UNIVERSITY OF AMSTERDAM

UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Aandeelhouders: hebben ze (te veel) invloed?

Boot, A.

Publication date
2022
Document Version
Final published version
Published in
Corporate governance en het maatschappelijk belang

Link to publication

Citation for published version (APA):
Boot, A. (2022). Aandeelhouders: hebben ze (te veel) invloed? In R. Claassen, & D. Schoenmaker (Eds.), *Corporate governance en het maatschappelijk belang: Preadviezen 2022* (pp. 51-57). Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde.

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, P.O. Box 19185, 1000 GD Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

UvA-DARE is a service provided by the library of the University of Amsterdam (https://dare.uva.nl)

Download date:10 Nov 2026

Aandeelhouders: hebben ze (te veel) invloed?

ARNOUD BOOT
Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

De simpele logica van het moment is dat aandeelhouders een probleem zijn bij beursgenoteerde ondernemingen. Zij staan een grotere maatschappelijke rol voor ondernemingen in de weg. Maar deze consensus is veel te makkelijk. Het echte probleem is juist een gebrek aan activiteit bij aandeelhouders. En, met de toenemende concentratie in de markt van vermogensbeheer, wordt dit niet beter.

IN HET KORT

- Er is rond aandeelhouders een onjuist 'zwart beeld' geschapen. Aandeelhouderswaarde verdient een prominente plaats. Aandeelhouders zijn eerder te passief dan actief.
- Informatieproblemen zijn de kern van het corporate-governancevraagstuk, en deze zijn niet makkelijk op te lossen, en vergen dus bescheidenheid bij beleidsmakers.
- De concentratie in het aandelenbezit bij de grote beheerders zal door politisering leiden tot een verdere inactiviteit. Diversiteit in de markt voor vermogensbeheer zal weer moeten worden bevorderd.

In de afgelopen veertig jaar is de beursgenoteerde onderneming steeds meer in de ban gekomen van de financiële markten. Het Angelsaksische aandeelhouderkapitalisme is volgens velen dominant geworden, en zet de 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 inmiddels diepgeworteld te zijn. Hierdoor staan aandeelhouders in een kwaad daglicht.

Sinds de financiële crisis rond 2008 lijkt er een consensus ontstaan dat veranderingen noodzakelijk zijn. Ondernemingen moeten zich veel meer bewust zijn van hun maatschappelijke rol, en ook expliciet bijdragen aan een bredere welvaart dan slechts 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 zowel duurzaamheid als gezondheid bijvoorbeeld) in de weg zitten.

De bedoeling van dit preadvies is om via enige, mogelijk controversiële analyses en gedachten de rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen te nuanceren. Een eerste punt dat ik hier zal uitwerken, is dat er met het concept 'aandeelhouderswaarde' veel minder mis is dan vaak wordt gesuggereerd. Informatieproblemen liggen ten grondslag aan de corporate-governanceproblemen, en zijn hoogstens een afgeleide van de focus op aandeelhouderswaarde. Vervolgens beargumenteer ik dat het probleem veeleer het bestuur van ondernemingen is. Bestuursleden voelen zich opgejaagd door financiële markten, en raken wederom door informatieproblemen in een kortetermijnmodus die vaak haaks staat op de aandeelhouderswaarde. Om aandeelhouders hiervan de schuld te geven, is onzinnig. Aandeelhouders vormen schijnbaar een prettige, vaak anonieme schuldige, en vervolgens

De grote concentratie van aandelenbezit is het werkelijke probleem

wast iedereen zijn handen in onschuld. En 'messias' Polman dan? Was het echte probleem niet dat hij zich niet meer met het aansturen van Unilever bezighield? Was het niet zo dat hij de interesse voor het handwerk van het besturen van het bedrijf verloren had?

