De invloed van proxy advisors op het stemgedrag van institutionele aandeelhouders; regulering gewenst?

Brigitte A.I. van den Bosch

Masterscriptie Universiteit van Amsterdam
Privaatrechtelijke Rechtspraktijk – Ondernemingsrecht
Begeleider: de heer Y. Mijhad
14 januari 2012

Inhoudsopgave

Inleiding ... 3
1. De rol van institutionele aandeelhouders in de beursgenoteerde onderneming ... 4
1.1 Rechten van aandeelhouders ... 4
1.2 Institutionele beleggers ... 5
2. Welke problemen ondervinden institutionele aandeelhouders binnen het checks & balances systeem? ... 6
2.1 Corporate governance ... 6
2.2 Agency theorie ... 7
2.3 De Nederlandse Corporate Governance Code ... 8
3. Op welke wijze maken institutionele aandeelhouders gebruik van proxy advisors? ... 11
3.1 Proxy advisors en hun werkzaamheden ... 11
3.2 De verschillende soorten invloed door proxy advisors uitgeoefend ... 12
3.3 Betrokkenheid van institutionele aandeelhouders ... 12
4. Kritiekpunten op de vermeende invloed van proxy advisors ... 13
4.1 EU Groenboek Corporate Governance ... 13
4.2 Reactie ISS op Groenboek Europese Commissie ... 16
4.3 ESMA en SEC ... 16
5. Empirisch onderzoek naar de daadwerkelijke invloed van proxy advisors op het stemgedrag van institutionele aandeelhouders ... 17
5.1 Nyenrode Business Universiteit ... 17
5.2 Michael Schouten ... 20
5.3 Onderzoek naar de invloed van proxy advisors in de VS ... 21
5.4 Onderzoek naar de invloed van proxy advisors in Australië ... 23
6. Dient de proxy advisor sector gereguleerd te worden? ... 24
7. Conclusie ... 26
Literatuurlijst ... 28
Jurisprudentielijst ... 31
Hoge Raad ... 31
Ondernemingskamer ... 31

Inleiding

De rol van aandeelhouders in het systeem van corporate governance en de vraag naar de invloed van proxy advisors op het stemgedrag van institutionele aandeelhouders zijn onderwerpen die bij veel partijen hoog op de agenda staan. Proxy advisors zouden teveel invloed hebben, waardoor zij en niet de aandeelhouders de eigenlijke stembeslissing maken; regulering zou hier op zijn plaats zijn. Om de vraag of regulering op dit gebied inderdaad gewenst is volledig te kunnen beantwoorden, is het van belang de rol die institutionele aandeelhouders hebben binnen de beursvennootschap helder te hebben. Hier wordt aandacht aan besteed in hoofdstuk een. Vervolgens wordt in hoofdstuk twee gekeken naar de verhoudingen binnen de beursvennootschap, deze zijn mede te verklaren met behulp van de agency theorie. De Nederlandse Corporate Governance Code probeert deze verhoudingen enigszins te sturen. In hoofdstuk drie wordt uitgelegd wat proxy advisors zijn en wat hun werkzaamheden zijn. Ook worden er verschillende soorten invloedsuitoefening onderscheiden, en gekeken naar andere, minder in het oog springende, vormen van betrokken aandeelhouderschap. Nu de posities van de partijen die bij deze vraag centraal staan duidelijk zijn, worden in hoofdstuk vier de punten van kritiek uiteengezet. Toezichthouders, zowel op Europees (ESMA) als Amerikaans (SEC) niveau, hebben aandacht besteed aan deze problematiek. In hoofdstuk vijf wordt dieper op de achtergronden ingegaan, door middel van Nederlands, Amerikaans en Australisch empirisch onderzoek, verricht onder de grootste institutionele aandeelhouders en hun proxy advisors. In hoofdstuk zes wordt alles samengevoegd en wordt de vraag beantwoord of de vermeende invloed van de proxy advisors op de stembeslissingen van institutionele aandeelhouders inderdaad zo groot is en of regulering noodzakelijk is. Tot slot vormt hoofdstuk zeven de conclusie.

1. De rol van institutionele aandeelhouders in de beursgenoteerde onderneming

1.1 Rechten van aandeelhouders

Aandeelhouders spelen een cruciale rol binnen beursvennootschappen. De algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AVA) beschikt over bevoegdheden die essentieel zijn in het systeem van checks and balances binnen de vennootschap, waarbij het bestuur, de Raad van Commissarissen (hierna: RvC) en de AVA elkaar in evenwicht houden. De AVA kan invloed uitoefenen op de besluitvorming en vormt een belangrijke schakel bij de door het bestuur en RvC af te leggen verantwoording. Bepaalde bevoegdheden hebben een wettelijke basis, andere hebben een andere oorsprong. Zo heeft de AVA het initiatiefrecht; aan aandeelhouders moet de mogelijkheid worden geboden in de AVA zelf voorstellen betreffende het beleid en de strategie naar voren te brengen. Door het agenderingsrecht, op grond van art. 2:114a BW, kunnen aandeelhouders, die tenminste 1% van het geplaatste kapitaal verschaffen of een belang hebben dat een waarde van 50 miljoen vertegenwoordigt, het bestuur verzoeken een bepaald onderwerp op de agenda te plaatsen. Op grond van art. 2:110 BW kan een groep van aandeelhouders die tenminste 10% van het kapitaal vertegenwoordigt, of een kleiner bedrag wanneer dit in de statuten is bepaald, de voorzieningenrechter verzoeken op hun verzoek te worden gemachtigd tot het bijeenroepen van een AVA. Een andere belangrijke bevoegdheid die de AVA toekomt is het spreekrecht, dit houdt in dat de aandeelhouders in vergadering het woord mogen voeren. De Hoge Raad overweegt in het ASMI arrest met betrekking tot deze bevoegdheid dat iedere aandeelhouder ter vergadering zelfstandig het recht heeft om vragen te stellen, ongeacht of deze betrekking hebben op de punten die op de agenda zijn vermeld, en dat de vennootschap die vragen dient te beantwoorden.[1] Het stemrecht draagt bij aan een evenwichtige balans binnen de vennootschap; de AVA moet zo ingericht zijn dat aandeelhouders op een relatief eenvoudige, (tijds)efficiënte en goedkope wijze hun stem uit kunnen brengen.[2] Tot slot vormt het recht op inlichtingen voor de aandeelhouders en de AVA als orgaan de basis voor andere bevoegdheden. Zo dient een voorstel gefundeerd te zijn op juiste kennis, en toegang tot deze kennis moet daarom ruim voorhanden en laagdrempelig zijn.[3] Zo wijst de Hoge Raad er in de ASMI zaak tevens op dat de wet bepaalt dat het bestuur en de RvC gehouden zijn, behoudens zwaarwichtige redenen, aan de AVA alle verlangde inlichtingen te verschaffen.

