrijke particuliere aandeelhouders, heeft de discussie over de relatie tussen aandeelhouders en ondernemingen in het kader van corporate governance in een nieuw perspectief geplaatst.

Terwijl beleggingsstrategieën en beleggingsbeleid verschillen, afhankelijk van aard en oorsprong van de betreffende institutionele belegger, kunnen er volgens Madden⁴ een drietal ontwikkelingen worden waargenomen, die hebben bijgedragen aan de veranderende rol van deze specifieke groep aandeelhouders. Ten eerste is voor sommige institutionele beleggers de traditionele *Wall Street Rule*, te weten het verkopen van posities als men ontevreden is over de performance van de onderneming of het management, niet altijd een praktische of economisch interessante oplossing. Dit geldt voor beleggers die omvangrijke indexportefeuilles aanhouden, of lange termijnposities hebben die kostbaar zijn om te liquideren. In plaats daarvan werd *engagement* met bestuurders om governance issues of onderliggende performance issues te beïnvloeden, een aantrekkelijk alternatief. Betrokkenheid werd een alternatief voor het zogenaamde ‘stemmen met de voeten’.

Ten tweede begonnen activistische *hedge funds* strategieën te ontwikkelen, waarbij aandelenposities werden opgebouwd waarmee bestuurders onder druk werden gezet om veranderingen van strategische, operationele of andere aard door te voeren. Het doel van deze strategieën was het realiseren van een koerswinst op korte termijn. Betrokkenheid in deze context werd een business model op zichzelf.

Tenslotte ontwikkelde zich een nieuwe categorie beleggers, die op geen enkele wijze interesse hadden in het management of de operatie van een onderneming, omdat zij op technische data handelen op een *moment to moment* basis. Deze type aandeelhouders zagen juist niets in betrokkenheid, maar hebben wel bijgedragen aan de grote toename in de liquiditeit van sommige aandelen. In de Verenigde Staten nam de gemiddelde *stock turnover*⁵ van aandelen toe van 78 procent in 1999 naar meer dan 250 procent in 2009.

Betrokkenheid van institutionele beleggers leek dus op grond van voorgenoemde ontwikkelingen vooral een meer rendabel alternatief dan het ‘stemmen met de voeten’, of een rendementsgenerator gericht op koerswinsten op korte termijn. Tegelijkertijd nam de termijn dat aandelen gehouden werden door beleggers af, deels als gevolg van een nieuwe categorie beleggers, waaronder de zogenaamde *high frequency traders*,

4 John J. Madden, ‘The Shifting Landscape of Corporate Governance, and Four Steps Boards Should Take in an Era of Shareholder Ascendancy’, *Corporate Governance Report*, February 7, 2011, Vol. 14, No.2.

5 *Stock turnover* is het totaal aantal aandelen dat verhandeld wordt in een bepaalde periode gedeeld door het gemiddeld aantal uitstaande aandelen in die periode. Hoe hoger deze ratio, des te meer liquide is het aandeel van deze onderneming.

handelaren in aandelen op basis van zeer geavanceerde technologie en modellen, die met grote volumes in en uit ondernemingen stappen binnen een kort, soms zeer kort, tijdsbestek. Betrokkenheid lijkt dus op het eerste gezicht geen verantwoordelijkheid die institutionele beleggers vanuit een zeker ‘burgerschap’ wensen te nemen, maar eerst en vooral een motief om het rendement op beleggingen te verhogen.

3. Toegenomen druk op de aandeelhouder vanuit wet- en regelgeving

Naast deze rendement gedreven motieven van aandeelhouders om al dan niet betrokken te zijn bij ondernemingen, worden aandeelhouders de afgelopen tien jaar in toenemende mate in het publieke debat aangesproken op hun zogenaamde ‘verantwoordelijkheden’ als aandeelhouders in het kader van corporate governance. Het Enron schandaal in 2001 markeerde een begin van een tijdperk. Enron ging failliet doordat verliezen van het bedrijf verborgen waren voor de aandeelhouder. Het vertrouwen van aandeelhouders en andere belangengroepen werd hierdoor ernstig beschaamd. Om het vertrouwen te herstellen werden er wereldwijd regels opgesteld die meer eisen stelden aan de boekhouding van bedrijven en aan de manier waarop grote bedrijven geleid worden. De Amerikaanse Sarbanes-Oxley Act was de resultante.

Sinds 1990 was in het Verenigd Koninkrijk behoorlijk ondernemingsbestuur al een gewild discussie onderwerp na een serie financiële schandalen.⁶ In 1992 verscheen het bekende Cadbury-rapport waarin een Code of Best Practice is opgenomen, die zich richt op de structuur en de verantwoordelijkheid van de *board of directors*. Stemrechten zouden door institutionele beleggers moeten worden bezien als een recht waarvan aandeelhouders meer gebruik zouden moeten maken. Aanleiding voor het samenstellen van de Cadbury-commissie was ook in het Verenigd Koninkrijk, het afgenomen vertrouwen van beleggers in beursvennootschappen ingegeven door het feit dat op papier ‘gezonde’ ondernemingen binnen korte tijd failliet gingen. De Nederlandse variant hierop was het rapport van de Commissie Peters. De Commissie Peters heeft specifiek de verzwakte positie van aandeelhouders in Nederland in het licht van beschermingsconstructies erkend en pleitte voor een heroverweging van hun positie.

De principes van het Cadbury-rapport uit 1992 werden in 1994 opgenomen in de Listing Rules van de London Stock Exchange, waarbij werd bepaald dat, indien beursvennootschappen de principes niet wensten na te leven, zij aan de aandelenmarkten moesten uitleggen waarom niet (*comply or explain*). In navolging op de Cadbury Code, volgden in 1995 het Greenbury Report, met name gericht op *executive compensation*, en het Hampel Report in 1998, waarin werd voorgesteld om de Cadbury en Greenbury principes te consolideren in de zogenaamde Combined Code.

