



## UvA-DARE (Digital Academic Repository)

### Invloed van aandeelhouders vaak te beperkt

Boot, A.

**Publication date**

2023

**Document Version**

Final published version

**Published in**

Ondernemingsbeleid in een wereld van financialisering

[Link to publication](#)

**Citation for published version (APA):**

Boot, A. (2023). Invloed van aandeelhouders vaak te beperkt. In D. Bezemer, K. Cools, & A. Boot (Eds.), *Ondernemingsbeleid in een wereld van financialisering* (pp. 47-58). (Topics in Corporate Finance; No. 30). Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF). <https://www.accf.nl/files/files/Ebook%20Topics%2031.pdf>

**General rights**

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

**Disclaimer/Complaints regulations**

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

### 3 INVLOED VAN AANDEELHOUDERS VAAK TE BEPERKT‡

*Arnoud Boot*

#### 3.1 INLEIDING

In de afgelopen veertig jaar is de beursgenoteerde onderneming steeds meer in de ban gekomen van de financiële markten. Het Angelsaksische aandeelhouderskapitalisme is volgens velen dominant geworden en zet beursgenoteerde ondernemingen onder grote druk om te presteren, vaak met een korte horizon en sterk sturend op de aandelenkoers. De overtuiging dat een beursgenoteerde onderneming een gemankeerd bestaan leidt, lijkt zich inmiddels diepgeworteld te hebben. Aandeelhouders staan hierdoor in een kwaad daglicht.

Met name sinds de financiële crisis van rond 2008 lijkt een consensus ontstaan dat veranderingen noodzakelijk zijn. Ondernemingen moeten zich veel meer bewust zijn van hun maatschappelijke rol en ook expliciet bijdragen aan bredere welvaart dan het maximaliseren van de aandelenkoers. Met voorbeelden als dat van ‘messias’ Paul Polman, de voormalig CEO van Unilever, wordt geïllustreerd hoe aandeelhouders en financiële markten het goede (het nemen van verantwoordelijkheid voor duurzaamheid bijvoorbeeld) in de weg zitten. Deze consensus is echter veel te makkelijk.

Mijn bedoeling is om in dit hoofdstuk met enige, mogelijk controversiële analyses en gedachten de rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen te nuanceren. Een eerste punt dat ik uitwerk is dat met het concept aandeelhouderswaarde veel minder mis is dan vaak wordt gesuggereerd. Informatieproblemen liggen veelal ten grondslag aan corporate-governanceproblemen, en zijn hoogstens een afgeleide van de focus op aandeelhouderswaarde.

Vervolgens beargumenteer ik dat in veel gevallen het bestuur van een onderneming het probleem is. Zij voelt zich vaak opgejaagd door financiële markten en versterkt door informatieproblemen raakt ze in een kortetermijnmodus waarbij met kortetermijnacties wordt getracht ‘de markt’ tevreden te stellen. Aandeelhouders hiervan de schuld geven is ongelukkig. Het probleem is de informatiekloof tussen markt en onderneming. Dit is een kenmerk van beursgenoteerde ondernemingen waar er een grote afstand bestaat tussen beleggers en onderneming.

Hoewel de primaire invalshoek de beursgenoteerde onderneming is, zal ik een

---

‡ Een kortere versie van dit hoofdstuk is verschenen als preadvies voor de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, zie Boot (2022).

paar uitstapjes maken naar niet-beursgenoteerd aandeelhouderschap waar de informatiekloof anders kan liggen.

Aandeelhouders zijn schijnbaar een prettige, en veelal anonieme schuldige. Het verhaal dat verteld wordt is dat Paul Polman bij Unilever het veld moest ruimen omdat aandeelhouders niets op zouden hebben met maatschappelijke verantwoordelijkheid en louter zouden sturen op kortetermijnwinsten. De vraag is of dit een juiste conclusie is. Was het echte probleem niet dat Polman zich niet meer met het aansturen van Unilever bezig hield? Dat hij de interesse voor het handwerk van het besturen van het bedrijf verloren had? Die karakterisering van de gebeurtenissen zou een ander licht werpen op het aftreden van Polman.

De werkelijke macht van aandeelhouders zie ik ook als veel beperkter dan vaak wordt gesuggereerd. Een reden hiervoor is de genoemde afstand tussen aandeelhouders en beursgenoteerde onderneming. Oplossingen hiervoor zijn ingewikkeld. Men heeft in de afgelopen decennia getracht de afstand te overbruggen en de betrokkenheid van aandeelhouders te vergroten met corporate-governancecodes (bijvoorbeeld de Code Tabaksblad) en regelgeving (transparantie-eisen voor de onderneming en regelingen over stemrecht van aandeelhouders bijvoorbeeld). Meer recentelijk is de aandacht verschoven naar de 'juiste' betrokkenheid waarbij de wenselijkheid van langetermijnwaardcreatie en mogelijk het bevorderen van het nastreven van bredere maatschappelijke doelstellingen centraal is komen te staan, zie ook de bijdrage van Kees Cools in hoofdstuk 2 van deze bundel.

