

11 | Institutionele beleggers, *collective action* en corporate governance

Niels Hermes, Reggy Hooghiemstra en Kees van Veen

11.1. Inleiding

De relatie tussen het bestuur van de onderneming en de aandeelhouders is complex omdat beide partijen vaak verschillende, soms zelfs conflicterende belangen hebben. De complexiteit wordt vergroot doordat er vaak verschillende aandeelhouders zijn, elk met een relatief klein belang in de onderneming. Dit vermindert de bereidheid van individuele aandeelhouders om toezicht te houden op het bestuur en zich actiever te bemoeien met de besluitvorming. Een actieve opstelling is immers kostbaar en voor investeerders met een relatief klein aandeel is het de vraag of deze kosten opwegen tegen eventuele baten (bijvoorbeeld in de vorm van hogere aandelenkoersen). Bovendien dienen de positieve gevolgen van een actieve bemoeienis met de onderneming te worden gedeeld met andere aandeelhouders. Dit doet de bereidheid tot aandeelhoudersactivisme verminderen. Een en ander resulteert in een situatie waarbij individuele aandeelhouders zich passief opstellen, hoewel zij in principe gebaat zijn bij een actievere bemoeienis, omdat daarmee hun belangen beter kunnen worden beschermd. Dit probleem wordt in de literatuur aangeduid als het *collective action problem*.¹

Beleggers zijn daarom, althans in principe, gebaat bij initiatieven die het collectieve belang van aandeelhouders vertegenwoordigen. Deze initiatieven kunnen zich bijvoorbeeld richten op het direct (via de algemene vergadering van aandeelhouders) en indirect (via informele contacten met het bestuur) beïnvloeden van het bestuur van ondernemingen in het belang van de aandeelhouders. Andere voorbeelden zijn het lobbyen voor regelgeving bij overheden op nationaal en Europees en/of internationaal niveau die aandeelhouders gunstig gezind is.

Dergelijke initiatieven zijn in het verleden wel ontwikkeld om de belangen van de kleine particuliere belegger te behartigen. Denk aan de Nederlandse beleggersvereniging VEB, die opkomt voor de belangen van de (kleine) particuliere belegger in aandelen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Ook voor institutionele beleggers zijn initiatieven ontwikkeld die zich richten op het vertegenwoordigen van de specifieke belangen van deze groep aandeelhouders. Voorbeelden zijn

¹ Het *collective action problem* werd voor het eerst beschreven/uitgewerkt in een studie van Mancur Olson; zie M. Olson, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge MA: Harvard University Press 1965.

de *Canadian Coalition for Good Governance (CCGG)*, the *Minority Shareholder Watchdog Group (MSWG)* in Maleisië en Stichting Eumedion in Nederland. Deze initiatieven hebben de intentie het *collective action problem* op te lossen en/of te verminderen.

Het uitgangspunt van de analyse in dit hoofdstuk is het *collective action problem* van *institutionele beleggers*. Wij richten ons daarbij op de vraag hoe organisaties als de CCGG en Stichting Eumedion hiervoor een oplossing kunnen bieden. Tevens gaan wij in op de vraag in hoeverre de bijdrage van dergelijke organisaties als effectief kan worden beschouwd. Dragen zij aantoonbaar bij aan het behartigen van de belangen van hun achterban? Neemt het bestuur van ondernemingen waarmee zij actief communiceren vaker beslissingen die in het belang zijn van institutionele beleggers? Zijn zij in staat wet- en regelgeving te beïnvloeden op nationaal en internationaal niveau, zodanig dat dit ten goede komt aan de belangen van hun achterban? We bespreken de literatuur over de effectiviteit van deze belangenorganisaties. Daarnaast gaan wij in op deze materie aan de hand van een casestudie van Stichting Eumedion en stellen ons de vraag hoe deze stichting de belangen van institutionele beleggers in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen vertegenwoordigt. Voorts proberen wij te onderzoeken in welke mate zij dat succesvol heeft gedaan.

11.2. De theorie van collective action

Institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen worden vaak gezien als beleggers met een langetermijnperspectief. Deze visie wordt bevestigd door een recente studie waarin wordt aangetoond dat institutionele investeerders hun aandelen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen voor een relatief lange periode aanhouden.² Daarnaast hebben zij regelmatig een relatief groot belang in de ondernemingen waarin zij beleggen. Dit heeft ertoe geleid dat deze beleggers vooral de laatste jaren in toenemende mate worden aangesproken op hun verantwoordelijkheid om zich actief te bemoeien met de besluitvorming van het bestuur van de ondernemingen waarin zij investeren. Vanwege de omvang en het lange(re) termijn karakter van hun aandeel in ondernemingen hebben zij zowel de belangen als de middelen om zich actief te bemoeien met het bestuur, zo is de gedachte.³ Daarnaast kunnen zij effectiever gebruikmaken van de dreiging hun aandelen te verkopen wanneer hun belangen onvoldoende worden gehoord.⁴

2 Zie: F. De Roon & A. Slager, *The Duration and Turnover of Dutch Equity Ownership A Case Study of Dutch Institutional Investors*, studie uitgevoerd in opdracht van stichting Eumedion, Den Haag 2012; www.eumedion.nl/public/kennisbank/publicaties/2012_research_report_duration_and_turnover_dutch_equities.pdf (geraadpleegd op 17 mei 2017). Hierbij dient de kanttekening te worden geplaatst dat deze studie is gebaseerd op onderzoek naar het investeringsgedrag van vier pensioenfondsen en twee beleggingsfondsen.

3 Zie: A. Shleifer & R. Vishny, 'Large Shareholders and Corporate Control', *Journal of Political Economy* 1986, 94 (3), p. 461-488. Zie ook: E. Maug, 'Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?', *Journal of Finance* 1998, 53(10), p. 65-98.