⁶ Ruud A.M. Pruijm, ‘Behoorlijk ondernemingsbestuur: lessen uit de boekhoudschandalen’, Assen, Koninklijke Van Gorcum, 2003

In de Combined Code (Section D en E) werden niet alleen bestuurders meer gewezen op hun verantwoordelijkheid voor het voeren van een dialoog met aandeelhouders en het gebruik van de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: algemene vergadering) om te communiceren met aandeelhouders en hun participatie in dit orgaan te vergroten. Ook institutionele beleggers werden op hun eigen verantwoordelijkheden in deze aangesproken. De rol van institutionele beleggers werd door Paul Myners kritisch beschouwd in maart 2009. Myners, tot 2010 de Financial Services Secretary voor het Ministerie van Financiën in het Verenigd Koninkrijk voor de Labour Government van Gordon Brown en opsteller van de Myners' Principles for Pension Scheme Investments, noemde institutionele beleggers de *absentee landlords*. Volgens Myners leidt het niet-betrokken zijn van institutionele beleggers tot ondernemingen zonder eigenaar met bestuurders die niet verantwoordelijk kunnen worden gehouden en bestuursorganen die 'als een bezetene tekeer gaan'.

De Walker Review, tenslotte, was gericht op de bancaire sector en vloeide rechtstreeks voort uit de problemen in de financiële sector, maar kwam eind 2009 met algemene aanbevelingen. Deze aanbevelingen waren een nadere invulling van best practices gericht op het monitoren van beursvennootschappen, het voeren van dialoog met bestuursorganen en het stemmen op de algemene vergadering. Het was de eerste formele gedragscode voor beleggers, opgesteld op nationaal niveau. Het zette nieuwe standaarden voor institutionele beleggers ten aanzien van transparantie. Interessant is dat deze code zicht richt op institutionele beleggers '*that choose to engage as part of their investment strategy*'. Deze formulering impliceert dat institutionele beleggers allereerst de keuze maken, of betrokkenheid onderdeel uitmaakt van hun beleggingsstrategie. De vraag of een institutionele belegger een expliciete keuze heeft gemaakt om een betrokken aandeelhouder te zijn, zou in het debat over betrokken aandeelhouderschap vaker mogen worden gesteld. In 2010 leidde deze Walker Review tot een separate Stewardship Code en tot een herziene versie van de UK Corporate Governance Code. Hiermee is het Verenigd Koninkrijk koploper geworden in de zelfregulering gericht op institutionele beleggers.

In Nederland is de focus op aandeelhouders in regelgeving voor het eerst zichtbaar in de Code Tabaksblad. In navolging op de aanbevelingen van de Commissie Peters werd op 9 december 2003 door de toenmalige Commissie Tabaksblad de Nederlandse Corporate Governance Code (Code Tabaksblad) gepresenteerd. De Code Tabaksblad trad in werking op 1 januari 2004 en kende een wettelijke verankering in de Wet op het financieel toezicht. De verantwoordelijkheden toebedeeld aan institutionele beleggers waren met name gericht op het feit dat zij via de algemene vergadering, de onderneming dienden aan te spreken op niet-naleving van de code bepalingen. De Code Tabaksblad was tenslotte een gedragscode gericht aan beursgenoteerde ondernemingen. De Code Tabaksblad is per 1 januari 2009 vervangen door de aangepaste Nederlandse Corporate Governance Code (de 'Code') die op 10 december 2008 door de Commissie Frijns is gepresenteerd. In deze herziene versie zijn de aandeelhoudersverantwoordelijkheden wederom uitgebreid. Naast het publiceren over

stembeleid en uitvoering van dit beleid door institutionele beleggers ten behoeve van hun achterliggende begunstigen, zijn drie aanvullende best-practice bepalingen opgenomen waarmee nadere invulling wordt gegeven aan het redelijkheid en billijkheid principe en het voeren van een constructieve dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouders. Deze bepalingen betreffen het hanteren van een redelijke responstermijn, het stemmen naar eigen inzicht en het toelichten van agendapunten op de algemene vergadering en beantwoorden van vragen voor zover nodig.

In 2010 werd het debat rondom aandeelhoudersbetrokkenheid opnieuw in het publieke domein onder de loep genomen. In zijn eerste interview sinds zijn aanstelling als de nieuwe Eurocommissaris⁷ zegt Michel Barnier dat de Europese Unie een uitgebreid onderzoek zal doen naar aandeelhoudersbetrokkenheid, omdat de politieke druk op betere corporate governance verder reikt dan de het Verenigd Koninkrijk. Hij merkte op dat veel aandeelhouders handelen op basis van een korte termijn perspectief in plaats van met de lange termijn levensvatbaarheid van de onderneming waarin zij belangen houden in gedachten. Hij stelt dat de rol en verantwoordelijkheden van aandeelhouders heroverwogen dienen te worden, evenals de werkwijze van *risk committees*, de effectiviteit van interne en externe audits en de beloning van bestuurders.

Myners reageerde hierop door te stellen dat beleggers en ondernemingen voor de keuze staan tussen betere *stewardship* of meer regelgeving. Hij zei hierover:

'The more we can rely on good governance at the level of the board of directors and effective shareholder engagement, the less we will have to depend on regulation. To put that the other way around, if we conclude that governance and stewardship are deficient, that vacuum will have to be filled by regulation.'

Ook in Nederland is drs. Jos Streppel, voorzitter van de Monitoring Commissie Corporate Governance, van mening dat aandeelhouders dankzij nieuwe wetgeving steeds meer macht hebben gekregen, maar dat zij zich nog onvoldoende rekenschap geven van de verplichtingen die daarbij komen kijken.⁸

Kortom, de aandeelhouder wordt in de Nederlandse wetgeving en zelfregulerende kaders (primair de Nederlandse Corporate Governance Code), als ook in andere nationale regulerings- en zelfreguleringsinitiatieven gezien als een van de drie belangrijke pijlers ter waarborging van *good governance* van ondernemingen. Aandeelhouders, in het bijzonder institutionele beleggers, worden in dit kader keer op keer gewezen op aandeelhoudersverantwoordelijkheden. Diverse initiatieven, geïnitieerd in het Verenigd Koninkrijk, maar inmiddels ook in Nederland⁹, zijn gericht op het geven van meer richting aan aandeelhouders bij de invulling van deze rol.