Een vraag die onderbelicht is gebleven is of beleggers überhaupt wel bereid zijn invloed uit te oefenen. Om dit concreet te maken: in toenemende mate zitten beleggers in passieve breed-gespreide index-fondsen (Partnoy, 2017). Inderdaad, diversificatie conform de lessen uit de financieringstheorie. Deze fondsen worden beheerd in een steeds meer geconcentreerde markt waar met de VS als ons voorland een drietal grote beheerders (BlackRock, Vanguard en State Street) alsmar belangrijker wordt. Zij hebben aanzienlijke belangen in werkelijk elke beursgenoteerde onderneming.

Dit suggereert grote macht, maar welke belangen hebben deze super-beheerders om daadwerkelijk als aandeelhouder druk uit te oefenen op ondernemingen? Ik zal laten zien dat de realiteit is dat ze zich gedeinsd willen houden vooral om geen speelbal te worden van de politiek, maar ook door een beleggingspubliek dat zo'n laag mogelijke kosten wil hebben. Voor Europa verwacht ik een vergelijkbare ontwikkeling ondanks dat het lijkt alsof we met onze pensioenfondsen mondiger aandeelhouders hebben.

### **3.2 CORPORATE GOVERNANCE: EEN VEELKOPPIG FENOMEEN**

Het is belangrijk de complexiteit van het corporate-governancevraagstuk te onderkennen. Corporate governance is een veelkoppig fenomeen dat niet is terug te brengen tot een paar meetbare grootheden. Corporate governance is het krachtenspel binnen en rond ondernemingen dat tot doel heeft ondernemingen beter te laten

functioneren, of eigenlijk nog breder, om de welvaart in een land te optimaliseren. Het gaat daarbij over onder meer het ondernemingsklimaat, het vertrouwen in de overheid maar ook tussen mensen onderling, de wijze waarop mensen samenwerken (een onderneming is een samenwerkingsverband), en ook gaat het over regeltjes (inclusief corporate-governancecodes) en rechtszekerheid.

Om de vaagheid verder te illustreren: het succes van Nederlandse ondernemingen wordt vaak uitgelegd door te verwijzen naar onze handelsgeest, het no-nonsense karakter van de Nederlander, en dan weer door onze bereidheid tot samenwerking te benadrukken. Wederom algemene maatschappelijke verklaringen die niet makkelijk (of zelfs niet) te kwantificeren zijn, noch zijn terug te brengen tot uitkomsten van beleid.

Zelfs simpele partiële analyses hebben beperkingen. Zo was het gebruikelijk te spreken over de *Dutch discount* waarmee werd bedoeld dat aandelen van Nederlandse bedrijven ‘goedkoop’ waren omdat Nederland strenge beschermingsconstructies kende (en overigens nog steeds kent) die de macht van aandeelhouders beperkten, en daardoor aandelenkoersen zouden drukken. In hoeverre dat zo is, is de vraag. De literatuur is verre van eenduidig, zo kan het bestaan van beschermingsconstructies helpen een hogere overnameprijs af te dwingen, en dat zou de aandelenkoers kunnen ondersteunen.

Inmiddels wordt echter niet meer gesproken over een Dutch discount waarschijnlijk omdat ondernemingen, of beter gezegd bestuurders van ondernemingen, zich sterk Angelsaksisch zijn gaan gedragen en zich neigen te onderwerpen aan ‘het spel’ van de financiële markten. Een soort permanent ‘pleasen’ van al die analisten, consultants en commentatoren die het dagelijks nieuws bepalen. De laatste jaren zien we hier dan weer een correctie op, zo zet de corporate-governancecode vanaf de update van 2016 sterk in op langetermijnwaardecreatie (zie De Jong, Röell en Westerhuis, 2017).

Hoe dan ook, corporate governance is een dermate complex en veelkoppig fenomeen dat terughoudendheid op zijn plaats is als het over beleidsaanbevelingen gaat. Transparantie en de verantwoordingsplicht van bestuurders moeten volgens mij centraal staan, waarbij de belangrijke opdracht van bestuurders is om richting te geven, en dus het handelen een anker te geven dat voorbij de waan van de dag gaat. Juist voor grotere ondernemingen (met veelal aanzienlijke maatschappelijke impact) is dit van groot belang.