Ook zie ik de werkelijke macht van de aandeelhouders als veel beperkter dan er vaak wordt gesuggereerd. Ik heb het dan niet over tekortschietende corporate-governanceregeltjes of de rechten van aandeelhouders, maar over hun bereidheid om invloed uit te oefenen. Om dit concreet te maken: in toenemende mate zitten beleggers in passieve breed-gespreide indexfondsen (Partnoy, 2017). Inderdaad, diversificatie conform de lessen uit de financieringstheorie. Deze fondsen worden beheerd in een steeds meer geconcentreerde markt, waarin er met de Verenigde Staten als ons voorland een drietal grote beheerders (BlackRock, Vanguard en State Street) alsmaar belangrijker worden. 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 gedeisd willen houden, vooral om geen speelbal van de politiek te worden, maar ook door een beleggingspubliek dat zo laag mogelijke kosten wil hebben. Voor Europa verwacht ik een vergelijkbare ontwikkeling, ondanks dat het lijkt alsof we mondiger aandeelhouders hebben met onze pensioenfondsen.

CORPORATE GOVERNANCE: EEN VEELKOPPIG FENOMEEN

Allereerst een paar opmerkingen over de complexiteit van het corporate-governancevraagstuk. Op zijn minst moet dit ons, als het over beleid gaat, tot enige terughoudendheid bewegen. Corporate governance is een veelkoppig fenomeen dat niet teruggebracht kan worden tot een paar meetbare grootheden. Corporate governance is het krachtenspel binnen en rond ondernemingen, dat tot doel heeft om ondernemingen beter te laten functioneren, of eigenlijk zelfs 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 immers een samenwerkingsverband), en verder gaat het over regeltjes (inclusief corporate-governance-codes) en rechtszekerheid.

Om de vaagheid nog meer te illustreren: het succes van Nederlandse ondernemingen wordt vaak uitgelegd door te verwijzen naar onze handelsgeest, het no-nonsense karakter van de Nederlander, en vervolgens weer door onze bereidheid tot samenwerking te benadrukken. Wat wederom algemene maatschappelijke verklaringen zijn die niet makkelijk (of überhaupt niet) gekwantificeerd kunnen worden.

Zelfs simpele partiële analyses hebben hun beperkingen. Zo was het gebruikelijk om te spreken van de 'Dutch discount', waarmee werd bedoeld dat de aandelen van Nederlandse bedrijven 'goedkoop' waren omdat Nederland strenge beschermingsconstructies kende (en overigens nog steeds

kent) die de macht van aandeelhouders beperkten, en daarmee de aandelenkoersen zouden drukken. In hoeverre dat zo is, is de vraag. De literatuur is verre van eenduidig – zo kan het bestaan van beschermingsconstructies helpen om een hogere overnameprijs af te dwingen, en het zou mogelijk ook de aandelenkoers *kunnen* ondersteunen.

Inmiddels wordt er echter nooit meer gesproken over een Dutch discount, waarschijnlijk omdat ondernemingen – of beter gezegd, de bestuurders van ondernemingen – zich sterk Angelsaksisch zijn gaan gedragen, en zich neigen te onderwerpen aan 'het spel' van de financiële markten. Dus een soort permanent 'pleasen' van al die analisten, consultants en commentators die het dagelijkse nieuws bepalen. De laatste jaren zien we hier echter weer een correctie op – want zo zet de laatste revisie van de Corporate Governance Code sterk in op langetermijn-waardecreatie (De Jong et al., 2017).