[1] HR 9 juli 2010, NJ 2010, 544 (ASMI). Onder verwijzing naar de Richtlijn aandeelhoudersrechten (2007/36/EG), geïmplementeerd per 1 juli 2010

[2] Met betrekking tot deze bevoegdheid van de AVA is het belangrijk dat de zeggenschap van een aandelenbelang proportioneel verbonden is aan de kapitaalinbreng op het aandelenpakket (one share – one vote). Een veel voorkomend probleem hierbij is securities lending, waarbij veelal institutionele beleggers tegen een vergoeding hun aandelen uitlenen aan andere marktpartijen die de aandelen op korte termijn nodig hebben. De aandelen worden overgedragen onder de verplichting om op een later tijdstip een gelijk aantal aandelen van dezelfde soort terug te leveren. Het aandeel wisselt juridisch van eigenaar en het stemrecht gaat mee bij deze overdracht. Deze optie zou veel worden gebruikt door activistische aandeelhouders, zoals hedge funds, met het enige doel de uitkomst van een AVA te beïnvloeden. Dit wordt ook wel empty voting genoemd, en is een doorkruising van de proportionaliteitsgedachte, omdat het gaat om het uitoefenen van stemrechten zonder corresponderende economisch belang. M.C. Schouten, 'Toenemende transparantieverplichtingen voor aandeelhouders', *Tijdschrift Ondernemingsrecht* (16) 2010, p. 1-14.

[3] A. van der Krans, 'De zeven pijlers van corporate democracy', *Onderneming & Financiering* (19) 2011 3, p. 5-17.

1.2 Institutionele beleggers

Elke aandeelhouder heeft eigen kenmerken wat betreft beleggingshorizon, mate van aandeelhoudersactivisme, mate van maatschappelijke betrokkenheid en niet-financiële doelstellingen. Ze streven uiteenlopende belangen na; er zijn beleggers die proberen via uiteenlopende beleggingsstrategieën snel winst te maken en voornamelijk geïnteresseerd zijn in korte termijn resultaten. Dit type investeerder, bijvoorbeeld hedge funds, heeft weinig op met het vennootschappelijk belang, en participeren in de AVA is voor hen niet nuttig omdat daar niet de informatie verstrekt wordt waar zij naar op zoek zijn.[4] Een andere categorie zijn de strategische en financiële beleggers; families of bestuurders die zelf grote deelnemingen in een vennootschap bezitten of hun invloed verstevigen door beschermingsconstructies. Private equity funds vallen ook onder deze noemer, de zogenaamde 'asset strippers'; zij bouwen een belang op om vervolgens via herstructurering of het opknippen van de onderneming meerwaarde te creëren. Een andere categorie, particuliere beleggers, beleggen vaak voor de lange termijn en tonen betrokkenheid bij de onderneming; ditzelfde geldt voor publieke aandeelhouders, zoals de overheid.[5] De categorie beleggers die in deze scriptie centraal staat zijn beleggers die omvangrijke belangen nemen in bedrijven voor middellange of lange termijn. Daaronder vallen aandeelhouders die beleggen voor eigen rekening en risico, en aandeelhouders die beleggen voor rekening en risico van derden. Onder de eerste subcategorie vallen bijvoorbeeld vermogende particulieren, onder de tweede subcategorie institutionele beleggers. Institutionele aandeelhouders zijn pensioenfondsen, beleggingsmaatschappijen, verzekeringsmaatschappijen en banken, voor zover zij beleggen voor rekening van cliënten. Institutionele beleggers zijn professionele beleggers en ze hebben een groot vermogen tot hun beschikking; hun strategie is gebaseerd op de fiduciaire plicht tegenover de begunstigden om te handelen in het financieel belang van deze begunstigden. Wanneer institutionele aandeelhouders het oneens zijn met het beleid van het bestuur en de RvC hebben zij de keuze uit drie opties; de aandelen verkopen (het zogenaamde 'stemmen met de voeten'), de aandelen behouden en hun mening laten blijken door middel van het aanwenden van hun aandeelhoudersrechten, of de aandelen behouden en niets ondernemen.[6] Institutionele aandeelhouders zijn erg belangrijk gezien de grote pakketten aandelen die zij houden en de macht die zij daarmee (kunnen) uitoefenen. Bedrijfsresultaten worden beïnvloed, direct of indirect, op een actieve of een meer passieve manier, door de initiatieven en beslissingen die (institutionele) aandeelhouders of hun vermogensbeheerders nemen of juist niet nemen.[7]

[4] A. Brav, W. Jiang, R.S. Thomas, F. Partnoy, 'Hedge fund activism, Corporate finance, and Firm performance', *Journal of Finance* (2009).
[5] A. van der Krans, J.B.J. van der Kolk, 'Van belangenpluralisme naar een dominanter wordend aandeelhoudersbelang en de inzetbaarheid van beschermingsconstructies', *Onderneming & Financiering* (2) 2008, p. 23-40.
[6] S.L. Gillan, L.T. Starks, 'Corporate Governance, Corporate Ownership, and the role of Institutional Investors: a Global Perspective', *Journal of Applied Finance* 2003.
[7] D. Walker, 'A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities' 2009.

