

Is het bevorderen van langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders nastrevenswaardig en een hoeksteen van het corporate-governancemodel van beursvennootschappen?

H. Koster

1 Inleiding

De herziene aandeelhoudersrichtlijn 2017/828/EU¹ kent als uitgangspunt dat een effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid een van de hoekstenen van het corporate-governancemodel van beursgenoteerde vennootschappen is.² Dit corporate-governancemodel is gebaseerd op controlemechanismen tussen de verschillende organen en belanghebbenden. Het doel van de herziene aandeelhoudersrichtlijn is dat aandeelhouders meer betrokken moeten zijn bij de vennootschappen waarvan zij aandelen bezitten.³ De richtlijn bevat onder andere een regeling voor de identificatie van aandeelhouders en transparantieverplichtingen voor institutionele beleggers, vermogensbeheerders en stemadviseurs. Daarnaast geeft de richtlijn aandeelhouders meer invloed op de beloning van bestuurders en commissarissen van vennootschappen en verplicht de richtlijn vennootschappen bepaalde transacties met verbonden partijen openbaar te maken en te laten goedkeuren.⁴ Met het wetsvoorstel bevorderen langetermijnbetrokkenheid van aan-

- 1 Richtlijn 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (PbEU 2017, L 132).
- 2 De richtlijn is van toepassing op beursvennootschappen met een statutaire zetel in een lidstaat van de Europese Unie waarvan aandelen zijn genoteerd aan een reguliere beurs in de Europese Unie, dat wil zeggen dat aandelen zijn toegelaten tot de handel op een in een lidstaat gelegen of werkzame gereglementeerde markt (art.1 lid 1 en art. 2 onder a van de herziene aandeelhoudersrichtlijn).
- 3 In haar mededeling van 12 december 2012 getiteld 'Actieplan betreffende Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen' had de EU-Commissie reeds een aantal acties op het gebied van corporate governance aangekondigd, die met name gericht zijn op het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders en het creëren van meer transparantie tussen vennootschappen en beleggers.
- 4 In art. 9 quater lid 4 van de richtlijn wordt aan de lidstaten de keuze gelaten of materiële transacties met verbonden partijen worden goedgekeurd door de algemene vergadering of door het bestuur of toezichthoudend orgaan. In dat kader wordt in het voorgestelde art. 2:169 BW bepaald dat materiële transacties met een verbonden partij die niet in het kader van de normale bedrijfsvoering of niet onder normale marktvoorwaarden zijn aangegaan, zijn onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen of het bestuur indien sprake is van een one-tier bestuursstelsel.

Is het bevorderen van langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders nastrevenswaardig en een hoeksteen van het corporate-governancemodel van beursvennootschappen?

deelhouders zal Richtlijn 2017/828 over het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders in de Nederlandse regelgeving worden geïmplementeerd.⁵ Met dit wetsvoorstel worden enkele bepalingen toegevoegd om de betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance van beursvennootschappen verder te vergroten – specifiek op het terrein van beloning en bepaalde transacties met verbonden partijen – en de transparantie tussen vennootschappen en beleggers te bevorderen.⁶ Het wetsvoorstel is op 16 oktober 2018 bij de Tweede Kamer ingediend en is op 2 april 2019 aangenomen door de Tweede Kamer. Het wetsvoorstel ligt nu bij de Eerste Kamer.⁷

In dit artikel beantwoord ik twee vragen: ten eerste de vraag of het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders van beursvennootschappen nastrevenswaardig is, en ten tweede of het bevorderen van langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders inderdaad een hoeksteen van het corporate-governancemodel van beursgenoteerde vennootschappen is. Ik zal daartoe in de volgende paragraaf eerst de doelstelling en achtergronden van deze langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders bespreken. In paragraaf 3 evalueer ik het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders en beantwoord ik de vraag of het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders van beursvennootschappen nastrevenswaardig is, en ook de vraag of dit een hoeksteen van het corporate-governancemodel van beursgenoteerde vennootschappen is. Ik sluit in paragraaf 4 af met enkele conclusies.