### **3.3 AANDEELHOUDERSORIËNTATIE NIET ZO PROBLEMATISCH, INFORMATIE-PROBLEMEN WEL**

Het concept aandeelhouderswaarde op zichzelf kan veel positiever worden gezien dan vaak gebeurt. De aandelenkoers is in principe niet op de korte termijn gericht maar biedt juist een kijk op de toekomst. Een bedrijf met uitstekende toekomstperspectieven zal een hoge aandelenkoers hebben ondanks mogelijk minieme winsten vandaag.

Ook is er reden om in het speelveld van alle stakeholders in en rond de onderneming, specifiek rekening te houden met aandeelhouders. Als je bijvoorbeeld de positie van aandeelhouders vergelijkt met die van werknemers of verschaffers van vreemd vermogen dan is de aandeelhouder weinig beschermd, en notabene residual claimant: alleen als het goed gaat met de onderneming resteren rendementen voor aandeelhouders. Werknemers en verschaffers van vreemd vermogen lopen zeker ook risico's maar hebben een relatief sterke bescherming via wetgeving (arbeidsrecht, respectievelijk faillissementsrecht) en contracten (arbeidscontracten versus lening-overeenkomsten).

Het is ook met name de aandeelhouder die belang heeft bij het verder versterken van een onderneming. Excellente performance in plaats van zeer goede leidt tot een hogere aandelenkoers terwijl voor werknemers en verschaffers van vreemd vermogen er niet veel verandert. Er is dus wel degelijk iets goeds aan een aandeelhoudersoriëntatie. Ook is het niet zo dat een aandeelhoudersoriëntatie per definitie ten koste gaat van andere stakeholders of de maatschappij. Michael Jensen, een sterk op aandeelhouders georiënteerde Amerikaanse econoom, spreekt over een *enlightened* aandeelhoudersoriëntatie (Jensen, 2002). Dit komt er op neer dat aandeelhouders er belang bij hebben om goed om te gaan met andere stakeholders: zonder tevreden werknemers of klanten geen aandeelhouderswaarde.

Het is nog breder. De bekende historische casus van Shell – het trachten af te laten zinken van een boorplatform (de Brent Spar) – leidde tot een consumentenboycot van Shell, met vervolgens een expliciete onderkenning van Shell dat zij haar maatschappelijk *license to operate* hiermee had beschadigd, en daarmee haar aandeelhouders geen dienst had bewezen. Dus een breed bewustzijn over de consequenties van haar handelen voor de maatschappij kan zeker hand in hand gaan met een aandeelhoudersoriëntatie. Dit betekent uiteraard niet dat hiermee een aandeelhoudersoriëntatie heilig kan worden verklaard. De mate waarin met andere belangen rekening wordt gehouden blijft onbepaald.

Maar is dit beter bij een andere eigendomsstructuur? Ik ben er verre van overtuigd dat een overheidsbedrijf maatschappelijk beter handelt. Als voorbeeld beschouw het *human resource* beleid van Schiphol – een bedrijf waar de overheid 100% aandeelhouder van is. De arbeidsomstandigheden die in 2022 aan het licht kwamen omtrent ingehuurde, en laag betaalde arbeidskrachten bleken onacceptabel te zijn. Net als in de al genoemde casus van Shell, is het voor mij onwaarschijnlijk dat iets dergelijks in het belang is van private aandeelhouders.

Maar aandeelhouders kunnen zeker ook een *bias* hebben. De aandeelhouder heeft baat bij meer risico. De waarde van een onderneming bestaat namelijk uit zowel eigen vermogen (de aandelen) als vreemd vermogen. De aandeelhouder neemt mogelijk te veel risico omdat hij het exclusieve recht op de upside heeft, terwijl de verschaffers van vreemd vermogen juist minder risico willen. Zij hebben het neerwaartse risico, en geen potentieel naar boven. Deze verstoring wordt manifest bij financiële problemen: aandeelhouders willen dan mogelijk met een riskante gok trachten te overleven (niet gokken levert de aandeelhouders niets op) terwijl verschaffers van vreemd vermogen

(wiens geld wordt vergokt) dit niet willen. Vandaar dat verschaffers van vreemd vermogen moeten kunnen ingrijpen bij financiële problemen. Dit is een van de redenen voor het bestaan van de faillissementswet.

Onder normale omstandigheden (dus zonder financiële problemen) speelt dit probleem bijna niet. Aandeelhouders zouden zichzelf in de vingers snijden door te veel risico te nemen omdat verschaffers van vreemd vermogen dan een steeds hogere vergoeding zullen eisen als vergoeding voor dit (latent) risico. Bovendien is veelal sprake van enige marktmacht bij de onderneming waardoor aandeelhouders bij het voortbestaan (dus continuïteit) van de onderneming een rendement kunnen maken. Dit zou door te veel risico te nemen op het spel worden gezet. Het belang van de aandeelhouder staat dus in principe niet op gespannenvoet met de continuïteit van de onderneming.