4 Zie: A.R. Admati & P. Pfleiderer, 'The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice', *Review of Financial Studies* 2009, 22(7), p. 2645-2685.

De bemoeienis met het bestuur zou zich moeten richten op het belang van een langetermijnperspectief bij het nemen van strategische beslissingen, meer aandacht voor duurzaamheid, het vergroten van het ethisch besef in relatie tot ondernemingsbeslissingen, etc. Een dergelijke bemoeienis kan bijvoorbeeld bestaan uit het uiten van standpunten en/of kritiek en het stemmen (in de literatuur ook wel aangeduid als *voice*) tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA), het agenderen van bepaalde onderwerpen tijdens de AVA en het voeren van informeel overleg met het bestuur van de onderneming over de bedrijfsvoering.

In de praktijk stellen institutionele beleggers zich echter vaak terughoudend op en bemoeien zij zich niet direct met de besluitvorming. Zij kiezen vaker voor *exit* (verkopen van aandelen) dan voor *voice* om hun ongenoegen over het gevoerde beleid te laten blijken. Een belangrijke reden hiervoor is dat een actieve opstelling kosten met zich meebrengt en dat andere beleggers profiteren van de positieve gevolgen van de acties van institutionele beleggers (bijvoorbeeld in de vorm van hogere aandelenkoersen) zonder dat zij bijdragen aan de betaling van gemaakte kosten. Dit wordt het *free rider* probleem genoemd. Een individuele belegger is gebaat bij het uitstellen van een actie en te wachten totdat andere beleggers initiatieven ontplooiën, omdat de daarmee gemoeide kosten kunnen worden vermeden. In het verlengde hiervan geldt voor institutionele investeerders dat zij vaak aandelen bezitten in vele verschillende ondernemingen, wat een actieve rol in het toezicht en de besluitvorming van elke individuele onderneming kostbaar en tijdrovend maakt. Voor bancaire instellingen geldt daarnaast dat hun bereidheid om zich als aandeelhouder actief op te stellen zal afnemen naarmate zij ook andere relaties met de onderneming onderhouden in de vorm van bijvoorbeeld geldverstrekker of adviseur.

De terughoudendheid van institutionele beleggers om zich actief te bemoeien met de besluitvorming van het bestuur van ondernemingen waarin zij investeren wordt ook geconstateerd in het Kay Report.⁵ Dit rapport, dat in 2012 opdracht van de Britse overheid werd geschreven, beschrijft de factoren die ertoe hebben bijgedragen dat Britse ondernemingen zich in toenemende mate richten op het behalen van resultaten op de korte-termijn. Het rapport wijst daarbij op een gebrek aan betrokkenheid van investeerders om resultaten op de lange termijn na te streven. Dit ontstaat mede als gevolg van een toenemende fragmentatie van aandelenbelangen, het groeiende aandeel van buitenlandse investeerders, wettelijke barrières tegen samenwerking tussen aandeelhouders, en een gebrek aan vertrouwen tussen bestuur en investeerders.

Een en ander leidt tot een passieve opstelling van aandeelhouders, hoewel zij in principe gebaat zijn bij een actievere bemoeienis. Aldus ontstaat een *collective action* probleem, resulterend in een potentieel lager niveau van toezicht van

⁵ Zie: J. Kay, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making, Final Report*, July 2012; www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf (geraadpleegd op 21 mei 2017).

aandeelhouders op de besluitvorming door het bestuur dan wenselijk is. Een gerelateerd *collective action problem* ontstaat wanneer verschillende groepen aandeelhouders verschillende belangen nastreven. Een sprekend voorbeeld in dit verband is het verschil tussen het belang dat wordt gehecht aan korte- versus langetermijnrendement door verschillende typen van aandeelhouders. Onder deze omstandigheden zal het lastig zijn om een eensluidend standpunt in te nemen met betrekking tot de activiteiten die het bestuur voorstelt.

Het bestaan van dit laatste *collective action problem* suggereert dat institutionele beleggers er baat bij kunnen hebben wanneer zij als één partij kunnen optreden, zodat hun wensen worden gehoord en ingewilligd.⁶ Wanneer institutionele beleggers hun stem bundelen verhoogt dit de effectiviteit waarmee zij hun rol als toezichthouder op het bestuur kunnen uitoefenen. Dientengevolge kunnen de prestaties van de ondernemingen ook verbeteren.⁷ Studies naar de invloed van *hedge funds* op het ondernemingsbestuur laten zien dat deze beleggers soms op informele wijze samenwerken en optreden als zogenaamde 'wolf packs'. Een dergelijk optreden verhoogt de kans dat zij de besluitvorming door het bestuur kunnen beïnvloeden.⁸

Collective action kan worden bewerkstelligd wanneer een aparte organisatie in het leven wordt geroepen die optreedt uit naam van deze beleggers en zich opstelt als de partij die hun belangen vertegenwoordigt. Een dergelijke organisatie kan zich bijvoorbeeld hard maken voor het verbeteren van de regels met betrekking tot corporate governance en de toepassing daarvan door ondernemingen. Zij kan ook druk uitoefenen op het bestuur van ondernemingen om zich meer op de lange termijn te richten bij het nemen van beslissingen. Daarnaast kan zij zich inzetten voor de ontwikkeling van wet- en regelgeving die de belangen van haar achterban dienen door actief in discussie te treden met de wetgever en verschillende overheidsinstanties in binnen- en buitenland die betrokken zijn bij de opstelling van relevante wetten en regels. Een dergelijke organisatie faciliteert met andere woorden *collective action* van institutionele beleggers tegenover het bestuur van ondernemingen en overheden en helpt de kosten van *collective action* te verlagen.