2 Doelstelling en achtergronden langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders

Aandeelhouders zijn belangrijke stakeholders van de vennootschap. Aandeelhouders zijn bovendien de belangrijkste categorie stakeholders met directe wettelijke rechten en bevoegdheden die van belang zijn voor de positie van bestuur en raad van commissarissen (hierna: RvC). Zo is de bevoegdheid tot benoeming en ontslag van het bestuur en de RvC doorgaans aan de algemene vergadering toebedeeld.⁸ Daarnaast is onder meer toebedeeld aan de algemene vergadering besluitvorming over: emissie van aandelen, statutenwijziging, ontbinding, bezoldigingsbeleid, vaststelling jaarrekening, omzetting, juridische fusie en splitsing en bij een naamloze vennootschap wijziging van identiteit/karakter. In de considerans van de herziene aandeelhoudersrichtlijn wordt benadrukt dat een effectieve

- 5 Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, de Wet op het financieel toezicht en de Wet giraal effectenverkeer ter uitvoering van Richtlijn 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (PbEU 2017, L 132).
- 6 Zie over het wetsvoorstel ook R. Abma, Het voorontwerp van het wetsvoorstel ter implementatie van de herziene richtlijn Aandeelhoudersrechten, Ondernemingsrecht 2018/107.
- 7 De inbreng voor het nader voorlopig verslag vindt plaats op 10 september 2019. De wijzigingsrichtlijn moest overigens op 10 juni 2019 zijn geïmplementeerd.
- 8 Bij vennootschappen waarop het volledige structuurregime van toepassing is, worden de leden van het bestuur benoemd en ontslagen door de RvC. Zie voorts art. 2:157 en 2:267 BW.

H. Koster

en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid een van de hoekstenen van het corporate-governancemodel van beursgenoteerde vennootschappen is.⁹ Een grotere betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance is, zo wordt verwoord in de considerans, een van de middelen die kunnen bijdragen aan een verbetering van de financiële en niet-financiële prestaties van vennootschappen, ook wat betreft ecologische, sociale en governancefactoren, met name zoals bedoeld in de door de Verenigde Naties ondersteunde beginselen voor verantwoord investeren.¹⁰

Voorts wordt in de considerans opgemerkt dat met name institutionele beleggers en vermogensbeheerders vaak belangrijke aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen in de Europese Unie zijn. In de praktijk hebben institutionele beleggers en vermogensbeheerders als primaire taak de aan hen toevertrouwde gelden zo goed mogelijk te beheren. Cruciaal is dat zonder al te veel risico een redelijk rendement wordt behaald. De meeste aandelen in Nederlandse AEX-vennootschappen worden gehouden door Nederlandse en vooral buitenlandse institutionele beleggers en vermogensbeheerders.¹¹ Zij kunnen daarom een belangrijke rol vervullen in de corporate governance van die vennootschappen, maar ook meer in het algemeen met betrekking tot hun strategie en langetermijnprestaties.¹² De Nederlandse Corporate Governance Code 2016 kent overigens ook al enkele bepalingen die betrekking hebben op institutionele beleggers. Ten eerste moeten pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders jaarlijks in ieder geval op hun website hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die zij houden in beursvennootschappen openbaar maken. Daarnaast dienen zij een verslag te plaatsen op hun website van de uitvoering van hun beleid voor het uitoefenen van het stemrecht in het desbetreffende boekjaar. Bovendien brengen zij ten minste eenmaal per kwartaal op hun website verslag uit of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op algemene vergaderingen.¹³

In de considerans van de herziene aandeelhoudersrichtlijn wordt evenwel ook opgemerkt dat het door de financiële crisis duidelijk is geworden dat aandeelhouders het nemen van buitensporige kortetermijnrisico's door bestuurders in veel gevallen hebben ondersteund.¹⁴ Daarnaast valt te lezen in de considerans dat er duidelijke aanwijzingen zijn dat het huidige niveau van toezicht op de vennootschappen waarin is belegd en de betrokkenheid van institutionele beleggers en vermogensbeheerders vaak onvoldoende zijn en te sterk op korte-

9 Considerans (14).

10 Considerans (14).

11 Zie R. Abma, D.P. van Kleef, N. Lemmers & M. Olaerts, *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 8-9.

12 Considerans (15).

13 Best practice bepaling 4.3.5 en 4.3.6.

14 Considerans (2).

Is het bevorderen van langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders nastrevenswaardig en een hoeksteen van het corporate-governancemodel van beursvennootschappen?