7 William Hutchings, 'Barnier calls shareholders to account', *Financial News*, 29 March 2010.

8 Laura van Baars, 'Aandeelhouders verzaken plichten die bij macht horen', *Trouw*, 22 december 2009.

9 Eumedion best practices voor betrokken aandeelhouderschap, 30 juni 2011, www.eumedion.nl.

Bestuurders besturen, commissarissen houden namens de aandeelhouders toezicht op deze bestuurders. De aandeelhouder heeft in dit systeem van zogenaamde *checks and balances* een rol te vervullen als (actief) betrokkene bij de onderneming. Maar is deze (actieve) betrokken rol eigenlijk wel vanzelfsprekend? Verdient de veronderstelling dat aandeelhouders deze verantwoordelijkheid eigenlijk wel willen of kunnen nemen niet een verdere nuancering? Is sprake van een visie op of misschien wel mythen rondom aandeelhouders die opnieuw de aandacht behoeven?

4. De rol van de aandeelhouder in theorie

Verschillende theorieën over corporate governance geven aan dat er verschillende zienswijzen zijn om naar de rol van de aandeelhouder te kijken. En alle zijn verdedigbaar. Zowel rendement als het nemen van de bij de verkregen macht behorende verantwoordelijkheid, lijken op grond van voorgaand betoog belangrijke motieven voor belegger en regelgevers om invulling te geven aan de rol van de aandeelhouder als bewaker van *good governance*.

Maar verschillende theoretische paradigma's vertonen veelal een duidelijke samenhang met de geldende wet- en regelgeving in verschillende landen en de wijze waarop institutionele beleggers in verschillende jurisdicties invulling geven aan hun rol als aandeelhouder. Met andere woorden, het heersend theoretisch paradigma in bepaalde jurisdicties lijkt sterk samen te hangen met de door wet- en regelgevers beschreven rol van aandeelhouders in het kader van corporate governance.

Volgens Cools¹⁰ gaat corporate governance in essentie over de vraag aan wie en op welke wijze een integer ondernemingsbestuur transparant verantwoording moet afleggen over strategie, resultaten en risico's.

In het Angelsaksische *outsider* systeem moet het bestuur verantwoording afleggen aan de aandeelhouder. De onderneming is een verlengstuk van de aandeelhouder, bij wie de uiteindelijke macht moet liggen. Door scheiding van ondernemingsleiding en kapitaalverschaffing, zo stelt de *agency* theorie, rijst de vraag hoe aandeelhouders kunnen rekenen op een redelijk rendement zonder dat directies en management zich op hun kosten verrijken. Goede corporate governance is erop gericht deze agency problemen te verminderen, of in de woorden van Schleifer en Vishny, geciteerd door Cools:

'Corporate governance deals with the ways suppliers of finance assure themselves of getting a return on investment'.

Dit theoretische paradigma zien we nog als primair paradigma terug in het handelen van Angelsaksische investeerders en de wet- en regelgeving vanuit de Verenigde

10 Kees Cools, *'Controle is goed, vertrouwen nog beter'*, 1^e druk, Assen, Koninklijke Van Gorcum, 2005.

Staten en het Verenigd Koninkrijk. Er worden in deze theoretische stroming vijf governance mechanismen onderscheiden om minimalisatie van de agency kosten voor aandeelhouders te waarborgen: monitoring, interne disciplineringsmechanismen, externe disciplineringsmechanismen, wetgeving- en regulering en een actieve overnamemarkt. En naast deze mechanismen de *soft laws*, de corporate governance codes.

In het Rijnlandse *insider* systeem is de onderneming niet een instrument van de aandeelhouder, maar heeft zij een veel bredere maatschappelijke functie. Er wordt gestreefd naar een evenwichtige afweging van belangen van bestuur, werknemers en aandeelhouders en de maatschappelijke verantwoordelijkheid van het bedrijf. Deze *stakeholder* benadering zien we onder andere terug in het gedachtegoed in Nederland. Echter met het sterk toegenomen buitenlands - vooral Angelsaksisch - aandelenbezit lijkt deze zienswijze soms van ondergeschikt belang aan de zienswijze uit de agency theorie dat de aandeelhouder de belangrijkste *stakeholder* is.

Terug naar de vraag hoe *good governance* te bewaken en de rol van de aandeelhouder hierin. Agency theoretici benadrukken dus de rol van beloningsstructuren voor managers en andere disciplineringsmechanismen. De *resource dependency* theorie stelt dat effectieve bestuurders vaakzaam zijn via de juiste incentives om te monitoren enerzijds, maar tegelijkertijd vaakzaamheid waarborgen op grond van een wederzijdse afhankelijkheid tussen bestuurders en ondernemingen. Deze wederzijdse afhankelijkheid hangt samen met de toegevoegde waarde van deze bestuurders voor een onderneming in de vorm van relevante kennis en ervaring en het feit dat aandeelhouders hiervan rechtstreeks kunnen profiteren. Aandeelhouders zouden dus belang hebben bij het benoemen van bestuurders die niet uitsluitend gedreven worden door disciplineringsmechanismen, maar op grond van hun relevante kennis en ervaring een bijdrage leveren aan de onderneming en de waardecreatie voor aandeelhouders.

Maar er is nog een andere bril waardoor we de veranderende rol van de aandeelhouder kunnen beschouwen. Want als we spreken over de verantwoordelijkheden van aandeelhouders ter waarborging van *good governance* dan zullen 'transactiekosten-theoretici' zeggen: betrokken aandeelhouderschap kost geld en wie betaalt? Betekent dit dat grote, vermogende institutionele beleggers beter in staat zouden zijn om deze verantwoordelijkheid te dragen, dan de kleinere aandeelhouders die de kosten voor het zijn van een betrokken aandeelhouder in mindere mate kunnen dragen? En hoe lossen we het zogenaamde *free rider* probleem op, waarbij de grote vermogende institutionele beleggers de kosten dragen, maar alle institutionele beleggers profiteren van het rendement op deze effort?