6 Een recent overzichtartikel bespreekt de resultaten van studies naar de gevolgen van aandeelhoudersactivisme voor de prestaties van een onderneming. Op basis van hun overzicht concluderen de auteurs dat activisme het meest effectief is wanneer dit uitgaat van activisten die een substantieel aandelenblok vertegenwoordigen. Dit duidt erop dat *collective action* door een aantal kleinere aandeelhouders effectief kan zijn (zie: M.R. Denes, J.M. Karpoff & V.B. McWilliams, *Thirty Years of Shareholder Activism: A Survey of Empirical Research* 2015 www.ssrn.com/abstract=2608085 (geraadpleegd op 17 mei 2017)). Een recente surveystudie laat zien dat een meerderheid van de institutionele beleggers overweegt een actievere bemoeienis met het management van ondernemingen waarin zij belegt te coördineren. Vanwege de hoge kosten wordt hier echter in de praktijk vaak van afgezien. Met andere woorden, *free rider* problemen staan *collective action* in de weg. Zie: J. McCahery, Z. Sautner & L. Starks, 'Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors', *Journal of Finance* 2016, 71(6), p. 2905-2932.

7 Zie: J. Huang, *Coordination Costs, Institutional Investors, and Firm Value*, Working paper, University of Illinois 2013.

8 Een voorbeeld van een dergelijk optreden speelde zich in het voorjaar van 2017 af rond de overname dreiging van AkzoNobel, waarbij verschillende beleggingsfondsen onafhankelijk van elkaar een oproep aan het management deden om in te gaan op het overnamebod van branchegeenoot PPG. Zie ook: A. Brav, A. Dasgupta & R. Mathews, R., *Wolf Pack Activism*, Robert H. Smith School Research Paper 2016, nr. RHS 2529230; www.ssrn.com/abstract=2529230 (geraadpleegd op 17 mei 2017).

11.3. Belangenorganisaties van institutionele beleggers: een aantal voorbeelden⁹

Recentelijk zijn in diverse landen belangenorganisaties opgericht die zich richten op het vertegenwoordigen van de specifieke belangen van institutionele beleggers. Een aantal van deze belangenorganisaties is aangesloten bij het *Global Network of Investor Associations* (GNIA), dat werd opgericht in 2013 en onderdeel is van het *International Corporate Governance Network* (ICGN). Het ICGN is een internationaal platform voor overleg tussen institutionele beleggers die wereldwijd beleggen en opereren vanuit verschillende landen. De belangenorganisaties verenigd in het GNIA hebben als belangrijkste doelstelling het bevorderen van de rechten en plichten van aandeelhouders. Het netwerk heeft daarnaast als doel de uitwisseling van informatie te bevorderen met betrekking tot grensoverschrijdende vraagstukken van governance. Op deze manier hoopt het bij te dragen aan de ontwikkeling van wereldwijd geaccepteerde normen en regels aangaande de governance van beursgenoteerde ondernemingen.¹⁰ Hieronder volgt een beknopt overzicht van de belangrijkste belangenorganisaties.

The Asian Corporate Governance Association (ACGA, opgericht in 1999) is gevestigd in Hong Kong, maar richt zich op het bevorderen van *corporate governance* en de toepassing van *best practices* in heel Azië. De aandacht is vooral gericht op de twaalf grootste aandelenmarkten in de regio. In het voorjaar van 2017 had de organisatie 112 leden uit achttien landen wereldwijd.¹¹ Het ledenbestand bestaat vooral uit beleggingsfondsen (57%) en pensioenfondsen (16%). Gezamenlijk hebben zij ruim \$ 25.000 miljard aandelenkapitaal onder beheer. Het ACGA analyseert nieuwe wet- en regelgeving op het gebied van *corporate governance*, de betrokkenheid van aandeelhouders, de besluitvorming door ondernemingen en de gevolgen daarvan voor de aandeelhouders. Daarnaast is het ACGA actief in gesprek met organisaties verantwoordelijk voor de financiële regelgeving, aandelenmarkten, institutionele beleggers en ondernemingen over de ontwikkeling van nieuwe regels en de uitwerking daarvan op de governance van ondernemingen. Ten slotte organiseert de organisatie conferenties en workshops met als doel de kennis en ervaringen met betrekking tot het toepassen *best practices* in *corporate governance* te delen en verspreiden.

In Australië zijn twee organisaties actief: de *Australian Council of Superannuation Investors* (ACSI, opgericht in 2001) en *The Australian Institute of Superannuation Trustees* (AIST). ACSI is een samenwerkingsverband van dertig particuliere

9 In het onderstaande overzicht wordt de waarde van beheerd vermogen in landen buiten Europa steeds in Amerikaanse dollars (\$) uitgedrukt. Deze waarden zijn gebaseerd op de wisselkoersen van 19 mei 2017 (20 mei 2017 voor de wisselkoers van de Canadese dollar). Voor landen binnen de Eurozone worden de waarden uitgedrukt in Euro's, dan wel Britse ponden.

10 Voor meer informatie, zie de website van het ICGN; www.icgn.org/policy/global-network-investor-associations (geraadpleegd op 17 mei 2017).