2. Welke problemen ondervinden institutionele aandeelhouders binnen het checks & balances systeem?

2.1 Corporate governance

De verhouding tussen enerzijds de aandeelhouders (AVA) en anderzijds het bestuur en de RvC wordt aangeduid met de term corporate governance.[8] Bij de vervulling van hun taak dient het bestuur en de RvC zich te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, het zogeheten vennootschappelijk belang, zoals dit is bepaald in de zaken Gucci, RNA en Stork.[9] Het vennootschappelijk belang houdt in dat er niet alleen gekeken dient te worden naar de aandeelhoudersbelangen (de eigenaren), maar dat het belang in een breder perspectief geplaatst moet worden. Aandeelhouders, werknemers, toeleveranciers, afnemers, de overheid en maatschappelijke groeperingen hebben vaak verschillende (deel)belangen, zoals rendement, behoud van werkgelegenheid, maatschappelijke functie et cetera. Voor de RvC is het uitgangspunt om het vennootschappelijk belang te dienen vastgelegd in art. 2:140 lid 2 BW.[10] Voor het bestuur is dat niet wettelijk vastgelegd, maar er wordt algemeen aangenomen dat het vennootschappelijk belang ook door het bestuur bij de uitoefening van haar taak in acht genomen dient te worden. In tegenstelling tot het bestuur en de RvC mogen aandeelhouders in beginsel hun eigen belang nastreven, daarbij slechts gehouden aan art. 2:8 BW.[11] Het model wat dit vennootschappelijk belang hoog in het vaandel heeft staan wordt het Rijnlandse model genoemd, ten opzichte van het Angelsaksische model, wat het aandeelhoudersbelang centraal stelt.[12] In het vennootschappelijk belang zijn de belangen van de verschillende deelnemers in de vennootschap samengevoegd, en aan het bestuur en de RvC hierbij de taak een goede afweging van alle, wellicht conflicterende, belangen te maken.

De macht van de aandeelhouders is door enkele ontwikkelingen de laatste decennia vergroot, zoals door de invoering van de Corporate Governance Code (hierna: de Code), die uitdrukkelijk tot doel heeft de macht van aandeelhouders te versterken met als doel de checks and balances binnen beursgenoteerde ondernemingen te verbeteren.[13] Daarnaast is er nieuwe wetgeving ingevoerd, zoals

[8] M.J. Roe, 'The institutions of Corporate Governance', *Harvard Law and Economics Discussion Paper* (No. 488) 2004.
[9] HR 27 mei 1999, NJ 1999/487 (Gucci), OK 18 april 2003, NJ 2003,286 (RNA), OK 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork) en M.F. Landkroon, 'Stork: vennootschap versus aandeelhouders', *Vennootschap & Onderneming* (2) 2007, p. 26-28.
[10] HR 13 september 2002, JOR 2002, 186 m.nt. Josephus Jitta (De Vries Robbé)
[11] Art. 2:8 lid 1 BW: 'Een rechtspersoon en degenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie zijn betrokken, moeten zich als zodanig jegens elkander gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd'.
[12] Het Rijnlandse model loopt vaak parallel met de zogenaamde institutionele opvatting, waarbij de nadruk ligt op de vennootschap als 'eigen organisatie', waarbinnen alle deelnemers een bepaalde rol vervullen. In deze leer geeft de term institutioneel aan dat de vennootschap geen contract is, maar een los van de aandeelhouders staand instituut. Daarnaast wordt met deze term een groter belang aangeduid, waardoor het niet enkel het aandeelhoudersbelang bevat, maar bijvoorbeeld ook het belang van de werknemers, crediteuren, klanten, etc. In de institutionele visie ligt het primaat meer bij het bestuur dan bij de aandeelhouders en moet zij, zoals eerder genoemd, een juiste belangenafweging maken van alle vennootschappelijke belangen. M.L.S.W.E. de Lange en P. van der Veld, 'Shareholders vs. Stakeholders; wie wint?', *Vennootschap & Onderneming* (5) 2010, p. 92-96.
[13] http://commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Dec_2008_Code_NL.pdf, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen,* 2008, Den Haag, principe IV.1 Corporate Governance Code.

artikel 2:107a BW (het goedkeuringsrecht van de AVA), art. 2:114a BW (het agenderingsrecht voor aandeelhouders) en art. 2:118a BW (volmacht certificaathouders).[14] De Hoge Raad en de Ondernemingskamer (hierna: OK) hebben in de afgelopen jaren verschillende zaken behandeld waarbij de vennootschappelijke verhoudingen centraal stonden en dan met name de verhoudingen tussen het bestuur en de RvC enerzijds en activistische aandeelhouders anderzijds. Genoemd kan worden de Forumbank zaak[15], de Stork-beschikking[16], maar ook de ABN Amro zaak[17] en de ASMI-beschikking.[18] In de ASMI zaak had een aantal activistische aandeelhouders (Hermes c.s.) een enquêteverzoek ingediend dat mede was gestoeld op een tekortschietende informatievoorziening vanuit het bestuur. In cassatie heeft de Hoge Raad de beschikking van de OK vernietigd door te stellen dat de door ASMI te bepalen strategie in beginsel een aangelegenheid van het bestuur is.[19] Het bestuur is in beginsel niet gehouden de AVA vooraf in zijn besluitvorming te betrekken behalve in gevallen die in de wet en/of statuten zijn aangeduid. De Hoge Raad heeft met de ASMI-beschikking een duidelijke grens gesteld aan de steeds groter wordende invloed die activistische aandeelhouders de laatste jaren bij beursvennootschappen uitoefenen. Ook bij de PCM zaak kwamen deze verhoudingen aan de orde, hier stond de vraag centraal of de betrokkenheid van het private equity fund Apax wel in het vennootschappelijk belang was van PCM.[20] De OK gaf hierin meer duidelijkheid over de rol die het vennootschappelijk belang voor de aandeelhouder dient te spelen; ook een private equity investeerder dient het vennootschappelijk belang in acht te nemen, zelfs nog voordat de investeerder een belang krijgt in de vennootschap. Door te stellen dat ook toekomstige aandeelhouders zich moeten laten leiden door het vennootschappelijk belang, lijkt de OK de reikwijdte van art. 2:8 BW op te rekken, aangezien art. 2:8 BW in principe geen aanleiding biedt aan te nemen dat dit artikel ook voor toekomstige aandeelhouders geldt.[21]

2.2 Agency theorie

De verhouding tussen de aandeelhouders (danwel AVA) enerzijds en het bestuur van de vennootschap anderzijds is te verklaren met behulp van de agency theorie. Het agency probleem kan uitgelegd worden als een probleem wat ontstaat wanneer de welvaart (het welzijn) van één partij,