Tenslotte, waar de agency theoretici disciplineringsmechanismen instelt ter waarborging van de belangen van de aandeelhouders, zullen aandeelhouders gedreven door de *stewardship* theorie het management als de *steward* aanzetten om met de informatie, de middelen en de bevoegdheden de juiste beslissingen voor de onderneming

te nemen. De aandeelhouder zal bestuurders volledig in de gelegenheid stellen om in het beste belang van de onderneming te handelen, erop vertrouwend dat het bestuur de keuzes zal maken die het lange termijn rendement van de onderneming zal maximaliseren. Deze theoretici, waaronder Pfeffer en Salancik stellen dat juist het opleggen van controle-structuren aan deze *stewards*, bestuurders dus, een demotiverend en contra-productief effect kan hebben voor zowel het bestuur als de gehele organisatie.¹¹

Ongeacht het theoretisch paradigma dat men aanhangt om de positie van de aandeelhouder te beschouwen, zijn de rechten en plichten van de aandeelhouder verankerd in de nationale wetgeving, dus ook de Nederlandse, en hebben betrekking op de algemene vergadering als orgaan waarin alle individuele aandeelhouders vertegenwoordigd zijn. De individuele aandeelhouder oefent zijn/ haar primaire rechten uit via de algemene vergadering.

In de Nederlandse wet staat niet beschreven of, op welke wijze en in welke mate de aandeelhouders actief gebruik dienen te maken van de hen toegekende rechten en plichten. Daarin is met de totstandkoming van de Code verandering gekomen. In de Code Tabaksblat werden de eerste stappen gezet voor een invulling van aandeelhoudersverantwoordelijkheden. Deze hadden zoals gezegd met name betrekking op institutionele beleggers en hun verantwoordingsverplichtingen naar de achterban, de achterliggende begunstigen. In de aangepaste Code in 2008 werden deze verantwoordelijkheden aangescherpt en uitgebreid. Aandeelhouders werden geacht naar redelijkheid en billijkheid te handelen, daaronder tevens te verstaan het aangaan van een constructieve dialoog. Maar wat heeft deze nadere invulling van verantwoordelijkheden tot nu toe opgeleverd? Is er sprake van aantoonbaar meer betrokkenheid?

5. Neemt de aandeelhouder in Nederlandse beursvennootschappen zijn verantwoordelijkheden?

In 2010 is in Nederland voor het eerst onderzocht in hoeverre aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen de in de Code aan hen toebedeelde verantwoordelijkheden op zich hebben genomen. De Monitoring Commissie Corporate Governance concludeerde in haar tweede nalevingsrapport dat zij publiceerde eind 2010 als volgt¹²:

‘Zoals wordt gesteld in de preambule van de Code zijn aandeelhouders, anders dan het bestuur en de raad van commissarissen, in beginsel niet gebonden aan het richtsnoer van het belang van de

11 J. Pfeffer and G.R. Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, New York, NY, Harper and Row, 1978.

12 Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, december 2010, www.commissiecorporategovernance.nl.

vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Voor aandeelhouders geldt dat ze bij hun handelen in beginsel hun eigen belangen mogen nastreven, binnen het kader van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid. Dit betekent dat, indien aandeelhouders gebruik maken van hun rechten, dit niet vrijblijvend is: dit brengt verantwoordelijkheden met zich mee. Met ‘burgerschap van de aandeelhouder’ bedoelt de Monitoring Commissie dat aandeelhouders deze verantwoordelijkheden ook daadwerkelijk geacht worden te nemen. Hieronder valt bijvoorbeeld de bereidheid om in een voorkomend geval een dialoog met de vennootschap en medeaandeelhouders aan te gaan. Deze verantwoordelijkheden zijn nader uitgewerkt in onderdeel IV.4 van de Code’.

De Code kent zes bepalingen die zich direct richten tot aandeelhouders. Best practice bepaling IV.4.1 tot en met IV.4.3 zijn specifiek gericht tot institutionele beleggers en zien op de verhouding tussen institutionele beleggers en achterliggende begunstigen. Best practice bepaling IV.4.4 tot en met IV.4.6 zijn gericht tot aandeelhouders in het algemeen (waaronder ook institutionele beleggers) en zien op de verhouding tussen aandeelhouders en de vennootschap. Uit het onderzoek dat de Monitoring Commissie door Nyenrode Business Universiteit heeft laten uitvoeren blijkt, dat als wordt gedifferentieerd naar omvang van het belegd vermogen, de nalevingspercentages van deze bepalingen bij de acht grote Nederlandse institutionele beleggers hoog zijn (88 procent). De naleving door alle Nederlandse institutionele beleggers (dus inclusief middelgrote en kleinere institutionele beleggers), ligt gemiddeld lager (circa 60 procent).

De Monitoring Commissie is van mening dat de naleving van hoofdstuk IV.4 van de Code 100 procent moet zijn en spoort met name kleine en middelgrote institutionele beleggers aan zich te conformeren aan de Code. Bij het onderzoek naar de aandeelhouders blijkt dat de Code slechts met name leeft en bekend is onder de grotere institutionele beleggers.

Uit het onderliggende onderzoek van Nyenrode Business Universiteit¹³ blijkt verder dat het bedrag dat institutionele beleggers uitgeven aan ‘betrokken aandeelhouder-schap’ beperkt is in relatie tot de omvang van de beleggingsportefeuilles. Betrokken aandeelhouderschap van Nederlandse institutionele beleggers lijkt vooralsnog het terrein van grotere vermogensbeheerders die hierin tot nu toe overigens op bescheiden schaal investeren en specifiek beleid formuleren. Door het veelvuldig gebruik van stemvolmachten, afgegeven voorafgaand aan de algemene vergadering, heeft het belang van het overleg tijdens de vergadering aan waarde ingeboet. De dialoog tussen vennootschap en institutionele belegger is een belangrijk fenomeen dat zich in toenemende mate verplaatst naar de bestuurskamers en leidt tot een uitholling van het overleg dat plaatsvindt in de algemene vergadering. Tevens wordt aangegeven dat de omvang van het belang dat Nederlandse institutionele beleggers hebben in

13 Aandeelhoudersbetrokkenheid in Nederland: onderzoek onder institutionele beleggers en hun relatie met Nederlandse beursfondsen, november 2010, www.commissiecorporategovernance.nl/2010_Onderzoeksrapport_Aandeelhouders.pdf.