11 Cijfers met betrekking tot het aantal deelnemers, het beheerd vermogen, etc. die in het vervolg van dit hoofdstuk worden genoemd hebben betrekking op voorjaar 2017 (tenzij anders vermeld) en zijn afkomstig van de officiële websites van de verschillende instanties en organisaties.

pensioenfondsen en zes internationale beleggingsfondsen en is gericht op het bevorderen van maatschappelijk verantwoord ondernemerschap door Australische beursgenoteerde ondernemingen. De fondsen beheren gezamenlijk tegen de \$ 1100 miljard en vormen daarmee een belangrijke speler in dialogen met het bestuur van ondernemingen over het te voeren beleid. De aandacht is gericht op het creëren van waarde voor de lange-termijn. ACSI is actief in dialogen tussen investeerders en het bestuur van ondernemingen, en ondersteunt deze dialogen met onderzoek op terreinen als beloningsbeleid, diversiteit in de *boardroom* en het rapporteren van investeringen in maatschappelijk verantwoorde projecten. ACSI verstrekt daarnaast stemadviezen voor haar leden. Deze service biedt leden een gedetailleerde analyse van de belangrijkste governance-vraagstukken, informatie over de governance van ondernemingen en verslagen van dialogen met het bestuur van ondernemingen. Volgens de organisatie heeft de service ertoe bijgedragen dat het aantal stemmen uitgebracht tijdens de AVAs sinds het begin van de service is gestegen van dertig naar 60% (in 2017). Ten slotte draagt de organisatie bij aan de ontwikkeling en evaluatie van nieuwe wet- en regelgeving door commentaren en voorstellen waarin het belang van haar achterban wordt uitgedragen. AIST is de tegenhanger van ACSI en vertegenwoordigt de *non-profit* pensioenfondsen. Deze fondsen beheren gezamenlijk een pensioenpot van \$ 450 miljard. De activiteiten die AIST uitvoert als belangenvertegenwoordiger van institutionele beleggers lijken minder verrijkend dan die van ACSI, wellicht mede vanwege de geringere omvang van het beheerde vermogen dat zij vertegenwoordigt.

In Brazilië vertegenwoordigt *The Association of Capital Markets Investors* (AMEC, opgericht in 2006) de belangen van institutionele beleggers met als doel de bescherming van de belangen van de minderheidsaandeelhouders en de ontwikkeling van aandelenmarkt. De organisatie vertegenwoordigt 57 binnen- en buitenlandse institutionele beleggers met een gezamenlijke beurswaarde van \$ 120 miljard. AMEC stelt zich ten doel het debat over internationaal geaccepteerde *best practices* met betrekking tot *corporate governance* tussen ondernemingen en investeerders te faciliteren. Als onderdeel van dit debat doet het instituut regelmatig aanbevelingen over de invulling en uitwerking van deze *best practices*. Daarbij staan onderwerpen als beloning van bestuurders, aandeelhoudersactivisme en transparantie hoog op de agenda.

In Italië worden de belangen van binnen- en buitenlandse institutionele beleggers vertegenwoordigd door Assogestioni. Daaronder vallen onder meer Italiaanse pensioenfondsen die een gezamenlijke waarde van € 1600 miljard vertegenwoordigen, maar ook verzekeringsmaatschappijen en banken die zich bezighouden met beleggingsactiviteiten. Ook Assogestioni richt zich op het bevorderen van *best practices* met betrekking tot *corporate governance* door het actief monitoren van de besluitvorming en ontwikkeling van beursgenoteerde ondernemingen, het doen van voorstellen voor *best practices* in de *corporate governance* code en het participeren in discussies over *corporate governance* met de politiek en de

wetenschap. Daarnaast ondersteunt zij haar leden in de voorbereiding op en tijdens AVAs, bijvoorbeeld met betrekking tot de keuze van nieuwe leden van de *board*.

In het Verenigd Koninkrijk is sinds 2014 *The Investment Association* actief. Deze organisatie heeft rond de 200 binnen- en buitenlandse leden die samen £ 5700 miljard aan beleggingen vertegenwoordigen. Zij richt zich op het vertegenwoordigen van beleggers en beleggingsmaatschappijen in brede zin. Het bevorderen van een hoge standaard van *corporate governance* in Britse beursgenoteerde ondernemingen vormt daarbij één van de speerpunten. Gelieerd aan deze organisatie is het ook in 2014 opgerichte *Investor Forum*. Directe aanleiding tot het oprichten van dit forum was de publicatie van het rapport van John Kay in 2012,¹² waarin een analyse werd gemaakt van de mate waarin Britse ondernemingen zich op de lange termijn richten. Dit rapport was een oproep tot een grotere betrokkenheid van beleggers bij de besluitvorming door het bestuur van ondernemingen waarmee lange-termijn rendement kan worden gegenereerd, het zogenaamde *stewardship* model. De bevordering van de dialoog tussen aandeelhouders en het bestuur van ondernemingen met de bedoeling lange-termijn waarde te creëren is dan ook het hoofddoel van de *Investor Forum*. Daartoe maakt de organisatie gebruik van een model waarbij een informele betrokkenheid (*engagement*) van aandeelhouders centraal staat, dat wil zeggen informeel overleg met het bestuur om het vertrouwen tussen beide partijen te vergroten, in plaats van het zoeken van de confrontatie via de publiciteit en/of stemmen tijdens de AVA. De organisatie ondersteunt deze aanpak met analyses en adviezen aan haar leden. Zij treedt niet zelf actief op als partij in discussies met de besturen van de ondernemingen. De *Investor Forum* is een gezamenlijk initiatief van 35 binnen- en buitenlandse beleggingsondernemingen met investeringen in Britse beursgenoteerde ondernemingen. Deze beleggers hebben een gezamenlijk wereldwijd beheerd vermogen van £ 12.500 miljard (waarvan £ 719 miljard in Britse ondernemingen).

11.4. De bijdrage van belangenorganisaties aan de praktijk van corporate governance

Zoals gezegd kunnen belangenorganisaties van institutionele beleggers in potentie een actievere bemoeienis van aandeelhouders met de besluitvorming door het bestuur bevorderen, doordat zij *collective action* faciliteren. Dat zou ertoe moeten leiden dat besturen eerder geneigd zijn de belangen van deze beleggers te laten meespelen bij hun besluitvorming. Een en ander kan tot uitdrukking komen in concrete ondernemingsactiviteiten, zoals het investeren in R&D en sociaal-maatschappelijke projecten. Daarnaast kan dit ertoe leiden dat de governance van ondernemingen meer ruimte biedt aan investeerders om toezicht op het bestuur uit te oefenen en besluitvorming mede vorm te geven.