[14] Ook wordt door A. van der Krans en J.B.J. van der Kolk betoogd dat de RNA-beschikking bijdraagt aan een versterking van de rol van de aandeelhouder binnen de vennootschap, doordat hieruit volgt dat enkel beschermingsmaatregelen die binnen de door de Hoge Raad in dit arrest geformuleerde criteria vallen, geduld hoeven worden door aandeelhouders. A. van der Krans, J.B.J. van der Kolk, 'Van belangenpluralisme naar een dominanter wordend aandeelhoudersbelang en de inzetbaarheid van beschermingsconstructies', *Onderneming & Financiering* (2) 2008, p. 23-40.
[15] HR 21-01-1955, NJ 1959, 43: De AVA is niet bevoegd het bestuur te bewegen om de vennootschap eigen aandelen in te laten kopen. Dat is een bevoegdheid die uitsluitend toekomt aan het bestuur. De aandeelhouder mag niet op de stoel gaan zitten van het bestuur.
[16] Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42: In deze zaak was er een conflict tussen enerzijds het bestuur en de RvC van Stork en anderzijds de grootaandeelhouders Centaurus en Paulson. De aandeelhouder kan als zodanig niet het beleid opdringen aan het bestuur en de RvC.
[17] HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434: In deze zaak onderstreepte de Hoge Raad de bestuurszelfstandigheid bij belangrijke strategische beslissingen, ook ingeval van een fusie waarmee de zelfstandigheid van de vennootschap wordt opgeheven.
[18] Hof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, ARO 2009, 127.
[19] HR 9 juli 2010, NJ 2010, 544.
[20] OK 10 januari 2008, RO 2008/18, JOR 2008/39.
[21] S.T.E. Bakker, 'Aandeelhouders: rekening houden met de vennootschap?', *Vennootschap & Onderneming* (2) 2011, p. 39-42.

genaamd de principaal (de aandeelhouders), afhangt van handelingen van de andere partij, genaamd de agent (het bestuur en de RvC).[22] Het probleem wat hieruit volgt is dat de agent gemotiveerd moet worden te handelen in het belang van de principaal, in plaats van puur in zijn eigen belang. Eén van de belangrijkste redenen voor het ontstaan van problemen hierbij is dat de agent vaak over meer informatie beschikt dan de principaal, en dat de principaal niet voldoende inzicht heeft in de handelingen van de agent. Hierdoor kan de principaal niet snel beoordelen of de agent inderdaad in het belang van de principaal handelt. Het bestuur en de RvC hebben naast waardecreatie ook belang bij continuïteit van de vennootschap en bij een goede reputatie.[23] Als gevolg van deze informatieasymmetrie is het verleidelijk voor de agent om opportunistisch te handelen, waardoor de waarde van de werkzaamheden van de agent voor de principaal zal dalen. Dit komt doordat de principaal om dit opportunistisch handelen te voorkomen kosten zal moeten maken om de agent, direct of indirect, te monitoren. Hoe groter de complexiteit van de handelingen die de agent dient te verrichten, en hoe meer hij dit naar eigen inzicht kan doen, hoe hoger deze agency kosten zullen zijn.[24] Institutionele beleggers hebben in principe een dubbele plicht; enerzijds richting eindbeleggers, degenen waar zij voor beleggen, anderzijds ten opzichte van de onderneming en hun medeaandeelhouders. Dit vloeit voort uit art. 2:8 BW; hieronder valt bijvoorbeeld het stemmen naar eigen inzicht uit bepaling IV.4.5 van de Code [25] en het zich daartoe informeren over de stand van zaken binnen de vennootschap. Hoe groter het belang is dat een aandeelhouder in de vennootschap houdt, hoe groter zijn verantwoordelijkheid is jegens de vennootschap, minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen; dit blijkt uit de Code.[26] De afstand tussen agent en principaal, bestuur en aandeelhouder, blijkt over de afgelopen jaren groter geworden te zijn; zo was volgens Eumedion in het eerste kwartaal van 2009 ongeveer 93 procent van het Nederlandse pensioenvermogen extern belegd bij één of meerdere vermogensbeheerders; in 2001 lag dit percentage nog onder 50 procent.[27]

2.3 De Nederlandse Corporate Governance Code

Zoals hierboven gesteld, werd de positie van de aandeelhouder door bepaalde maatregelen het afgelopen decennium versterkt. De invoering van de Code is hier een voorbeeld van. De Code is voor het eerst ingegaan op 1 januari 2004, en was voornamelijk gericht op het herstel van het vertrouwen in het bedrijfsleven. De Code is daarna herzien, opnieuw vastgesteld op 10 december 2008 en deze

[22] J. Armour, H. Hansmann, R.H. Kraakman, 'Agency problems, Legal strategies, and enforcement, Ch. 2 of The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach', Oxford 2009
[23] A. de Jong, G. Mertens, P. Roosenboom, 'Hoe actief zijn aandeelhouders in Nederland? Een empirische analyse van opkomst en stemgedrag', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* (3) 2005, p. 97-107
[24] J. Armour, H. Hansmann, R.H. Kraakman, 'Agency problems, Legal strategies, and enforcement, Ch. 2 of The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach', Oxford 2009
[25] Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen,* Den Haag, 2008.
[26] http://commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Dec_2008_Code_NL.pdf, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen,* 2008, Den Haag, preambule Corporate Governance Code.
[27] Cijfers Bureau Bosch, overgenomen in Eumedion position paper betrokken aandeelhouderschap, http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/position_paper_betrokken_aandeelhouderschap_def.pdf

nieuwe Code geldt vanaf 1 januari 2009.[28] De Code bestaat uit principes die kunnen worden gezien als breed gedragen algemene opvattingen over goede corporate governance. De principes zijn uitgewerkt in concrete best practice bepalingen en creëren een zekere normstelling voor het gedrag van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders, aan de hand van de nationale en internationale 'best practice'. Beursvennootschappen kunnen hiervan afwijken, en deze afwijkingen kunnen onder omstandigheden gerechtvaardigd zijn. Echter, zowel aandeelhouders als het bestuur en de RvC dienen open te staan voor een dialoog over de redengeving voor de afwijkingen (het zogenaamd 'pas toe of leg uit' beginsel). Beursvennootschappen dienen in hun jaarverslag over het boekjaar beginnend op of na 1 januari 2009 (gemotiveerd) verantwoording af te leggen over de naleving van de principes en best practice bepalingen uit Code van 1 januari 2009.[29] Bij besluit van 10 december 2009 is de Code 2008 aangewezen als gedragscode bedoeld in artikel 2:391 lid 5 BW voor een jaarverslag dat betrekking heeft op een boekjaar dat aanvangt op of na 1 januari 2009. Uit de Code volgt dat het aan de aandeelhouders is om het bestuur en de RvC over de naleving van de Code ter verantwoording te roepen. De AVA dient zodanige invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de RvC dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van 'checks and balances' in de vennootschap.[30]