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

AANDEELHOUDERSORIËNTATIE GEEN PROBLEEM

Het concept van aandeelhouderswaarde op zich kan veel positiever worden bezien dan vaak gebeurt. De aandelenkoers is in principe niet op de korte termijn gericht, maar biedt juist een blik op de toekomst. Een bedrijf met uitstekende toekomstperspectieven zal een hoge aandelenkoers hebben, ondanks de mogelijk minieme winsten van 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 maar weinig beschermd en nota bene een *residual claimant*: want alleen als het goed gaat met de onderneming resteren er rendementen voor aandeelhouders. Werknemers en verschaffers van vreemd vermogen 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. Een excellente performance in plaats van een zeer goede leidt tot een hogere aandelenkoers, terwijl er voor werknemers en verschaffers van vreemd vermogen 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 van de maatschappij. Michael Jensen, een sterk op aandeelhouders georiënteerde Amerikaanse econoom, spreekt over een 'enlightened' aandeelhoudersoriëntatie (Jensen, 2002). Dit komt erop neer dat aandeelhouders er belang bij hebben om goed om te gaan met andere stakeholders, want zonder tevreden werknemers of klanten geen aandeelhouderswaarde.

En het is allemaal nog breder. De bekende historische casus van Shell – het voornemen om een afgedankt olieopslagplatform (de Brent Spar) af te laten zinken leidde tot een consumentenboycot van Shell, met vervolgens een expliciete onderkenning van Shell dat het zijn maatschappelijke *'license to operate'* hiermee had beschadigd, en dus zijn aandeelhouders geen dienst had bewezen. Dus een breed bewustzijn aangaande de consequenties van handelen voor de maatschappij, kan zeker hand in hand gaan met een aandeelhoudersoriëntatie. Dit betekent uiteraard niet dat hiermee een aandeelhoudersoriëntatie heilig te verklaren is. De mate waarin er met andere belangen rekening wordt gehouden, blijft onbepaald.

Maar is dit dan beter bij een andere eigendomsstructuur? Ik ben er verre van overtuigd dat een overheidsbedrijf maatschappelijk 'beter' kan handelen (zie ook de bijdrage van Cools in deze bundel). En kijk bijvoorbeeld eens hoe Schiphol zijn humanresource-beleid niet op orde had. Net als in de genoemde casus van Shell, zou men hiermee zeker niet in het belang van de private aandeelhouders hebben gehandeld.

Maar aandeelhouders kunnen zeker ook 'biased' zijn. De aandeelhouder heeft baat bij meer risico. De waarde van een onderneming bestaat namelijk uit zowel eigen (de aandelen) als vreemd vermogen. De aandeelhouder neemt mogelijk te veel risico omdat hij het exclusieve recht op *'the upside'* heeft, terwijl de verschaffers van vreemd vermogen juist minder risico willen. Zij hebben het neerwaartse risico, en niet een potentieel naar boven. Deze verstoring wordt bij financiële problemen manifest: aandeelhouders willen dan mogelijk trachten te overleven via een riskante gok (niet gokken levert de aandeelhouder niets op), terwijl verschaffers van vreemd vermogen (van wie het geld wordt vergokt) dat niet willen. Vandaar dat verschaffers van vreemd vermogen bij financiele problemen moeten kunnen ingrijpen. Dit is een van de redenen voor het bestaan van de Faillissementswet. En 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 compensatie zouden eisen als vergoeding voor dit (latente) risico.

INFORMATIEPROBLEMEN ZIJN WEL PROBLEMATISCH

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

Het mechanisme waarlangs informatieproblemen tot verstoringen leiden, is tweeërlei. Enerzijds is het voor partijen buiten de onderneming moeilijker om 'misdragingen' af te straffen. Zo wordt de effectiviteit van regelgeving door informatieproblemen belemmerd. Anderzijds hebben informatieproblemen directe invloed op het gedrag van ondernemingen. Voor dat laatste is het belangrijk om te onderkennen dat ondernemingen, afhankelijk van de bedrijfstak en de eigen 'levenscyclus', in de loop der tijd verschillend gedrag vertonen. Bijvoorbeeld, Uber kunnen we als een kwaaie pier zien die handelt in strijd met vele maatschappelijke belangen, maar als het zijn doel is om de status quo te doorbreken dan kan daarbij zeer agressief onwenselijk gedrag de kop opsteken, waar Uber al dan niet mee wegkomt. Bij dat laatste spelen informatieproblemen (en mogelijkheden om te lobbyen) een belangrijke rol. Een bestaande onderneming in een stabiele markt zal vaak geneigd zijn zich veel maatschappelijker te gedragen. Daar tegenover staan dan weer 'fly-by-night operators' die van een eenmalige business opportunity gebruikmaken en bereid zijn om bochten af te snijden als die daar mee weg kunnen komen. Daarnaast speelt bij informatieproblemen ook het eerder genoemde kortetermijngedrag. Dus het is een fundamenteel probleem.