¹² Zie: J. Kay, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making, Final Report*, July 2012; www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf (geraadpleegd op 20 mei 2017).

Er is weinig bekend over de effectiviteit van het optreden van belangenorganisaties van institutionele beleggers. Slechts enkele studies hebben hier onderzoek naar gedaan. Een aantal daarvan gaat in op de effectiviteit van de *Council of Institutional Investors* (CII). Dit is een belangenorganisatie van Amerikaanse particuliere en publieke pensioenfondsen, die in 1985 werd opgericht mede op initiatief van *California Public Employees' Retirement System* (CalPERS), het grootste pensioenfonds ter wereld. De meer dan 125 leden van deze organisatie beheren rond de \$ 3000 miljard.

CII heeft richtlijnen ontwikkeld die de visie van de organisatie met betrekking tot *corporate governance best practices* bespreken. Deze richtlijnen worden door haar leden onderschreven en als leidraad gebruikt bij hun investeringsbeslissingen. Het gaat daarbij om *best practices* met betrekking tot beloningen, diversiteit in de boardroom, opvolging van de bestuursvoorzitter, de rol van *credit rating* bureaus en de onafhankelijkheid van instellingen die accounting standaarden vaststellen. Een onderdeel van haar activiteiten is het publiceren van een lijst van ondernemingen (de *Focus List*) die volgens het CII zwakke financiële prestaties laten zien. Deze lijst wordt exclusief verspreid onder haar leden. Het idee is dat de leden zich vervolgens actief opstellen om het bestuur van ondernemingen op de lijst aan te zetten beslissingen te nemen die ertoe leiden dat de prestaties verbeteren.

Tim Opler en Jonathan Sokobin onderzochten in hoeverre ondernemingen na publicatie van hun naam op de lijst betere aandelenkoersen op de langere termijn lieten zien.¹³ Ook bestudeerden zij of publicatie ertoe leidde dat het bestuur sneller dan anders wordt vervangen. Opler en Sokobin vinden dat een jaar nadat ondernemingen op de lijst worden gepubliceerd hun aandelen met gemiddeld 11,6% stijgen. Zij concluderen dat een gecoördineerd actief optreden van de leden van het CII bijdraagt tot het creëren van lange-termijn waarde. In een latere en veel uitgebreidere studie van Wei-Ling Song en Samuel Szewczyk wordt echter geen significant effect gevonden.¹⁴ Dit is wellicht niet verrassend. Het publiceren van een lijst van zwak presterende ondernemingen heeft slechts een signaalfunctie en het is de vraag in hoeverre dit beleggers aanzet tot actief optreden. Het probleem van *collective action* en het *free rider* probleem zijn daarmee niet opgelost.

De effectiviteit van de in Maleisië actieve *Minority Shareholder Watchdog Group* (MSWG, opgericht in 2000) wordt bestudeerd in een studie van Rashid Ameer en Rshidah Abdul Rahman.¹⁵ MSWG is opgezet door de overheid om bewustwording onder aandeelhouders te creëren wat betreft hun fundamentele rechten en plichten

13 Zie: T.C Opler & J. Sokobin, *Does Coordinated Institutional Shareholder Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors*, Working Paper, Ohio State University 1996; www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=7604 (geraadpleegd op 20 mei 2017).

14 Zie: W.L. Song & S.H. Szewczyk, 'Does Coordinated Institutional Investor Activism Reverse the Fortunes of Underperforming Firms?', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2003, 38(2), p. 317-336.

15 Zie: R. Ameer & R.A. Rahman, 'The Impact of Minority Shareholder Watchdog Group Activism on the Performance of Targeted Firms in Malaysia', *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 2009, 5(1), p. 67-92.

als eigenaren van beursgenoteerde ondernemingen. Hoewel de organisatie zich richt op minderheidsaandeelhouders in brede zin worden vooral institutionele beleggers vanwege hun belang aangesproken op hun rechten en plichten. De organisatie verstrekt advies (tegen betaling) aan beleggers over hoe zij kunnen stemmen over bepaalde onderwerpen tijdens de AVAs. Vertegenwoordigers van de MSWG zijn aanwezig tijdens vergaderingen en stellen vragen, namens de organisatie zelf en/of namens aandeelhouders. Daarnaast correspondeert de organisatie met ondernemingen over vragen betreffende de governance en de prestaties van onderneming en wordt aangegeven welke maatregelen nodig worden geacht om de prestaties van de onderneming te verbeteren. De organisatie stelt zich dus actief op en doet dat uit naam van de (minderheids)aandeelhouders van de onderneming.

De MSWG heeft directe banden met de overheid en wordt daarnaast financieel ondersteund door institutionele beleggers. Dit roept de vraag op in hoeverre de organisatie onafhankelijk is en of zij een bijdrage kan leveren aan het verminderen van de agentschapsproblemen tussen bestuur en de minderheidsaandeelhouders.

In het onderzoek van Ameer en Rahman worden ondernemingen waarmee de MSWG zich bemoeit middels brieven en vragen tijdens de AVAs vergeleken met ondernemingen zonder deze bemoeienis. Zij onderzoeken daartoe het verloop van de aandelenkoersen van beide groepen ondernemingen en vinden dat ondernemingen met bemoeienis zowel op de korte als lange termijn beter presteren. Op basis van hun onderzoek concluderen beide onderzoekers dat, althans in het geval van de MSWG, een gecoördineerd activistisch optreden van aandeelhouders loont.