termijnrendementen zijn gericht,¹⁵ hetgeen kan leiden tot minder optimale corporate governance en prestaties.¹⁶ Institutionele beleggers en vermogensbeheerders zijn bovendien vaak niet transparant over hun beleggingsstrategie en betrokkenheidsbeleid en de uitvoering daarvan.¹⁷ Dit terwijl openbaarmaking van dergelijke informatie een positief effect zou hebben op het bewustzijn van beleggers, de uiteindelijke begunstigden, zoals toekomstige gepensioneerden, in staat zou stellen om betere beleggingsbeslissingen te nemen, de dialoog tussen vennootschappen en hun aandeelhouders zou bevorderen, en de betrokkenheid van aandeelhouders zou bevorderen en hun verantwoordingsplicht jegens belanghebbenden en het maatschappelijk middenveld zou uitbreiden.¹⁸

Op basis van de herziene aandeelhoudersrichtlijn dienen institutionele beleggers en vermogensbeheerders (en ook stemadviseurs) daarom meer transparantie aan de dag te leggen over de manier waarop zij de betrokkenheid van de aandeelhouders invullen.¹⁹ Daartoe dienen zij een beleid over aandeelhoudersbetrokkenheid te ontwikkelen en openbaar te maken dan wel gemotiveerd toe te lichten waarom zij hebben besloten dit niet (geheel) te doen. Ook moeten institutionele beleggers en vermogensbeheerders in principe informatie openbaar maken over de uitvoering van hun betrokkenheidsbeleid. Op basis van het voorgestelde art. 5:87c lid 2 Wet op het financieel toezicht (Wft) dient dit betrokkenheidsbeleid een beschrijving te bevatten van:

- ‘a de wijze waarop de institutionele belegger of vermogensbeheerder toeziet op de vennootschappen waarin is belegd ten aanzien van relevante aangelegenheden, waaronder de strategie, de financiële en niet-financiële prestaties en risico’s, de kapitaalstructuur, maatschappelijke en ecologische effecten en corporate governance van de vennootschappen waarin is belegd;
- b de wijze waarop de institutionele belegger of vermogensbeheerder een dialoog voert met de vennootschappen waarin is belegd;
- c de wijze waarop de institutionele belegger of vermogensbeheerder de stemrechten en andere aan aandelen verbonden rechten uitoefent;
- d de wijze waarop de institutionele belegger of vermogensbeheerder samenwerkt met andere aandeelhouders;
- e de wijze waarop de institutionele belegger of vermogensbeheerder communiceert met relevante belanghebbenden van de vennootschappen waarin is belegd; en

15 Zie over kortetermijngedrag ook J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas. De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief*, Deventer: Kluwer 2014, hoofdstuk 10.

16 Considerans (2).

17 Considerans (16).

18 Considerans (16).

19 Considerans (17). Voorgesteld wordt in het wetsvoorstel om deze transparantieverplichtingen uit art. 3 octies t/m 3 undecies van de richtlijn te implementeren in de nieuwe art. 5:87a t/m 5:87f Wft.

H. Koster

- f de wijze waarop belangenconflicten beheerst worden die verband houden met de betrokkenheid van de institutionele belegger of vermogensbeheerder.’

Voor de relatie tussen de vermogensbeheerder en de institutionele beleggers bevat het wetsvoorstel een aantal wettelijke minimumvereisten, zodat institutionele beleggers de vermogensbeheerder naar behoren kunnen beoordelen en ter verantwoording kunnen roepen. Daartoe wordt voorgesteld in art. 5:87e Wft om vermogensbeheerders te verplichten om aan institutionele beleggers onder meer bekend te maken hoe hun beleggingsstrategie en de uitvoering ervan bijdragen aan de middellange- tot de langetermijnprestaties van de portefeuille van de institutionele belegger of van het fonds en wat de samenstelling en omloopsnelheid van de portefeuille zijn. Vermogensbeheerders moeten de institutionele belegger bovendien adequate informatie verstrekken die voldoende is om te beoordelen of, en zo ja, hoe de beheerder in het langetermijnbelang van de belegger handelt, en of de vermogensbeheerder een strategie hanteert die een doeltreffende aandeelhoudersbetrokkenheid mogelijk maakt.²⁰