AANDEELHOUDER VAAK ONZICHTBAAR, MAAR WEL IS ER DRUK VAN FINANCIËLE MARKTEN

De praktijk is niet dat de aandeelhouder aan het roer zit. Deze is zelden in beeld. In bijna alle gevallen is er een langdurig ondermaats presteren nodig om aandeelhouders te activeren. Voor het management kan dat anders liggen, want dat voelt zich vaak opgejaagd door het circus rond de financiële markten. Consultants, investment bankers, analisten en media bestoken de onderneming met vragen over waarom de aandelenkoers achterblijft, of juist over hoe de hoge aandelenkoers te rechtvaardigen is (en daarmee impliciet welke acties men van plan is te ondernemen). Bovendien kan de beloning van het management afhangen van de aandelenkoers. Gegeven de informatieproblemen bestaat er mogelijk de neiging dat men signalen gaat afgeven om het beeld van de onderneming naar buiten (en de perceptie die het manage-

ment heeft van de eigen kwaliteiten) te beïnvloeden. De proliferatie van financiële markten, met de permanente beschikbaarheid en zichtbaarheid van aandelenkoersen, hebben dit nog verder versterkt. Kortetermijnkeuzes worden in dat geval extra aangemoedigd (Kay, 2012; Boot, 2017).

Maar dat is fundamenteel anders dan dat de schuld bij de aandeelhouders ligt. Hadden de aandeelhouders van PostNL bestuurder Herna Verhagen werkelijk weg willen hebben als zij bij haar aantreden had gezegd dat ze in haar werknemers zou gaan investeren in plaats van dat ze hen anoniem ging 'inhuren'? Of als Shell sterker zou gaan inzetten op duurzame energie omdat dit belangrijk was voor de eigen toekomst? Ik waag het te betwijfelen. Sterk bestuur (dat wel degelijk moet leveren; zie Polman) is wat de aandeelhouders willen, en daar past een oriëntatie op langere termijn bij.

GEEN BEURSNOTERING BETER?

Het is wel zo dat dit spel van financiële markten veel minder speelt als er geen beursnotering is. Niet alleen ontbreekt dan de zichtbare aandelenkoers, maar belangrijker is dat het aandelenbezit dan veelal meer geconcentreerd is en dat de aandeelhouder dichter bij de onderneming staat. Het informatieprobleem tussen onderneming en aandeelhouder is daardoor klein. Ook is er niet de druk vanuit de financiële markten, waardoor het beleid potentieel minder gericht is op de korte termijn. Een familiebedrijf zonder de hectiek van financiële markten stuurt mogelijk juist op de echte lange termijn, waardoor het toekomstige gevolgen van schadelijk gedrag vandaag internaliseert en daardoor tot betere maatschappelijke afwegingen komt. Maar voordat we hier te enthousiast over worden, het feit dat de onderneming minder zichtbaar is kan evenzeer leiden tot maatschappelijk schadelijker gedrag. Een beursnotering brengt immers transparantie en een grotere verantwoordingsplicht 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 is eveneens zo voor de casus van de private equity. Deze investeerders slagen erin om grote ondernemingen van de beurs te halen, en vervolgens vaak te herstructureren en uiteindelijk weer door te verkopen. Ook hier heeft dat gevolgen voor stakeholders en maatschappij die niet eenduidig zijn (Boot et al., 2020; Morris en Phalippou, 2020).