Recentelijk is door Craig Doidge en collega's onderzoek gedaan naar de effectiviteit van de *Canadian Coalition for Good Governance* (CCGG).¹⁶ Deze organisatie is actief sinds 2002 en vertegenwoordigt de belangen van vijftig verschillende beleggende partijen waaronder veel pensioenfondsen. Het gezamenlijk vermogen van de leden van CCGG is \$ 2200 miljard. Het CCGG stelt zich actief op als de stem van de aandeelhouder. Dit komt onder meer tot uiting in het schrijven van brieven naar besturen met vragen en wensen over het gevoerde beleid en de inrichting van de governance, informele besprekingen met het bestuur en met onafhankelijke leden van de board, etc. Tegelijkertijd gebruiken beleggers het CCGG als instrument om druk uit te oefenen op besturen van ondernemingen en om beleidsveranderingen gedaan te krijgen. De leden van het CCGG vormen een belangrijke partij: gemiddeld hebben zij 14% van de aandelen van de Canadese beursgenoteerde ondernemingen in bezit.

De studie naar de effectiviteit van het optreden van het CCGG maakt gebruik van unieke informatie over de informele communicatie tussen de organisatie en het bestuur van ondernemingen. Daarmee wordt in kaart gebracht met betrekking tot

¹⁶ Zie: C. Doidge, I.J.A. Dyck, H. Mahmudi & A. Virani, *Can Institutional Investors Improve Corporate Governance through Collective Action?*, Working paper, Rotman School of Management 2015, nr. 2635662; www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2635662 (geraadpleegd op 20 mei 2017).

welke thema's op welke momenten sprake is geweest van actieve bemoeienis met de besluitvorming van besturen. De auteurs kiezen voor drie typen beslissingen: een wijziging van het kiezen van nieuwe boardleden naar een democratisch systeem op basis van de meerderheid van stemmen, beslissingen betreffende het beloningsbeleid, en een besluit tot invoering van een adviserende *say-on-pay* stem voor de aandeelhouders. Vervolgens worden de beslissingen op deze drie punten van ondernemingen waarmee het CCGG zich actief heeft bemoeid vergeleken met besluiten van vergelijkbare ondernemingen die niet door de organisatie zijn benaderd. Het onderzoek laat zien dat ondernemingen die door het CCGG zijn benaderd gemiddeld genomen vaker een democratisch systeem aanvaarden voor het benoemen van een nieuw lid van de *board*, een transparanter beloningsbeleid hebben met betrekking tot de gebruikte prestatiecriteria en het gebruik van relevante vergelijkingsgroep bij de vaststelling van de hoogte van de beloning, en vaker een adviserende *say-on-pay* stem voor aandeelhouders aanvaarden. Daarnaast laten de onderzoekers zien dat ondernemingen die door het CCGG zijn benaderd gemiddeld genomen betere langetermijnprestaties kunnen overleggen. Dit alles wijst erop dat actief en gecoördineerd optreden van institutionele beleggers zich uitbetaalt.

11.5. Eumedion: Een casestudie

Sinds 2006 treedt de Stichting Eumedion – opvolger van de Stichting Corporate Governance Onderzoek Pensioenfondsen (SCGOP, opgericht in 1998) – op als vertegenwoordiger van de belangen van binnen- en buitenlandse institutionele beleggers die investeren in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De stichting richt zich primair op vraagstukken met betrekking tot *corporate governance* en duurzaamheid. Zij doet dit door de dialoog aan te gaan met alle betrokken partijen, zoals institutionele beleggers, besturen van de ondernemingen, politici, en vertegenwoordigers van ministeries en regelgevende instanties in binnen- en buitenland. Op deze manier faciliteert Eumedion *collective action* van institutionele beleggers tegenover het bestuur van ondernemingen en andere relevante partijen en helpt zij de kosten van *collective action* te verlagen. Eumedion heeft 57 binnen- en buitenlandse deelnemers. Een belangrijk deel daarvan bestaat uit Nederlandse pensioenfondsen. De deelnemers beheren gezamenlijk meer dan € 5000 miljard aan beleggingen.

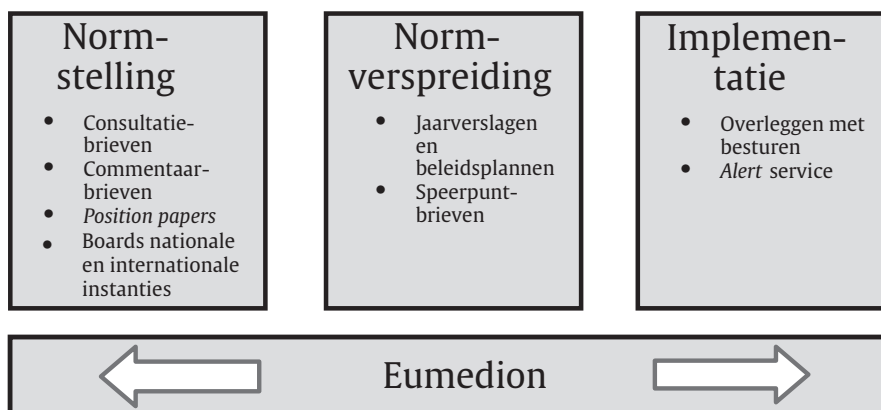
In een recente studie wordt de effectiviteit van Eumedion met betrekking tot de ontwikkeling en implementatie van normen (ofwel *best practices*) van *corporate governance* en duurzaamheid in Nederland in kaart gebracht.¹⁷ Daarbij wordt gebruikgemaakt van een theoretisch raamwerk dat beschrijft hoe Eumedion opereert in drie verschillende fasen van normontwikkeling, te weten de fase van normstelling, normverspreiding en de implementatie van normen. De analyse is

¹⁷ Zie: N. Hermes, R. Hooghiemstra & K. van Veen, *Eumedion in the Dutch Corporate Governance and Sustainability Landscape, institute for Governance and Organizational Responsibility (iGOR)*, Faculteit Economie en Bedrijfskunde, Rijksuniversiteit Groningen 2016; www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/publicaties/2016-onderzoek-Invloed-eumedion.pdf (geraadpleegd op 21 mei 2017).

gebaseerd op openbare en vertrouwelijke documenten, waaronder jaarverslagen, commentaarbrieven en consultatierapporten, *position papers*, verslagen van overleggen met besturen van ondernemingen, evaluaties van AVAs, persberichten, krantenartikelen, speerpuntbrieven en zogenaamde *alerts*. Daarnaast zijn interviews afgenomen met belangrijke spelers in de ontwikkeling van de *corporate governance* in Nederland in de afgelopen tien jaar. De verzamelde informatie is met behulp van tekstanalyse geanalyseerd om een beeld te krijgen van de rol van Eumedion in de normontwikkeling ten aanzien van *corporate governance* en duurzaamheid in Nederland.