Nederlandse institutionele beleggers zijn sinds 1 januari 2007 op grond van art. 5:86 Wft verplicht in hun jaarverslag of op hun websites mededeling te doen over de naleving van de tot hen gerichte principes of best practice bepalingen. Bepalend voor de werking van de Code is niet de mate waarin deze naar de letter wordt nageleefd (wat 'afvinkgedrag' in de hand zou werken), maar de mate waarin de intenties van de Code leidend zijn voor het doen en laten van alle betrokkenen; dit blijkt uit de Preambule.[31] Naast de Code ligt het wetsvoorstel corporate governance, aanhangig sinds juli 2009, bij de Tweede Kamer.[32] Het wetsvoorstel beoogt tegenwicht te bieden aan de gerichtheid van sommige aandeelhouders op het maken van (koers)winst op korte termijn en risicovolle financieringsstructuren. In het wetsvoorstel wordt de drempel voor melding van zeggenschap in beursvennootschappen (Wft) gewijzigd, een verplichte melding van intenties bij een belang van 3% (Wft) ingevoerd, de mogelijkheid voor de vennootschap om aandeelhouders te identificeren en om met aandeelhouders te communiceren (Wge) ingevoerd en de drempel voor het agenderingsrecht (BW) verhoogd.

De Code probeert bij te dragen aan verantwoord aandeelhouderschap en een effectievere uitoefening

[28] H.A. van Hulst en A.C. Vossen, 'De aangepaste Corporate Governance Code', *Vennootschap & Onderneming* (2) 2009, p. 30-34.
[29] H.A. van Hulst en A.C. Vossen, 'De aangepaste Corporate Governance Code', *Vennootschap & Onderneming* (2) 2009, p. 30-34
[30] http://commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Dec_2008_Code_NL.pdf, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen,* 2008, Den Haag, bepaling IV.1 Corporate Governance Code.
[31] http://commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Dec_2008_Code_NL.pdf, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen,* 2008, Den Haag, preambule Corporate Governance Code.
[32] http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/wetsvoorstellen/2010/07/05/wetsvoorstel-uitvoering-adviezen-monitoring-commissie-corporate-governance-fin

van aandeelhoudersrechten te stimuleren.[33] In de Preambule van de Code wordt dit nader toegelicht: "*De beursvennootschap streeft naar het creëren van aandeelhouderswaarde op lange termijn, en het is de taak van het bestuur tot een belangenafweging te komen met betrekking tot de strategie; de RvC houdt hierop toezicht. Beide organen leggen over hun taakvervulling verantwoording af aan de AVA. Goede verhoudingen tussen de verschillende organen worden in het bijzonder bereikt door het voeren van een continue en constructieve dialoog; het zogenaamde 'shareholder management' moet leiden tot een duurzame relatie tussen vennootschap en aandeelhouders*".[34] Om die dialoog met aandeelhouders of investeerders te kunnen zoeken, moet de beursvennootschap hen vanzelfsprekend kennen. Vandaar ook dat er initiatieven gericht zijn op transparantie van investeringen c.q. de identificatie van investeerders.[35] Belangrijk is, zo stelt Raaijmakers, dat goede governance in de praktijk niet ophoudt bij strikte naleving van de formele regels, maar dat het veel meer op aankomt op de daadwerkelijke invulling daarvan in de praktijk. "*De vraag hierbij is wat van marktpartijen verwacht mag worden als het op invulling van die regels aankomt. Het vennootschapsrechtelijke stelsel kent vele open normen, zoals redelijkheid en billijkheid en de norm dat de belangen van alle stakeholders moeten worden gewogen."* Voor de invulling hiervan blijkt in de literatuur dat men vanuit de discussie over de aandeelhouderstructuur en de rechten en bevoegdheden over en weer, zich meer gaat richten op cultuur en gedrag. Raaijmakers pleit in zijn artikel voor meer 'guidance'; een concretere invulling van de bepalingen uit de Code, bijvoorbeeld met betrekking tot het voeren van een constructieve dialoog. [36] De keerzijde hiervan is dat het 'vrijblijvende' karakter van de Code ondermijnd kan worden, en de Code hierdoor minder aantrekkelijk wordt.

Met betrekking tot (institutionele) aandeelhouders heeft de Code onder IV.4 de 'Verantwoordelijkheid van aandeelhouders' geregeld. Twee principes liggen hieraan ten grondslag: *"Institutionele beleggers handelen primair in het belang van hun achterliggende begunstigden of beleggers en hebben een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursvennootschappen"* en *"Aandeelhouders gedragen zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun mede-aandeelhouders naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid. Hieronder valt de bereidheid om een dialoog met de vennootschap en*

[33] J.J. Prinsen, 'Corporate governance op de grens van een nieuw decennium', *Onderneming en Financiering* (19) 2011, p. 29-53.
[34] http://commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Dec_2008_Code_NL.pdf, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen,* 2008, Den Haag, preambule Corporate Governance Code.
[35] J.J. Prinsen, 'Corporate governance op de grens van een nieuw decennium', *Onderneming en Financiering* (19) 2011, p. 29-53. Er komt toezicht op managers van beleggingsinstellingen als hedge funds en private equity funds door de implementatie van de Directive on Alternative Investment Fund Managers (Richtlijn 2011/61/EG).
[36] G.T.M.J. Raaijmakers, 'Corporate governance 2.0 voor banken en beursondernemingen: meer aandacht voor cultuur en gedrag', *Tijdschrift Ondernemingsrecht* (62) 2010, p. 1-9.

mede-aandeelhouders aan te gaan." Uit deze twee principes vloeien zes best practice bepalingen voort.[37] De best practice bepaling die in deze scriptie centraal gesteld wordt is bepaling IV.4.5: *"Een aandeelhouder stemt naar eigen inzicht. Van een aandeelhouder die gebruik maakt van stemadviezen van derden wordt verwacht dat hij zich een eigen oordeel vormt over het stembeleid van deze adviseur en de door deze adviseur verstrekte stemadviezen."*

Deze bepaling moet er voor zorgen dat ook al maken institutionele aandeelhouders gebruik van proxy advisors, zij nog steeds hun eigen afweging maken en niet rechtstreeks de adviezen van proxy advisors overnemen zonder zich hierover een eigen oordeel te vormen. Op welke wijze en waarvoor worden door institutionele aandeelhouders proxy advisors ingezet?