### *Informatieproblemen zijn cruciaal*

Cruciale problemen ontstaan volgens mij niet door het concept aandeelhouderswaarde op zich, maar door informatieproblemen. Het zijn informatieproblemen die er voor zorgen dat ondernemingen zich mogelijk te veel richten op de korte termijn (informatieproblemen zijn dan veelal minder), en die zelfde informatieproblemen zorgen er mogelijk ook voor dat ondernemingen weggkomen met schadelijk beleid voor anderen (de zogenaamde negatieve externe effecten; de Shell casus) of afzien van goede dingen waar andere(n) ook van zouden kunnen profiteren. Dat laatste wijst dan op *free-riding*-problemen en afschuifgedrag. Kortom, een aandeelhoudersoriëntatie hoeft niet ten koste te gaan van andere stakeholders of de maatschappij, maar informatieproblemen, *free-riding* en afschuifgedrag kunnen het wel degelijk in de weg staan. Voor een overzicht van de economische theorie hierover, zie Holmstrom en Tirole (1989) en Hart en Zingales (2017).

Het mechanisme waarmee informatieproblemen tot verstoringen leiden is tweerlei. Enerzijds maakt het informatieprobleem het voor partijen buiten de onderneming lastig een goede kijk te hebben op de onderneming; 'misdragingen' zijn dan moeilijk te ontdekken. Hierdoor wordt ook de effectiviteit van regelgeving en ook corporate-governancecodes belemmerd. Anderzijds kunnen informatieproblemen directe invloed hebben op het gedrag van ondernemingen. Naarmate er een grotere informatiekloof is tussen onderneming en bijvoorbeeld verschaffers van vreemd vermogen zullen deze laatste zich mogelijk indekken door een hogere vergoeding (rente) te eisen op het ter beschikking stellen van vermogen. Diezelfde hogere geëiste rente kan de onderneming aanzetten tot het nemen van meer risico. Immers minder riskante projecten hebben vaak een meer bescheiden rendement en dit kan mogelijk niet opwegen tegen de hogere gevraagde vergoeding door verschaffers van vreemd vermogen.

In hoeverre deze problemen spelen is afhankelijk van veel factoren. De ene onderneming en/of bedrijfstak is transparanter dan de andere. Ook is het belangrijk te

onderkennen dat ondernemingen afhankelijk van de eigen ontwikkeling en fase in de levenscyclus, verschillend gedrag kunnen vertonen over de tijd. Bijvoorbeeld, het bedrijf Uber kunnen we als kwaai pier zien die handelt in strijd met vele maatschappelijke conventies (bijvoorbeeld door het ontwijken van de afspraken in de taxi-branche-cao – even aannemend dat die bestaat). Dit gedrag is niet goed te praten, maar wel te begrijpen door te onderkennen dat haar doel is de bestaande status quo te doorbreken. Daar kan agressief en onwenselijk gedrag bij komen kijken, waar ze al dan niet mee wekomt. Bij dat laatste spelen informatieproblemen (en mogelijkheden om te lobbyen) een belangrijke rol.

Een bestaande onderneming in een stabiele markt zal vaker geneigd zijn zich zorgvuldiger en veel meer maatschappelijk en correct te gedragen. Zij moet haar *license to operate* behouden en heeft een reputatie te verliezen. Daar tegenover staan dan weer *fly-by-night operators* die van een eenmalige business opportunity gebruik maken en bereid zijn om bochten af te snijden als zij daar mee weg kunnen komen. Daarnaast speelt het eerder genoemde kortetermijngedrag bij informatieproblemen. Deze problemen zijn dus van fundamenteel belang.

### **3.4 AANDEELHOUDER VAAK ONZICHTBAAR, MAAR WEL DRUK VAN FINANCIËLE MARKTEN**

De praktijk is niet dat de aandeelhouder daadwerkelijk aan het roer zit. Deze is zelden in beeld. In bijna alle gevallen is langdurig ondermaats presteren nodig om aandeelhouders te activeren. Voor het bestuur van de onderneming kan dat anders liggen, want dat voelt zich vaak opgejaagd door het circus rond financiële markten. Consultants, investment bankers, analisten en media achtervolgen de onderneming met vragen over waarom de aandelenkoers achterblijft, of juist hoe de hoge aandelenkoers te rechtvaardigen is. Zo kan een lage aandelenkoers duiden op lage verwachtingen bij beleggers over de groeimogelijkheden van een bedrijf. Het is niet uit te sluiten dat druk ontstaat op het management om ‘op zoek te gaan’ naar groei, bijvoorbeeld door overhaaste investeringen of acquisities te doen. Veelal leidt dit niet tot goede beslissingen maar voor consultants en investment bankers kan het heel lucratief zijn. Aan transacties wordt door deze partijen veel verdiend terwijl meer gestage autonome groei vaak beter is voor een onderneming zelf.