In de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel wordt (ook) toegelicht dat deze openbaarmaking ertoe strekt het bewustzijn van beleggers te vergroten en de uiteindelijk begunstigen, zoals toekomstige gepensioneerden, in staat te stellen om betere beleggingsbeslissingen te nemen.²¹ Daarnaast strekt het wetsvoorstel ertoe de dialoog tussen vennootschappen en hun aandeelhouders te bevorderen, de betrokkenheid van aandeelhouders te vergroten en hun verantwoordingsplicht jegens belanghebbenden en het maatschappelijk middenveld uit te breiden.²² In de memorie van antwoord wordt voorts in dat kader nog opgemerkt dat het aangaan van de dialoog over het bezoldigingsbeleid zal worden gezien als bevorderend voor de aandeelhoudersbetrokkenheid op langere termijn, ook door buitenlandse aandeelhouders.²³ Hetzelfde zal kunnen gelden voor de openbaarmaking en goedkeuring van bepaalde transacties met verbonden partijen.

Ten slotte, van belang voor de reikwijdte van deze transparantieregels is voorts dat, om te kunnen voldoen aan het streven om de richtlijn zo veel mogelijk beleidsneutraal te implementeren, is voorgesteld separate definities van institutionele belegger en vermogensbeheerder in art. 5:87a Wft op te nemen die aansluiten bij de betreffende definities uit de richtlijn. De reikwijdte van institutionele

20 Considerans (20).

21 Kamerstukken II 2018/19, 35058, 3, p. 22.

22 Kamerstukken II 2018/19, 35058, 3, p. 22.

23 Kamerstukken I 2018/19, 35058, C, p. 2.

Is het bevorderen van langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders nastrevenswaardig en een hoeksteen van het corporate-governancemodel van beursvennootschappen?

belegger is daardoor beperkt tot levensverzekeraars of pensioenfondsen.²⁴ De in art. 1:1 Wft opgenomen definitie van institutionele belegger, die dus geen toepassing vindt, kent een veel ruimere reikwijdte en omvat: beleggingsinstelling, Instelling voor Collectieve Beleggingen in Effecten (icbe), levensverzekeraar en pensioenfonds of premiepensioeninstelling. Voorts is van belang dat het wetsvoorstel, anders dan de richtlijn,²⁵ alleen ziet op vermogensbeheerders, voor zover deze namens dergelijke institutionele beleggers – dus levensverzekeraars of pensioenfondsen – beleggen in aandelen die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt.

3 Het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders geëvalueerd

Langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders kan zeker tot positieve effecten leiden, zo blijkt uit de literatuur.²⁶ Als het doel van de richtlijn is om dergelijke langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders van beursvennootschappen te bevorderen, is een eerste vraag waarom de betrokkenheid van institutionele beleggers en vermogensbeheerders dan eigenlijk vaak onvoldoende was en te sterk op kortetermijnrendementen was gericht.²⁷ Kortetermijnfocus heeft – denk ik – een aantal oorzaken. Ten eerste zijn de transactiekosten – onder meer onder invloed van externe toezichthouders – lager geworden, waardoor het steeds goedkoper werd om te handelen in aandelen.²⁸ Ten tweede hebben technologische