Nederlandse beursvennootschappen veelal gering is (veelal <5 procent) en de duur van de beleggingen kort is om op individuele basis inhoudelijk in de vorm van een dialoog met de onderneming te spreken over onderwerpen als strategie en bedrijfsvoering. Tenslotte blijkt dat vanuit de vennootschap belang wordt gehecht aan een meer eenduidig optreden door de institutionele belegger naar de vennootschap. Dit vergt binnen de praktijk van de institutionele belegger een onderlinge afstemming van standpunten tussen enerzijds de portfoliomanagers en anderzijds de corporate governance afdeling, voor zover aanwezig.

Kortom, de verantwoordelijkheden die aandeelhouders zijn toebedeeld, lijken strikt genomen nog niet het gewenste resultaat van meer betrokkenheid bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen te hebben opgeleverd. Ook internationaal is men nog niet tevreden over de resultaten die met de toegenomen wet- en regelgeving en aanpassingen in diverse Codes heeft geboekt. In maart 2011 nog stelde de voorzitter van de Financial Reporting Council (FRC):

'The Financial Reporting Council wants to boost the strength of the UK Stewardship Code by monitoring the quality of communication between companies and shareholders. The FRC said it would look at the quality of dialogue offered by companies to shareholders, such as pension funds, in a bid to increase the level of engagement and improve how well companies are run'.

In Europees verband lopen er diverse initiatieven die voortvloeien uit het Groenboek van Barnier, waaronder de initiatieven van de FRC, maar ook diverse *guidances* waaraan gewerkt wordt door het International Corporate Governance Network (ICGN). Ook in Nederland deed Eumedion in het voorjaar van 2011 zoals gezegd een uitgebreide consultatie naar aanleiding van de door hen opgestelde Best Practices voor Betrokken Aandeelhouderschap welke in juli van dit jaar definitief werden vastgesteld en vanaf 2012 voor deelnemers binnen Eumedion van kracht worden. Alle moeten zij bijdragen aan het vergroten van de betrokkenheid van aandeelhouders bij beursgenoteerde ondernemingen ter bewaking van *good governance*. Maar is deze veronderstelde tekortkoming van aandeelhouders om zijn/haar verantwoordelijkheden te nemen wel terecht? Een vraag die nog te weinig wordt gesteld. Een vraag die een reeds gepasseerd station lijkt te zijn?

6. Mythen rondom aandeelhouders

Wie het maatschappelijk en politiek debat rondom de rol en positie van aandeelhouders volgt, kan geen andere conclusie trekken dat men in het algemeen dus nogal teleurgesteld is over de manier waarop aandeelhouders met hun macht omgaan.

Vooraf het optreden van aandeelhouders in de recente kredietcrisis wordt door velen gezien als bewijs dat er tekenen zijn van *'perverse share-ownership'* en dat de aandeelhouder zijn 'burgerschap' niet serieus neemt. Als reactie daarop zoekt men naar

manieren om aandeelhouders te bewegen hun verantwoordelijkheden te nemen als belangrijke speler in de governance structuur.¹⁴

Het is echter opvallend dat men daarbij vaak argumenten of aannames gebruikt die ten dele onjuist zijn, empirisch niet bewezen of bijna mythologisch van aard zijn. Voorbeelden hiervan zijn:

1. De notie van een universeel aandeelhoudersbegrip;
2. Aandeelhouders zijn slecht geïnformeerd;
3. Aandeelhouders zijn niet betrokken;
4. Aandeelhouders zijn alleen op de korte termijn gericht;
5. Institutionele aandeelhouders hebben een fiduciaire plicht.

6.1 De aandeelhouder bestaat-universeel aandeelhoudersbegrip

Het gebruik van de benaming aandeelhouder suggereert ten onrechte dat er zoiets bestaat als een *'homo universalis'* in aandeelhoudersland. In werkelijkheid echter is er geen sprake van een homogene groep maar is het aandeelhouderslandschap nogal heterogeen. Zo zijn er zakelijke en particuliere beleggers en Nederlandse en buitenlandse beleggers. Zakelijke beleggers zijn er in verschillende varianten: pensioenfondsen, verzekeraars, vermogensbeheerders, beleggingsinstellingen, hedge funds, sovereign wealth funds en day-traders. Elk van deze beleggers heeft zijn eigen belang en doelstellingen met het bezit van aandelen. Het belang van de zakelijke beleggers is daarbij zoals gezegd sterk toegenomen: in 1950 bezaten zij in de Verenigde Staten 8 procent van de aandelen, in 2009 was dat opgelopen tot 73 procent. Het is om die reden dat in het governance debat juist deze groep centraal staat en bijzondere plichten toerekent.

Opvallend genoeg zijn er echter tussen de verschillende groepen beleggers in aandelen weinig onderlinge conflicten en streven zij allen naar dezelfde doelstelling: maximalisatie van aandeelhouderswaarde. Vanuit die optiek ligt het niet voor de hand om met name de zakelijke beleggers apart aan te spreken. Dent¹⁵ wijst er in dit verband op dat het probleem van corporate governance niet zozeer ligt in de aard van het aandeelhouderschap maar in autocratische CEO's die de rechten van aandeelhouders negeren.