Paradoxaal genoeg kan ook een hoge aandelenkoers leiden tot overhaaste acties. Consultants en investment bankers kunnen de onderneming onder druk zetten met als claim dat ‘de markt’ veel van de onderneming verwacht, en dat om de hoge beurskoers te rechtvaardigen een groeispurt nodig is. En dus, ondanks een tegengesteld probleem (de beurskoers is nu hoog), is er wederom een druk om op zoek te gaan naar groei. Dit type druk op de onderneming wordt ten ene male veroorzaakt of versterkt door informatieproblemen. Immers, als alles bij iedereen bekend zou zijn, en dus niemand een informatievoordeel of -nadeel heeft (een soort volledige transparantie en

gelijke kennis bij iedereen) dan zijn overhaaste slechte beslissingen meteen zichtbaar, en dus te voorkomen.

Gegeven de informatieproblemen is het echter mogelijk om signalen te gaan afgeven om het beeld naar buiten over de onderneming te kantelen. Plotselinge daadkracht kan zo'n signaal zijn. Als de beloning van het management afhangt van de aandelenkoers wordt dit versterkt. En met dergelijke signalen kan het management mogelijk ook zijn eigen marktwaarde (en dus perceptie over de eigen kwaliteiten) vergroten. De proliferatie van financiële markten met de permanente beschikbaarheid en zichtbaarheid van aandelenkoersen hebben dit verder versterkt. Kortetermijnkeuzes worden dan extra aangemoedigd (Boot, 2017; Kay, 2012).

Maar dat is fundamenteel anders dan constateren dat aandeelhouders 'schuldig' zijn. In de recente casus van slecht behandelde pakjesbezorgers bij PostNL, kun je de legitieme vraag stellen of aandeelhouders CEO Herna Verhagen werkelijk in de weg hadden gelopen (of hadden willen wegsturen) als zij bij aantreden had gezegd dat ze in haar werknemers ging investeren in plaats van ze anoniem via bemiddelaars ging 'inhuren'. Goede arbeidsrelaties en kwaliteit van de dienstverlening hangen vaak met elkaar samen, en kunnen uiteindelijk waarde-creërend zijn voor aandeelhouders. Of als Shell sterker ging inzetten op duurzame energie omdat dat belangrijk is voor haar eigen toekomst, zou dat een no-go zijn voor haar aandeelhouders? Ik waag het te betwijfelen. Sterk bestuur (dat wel moet leveren; vergelijk Polman) is wat aandeelhouders willen, en daar past een oriëntatie op de langere termijn bij.

Met deze constatering wil ik uiteraard niet zeggen dat aandeelhouders optimaal inzetten op langetermijncreatie, dan wel voldoende inspelen op maatschappelijke uitdagingen. De mate waarin ondernemingen aansluiten op maatschappelijke doelstellingen blijft onbepaald.

### **3.5 GEEN BEURSNOTERING BETER?**

Het is te verwachten dat het spel van financiële markten veel minder speelt als er überhaupt geen beursnotering is. Niet alleen ontbreekt dan de zichtbare aandelenkoers, maar belangrijker, het aandelenbezit is dan veelal meer geconcentreerd en de aandeelhouder staat dicht bij de onderneming. Het informatieprobleem tussen onderneming en aandeelhouder is daardoor klein. Ook is de druk vanuit de financiële markten er niet waardoor het beleid in potentie minder gericht is op de korte termijn. Een familiebedrijf zonder de hectiek van de financiële markten stuurt mogelijk juist op de echte lange termijn waardoor zij toekomstige gevolgen van schadelijk gedrag vandaag internaliseert en daardoor tot betere maatschappelijke afwegingen komt.

Maar voordat we hier te enthousiast over worden, de mindere zichtbaarheid van niet-beursgenoteerde ondernemingen kan evenzeer tot maatschappelijk schadelijker gedrag leiden. Een beursnotering brengt immers transparantie en een grotere verant-



woordingsplicht met zich mee. Het is dus niet evident wat dit in totaliteit betekent voor het gedrag van de onderneming richting stakeholders en maatschappij.