- 24 Op basis van art. 2 onder e van de herziene aandeelhoudersrichtlijn is een institutionele belegger: 'i) een onderneming die werkzaamheden verricht op het gebied van levensverzekering in de zin van art. 2, lid 3, onder a), b) en c), van Richtlijn 2009/138/EG van het Europees Parlement en de Raad (*6) en herverzekering zoals gedefinieerd in art. 13, punt 7, van die richtlijn op voorwaarde dat zij levensverzekeringsverplichtingen dekken en die niet uitgesloten zijn krachtens die richtlijn; ii) een instelling voor bedrijfspensioenvoorziening die binnen het toepassingsgebied van Richtlijn (EU) 2016/2341 van het Europees Parlement en de Raad (*7) valt ingevolge art. 2 daarvan, tenzij de lidstaat er overeenkomstig art. 5 van die richtlijn voor heeft gekozen om die richtlijn geheel of gedeeltelijk niet toe te passen op die instelling'.
- 25 Art. 2 onder f: 'vermogensbeheerder: een beleggingsonderneming als gedefinieerd in art. 4, lid 1, punt 1, van Richtlijn 2014/65/EU die voor beleggers vermogensbeheerdiensten verricht, een beheerder van alternatieve beleggingsinstellingen als gedefinieerd in art. 4, lid 1, onder b), van Richtlijn 2011/61/EU die niet voldoet aan de voorwaarden van art. 3 van die richtlijn om in aanmerking te komen voor een vrijstelling, een beheermaatschappij als gedefinieerd in art. 2, lid 1, onder b), van Richtlijn 2009/65/EG of een beleggingsmaatschappij waaraan overeenkomstig Richtlijn 2009/65/EG een vergunning is verleend mits deze beleggingsmaatschappij voor het vermogensbeheer geen beheermaatschappij heeft aangewezen waaraan overeenkomstig die richtlijn een vergunning is verleend'.
- 26 Zie onder meer A. Alchian & H. Demsetz, Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review* (62) 1972, afl. 5, M. Anson, T. White & H. Ho, Good corporate governance works: More evidence from CalPERS, *Journal of Asset Management* (5) 2004, afl. 3, en B.S. Black, Agents watching agents: The promise of institutional investor voice, *UCLA Law Review* (39) 1992.
- 27 Considerans (2).
- 28 Zie J. Fox & J.W. Lorsch, What good are shareholders?, *Harvard Business Review* juli/augustus 2012, p. 51.

H. Koster

ontwikkelingen tot nieuwe vormen van handel in aandelen geleid, zoals flitshandel. Flitshandel (*high-frequency trading*) is een methode om te speculeren op onder meer aandelenkoersen, waarbij in zeer korte tijd – minder dan een seconde – zowel gekocht als verkocht wordt. Hierbij wordt gespeculeerd op kleine koerswijzigingen die zich in korte tijd voordoen, of op kleine verschillen in de waarde van hetzelfde aandeel op verschillende beurzen. Hierdoor kunnen met kleine koersverschillen grote winsten worden gemaakt. Ten derde heeft een verschuiving plaatsgevonden van individuele investeerders naar professionele – binnenlandse en buitenlandse – beleggers. Deze professionele beleggers worden nogal eens gestimuleerd of voelen een bepaalde druk om vaker te handelen dan individuele investeerders (mogelijk) zouden doen.²⁹

Belangrijk is voorts dat kortetermijnfocus schadelijk kan zijn voor ondernemingen. In de literatuur is betoogd dat offensieve aandeelhoudersactivisten – met veelal een korte focus – schadelijk kunnen zijn (maar dat hoeft natuurlijk niet) voor crediteuren, werknemers, aandeelhouders met een lange horizon en voor de vennootschap als geheel.³⁰ Het Britse Kay-rapport gaat ook op deze problematiek in.³¹ In zijn rapport laat Kay aan de hand van vele voorbeelden zien dat ook bestuurders kortetermijngedrag kunnen tonen, en ook dat zij daarbij dikwijls gesteund of zelfs aangemoedigd worden door hun aandeelhouders. Kays conclusie is in dat kader dat het niet zozeer om betrokkenheid van aandeelhouders gaat, maar dat het aankomt op de kwaliteit van de betrokkenheid. Het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders van beursvennootschappen is dus wenselijk en de kwaliteit van die betrokkenheid is in dat kader doorslaggevend.

Valt in de voorgestelde wettelijke regeling gerichtheid op de kwaliteit van de betrokkenheid te onderkennen? In dat kader is van belang dat in de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel wordt toegelicht dat de openbaarmakingsvereisten ertoe strekken: (1) het bewustzijn van beleggers te vergroten, (2) de uiteindelijk begunstigden, zoals bijvoorbeeld toekomstige gepensioneerden, in staat te stellen om betere beleggingsbeslissingen te nemen, (3) de dialoog tussen vennootschappen en hun aandeelhouders te bevorderen, en (4) de betrokkenheid van aandeelhouders te vergroten en hun verantwoordingsplicht jegens belanghebbenden en het maatschappelijk middenveld uit te breiden.³² Dit laatste nagestreefde

29 L. Dijkstra, CIO van Kempen Capital Management, zei hierover: 'Het is een verstikkende houdgreep, waar pensioenfondsen, vermogensbeheerders en bedrijven zich in bevinden. Ze worden afgerekend op hun resultaten op korte termijn en bevinden zich noodgedwongen in een wereld van rankings, benchmarks en kwartaalresultaten.' Zie www.pgmm.nl/wat-vinden-we/Paginas/Lange-termijn-focus-geeft-beter-rendement.aspx, geraadpleegd op 1 juli 2019.