GROEIENDE CONCENTRATIE EN INDEXBELEGGEN MAKEN DE ZAKEN ERGER

De problematiek van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen wordt verder gecompliceerd door de concentratie van het vermogensbeheer en het toenemend belang van het indexbeleggen (Dasgupta et al., 2021). In de Amerikaanse markt zijn Blackrock, Vanguard en State Street inmiddels veruit de grootste beleggers. In theorie verschaft dit ze grote macht, maar durven die grote beheerders zich wel te laten horen, gegeven de politieke druk die ze ervaren? Politisering van hun rol maakt ze huiverig. Dit is de paradox van de (afwezigheid) van macht bij de grote beheerders.

Voor met name Nederland lijkt de praktijk anders. Pensioenfondsen spelen hier een belangrijke rol, en laten (nog steeds) van zich horen. Ik verwacht echter dat er zich op weg naar de toekomst in dit opzicht nog identieke ontwikkelingen gaan afspelen.

Als illustratie kan men de toenemende druk bezien op ondernemingen om een grotere maatschappelijke impact te hebben. Hoe moeten de grote beheerders hierop sturen? Ze zijn aarzelend omdat er polarisatie dreigt. En hun omvangrijkheid plaatst ze in de schijnwerpers. Zo lijkt de staat Californië de beheerders te dwingen tot sturing op maatschappelijke impact, op duurzaamheid met name, terwijl de staat Texas juist het tegenovergestelde doet. BlackRock staat in Texas onder druk om te blijven beleggen in fossiele energie en om 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 dat wellicht helemaal niet zijn. Op zijn minst lijkt er sprake van een politisering van hun rol.

En als er al actie is bij aandeelhouders, is dat dan op basis van eigen analyses of worden stilzwijgend de stemadviezen van de *proxy advisory firms* ISS en Glass Lewis overgenomen?

Ook die stemadviesmarkt is overigens sterk geconcentreerd, en daar dreigt eveneens de politisering.

En wat betekent het überhaupt dat een grote beheerder een aanzienlijk belang heeft in werkelijk elke onderneming? Onder de term 'common ownership' wordt er benadrukt dat dit aanmoedigt tot een softe concurrentie tussen bedrijven (goed voor de aandeelhouder die overal in zit), maar er is ook de suggestie dat dergelijke *universal* aandeelhouders voor het hogere doel van *shareholder welfare* zouden kunnen gaan (Hart en Zingales, 2017). Doordat de grote beheerders namelijk overal in zitten, worden er vele externe effecten geïnternaliseerd waardoor men eerder geneigd is om deze in de besluitvorming mee te nemen.

Aan dit laatste komt men echter niet toe. De genoemde politisering maakt de grote beheerders bang om hun nek uit te steken. Larry Fink van BlackRock met zijn jaarlijkse brief aan CEO's, pleitend voor een beter kapitalisme, lijkt hierbij een uitzondering. Maar willen we 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 milieu, maatschappij en governance (*environmental, social en governance*; ESG) en de polarisatie in de maatschappij. Het terugvallen op engere financiële maatstaven is dan waarschijnlijk.

DIVERSITEIT NODIG

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

Hetzelfde speelt aan de kant van de stemadviesbedrijven, de *proxy advisors*. Deze markt is eveneens geconcentreerd. Een tweetal bedrijven hebben de markt grotendeels in handen: ISS en Glass Lewis. De 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 om de eerder genoemde redenen. Men is dan ook geneigd om zich achter de stemadviseurs te verschuilen. Voor kleinere partijen geldt dat het bijna onmogelijk is om actief te zijn over het brede scala aan bedrijven die in de index zitten. Zij zien stemadviseurs als een kosten-efficiënte manier om invulling te geven aan hun *fiduciary duty* om waar nodig te stemmen.