Wederom geldt hier dat er geen eenduidige conclusies kunnen worden getrokken. Dat geldt ook voor de casus van *private equity*. Deze investeerders slagen er in om grote ondernemingen van de beurs te halen, en vervolgens vaak te herstructureren en uiteindelijk weer door te verkopen. De transacties gaan gepaard met een substantiële hoeveelheid vreemd vermogen. Het eigendomsmodel van private equity is tijdelijk; een exit is meestal voorzien na 4 à 7 jaar. Het is een aan belang winnend governance-model dat goede effecten kan hebben, maar evenzeer verkeerd kan uitpakken. Door een scherpe financiële prikkel (onder meer door een relatief hoge mate van financiering met vreemd vermogen) zet het aan tot actie om verbeteringen door te voeren in de onderneming waarin is geïnvesteerd. Het biedt een meer afstandelijke blik op de onderneming, waarbij teruggevallen kan worden op de financiële slagkracht, de expertise en het netwerk van het private equitybedrijf. Tegelijkertijd zitten de investeerders dicht op de onderneming waardoor informatieproblemen klein zijn. Maar private equity kent mogelijk ook nadelen, en excessen doen zich voor. De belangrijkste potentiële conflicten van een private-equityfonds met andere stakeholders zijn de prikkel om zwaar in te zetten op snelle reorganisaties waar zorgvuldigheid uit het oog wordt verloren.

Ook hier geldt dat de gevolgen voor stakeholders en maatschappij niet eenduidig zijn (zie Morris en Phalippou, 2020; Boot et al., 2020; Boot en Cools, 2007).

### **3.6 GROEIENDE CONCENTRATIE EN INDEXBELEGGEN HELPEN NIET**

De problematiek van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen wordt verder gecompliceerd door de concentratie van het vermogensbeheer en het toenemende belang van indexbeleggen (Dasgupta, Fos en Sautner, 2021). In de Amerikaanse markt zijn Blackrock, Vanguard en State Street inmiddels veruit de grootste beleggers. In theorie geeft dit hen grote macht. In de praktijk echter zijn de grote beheerders terughoudend om van zich te laten horen. Ze ervaren politieke druk, en die 'politisering' maakt ze huiverig.

Ter illustratie; bekijk de toenemende druk op ondernemingen om een grotere maatschappelijke impact te hebben. Hoe moeten de grote beheerders hierop sturen? Ze zijn aarzelend omdat polarisatie dreigt. Hun omvang plaatst ze in de schijnwerpers. Zo lijkt de staat Californië de beheerders te dwingen tot sturing op maatschappelijke impact, duurzaamheid met name, terwijl de staat Texas juist het tegenovergestelde doet. BlackRock staat in Texas onder druk om te blijven beleggen in fossiel en niet het 'woke capitalism' uit te dragen. Zullen de beheerders nog enig animo hebben om leidend te zijn? Dus de paradox is dat de grote beheerders supermachtig lijken, maar misschien helemaal niet zijn. Op zijn minst lijkt sprake van een politisering van hun rol.

Voor met name Nederland lijkt de praktijk anders. Pensioenfondsen spelen hier een belangrijke rol en laten (nog) van zich horen. Ik verwacht echter dat in de toekomst identieke ontwikkelingen zich hier zullen afspelen.

En wat betekent het überhaupt dat een grote beheerder een aanzienlijk belang heeft in werkelijk elke onderneming? Hiervan is inmiddels sprake. Onder de naam *common ownership* wordt benadrukt dat dit aanmoedigt tot softe concurrentie tussen bedrijven (goed voor de aandeelhouder die overal in zit), maar mogelijk slecht voor ondernemerschap en de economie als geheel. Er is echter ook de suggestie dat dergelijke universele aandeelhouders zouden kunnen gaan voor het hogere doel van *shareholder welfare* (Hart en Zingales, 2017). Namelijk, doordat de grote beheerders overal in zitten, worden veel externe effecten geïnternaliseerd waardoor men eerder geneigd is deze in de besluitvorming mee te nemen.

Aan dit laatste komt men echter niet toe. De genoemde politisering maakt de grote beheerders angstig hun nek uit te steken. BlackRock's Larry Fink met zijn jaarlijkse brief aan CEO's pleitend voor een beter kapitalisme, lijkt een uitzondering. Maar ook dat is niet per definitie goed. Willen we dermate afhankelijk zijn van de juistheid van denken van een enkeling? Ik verwacht overigens dat BlackRock zich passiever zal gaan opstellen gezien de ingewikkelde politieke discussies rond ESG (Environmental, Social en Governance) en de polarisatie daarover in de maatschappij. Het terugvallen op engere financiële maatstaven is dan waarschijnlijk.

En als er al actie is bij aandeelhouders, is dat lang niet altijd op basis van eigen analyses. Vaak worden min of meer stilzwijgend de stemadviezen van de *proxy advisory firms* ISS en Glass Lewis overgenomen. Deze firma's spelen een belangrijke rol bij met name kleinere beheerders. Bij gespreide beleggingsportefeuilles is sprake van een veelheid aan ondernemingen waarin wordt belegd. Beheerders worden dan geconfronteerd met relatief hoge kosten als men actief wil zijn op aandeelhoudersvergaderingen. Hieraan ontnemen proxy advisory firms hun bestaansrecht. Zij geven stemadviezen waar beleggers (en beheerders) hun voordeel mee kunnen doen. Ook deze stemadviesmarkt is overigens sterk geconcentreerd, en daar dreigt eveneens politisering.