30 L.A. Stout, *The shareholder value myth: How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, Oakland: Berret-Koehler 2012.

31 Dit betreft het Kay-rapport uit het Verenigd Koninkrijk over de werking van Britse aandelenmarkten en de langetermijngevolgen ervan op beursfondsen. Zie ook J.M. de Jongh, *Kortetermijngedrag op de aandelenmarkten: een beschouwing naar aanleiding van de Kay Review*, *Ondernemingsrecht* 2012/107.

32 Kamerstukken II 2018/19, 35058, 22.

Is het bevorderen van langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders nastrevenswaardig en een hoeksteen van het corporate-governancemodel van beursvennootschappen?

effect van de openbaarmaking is overigens opmerkelijk, nu het lijkt te impliceren dat aandeelhouders, als belangrijke stakeholders, in het kader van hun betrokkenheid mede een bepaalde verantwoording richting andere stakeholders hebben. Wat hier ook verder van zij, een belangrijke rol komt voorts toe aan het voorgeschreven betrokkenheidsbeleid. Die betrokkenheid dient met name te worden ingevuld door de volgende instrumenten: toezien op – ik zou zeggen: monitoren – en een dialoog voeren met de vennootschap, uitoefenen van het stemrecht, samenwerken met andere aandeelhouders en communiceren met andere relevante belanghebbenden. Dit alles lijkt mij wel tot meer kwaliteit van de betrokkenheid te kunnen leiden.

De vraag is evenwel hoe met deze voorschriften in de praktijk zal worden omgegaan en of dit wel tot echte betrokkenheid zal leiden. Heeft het kortom wel zin om dit na te streven? Belangrijker is – denk ik – dat transparantieverplichtingen alleen niet voldoende zijn om betrokken aandeelhouderschap te realiseren.³³ Daarvoor zal meer nodig zijn. Veel beleggers zullen de motivatie en/of de tijd missen om te monitoren.³⁴ Dit ook omdat de prikkel om actief betrokken te zijn negatief beïnvloed kan worden door freeridergedrag. Immers, eventuele resultaten van actief aandeelhouderschap komen ten goede aan alle aandeelhouders.³⁵ Daar komt bij dat aandeelhouders, dus ook institutionele beleggers, in beginsel hun eigen belang mogen vooropstellen en daartoe ook hun zeggenschapsrechten mogen aanwenden. Zij hebben verder ook te maken met de belangen van hun eindbegunstigden, en die belangen kunnen soms conflicteren met de belangen van de vennootschappen waarin is belegd. Het is voorts de vraag of dergelijke actieve betrokkenheid wel verwacht mag worden van (vermogensbeheerders van) institutionele beleggers, zeker als ze in veel vennootschappen belegd hebben.³⁶ Zo hadden de grote drie indexbeleggers Blackrock, Vanguard en State Street in 2017 investment stewardship teams bestaande uit respectievelijk 33, 21 en 11 personen. Voor Blackrock betrof het ongeveer 14.000 vennootschappen, voor Vanguard ongeveer 13.000 vennootschappen en voor State Street ongeveer 9.000 vennootschappen.³⁷

Is het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders van beursvennootschappen dan eigenlijk wel nastrevenswaardig? Gelet op het positieve effect dat langetermijnbetrokkenheid kan hebben, kan die vraag, zo meen

33 Zie ook G.T.M.J. Raaijmakers, *De Aandeelhoudersrichtlijn in de rebound*, *Ondernemingsrecht* 2017/114.

34 Een CEO zei bijv. over indexbeleggers met aandelen in zijn vennootschap: 'We'd love to talk to the passive guys, they control 20 percent of our shares, but they don't want to see us.' See J. Authors, *How passive investors morphed into the bad guys*, *Financial Times* 14 oktober 2017, p. 24.