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

SLOTOPMERKINGEN

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 zulke ondernemingen onder enorme politieke druk, en zijn ze terughoudend in het uitoefenen van hun aandeelhoudersrechten. Een soort paradox – potentieel zeer machtig, maar in werkelijkheid durven ze zich amper te laten horen; de moedige jaarlijkse brieven van Larry Fink van BlackRock daargelaten. De concentratie in de markt is zorgelijk, en 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.

Hierbij is de grote concentratie van aandelenbezit het probleem. Ik concludeer dat maatregelen gericht moeten zijn op het verkrijgen van een grotere diversiteit, en op het beperken van concentratie. Dit is ook cruciaal om de onderliggende verschillen in preferenties bij beleggers bij de prijsvorming en het stemgedrag tot uitdrukking te laten komen. Het is de extreme en groeiende concentratie van aandelenbezit – en dit nota bene bij beheerders die in alle beursgeno-

teerde ondernemingen tegelijkertijd zitten – dat problemen geeft. Dit klinkt mogelijk verrassend, gegeven het traditionele inzicht dat de grote spreiding van aandelen bij beursgenoteerde ondernemingen de aandeelhouders onmachtig maakt (freeriderproblemen). Inmiddels is het probleem omgeslagen in 'te veel concentratie'.

Toezichthouders en beleidsmakers past bescheidenheid. Corporate governance is een buitengewoon ingewikkeld vraagstuk – ik heb het 'veelkoppig' genoemd. De praktijk neigt naar het dichtreguleren van corporate governance, maar er is de noodzaak van diversiteit op (bijna) alle fronten. Dichtreguleren bestendigt de concentratie en is dus onwenselijk. Ook is *one-size-fits-all* zelden wenselijk. In het geval van corporate-governanceregeltjes leidt dit tot *box ticking*, kuddegedrag, et cetera – en vooral niet tot het zelf nadenken en invulling geven aan de eigen verantwoordelijkheid.

Ten slotte, het zou ook passen om aandeelhouders uit het verdomhoekje te halen, want 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 verkocht. 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 de sociale media gedreven handelsgedrag – extreem kuddegedrag kan daarbij zo maar leidend zijn. Ook agressieve beleggers, zoals hedgefondsen, hebben hun rol, maar ze zijn niet zaligmakend. Dit zijn allemaal voorbeelden van concentratie in de markt, die de informatie-aggregatie en het afgewogen handelen in de weg kunnen zitten. Checks & 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.

LITERATUUR

Boot, A.W.A. (2017) Geen haast maar herbezinning in het corporategovernance-debat. *ESB*, 102(4751), 316–319.

Boot, A.W.A., J.E. Ligterink en J.K. Martin (2020) Private equity en waardecreatie. *Ondernemingsrecht*, 2020(146), 813–820.

Dasgupta, A., V. Fos en Z. Sautner (2021) *Institutional investors and corporate governance*. ECGI Finance Working Paper, 700/2020.

Hart, O. en L. Zingales (2017) Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2), 247–274.

Holmstrom, B.R. en J. Tirole (1989) The theory of the firm. In: R. Schmalensee en R. Willig (red.), *Handbook of Industrial Organization*, deel 1. Amsterdam: Elsevier, p. 61–133.

Jensen, M.C. (2002) Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235–256.

Jong, A. de, A. Röell en G. Westerhuis (2017) De rol van de aandeelhouders in historisch perspectief. *ESB*, 102(4751), 312–315.

Kay, J. (2012) *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making*. Final Report, 12/917. Te vinden op www.gov.uk.

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), 291–313.

Partnoy, F. (2017) Are index funds evil. *The Atlantic*, september.

Rose, P. (2021) *Proxy advisors and market power: A review of institutional investor robovoting*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 27 mei. Te vinden op corpgov.law.harvard.edu.

Spatt, C.S. (2021) Proxy advisory firms, governance, market failure, and regulation. *The Review of Corporate Finance Studies*, 10(1), 136–157.