3. Op welke wijze maken institutionele aandeelhouders gebruik van proxy advisors?

3.1 Proxy advisors en hun werkzaamheden

Om de vraag te kunnen beantwoorden hoe ver de invloed reikt van proxy advisors op het stemgedrag van institutionele beleggers is het van belang te weten waaruit precies hun werkzaamheden bestaan. Proxy advisors zijn voor het eerst ontstaan midden jaren '80, en hun kerntaak is het geven van stemadvies aan institutionele beleggers. Daarnaast kunnen ze ook voor de institutionele belegger het daadwerkelijke stemadvies uitbrengen, stemrichtlijnen helpen opstellen en de meer technische kant van het stemmen voor hun rekening nemen. Tevens geven ze 'corporate governance ratings' af; hierbij wordt gemeten in hoeverre de corporate governance structuur van een vennootschap voldoet aan de best practices van het gebied waarin het bedrijf actief is.[38] Wat bij deze bedrijven vooral vragen oproept is de beperkte aansprakelijkheid; ze hebben geen financieel belang in de bedrijven over wie ze adviezen afgeven, en ook jegens de aandeelhouders hebben ze geen fiduciaire verplichtingen. Daarnaast zijn ze niet onderworpen aan enige regelgeving, en roept het gebrek aan concurrentie en transparantie in deze sector twijfels op. Zo stelt Choi in 'The power of proxy advisors: myth or reality?' dat er enkele grote spelers op de markt zijn, waarvan Institutional Shareholder Services (ISS, een tak van RiskMetrics) wereldwijd de grootste is.[39] Een andere grote speler is Glass, Lewis & Co, die pas de markt betrad in 2003, na de bekendmaking van Rule 20b 1-4 van de Amerikaanse Investment Company Act. Als gevolg van deze wetgeving moesten beleggingsfondsen hun complete jaarlijkse stemoverzicht openbaar maken, stembeleid en stemprocedures opzetten om ervoor te zorgen dat ze zo goed mogelijk zouden handelen voor hun (eind)begunstigden. Dit in combinatie met toegenomen institutionele beleggingsactiviteiten zorgde wereldwijd voor een toenemende vraag naar proxy

[37] http://commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Dec_2008_Code_NL.pdf, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen,* 2008, Den Haag, bepaling IV.4 Corporate Governance Code.
[38] ISS gebruikt hier de zogenaamde 'GRId rating' voor; *"GRId will focus on an absolute level of concern (low, medium, high) across four independent dimensions: board, compensation/remuneration, shareholder rights and audit. The risk assessment then measures the degree to which a company's governance structures may meet, or fall short of, best practices in a particular market"*, http://www.issgovernance.com/
[39] S. Choi, J. Fisch, M. Kahan, 'The power of proxy advisors: myth or reality?', SSRN 2010

advisors. De meeste institutionele beleggers nemen diensten af van een of meerdere proxy advisors, zo heeft ISS ruim 2700 klanten en gaven ze in 2009 stemadviezen voor meer dan 37000 aandeelhoudersvergaderingen in 108 landen. Als klant krijgt men stemadvies en een gedetailleerd rapport met het onderzoek waarop het advies is gebaseerd. Proxy advisors publiceren vaak hun aanbevelingen, bijvoorbeeld in een persbericht, maar houden hun rapporten geheim, en dit roept vragen op over de transparantie in de sector.[40] Zo stelt Belinfanti in haar paper dat vanuit het oogpunt van de agency theorie *"ISS presents a lethal combination – significant power and virtually no accountability"* en *"ISS bears minimal residual risk of a poor voting decision vis-à-vis company shareholders".*[41]

3.2 De verschillende soorten invloed door proxy advisors uitgeoefend

Choi, Fisch en Kahan hebben verschillende vormen van machtsuitoefening (invloedsuitoefening) door proxy advisors kunnen onderscheiden in hun onderzoek.[42] Hierbij maken ze onderscheid tussen correlatie en causaal verband, wat betekent dat wanneer een institutionele belegger stemt conform het stemadvies van de proxy advisor dit niet automatisch een teken is van invloed van de proxy advisor. Ze onderscheiden vier machtstypes; bij de eerste variant beïnvloeden dezelfde factoren onafhankelijk van elkaar zowel het advies van de proxy advisor als de uiteindelijke stem van de belegger; hierbij heeft de proxy advisor geen directe invloed. Bij de tweede variant verzamelt de proxy advisor de informatie waarop de institutionele belegger zijn stem baseert. Nu fungeert de proxy advisor als informatie agent en oefent wederom geen directe invloed uit op de stembeslissing. De derde variant houdt in dat de aandeelhouder op bepaalde criteria een proxy advisor selecteert en met behulp van een vooraf afgesloten overeenkomst de proxy advisor vraagt een stemadvies uit te brengen. Bij deze laatste optie oefent de proxy advisor beperkte invloed uit. De laatste variant treedt op wanneer de institutionele belegger het stemadvies van de proxy advisor rechtstreeks overneemt, en alleen bij deze laatste optie is er sprake van directe invloed van de proxy advisor op het stemmen.

3.3 Betrokkenheid van institutionele aandeelhouders

Institutionele aandeelhouders maken een kosten/baten analyse bij hun stembeslissingen; er wordt per geval gekeken of het de moeite waard is extra geld en tijd te investeren in het stemproces, of dat het uitbesteed wordt aan proxy advisors. Doordat institutionele beleggers portfolio's beheren hebben ze weinig belangen per bedrijf. Wanneer zij proxy advisors inzetten mag men er vanuit gaan dat zij dit doordacht doen, met het oog op een zo hoog mogelijk rendement voor hun eindbeleggers. Als institutionele aandeelhouders stemadviezen zelf zouden gaan uitwerken zou dit vele malen duurder en minder tijdsefficiënt zijn; wat zou resulteren in minder rendement voor de eindbelegger. Tegenover relatief geringe kosten wordt nu toch bewerkstelligd dat institutionele beleggers hun monitorende rol