35 Zo ook J. van der Ende & A. van der Krans, *Aandeelhouders: van 'flitskapitaal' naar 'geduldig kapitaal'*, *O&F* 2013, afl. 2.

36 Zie ook L. Bebchuk & S. Hirst, *The specter of the giant three*, *Boston University Law Review* (99) 2019.

37 H. Bioy, J. Garcia-Zarate & A. Bryan, *Passive fund providers and investment stewardship*, *Morningstar* 4 november 2014.

H. Koster

ik, niettemin positief beantwoord worden. Dat neemt niet weg dat het verwachten van betrokkenheid door aandeelhouders niet (altijd) realistisch is, en dit mag wellicht ook niet altijd verwacht worden.³⁸ Het gaat er echter – denk ik – om een zekere mate van betrokkenheid te bewerkstelligen, waar dit mogelijk is en haalbaar. Het gaat er daarbij ook om te bevorderen dat aandeelhouders zo veel mogelijk werkelijk betekenisvolle langetermijnbetrokkenheid tonen bij de onderneming. Eenvoudig zal dat zeker niet (altijd) zijn.³⁹ In dit kader zou daarom nader kunnen worden onderzocht welke aandeelhouders meer een langetermijnfocus (bereid zijn te) hebben en hoe dergelijke aandeelhouders tot meer werkelijk betekenisvolle betrokkenheid aangezet kunnen worden. De richtlijn en het wetsvoorstel zwijgen hierover, zo lijkt het.

Is het uitgangspunt van de herziene aandeelhoudersrichtlijn dat een effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid een van de hoekstenen van het corporate-governancemodel van beursgenoteerde vennootschappen is, een juiste? Die vraag beantwoord ik ontkennend. Als bepaalde aandeelhouders betrokken zijn door te monitoren en dergelijke en het bestuur waar nodig te challengen, kan dat zeker van toegevoegde waarde zijn, maar om dit als een van de hoekstenen van het corporate-governancemodel van beursgenoteerde vennootschappen te duiden, zover zou ik niet willen gaan.⁴⁰ Daarvoor is die betrokkenheid nu in de praktijk denk ik nogal eens te mager of zelfs afwezig.⁴¹ Bovendien geldt dat de wensen

38 Zie hierover J. Noguera, *Institutional investors and the stewardship code: An analysis of why institutional investors do not monitor or engage*, *International Company and Commercial Law Review* (28) 2017, afl. 3. Kritisch is ook I.H.-Y. Chiu, *Stewardship as investment management for institutional shareholders*, *The Company Lawyer* 2011, afl. 3. Zie verder ook D.A.M. Melis, *The institutional investor stewardship myth* (diss. Breukelen), Breukelen: Nyenrode Business Universiteit 2014.

39 Zie hierover ook J.W. Winter, *Aandeelhouders engagement en stewardship*, in: L. Timmerman e.a., *Samenwerken in het ondernemingsrecht* (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 80), Deventer: Kluwer 2011, p. 53-55.

40 Zo ook H.M. Vletter-van Dort, *De aandeelhouder als hoeksteen van de beursvennootschap?*, *Ondernemingsrecht* 2018/45.

41 Zie Bebchuk & Hirst 2019. Zie voorts ook R. Abma, *Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2018*, *Ondernemingsrecht* 2018/111, waaruit blijkt dat algemene vergaderingen (AV's) weliswaar hoge stempercentages kennen, maar slechts weinig AV-voorstellen het niet halen. Ook werden veel van deze stemmen uitgebracht door de notaris of een andere onafhankelijke derde, veelal op instructie van of via een aan hem verleende volmacht door (buitenlandse) institutionele beleggers. Zo vertegenwoordigde een notaris tijdens de AV's van ING Groep, NN Group en DSM respectievelijk 99,3%, 99,1% en 87,2% van alle stemmen. Slechts als een AEX-vennootschap een of meer kernaandeelhouders heeft, is er nog sprake van dat een substantieel deel van de stemmen uitgebracht wordt door aandeelhouders die fysiek aanwezig zijn.