6.2 Aandeelhouders zijn slecht geïnformeerd

De tweede gedachte van Dent is dat niet alle aandeelhouders even goed geïnformeerd en deskundig zijn, of zich vaak irrationeel gedragen en dat daardoor de kapitaalmarkten niet efficiënt functioneren. Dit argument is voor wat betreft de

14 Ruud A.M. Pruijm, *'Leidraad voor behoorlijk ondernemingsbestuur: Grondslagen van Corporate Governance'*, 1^e druk, Noordhoff Uitgevers, 2010.

15 G.W. Dent, *'The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism'*, 2010, www.ssrn.com.

rationaliteit bewezen door het ‘kudgedrag’ van de beleggers. Voor het overige valt het te betwijfelen of beleggers kennis moeten hebben van de operationele gang van zaken (waarover ze overigens niet stemmen). Het gaat er bij het stemmen veelal om governance thema’s zoals benoeming commissarissen, overnames e.d. waarvan zij wel degelijk verstand hebben en waarover zij wel stemmen. Daarbij komt dat de kennis van beleggers wel degelijk groeit en dat zij zich steeds meer verenigen in belangengroepen als de Vereniging van Effectenbezitters (VEB). Voor wat betreft de zakelijke beleggers zien we ook steeds meer een trend van gezamenlijk overleg via gemeenschappelijke organisaties als Eumedion.

6.3 *Aandeelhouders zijn niet betrokken*

Dit argument is veelgehoord in de discussie, maar dan vooral vanuit het perspectief dat aandeelhouders te weinig gebruikmaken van de hen toegekende rechten. Men wijst daarbij op de lage opkomst op de algemene vergadering, die in ons land gemeten in het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen voor AEX-vennootschappen rond de 60 procent ligt (in 2010 nog rond de 50 procent).¹⁶ Blijkbaar is dit een gevoelsmatig argument, want men wil nog wel eens de vergelijking maken met onze parlementaire verkiezingen waar een dergelijk percentage als laag wordt beschouwd. Wetenschappelijke onderbouwing ontbreekt verder voor dit argument. Wat wel opvallend is dat in de discussie geen aandacht wordt besteed aan de zeer hoge opkomstpercentages bij aandeelhoudersvergaderingen waar belangrijke onderwerpen op de agenda staan, zoals bij de goedkeuring van een overnamebod. Als het er daadwerkelijk om gaat zijn aandeelhouders wel degelijk aanwezig om te stemmen. De overgrote meerderheid van de jaarvergaderingen zijn betrekkelijk routineuze aangelegenheden waar het merendeel van de aandeelhouders niet in geïnteresseerd lijkt te zijn.

Een tweede argument voor de geringe betrokkenheid is de steeds kortere termijn dat de aandeelhouder zijn aandelen daadwerkelijk in bezit heeft. Strine wijst er bijvoorbeeld ook op, dat de gemiddelde houdtermijn van Amerikaanse aandelen inmiddels is teruggelopen tot vijf maanden.¹⁷ Cijfers vanuit Engeland geven aan, dat 30 tot 40 procent van de handel in aandelen bestaat uit *high-frequency trading* waarbij aandelen vaak maar milliseconden in handen zijn van beleggers.¹⁸

De redenering is dan vervolgens dat men dan ook niet geneigd is de gang van zaken in een onderneming actief te volgen en dus onvoldoende gebruik maakt van de aandeelhoudersrechten. De lengte van de eigendomstermijn is blijkbaar een maatstaf geworden van betrokkenheid. Opvallend genoeg rekent men dit de aandeelhouder toe, terwijl er veel andere bezittingen zijn die voor een korte tijd worden gehouden, terwijl er niet

16 Evaluatie AVA-seizoen 2011, 13 juli 2011, www.eumedion.nl.

17 Leo E. Strine, ‘One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?’, *The Business Lawyer*, November 2011, Vol.66.

18 BIS Department for Business Innovation & Skills, ‘*A Long-Term Focus for Corporate Britain: A call for evidence.*’, October 2010, www.bis.gov.uk.

wordt getwijfeld aan de zorg of interesse ervoor. Mensen met contant geld, bezitters van een lease auto of huurders van vakantiehuisje e.d. gaan meestentijds zorgvuldig met hun bezit om. Daarbij moet men ook bedenken dat de bezitter van een aandeel, hoe kort deze dat aandeel ook in zijn bezit heeft, altijd het economische risico over deze belegging loopt. Daarbij is het een keuze van de eigenaar zelf hoe hij met zijn bezit omgaat, zorgzaam of niet. Het lijkt wat al te makkelijk als men vanuit het governance denken verplichtingen aan de aandeelhouder oplegt hoe deze met zijn bezit moet omgaan.

6.4 *Aandeelhouders zijn korte termijn gericht*

Min of meer in het verlengde van het vorige argument is een veel gehoord kritiekpunt dat aandeelhouders alleen op de korte termijn gericht zijn, de zogenaamde *shareholder myopia*, ofwel de aandeelhouders zijn bijziend en kortzichtig. Er is niet veel empirisch bewijs dat deze stelling ondersteunt, zoals ook de eerder geciteerde Dent aantoonde. Meer recent probeert Haldane het *long/short* fenomeen aan te tonen maar slaagt daar evenmin goed in.¹⁹ Zijn stelling is, dat beleggers de voorkeur geven aan beleggingen met een steeds kortere terugverdiensperiode en dat dit ook statistisch te bewijzen is. Daar staat tegenover dat het werkelijke marktgedrag zijn statistische model weerspreekt. In de golf van ondernemingen die naar de beurs gingen wereldwijd, leek begin dit jaar geen enkel gebrek aan beleggers²⁰, ook al ontbreekt het soms aan een realistisch bedrijfsmodel. Opvallend is ook dat er veel ondernemingen bijzitten waar het rendement pas op langere termijn te verwachten is.

Welk bewijs leveren de aanhangers van de korte termijn theorie nog meer? Allereerst dat aandeelhouders reageren op korte termijn resultaten zoals de kwartaalcijfers. Aankondigingen dat een onderneming niet aan de verwachtingen van de beursanalisten voldoet of de gestelde doelen niet heeft gehaald, veroorzaken vaak een stevige reactie op de beurs. Maar na verloop van tijd ebt dat effect weer weg en keren de koersen vaak weer terug op het normale niveau.