[40] S. Choi, J. Fisch, M. Kahan, 'Director Elections and the Influence of Proxy Advisors', New York University School of Law, NYU Center for Law, Economics and Organization, mei 2008, SSRN 2008.
[41] T.C. Belinfanti, 'The proxy advisory and corporate governance industry: The case for increased oversight and control', New York Law School, SSRN 2009.
[42] S. Choi, J. Fisch, M. Kahan, 'The power of proxy advisors: myth or reality?', SSRN 2010

vervullen.[43] In de kern gaat het dus om betrokken aandeelhouderschap en hoe dit bereikt wordt. Institutionele beleggers hebben echter verschillende manieren om dit te tonen; door op een bepaalde manier te stemmen of door betrokkenheid te tonen, wat inhoudt dat zij de dialoog met de beursvennootschap aangaan buiten de AVA om. J.J. Prinsen stelt in zijn artikel dat de belegger van de vennootschap nadere uitleg zal willen hebben of een toelichting op de voorstellen, voordat hij zijn stemgedrag bepaalt. De vennootschap zal deze nadere uitleg in principe willen geven, om de neuzen dezelfde kant op te krijgen. Het voeren van gesprekken past bij een zorgvuldige voorbereiding van de besluitvorming op de AVA, maar heeft ook tot gevolg dat de dialoog tussen de beursvennootschap en de aandeelhouders zich veelal heeft verplaatst naar momenten voor het bijeenroepen van de AVA.[44] De gesprekken die gevoerd worden kunnen één op één gesprekken of groepsgesprekken zijn, met of namens meerdere aandeelhouders. Daarbij komt dat de AVA door haar massaliteit en de openbaarheid niet het meest geschikte forum is om een goede inhoudelijke gedachtewisseling te hebben over het beleid en de strategie van de vennootschap. Door het voeren van deze gesprekken kunnen institutionele aandeelhouders zich betrokken tonen bij het reilen en zeilen van de vennootschap, zo stelt Eumedion.[45] Deze manier van participeren is voor de buitenwereld echter niet eenvoudig waar te nemen en zodoende wordt vaak enkel op het stembeleid gelet, terwijl deze vorm van betrokkenheid tonen een minstens zo grote rol speelt.

4. Kritiekpunten op de vermeende invloed van proxy advisors

4.1 EU Groenboek Corporate Governance

Onder meer als gevolg van de financiële crisis staat corporate governance en daarmee ook de invloed van proxy advisors hoog op de agenda, ook op Europees niveau. Zo heeft de Europese Commissie aan de hand van een groenboek de markt geconsulteerd over de corporate governance van beursvennootschappen, omdat volgens de Europese Commissie binnen Europese ondernemingen nog veel zaken voor verbetering vatbaar zijn, onder andere wat betreft de betrokkenheid van aandeelhouders, en de monitoring en handhaving van de corporate governance codes.[46] De Europese Commissie wil de economische eenwording binnen Europa versterken en zij stelt dat *"corporate governance and corporate social responsibility are key elements in building people's trust in the single market"*, en *"corporate governance is one means to curb harmful short-termism and excessive risk-taking".*[47] De Europese Commissie stelt dat het corporate governance kader voor

[43] G.T.M.J. Raaijmakers, R. Abma, 'Achter de schermen van beursaandeelhouders', *Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht'*, Kluwer 2007.
[44] J.J. Prinsen, 'Corporate governance op de grens van een nieuw decennium', *Onderneming en Financiering* (19) 2011, p. 29-53.
[45] http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/handboeken/eumedion_handboek_cg.pdf
[46] Green paper – The EU corporate governance framework 2011European Commission, Green paper, 'The EU corporate governance framework 2011', COM (2011) (listed companies) april 2011, Brussel.
[47] Uit: Towards a Single Market Act – for a highly competitive social market economy – COM (2010) 608.

beursgenoteerde vennootschappen in de Europese Unie een combinatie is van wetgeving en 'soft law', inclusief aanbevelingen en corporate governance codes.[48]

Met betrekking tot aandeelhouders stelt de Europese Commissie dat het corporate governance framework gebouwd is op de assumptie dat aandeelhouders actief participeren in de vennootschap en het bestuur en de RvC verantwoordelijk houden voor het presteren van de vennootschap. De afwezigheid van aandeelhoudersparticipatie staat centraal in het groenboek van april 2011. Onder aandeelhouderparticipatie wordt verstaan in het artikel van C. van der Elst en E.P.M Vermeulen het actief monitoren van vennootschappen, in dialoog blijven met het bestuur en de RvC, goed gebruik van aandeelhoudersrechten - inclusief stemmen en samenwerking met andere aandeelhouders - en het stimuleren van lange termijn waarde creatie voor het bedrijf. Dit wordt niet alleen gecreëerd door aanwezig te zijn op aandeelhoudersvergaderingen en te stemmen, maar tevens door toezicht te houden en een dialoog aan te gaan met de bestuurders.[49] In dit groenboek wordt tevens verwezen naar het groenboek uit juni 2010, wat de corporate governance in financiële instellingen en het beloningsbeleid behandelde.[50] Daaruit werd de conclusie getrokken dat, met het oog op de financiële crisis, een gebrek aan voldoende aandeelhouderparticipatie heeft bijgedragen aan een magere verantwoording door het bestuur en de RvC en dat daardoor een grotere kans op excessief risicogedrag kon ontstaan. Met betrekking tot de korte termijn gerichtheid blijkt dat de handel in aandelen tegenwoordig sneller en efficiënter gaat, waardoor de investeringshorizon korter is geworden. *"De waarde van de jaarlijkse transacties op de belangrijkste aandelenbeurzen komt momenteel overeen met 150% van de geaggregeerde beurswaarde, wat betekent dat een aandeel gemiddeld acht maanden in dezelfde handen is. Tegelijkertijd wordt steeds vaker belegd via tussenpersonen, waardoor het belang van de goede agencyrelatie tussen langetermijnbeleggers en hun vermogensbeheerders toeneemt. Er wordt gesuggereerd dat de agencyrelatie in feite kortzichtigheid op de markt in de hand werkt, wat volgens het groenboek kan leiden tot onrealistische prijzen, kuddegedrag, toegenomen volatiliteit en een situatie waarin beursgenoteerde ondernemingen geen echte eigenaar hebben."*[51]

Een belangrijke rol is in het groenboek weggelegd specifiek voor institutionele aandeelhouders. Zij spelen een belangrijke rol in de langetermijnwaardecreatie; door hun langetermijnverplichtingen die zij hebben ten opzichte van hun achterban, moeten zij worden aangespoord meer en actief betrokken te