### *Diversiteit is nodig*

Voor het grotere shareholder welfare-denken en ESG-impulsen zullen nieuwe, en meer gespecialiseerde partijen onontbeerlijk zijn. Zij kunnen zonder angst bestaande klanten te verliezen een clientèle opbouwen op basis van een onderscheidend eigen profiel. En als kleinere spelers zijn ze minder gevoelig voor politisering. Qua aanbeveling betekent dit dat de diversiteit in de markt voor vermogensbeheer zou moeten worden bevorderd.

Hetzelfde speelt aan de kant van stemadviesbedrijven, de proxy advisors. Het tweetal, ISS en Glass Lewis, heeft deze markt grotendeels in handen. Deze grote beheerders hebben in principe de stemadviseurs niet nodig. Zij kunnen zichzelf informeren en op aandeelhoudersvergaderingen actief zijn. Overigens doen ze dit slechts

in beperkte mate door de genoemde angst voor politisering, maar ook vanwege de dominantie van indexbeleggen waarbij lage kosten vooropstaan. Men is dan ook geneigd zich achter stemadviseurs te verschuilen. Voor kleinere partijen geldt dat het bijna onmogelijk is actief te zijn over het brede scala van bedrijven die in de index zitten. Zij zien stemadviseurs als een kosten-efficiënte manier om invulling te geven aan hun *fiduciary duty* om te stemmen waar nodig.

De concentratie op deze markt zorgt ook hier voor een dreiging van politieke (en activistische) beïnvloeding. Het is dan ook wenselijk dat hier toetreding mogelijk is, door bijvoorbeeld stemadviesbureaus die zich op niche-onderwerpen concentreren. De tendens in het beleid is echter scherpere regels te formuleren waaraan stemadviesbureaus moeten voldoen (Spatt, 2021; Rose, 2021). Dit zal toetreding bemoeilijken en de concentratie bestendigen.

Op een hoger, theoretisch vlak speelt de zorg dat de dominantie van een paar spelers prijsvorming in de financiële markten bemoeilijkt. Wat hiermee wordt bedoeld is dat prijsvorming afhankelijk is van het tot uitdrukking komen van verschillen in inzicht en diffuse informatie in vraag en aanbod. En de confrontatie van vraag en aanbod op basis van deze verschillen van inzicht en diffuse informatie leidt dan tot een soort consensus in de prijsvorming. Maar hoe gaat dit werken als er nog maar een paar partijen zijn die zich hiermee bezighouden, en eigenlijk iedereen ‘blind’ in de index belegd?

### 3.7 TOT SLOT

Aandeelhouders worden soms gezien als oplossing, en soms als probleem. Ik heb er nog een dimensie aan toegevoegd. De sterke groei van de grote beheerders van indexfondsen, heeft in potentie deze beheerders grote macht gegeven. Ze hebben aanzienlijke belangen in elke beursgenoteerde onderneming. Maar door hun omvang staan ze onder enorme politieke druk, en zijn ze terughoudend in het uitoefenen van hun aandeelhoudersrechten. Een soort paradox – in potentie zeer machtig, in werkelijkheid durven ze zich amper te laten horen. De moedige jaarlijkse brieven van Larry Fink van BlackRock daar gelaten. De concentratie in de markt is zorgelijk. Hetzelfde geldt voor de geconcentreerde markt van proxy advisors (ISS en Glass Lewis). De Nederlandse (en deels Europese) praktijk lijkt nog afwijkend, maar ik verwacht hier vergelijkbare ontwikkelingen.

De grote concentratie van aandelenbezit is hierbij het probleem. Ik concludeer dat maatregelen gericht moeten zijn op het verkrijgen van een grotere diversiteit, en het beperken van concentratie. Dit is ook cruciaal om de onderliggende verschillen in preferenties bij beleggers in de prijsvorming en stemgedrag tot uitdrukking te laten komen. Het is de extreme en groeiende concentratie van aandelenbezit, en nota bene bij beheerders die in alle beursgenoteerde ondernemingen tegelijkertijd zitten, dat problemen geeft. Dit klinkt mogelijk verrassend gegeven het traditionele inzicht dat

de grote spreiding van aandelen bij beursgenoteerde ondernemingen, aandeelhouders onmachtig maakt (free-riding problemen). Inmiddels is het probleem omgeslagen in te veel concentratie.