Ten tweede stellen bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen vaak dat zij onder druk staan van investeerders om goede kwartaalcijfers te behalen en dat zij dan gedwongen worden om lange termijn investeringen te laten schieten om aan deze verwachtingen te voldoen. Vaak is er na voor beleggers tegenvallende kwartaalcijfers inderdaad een heftige reactie op de beurs, maar daarna herstelt de beurs zich ook weer, tenzij er sprake is van de verwachting dat dit een voorbode is van nog meer slecht nieuws en lange termijn problemen. Ook de getuigenis van bestuurders mag met een korreltje zout worden genomen. Zoals Chtourou c.s. aantonen zijn het juist de bestuurders die zich schuldig maken aan winststuring om hun aandelenopties gunstig te kunnen verzilveren.²¹

19 A.G. Haldane, 'The Short Long', speech in Brussel, mei 2010. Te verkrijgen op de website van de Bank of England.

20 Internationale IPO-activiteit sterk van kracht dit jaar, Ernst & Young, 8 maart 2011, www.ey.com/NL/nl/Newsroom/News-releases/PR.

21 S.M. Chtourou, J. Bedard, L. Courteau, 'Corporate Governance and Earnings Management', April 21, 2001. Te verkrijgen op SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=275053.

Daarnaast is er geen hard bewijs dat aandeelhouders voorrang geven aan stappen die het korte termijn resultaat bevorderen ten koste van de verdiensten op langere termijn. Eerder geven zij de voorkeur aan stappen die de aandeelhouderswaarde op lange termijn vergroten. Een voorbeeld is de afschaffing van beschermingsconstructies op verzoek van aandeelhouders omdat deze niet goed zouden zijn voor de ondernemingswaarde op de langere termijn. Dichter bij huis zien we bij ASMI dat de aandeelhouders de vennootschap een verlieslatend onderdeel willen laten afstoten middels opsplitsing, omdat door kruissubsidie de resultaten op langere termijn worden bedreigd. Eerder al was de essentie van de strijd om Stork toch vooral het beëindigen van de diversificatie-strategie omdat deze niet goed zou zijn voor het voortbestaan van Stork. Men zou nog kunnen stellen dat het goedkeuren van de overname van ABN Amro door een consortium van banken typisch korte termijn gedrag van aandeelhouders was. Daar staat dan wel tegenover dat diezelfde aandeelhouders jarenlang te maken hadden met een belegging in een bank die duidelijk minder presteerde dan de concurrentie.

Ook wordt nog wel eens beweerd dat aandeelhouders ondernemingen zouden dwingen minder aan Research & Development (hierna: R&D) uit te geven. Ook hiervoor is weinig bewijs en er zijn wel een paar goede redenen om te denken dat dit anders ligt. Allereerst is er het feit dat een hoger percentage aandelenbezit van zakelijke beleggers resulteert in hogere uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling, zoals een studie van de SEC uit 1985 aangeeft. Ten tweede zijn er studies die laten zien dat activistische hedge funds juist ondernemingen in het vizier nemen met lage R&D uitgaven. Hedge funds zijn daarbij vaak succesvol bij het afdwingen van initiatieven om de strategie te veranderen, verliesgevende activiteiten af te stoten, slecht presterende directieuren te vervangen e.d. Op de lange termijn heeft dit een gunstig effect op de winstgevendheid zoals Brenner²² aantoont.

Tenslotte zijn koersfluctuaties per kwartaal en na de publicatie van jaarcijfers per definitie niet rechtstreeks van invloed op het investeringsgedrag van ondernemingen omdat het benodigde geld hiervoor daarvan niet afhankelijk is. Bij een beursgang immers geven beleggers geld aan ondernemingen om de in de emissieprospectus aangekondigde plannen te gaan realiseren. Na de beursgang is dat geld in handen van de bestuurders en kunnen deze dit geld daadwerkelijk gaan gebruiken. De daarop volgende handel op de beurs is dan een kwestie tussen beleggers onderling. Hun aan- en verkoopgedrag, mede op basis van gepubliceerde cijfers heeft natuurlijk invloed op de beurskoers en daarmee op eventuele winst of verlies van het aandelenbezit. Belangrijk is dat dit geen enkel effect heeft op het eigen vermogen van de effecten-uitgevende instelling, laat staan op het investeringsgedrag. Wel is het zo, dat de koersbewegingen invloed hebben op de bonussen van bestuurders als deze voor een deel in aandelen worden uitgekeerd. Dat een aantal bestuurders daardoor de neiging heeft om de winstcijfers te sturen is empirisch bewezen, maar dat ligt eerder aan de houding van henzelf dan aan het gedrag van de aandeelhouders.

22 K. Brenner, 'Shareholder Activism and Implications for Corporate Governance', 2008, www.ssrn.com.

6.5 *Institutionele aandeelhouders hebben een fiduciaire plicht*

Bij de Code Tabaksblat werd er al aandacht geschonken aan de plichten van de zakelijke beleggers. Principe IV.4 stelt dat institutionele beleggers primair handelen in het belang van hun achterliggende begunstigden of beleggers en een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden of beleggers hebben en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen. Dit principe is opvallend genoeg veel stelliger dan het principe in de Combined Code uit 2008 die in principe E.1 stelt dat deze groep beleggers in dialoog dienen te gaan met ondernemingen. In 2010 is deze bepaling vervallen in de Combined Code terwijl deze in Nederland is gehandhaafd.

De Code Tabaksblat stelt feitelijk dat zakelijke beleggers als aandeelhouders een bijzondere plicht hebben, zonder dat overigens te onderbouwen, om zorgvuldig gebruik te maken van hun rechten. De gedachte er achter is ongetwijfeld dat in het systeem van ‘*checks and balances*’ de aandeelhouders ten opzichte van het bestuur een bijzondere machtspositie hebben. En dat het met name de professionele beleggers zijn die deze rol kunnen waarmaken. De vraag is dan wel waarom die gedachte dan expliciet wordt neergelegd bij de zakelijke beleggers en niet bij de particuliere beleggers. Bovendien komt het merendeel van de aandeelhouders uit het buitenland en zijn deze niet onderworpen aan de gedragscode.