Figuur 1 geeft een overzicht van de activiteiten van Eumedion in de verschillende fasen van normontwikkeling. Tijdens de *normstellingfase* geeft de Stichting met behulp van commentaarbrieven en consultatierapporten gevraagd en ongevraagd commentaar op nieuwe Nederlandse en Europese regels en wetgeving met betrekking tot *corporate governance* en duurzaamheidsvraagstukken. Uit de analyse van de documenten blijkt dat er vooral veel communicatie plaatsvindt met het Ministerie van Financiën en de Europese Unie. De aandacht is daarbij in de eerste jaren na de oprichting in 2006 vooral gericht op onderwerpen als de rechten en plichten van aandeelhouders en de beloning van het bestuur. Later verschuift de aandacht naar financiële verslaggeving, *integrated reporting* en de rol van de interne en externe audit. Met behulp van *position papers* ventileert de Stichting haar mening over ontwikkelingen op de terreinen van *corporate governance* en duurzaamheid. Ten slotte participeren vertegenwoordigers van Eumedion in diverse nationale en internationale organisaties en fora, zoals de Raad voor de Jaarverslaggeving, de Monitoringcommissie Corporate Governance, International Accounting Standards Board (IASB) en de *European Securities and Markets Authority* (ESMA), waar besluitvorming op deze terreinen wordt besproken en voorbereid. Eumedion zit daarmee dus aan de tafels waar wet- en regelgeving mede wordt vormgegeven.

Figuur 1: Eumedion's rol in het proces van normontwikkeling



Bron: Hermes e.a. 2016; zie voetnoot 17.

Tijdens de *normverspreidingsfase* zoekt Eumedion de publiciteit om aandacht te vragen voor haar visie op ontwikkelingen met betrekking tot *corporate governance* en duurzaamheidsvraagstukken. Zij spreekt zich hierover uit in jaarverslagen en beleidsplannen. Door middel van interviews en artikelen in dag- en weekbladen wordt de visie van Eumedion kracht bijgezet. Ook publiceert zij zogenaamde speerpuntbrieven. Deze brieven worden eens per jaar gepubliceerd en worden gebruikt om uiteen te zetten op welke onderwerpen Eumedion zich in een specifiek jaar in het bijzonder wil richten. De laatste jaren ligt de nadruk vooral op risicomangement en financiële en niet-financiële verslaggeving. Uit de interviews blijkt dat deze brieven invloed hebben gehad op de besluitvorming in de *boardrooms* van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.

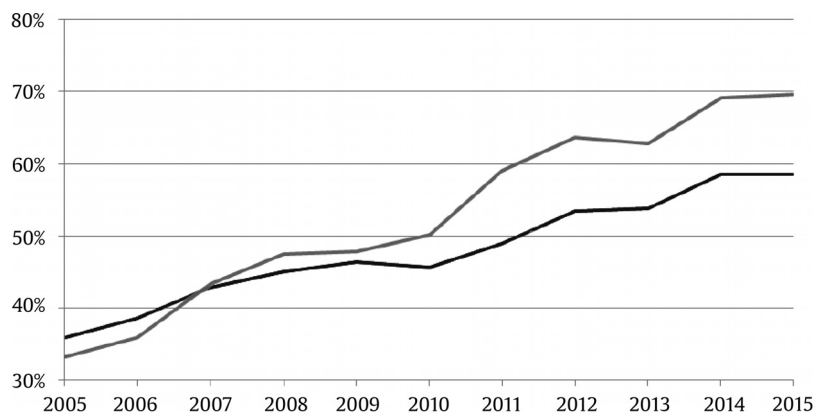
Tot 2009 was Eumedion vooral betrokken bij de eerste twee fasen van normontwikkeling. Vanaf 2009 is zij zich meer gaan toeleggen op de *implementatie van normen* van *corporate governance* en duurzaamheidsvraagstukken. Eumedion probeert dit op op twee manieren te realiseren. Allereerst voert zij eens per jaar gesprekken met een selectie van besturen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Daarbij wordt gesproken over de wijze waarop de onderneming omgaat met *corporate governance* en duurzaamheidsvraagstukken. Tijdens deze gesprekken maakt Eumedion ook duidelijk hoe zij denkt dat de onderneming haar beleid op deze terreinen zou kunnen wijzigen of bijstellen. Meestal zijn ook één of meerdere vertegenwoordigers van haar deelnemers bij deze gesprekken aanwezig. In de periode 2012-2016 voerde Eumedion jaarlijks rond de twintig van deze gesprekken.