Is het bevorderen van langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders nastrevenswaardig en een hoeksteen van het corporate-governancemodel van beursvennootschappen?

van aandeelhouders niet per se de doorslag hoeven te geven.⁴² Dat neemt niet weg dat betrokken aandeelhouders een nuttig middel kunnen zijn om het bestuur en de RvC scherp te houden. Maar feit blijft dat veel aandeelhouders meer vergelijkbaar zijn met huurders.⁴³ Betrokkenheid verwachten van dergelijke beleggers ligt niet voor de hand.⁴⁴

Ik eindig met een afsluitende opmerking. Voor het corporate-governancemodel van beursvennootschappen zou mijns inziens, naast het bevorderen van langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders waar dat mogelijk is, met name verder kunnen worden nagedacht over de betrokkenheid van de andere stakeholders. Dat sluit ook goed aan bij Principe 1.1 van de Nederlandse Corporate Governance Code over langetermijnwaardecreatie, waarin is opgenomen dat het bestuur zich richt op de langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en daartoe de in aanmerking komende belangen van *de stakeholders* weegt. Zouden de (andere) stakeholders dan ook niet meer kunnen of moeten worden betrokken? Zou er een stakeholdersvergadering moeten komen?

4 Conclusie

Is het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders van beursvennootschappen, waar de herziene aandeelhoudersrichtlijn van uitgaat, inderdaad nastrevenswaardig? Ik zou die vraag bevestigend willen beantwoorden. Niettemin is het verwachten van betrokkenheid door aandeelhouders niet (altijd) realistisch en dit mag wellicht ook niet altijd verwacht worden. Dat neemt niet weg dat het denk ik goed is om te investeren in de kwaliteit van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders, zowel door de aandeelhouders als door het bestuur en de RvC, ook opdat een klimaat wordt gecreëerd waarin werkelijk betekenisvolle langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders (steeds meer) de maatschappelijke standaard wordt. Ik zou dit overigens nu niet een van de hoek-

42 Zie Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 3.34: 'Het bestuur van een doelvennootschap dient zich ook bij de beoordeling van voorstellen van een potentiële bidder, onder toezicht van de raad van commissarissen, te richten op – in de termen van de Corporate Governance Code – de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders te wegen. Dat richtsnoer brengt logischerwijs mee dat denkbaar is dat de doelvennootschap besluit een voorstel van een potentiële bidder niet te steunen, ook indien een meerderheid van de aandeelhouders van de doelvennootschap een dienovereenkomstig bod zou willen aanvaarden. Om dezelfde reden is evenzeer denkbaar dat de doelvennootschap besluit een voorstel voor een potentiële bidder niet te steunen terwijl aannemelijk is dat een stand alone scenario minder aandeelhouderswaarde genereert (op lange termijn) dan het overnamevoorstel (op korte termijn). Kortere gezegd: het feit dat een besluit van de doelvennootschap om een bod niet te steunen niet strookt met de wil van (een meerderheid van) de aandeelhouders, betekent niet zonder meer dat de doelvennootschap in redelijkheid niet tot dat besluit heeft kunnen komen.'

43 Dit concludeerde ik al eerder. Zie H. Koster, *De herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code: enkele observaties*, WPNR 2016/7112.

44 Zie A.G.Z. Kemna & E.L.H.M. van de Loo, *Rol institutionele beleggers in relatie tot bestuur en commissarissen: een driehoeksverkenning*, oktober 2009, p. 9.

H. Koster

stenen van het corporate-governancemodel van beursgenoteerde vennootschappen willen noemen, maar dat neemt niet weg dat langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders zeker nut kan hebben.

Ten slotte zou mijns inziens verder kunnen worden nagedacht over de vraag of de (andere) stakeholders ook niet meer betrokken zouden kunnen of moeten worden. Zou er een stakeholdersvergadering moeten komen? Ik sluit af met de nog steeds toepasselijke woorden van Black:

‘Perhaps institutional shareholders can become skilled monitors of corporate managers. And perhaps not. But the current system leaves much to be desired, and we’ll never know if there’s a better system unless we try.’⁴⁵

45 B.S. Black, *Agents watching agents: The promise of institutional investor voice*, *UCLA Law Review* (39) 1992, p. 888.