Vanuit de juridische optiek is het ook merkwaardig dat het bestuur in het jaarverslag moet verklaren dat de Code wordt nageleefd, maar dat dit bestuur geen enkele zeggenschap over de aandeelhouders heeft. Op grond van art. 5:86 Wft hebben institutionele beleggers een eigen wettelijke verantwoordelijkheid om over naleving van de Code te publiceren.

Ook Strine vindt dat er sprake is van een fiduciaire plicht van de zakelijke beleggers jegens degenen wiens geld zij beleggen, maar kiest daarbij een andere invalshoek. Hij verwijt de institutionele beleggers dat zij op korte termijn beleggen terwijl degenen voor wie ze beleggen, belang hebben bij ‘*sustainable wealth that will be there when they need it*’. In feite is dat het verwijt dat al eerder besproken is dat aandeelhouders niet betrokken zijn en op de korte termijn gericht. Daarbij is het een merkwaardige gedachte dat alleen beleggen op de lange termijn kan leiden tot rendement en bovendien dat de spaarders dat ook willen. Zoals eerder betoogd deugt het eerste argument niet en kiezen ook de zakelijke beleggers uit een veelheid van beleggingsstrategieën. Het is ook nogal populistisch om te stellen dat spaarders van beleggingsinstellingen zouden verwachten dat zij alleen duurzaam zouden beleggen en dat zij hierover verantwoording moeten afleggen aan de spaarders. Natuurlijk willen degenen die voor een pensioen sparen uiteindelijk zekerheid dat het beloofde pensioen wordt uitgekeerd. Hoe pensioenfondsen dat realiseren laten zij echter terecht aan hen over in de hoop dat deze professionele beleggers dat ook daadwerkelijk kunnen.

Zoals we ook in Nederland zien, is dat echter geen eenvoudige zaak. Strine concludeert dan ook veel te makkelijk dat de belangen van de spaarders en de zakelijke beleggers niet parallel lopen.

7. De ‘ideale’ aandeelhouder

Zoals uit de vorige paragraaf blijkt, stelt men nogal wat eisen aan de aandeelhouder. Hij moet zijn aandelen lang vasthouden, betrokkenheid uiten door actief van zijn rechten als aandeelhouder gebruik te maken, zich goed informeren en deskundig zijn en tenslotte hebben de zakelijke beleggers een aantal extra verplichtingen meegekregen omdat zij een fiduciaire plicht naar hun eigen beleggers hebben. Als deze verlangens zou men kunnen typeren als kenmerken van de ‘ideale aandeelhouder’.

Helaas bestaat deze in de werkelijkheid niet en het valt niet goed in te zien of deze er ooit zal komen. Het is belangrijk dat men ook vanuit de corporate governance theorie rekening houdt met het besef dat het beleggen in aandelen eerst en vooral een economische activiteit is. Spaargelden kunnen op veel manieren worden belegd en aandelen zijn daarvoor een van de vele mogelijkheden. Het plaatsen van al te veel restricties en verplichtingen op dat aandelenbezit zou er wel eens toe kunnen leiden dat deze vorm van beleggen steeds minder aantrekkelijk wordt, met alle gevolgen van dien.

De onderneming dient zich primair te richten op het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Beleggers beoordelen de mate waarin het bestuur hier toe in staat is en baseren daar de prijs op waartegen ze bereid zijn het aandeel te kopen of te verkopen en op welk moment ze dat doen. Elke categorie beleggers maakt daarbij zijn eigen afweging en heeft zijn eigen *target price* in gedachten.

Dat de gemiddelde omloopsnelheid op de beurs is toegenomen is voor beleggers ook een teken dat de beurs zijn werk goed doet. Een hoge liquiditeit geeft beleggers het vertrouwen dat ze hun aandelen desgewenst snel tegen een reële prijs van de hand kunnen doen. Een hoge liquiditeit betekent lagere kapitaalkosten voor ondernemingen en is eveneens goed voor toekomstige emissies.

Daarnaast is een goed functionerende markt in het aandeel een belangrijk communicatiemiddel. Door te stemmen met de voeten kunnen aandeelhouders het management een belangrijk signaal geven.

Zo bezien bestaat er wel degelijk een ‘ideale’ aandeelhouder’. Dat is namelijk iedere belegger die er voor kiest zijn spaargeld te beleggen in aandelen in plaats van obligaties, spaardeposito’s of andere spaarvormen. Gelukkig blijft deze vorm van beleggen nog steeds in trek, gezien het steeds toenemende aantal beursgangen wereldwijd. Dat is goed voor de economische groei en onze welvaart.

8. Ter overweging

Betrokken aandeelhouderschap zoals in de Code verondersteld, is een aanname voor goed werkende governance systemen die ter discussie kan worden gesteld. Betrokken aandeelhouderschap veronderstelt dat aandeelhouders de behoefte hebben om te stemmen en een dialoog te voeren met ondernemingen waarin zij direct dan wel indirect een belang houden. Maar is deze aanname juist of misschien vertroebeld door een niet helder beeld over attributen van deze ‘ideale aandeelhouder’ die soms met elkaar in tegenspraak zijn. De ideale aandeelhouder: bestaat die eigenlijk wel? Het profiel van de ideale aandeelhouder wordt bepaald door de vraag: *‘What comes first: return or responsibility?’* Is voor aandeelhouders van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen rendement de primaire drijfveer om als ‘eigenaar’ betrokken te zijn bij de onderneming, of is de aandeelhouder daadwerkelijk een van de drie pijlers die good governance dient mede te bewaken in het belang van de *long term prosperity of the company* en is deze verantwoordelijkheid het fundament waarop rendementen worden gerealiseerd. Bestuurders en aandeelhouders: is er sprake van een ideaal evenwicht of overschat burgerschap?