Ten tweede heeft Eumedion een zogenaamde *alert* procedure ingesteld. Indien een onderneming een voorstel ter stemming tijdens de AVA wil brengen waarvan de strekking volgens Eumedion niet in het belang is van haar deelnemers kan het een *alert* uitsturen naar haar leden en naar het bestuur van de desbetreffende onderneming. Daarin geeft zij haar visie weer met betrekking tot hoe het ondernemingsbeleid dient te worden aangepast. Deze visie wordt in nauwe samenwerking met de deelnemers ontwikkeld. Het uitsturen van een *alert* kan worden gezien als een signaal aan het bestuur dat het gevoerde beleid niet wordt gedeeld door althans een deel van de aandeelhouders. Deelnemers kunnen bij eventuele stemming tijdens de AVA de inhoud van de *alerts* gebruiken bij de bepaling van hun stemgedrag. In de periode 2009-2016 zijn in 62 *alerts* opgesteld. Een analyse van de effecten van de gesprekken met ondernemingsbesturen en het gebruik van de *alert* procedure maakt duidelijk dat Eumedion een belangrijke rol heeft gespeeld als het gaat om de mate waarin en de wijze waarop haar deelnemers implementatie van normen door ondernemingen hebben afgedwongen. Zo heeft zij een belangrijke bijdrage geleverd aan de professionalisering van dit implementatieproces. In hoeverre dit ook geleid heeft tot significante veranderingen van besluitvorming door ondernemingen valt op basis van het onderzoek niet vast te stellen.

Uit de interviews komt naar voren dat Eumedion een belangrijke bijdrage heeft geleverd aan de drie fasen van normontwikkeling met betrekking tot *corporate*

governance en duurzaamheidsvraagstukken in Nederland. Zij wordt gezien als een serieuze partner in discussies over beleid en wet- en regelgeving met besturen van ondernemingen, vertegenwoordigers van overheidsinstanties en binnen- en buitenlandse wet- en regelgevende instanties. Zij wordt ook gezien als een kenniscentrum als het gaat om *governance* en duurzaamheidsvraagstukken en gewaardeerd als vertegenwoordiger van de belangen van institutionele beleggers. De geïnterviewde personen zijn positief over de rol van Eumedion met betrekking tot het creëren van een permanente dialoog tussen ondernemingen en hun aandeelhouders, zowel tijdens, maar zeker ook buiten de AVAs. Dit heeft gezorgd voor een nauwere relatie tussen beide partijen. Enerzijds heeft dit ertoe geleid dat besturen aandeelhouders serieuzer zijn gaan nemen. Anderzijds zijn aandeelhouders hun betrokkenheid bij de besluitvorming serieuzer gaan nemen. Een belangrijke indicatie voor dit laatste wordt weergegeven in Figuur 2. Daaruit blijkt dat de deelname van aandeelhouders aan de AVAs van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen tussen 2005 en 2015 significant is toegenomen.

Figuur 2: Deelname van aandeelhouders aan AVAs van beursgenoteerde ondernemingen



Bron: Eumedion Policy Plan 2016, p.7. De blauwe lijn geeft de deelname weer van aandeelhouders aan de AVAs van ondernemingen die onderdeel zijn van de AEX-index. De rode lijn doet hetzelfde voor ondernemingen die deel uitmaken van de AMX-index.

11.6. Samenvatting, discussie en conclusies

In dit hoofdstuk zijn wij ingegaan op het *collective action problem* van institutionele beleggers en hoe belangenorganisaties een bijdrage kunnen leveren aan het behartigen van het collectief belang van deze beleggers. Nadat we het *collective action problem* kort hebben beschreven, hebben we een aantal van deze belangenorganisaties en hun activiteiten in diverse landen besproken. Uit deze beschrij-

ving bleek dat hun aantal nog relatief gering is en dat de meeste relatief kort (dat wil zeggen sinds het begin van deze eeuw) actief zijn.

Vervolgens hebben we voor een aantal organisaties (waaronder CCGG in Canada en MSWG in Maleisië) bekeken in hoeverre zij succesvol zijn met betrekking tot het behartigen van de belangen van hun achterban. Uit het geringe aantal studies dat is gedaan naar de effectiviteit van deze organisaties kan worden geconcludeerd dat actief en gecoördineerd optreden van institutionele beleggers zich uitbetaalt; de governance en duurzaamheid van ondernemingen lijkt te verbeteren als gevolg van gerichte activiteiten en interventies van belangenorganisaties van institutionele beleggers. Dit ondersteunt de gedachte dat deze belangenorganisaties het *collective action problem* van institutionele beleggers helpen op te lossen.

Hierna hebben we een evaluatie van de bijdrage die Stichting Eumedion – een in Nederland actieve belangenorganisatie – levert aan de belangenvertegenwoordiging van institutionele beleggers besproken. De evaluatie laat zien dat de Stichting zich actief bezighoudt met het opstellen, verspreiden en implementeren van normen op het gebied van *corporate governance* en duurzaamheid. Daarmee worden de belangen van institutionele beleggers in brede zin vertegenwoordigd. Niet alleen helpt Eumedion de toepassing van normen betreffende *corporate governance* en duurzaamheid van ondernemingen te verbeteren, zij tracht ook de ontwikkeling van de inhoud van deze normen te beïnvloeden, daarbij rekening houdend met de belangen van haar achterban. Geconcludeerd kan worden dat zij daarin succesvol is geweest. Daarbij wordt vooral verwezen naar de toegenomen activistische opstelling van institutionele beleggers tijdens de AVAs en in informele gesprekken met besturen van beursgenoteerde ondernemingen. Ook deze evaluatiestudie ondersteunt het idee dat belangenorganisaties zoals Stichting Eumedion het *collective action problem* van institutionele beleggers kunnen verminderen.

Er is meer onderzoek nodig naar de bijdrage van belangenorganisaties als Stichting Eumedion aan het oplossen van het *collectieve action problem*. Kwantitatieve studies zoals uitgevoerd voor het CCGG zijn nodig om een duidelijker beeld te krijgen in hoeverre bemoeienis daadwerkelijk tot veranderingen in de strategie en het beleid van ondernemingsbesturen leidt. Daarnaast is er behoefte aan empirische analyses die aangeven in hoeverre belangenorganisaties bijdragen aan het initiëren en aanpassen van regelgeving door overheden op het gebied van *corporate governance* en duurzaamheid.