Zoals uit de volgende paragraaf blijkt is corporate governance een buitengewoon ingewikkeld vraagstuk – veelkoppig zoals ik het heb genoemd. De praktijk neigt naar het dichtreguleren van corporate governance. Er is echter een noodzaak van diversiteit op (bijna) alle fronten. Dichtreguleren bestendigt ook de concentratie in vermogensbeheer en is dus onwenselijk. Ook is *one-size-fits-all* zelden wenselijk. In het geval van corporate-governanceregeltjes leidt dit tot box ticking, kuddegedrag, etc. en vooral niet tot het zelf nadenken en invulling geven aan de eigen verantwoordelijkheid.

Ik heb het grote belang van transparantie benadrukt. Ook is een zware verantwoordingsplicht van bestuurders cruciaal. Zij hebben veelal een informatievoorsprong, en de problemen die daaruit voortkomen zijn in mijn ogen de kern van het corporate-governancevraagstuk.

Tenslotte, het zou ook passen om aandeelhouders uit het verdomhoekje te halen. Aandeelhouders zijn veel minder het probleem dan vaak wordt gesuggereerd. Tegelijkertijd zal ik de laatste zijn die van beursgenoteerde ondernemingen ‘broodjes’ wil maken die zo maar over de toonbank kunnen worden verhandeld. Het opportunisme bij partijen in de financiële markt kent geen grenzen. We willen niet dat Elon Musk in een waan zomaar het bestaansrecht van andere ondernemingen kan ondermijnen. Niemand heeft de waarheid in pacht, en de vermogensconcentratie in de wereld maakt het mogelijk voor individuen om op basis van eigen (waan)beelden en middelen de werkelijkheid naar hun hand te zetten.

Vergelijkbaar is het door sociale media gedreven handelsgedrag – extreem kuddegedrag kan daarbij zo maar leidend zijn. Ook agressieve beleggers zoals hedge funds hebben hun rol, maar ze zijn niet zaligmakend. Dit zijn allemaal voorbeelden van concentratie in de markt die informatie-aggregatie, evenwichtige prijsvorming en het afgewogen handelen in de weg kunnen zitten. Checks and balances, ook voor aandeelhouders, zijn dus nodig. Enige beschermingsconstructies zijn dan ook op hun plaats. Dus ook hier speelt het vinden van de juiste balans. Simpele ‘oplossingen’ of ‘waarheden’ zijn er niet.

## LITERATUURLIJST

- Boot, A.W.A. (2010). *De ontwortelde onderneming*, 2e druk, Deventer: Kluwer.
- Boot, A.W.A. (2017). Geen haast maar herbezinning in het corporate governance-debat, *ESB*, 102 (4751), pp. 316-319.
- Boot, A.W.A. (2022). Aandeelhouders: hebben ze (te veel) invloed?, in: *Preadviezen voor de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2022*, R. Claassens en D. Schoenmaker (Redactie), Jaarvergadering, 17 november, pp. 51-57.
- Boot, A.W.A. en K. Cools (2007). Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur, *KVS Preadviezen 2007*, Jaarvergadering, 11 december, pp. 15-55.
- Boot, A.W.A., J.E. Ligterink en J. Martin (2020). Private equity en waardecreatie, *Ondernemingsrecht*, 2020-16, pp. 813-820.
- Dasgupta, A., V. Fos en Z. Sautner (2021). Institutional investors and corporate governance, ECGI Working Paper Series in Finance, working paper N° 700/2020.
- Hart, O. en L. Zingales (2017). Companies should maximize shareholder welfare not market value, *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2 (2), pp. 247-275.
- Holmstrom, B. en J. Tirole (1989). The theory of the firm. In: *Handbook of Industrial Organization*, R. Schmalensee en R. Willig (Eds.), Elsevier, deel 1, hoofdstuk 2, pp. 61-133.
- Jensen, M. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, *Business Ethics Quarterly*, 12 (2), pp. 235-256.
- Jong, A. de, A. Röell en G. Westerhuis (2017). De rol van aandeelhouders in historisch perspectief, *ESB*, 102 (4751), pp. 312-315.
- Kay, J. (2012). The Kay review of UK equity markets and long term decision making, Final Report, 12/9/17, Londen. Beschikbaar via [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf).
- Morris, P. en L. Phalippou (2020). Thirty years after Jensen's prediction: is private equity a superior form of ownership?, *Oxford Review of Economic Policy*, 36 (2), pp. 291-313.
- Partnoy, F. (2017). Are index funds evil, *The Atlantic*, september. Beschikbaar via <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2017/09/are-index-funds-evil/534183/>.
- Rose, P. (2021). Proxy advisors and market power: a review of institutional investor robovoting, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 27 mei. Beschikbaar via <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/27/proxy-advisors-and-market-power-a-review-of-institutional-investor-robovoting/>.
- Spatt, C. S. (2021). Proxy advisory firms, governance, market failure, and regulation, *The Review of Corporate Finance Studies*, 10 (1), pp. 136-157.