[48] Corporate governance codes gelden op nationaal niveau, maar worden gestimuleerd door Richtlijn 2006/46/EC, doordat deze Richtlijn vereist dat beursgenoteerde vennootschappen in hun corporate governance verklaring refereren aan een code, vervolgens aangeven of zij de code toegepast hebben en als dat niet het geval is waarom zij daar vanaf gezien hebben.
[49] C. van der Elst, E.P.M. Vermeulen, 'De toekomst van corporate governance in Europa', *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk* (4) 2011, p. 143-149.
[50] 'Green paper on Corporate Governance in Financial Institutions and remuneration policies', European Commission, COM (2010) 284, juni 2010, Brussel.
[51] Green paper – The EU corporate governance framework 2011 European Commission, Green paper, 'The EU corporate governance framework 2011', COM (2011) (listed companies) april 2011, Brussel, onderdeel 2.2

zijn bij hun investeringen.[52] De agencyrelatie tussen institutionele beleggers (vermogensbezitters) en hun asset managers (vermogensbeheerders) draagt er echter volgens de Europese Commissie toe bij dat de kapitaalmarkten steeds kortzichtiger worden en dat de prijzen niet de feitelijke waarde weerspiegelen. Dit is van groot belang voor de inactiviteit van op de lange termijn gerichte aandeelhouders. De oplossing ligt volgens de Europese Commissie mede in deze agencyrelatie tussen institutionele aandeelhouders en hun asset managers. Het blijkt namelijk dat veel asset managers worden geselecteerd, geëvalueerd en beloond op basis van kortetermijnprestaties en relatieve prestaties.[53] In het groenboek van 2010 wordt uiteengezet dat institutionele beleggers gebrekkig participeren door onder meer de kosten die met aandeelhoudersparticipatie gepaard gaan, de moeilijkheid om de baten van de participatie te waarderen en de onzekerheid of participatie wel nut heeft, inclusief de 'free rider' problematiek.

Een andere vraag die in het groenboek van 2010 wordt opgeworpen is of institutionele beleggers verplicht zouden moeten worden hun stembeleid en hun stemadministratie openbaar te maken. De meerderheid van de respondenten vond toen van wel. Zij vonden dat openbaarmaking het beleggersbewustzijn zou versterken, investeringen zou optimaliseren, de dialoog tussen vennootschap en institutionele beleggers zou versterken en de aandeelhoudersparticipatie zou verhogen.[54] In het groenboek van 2011 wordt gesteld dat institutionele beleggers met sterk gespreide aandelenportefeuilles praktische problemen ondervinden bij het bepalen van de wijze waarop zij moeten stemmen over agendapunten van AVA's. Daarom maken zij vaak gebruik van de diensten van proxy advisors voor bijvoorbeeld stemadviezen, stemming bij volmacht en corporate governance ratings. Hierdoor hebben deze proxy advisors een aanzienlijke invloed op de stemming. Daarnaast is in dit groenboek aangevoerd dat institutionele beleggers voor beleggingen in buitenlandse ondernemingen zwaarder leunen op stemadviezen dan voor beleggingen in binnenlandse ondernemingen. Dit zou betekenen dat proxy advisors meer invloed uitoefenen op markten met een hoog percentage internationale beleggers. De invloed van proxy advisors roept verschillende vragen op. Bij de voorbereiding van dit groenboek lieten zowel beleggers als ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd weten dat het hun zorgen baarde dat *"Proxy advisors onvoldoende openheid verschaffen over de methoden die zij toepassen om hun adviezen vast te stellen. Meer in het bijzonder werd gesteld dat in de analysemethode geen rekening wordt gehouden met de specifieke eigenschappen van ondernemingen en/of nationale wetgeving, noch met de best practices op het gebied van corporate governance. (...) En ten slotte roept het gebrek aan concurrentie in deze sector vragen op over de kwaliteit van het advies en over de afstemming van het advies op de behoeften van de belegger."*

[52] C. van der Elst, E.P.M. Vermeulen, 'De toekomst van corporate governance in Europa', *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk* (4) 2011, p. 143-149.
[53] Bij prestaties op relatieve basis wordt gekeken naar het behaalde resultaat afgezet tegen de marktindex.
[54] 'Green paper on Corporate Governance in Financial Institutions and remuneration policies', European Commission, COM (2010) 284, juni 2010, Brussel.

De EU heeft daarom vragen opgesteld met betrekking tot dit onderwerp. Vraag 18 en 19 van het Europese groenboek 2011[55] luiden (18) *"Moeten proxy advisors (volmachtadviseurs) door de EU-wetgeving worden verplicht grotere openheid te betrachten, bijvoorbeeld over hun analysemethoden, belangenconflicten en hun beleid voor de omgang met belangenconflicten en/of de eventuele toepassing van een gedragscode? Zo ja, hoe kan hier het best voor worden gezorgd?" en* (19) *"Bent u van mening dat er andere (wettelijke) maatregelen nodig zijn, bijvoorbeeld om proxy advisors (volmachtadviseurs) te beperken in hun mogelijkheden adviesdiensten te verlenen aan de onderneming waarin wordt geïnvesteerd?* De bezwaren en vragen van de EU zijn zodoende helder.

4.2 Reactie ISS op Groenboek Europese Commissie

Voordat hier behandeld wordt in hoeverre deze bovenstaand bezwaren terecht zijn, hierbij eerst de reactie van ISS (Intitutional Shareholder Services) zelf op de vragen 18 en 19 uit EU groenboek.[56] *"With regard to the proposition central to both of the foregoing questions, namely the potential for legislation to regulate proxy advisors, we conduct our business to the highest standards of ethical responsibility, integrity, objectivity and transparency and we believe we set the standards for our industry in this regard. Although there is currently no pan-European equivalent, ISS voluntarily chose to be regulated in the U.S. through our registration as an Investment Adviser under the Investment Advisers Act of 1940 and has been for over 20 years.(…) Through adherence to these requirements and the additional voluntary measures we have taken to ensure the highest levels of propriety in the conduct of our business, we feel there is no requirement for legislation from the point of view of driving better business practices at ISS. However, by the same token, neither would we be concerned by the prospect of a regulatory light being shone on our practices and, as the industry leader, we would certainly welcome a level playing field for all proxy advisors. When it comes to perceived conflicts of interest, we believe that the focus should be on the manner in which these are addressed, rather than an attempt to eradicate the possibility of their existence, since they can take many different forms, including but not limited to, the ownership of a proxy advisor by an activist investor and the economic significance of investor clients of the core proxy advisory and voting services who are themselves public companies."*

4.3 ESMA en SEC

Toch hebben ook de European Securities and Markets Authority (ESMA) en de US Securities and Exchange Commission (SEC) bezwaren geuit tegen de vermeende invloed van proxy advisors op de stembeslissingen van institutionele aandeelhouders. In juli 2011 heeft de ESMA een gedetailleerde questionnaire naar verschillende stakeholders, uitgevers van aandelen, investeerders en proxy advisors gestuurd, ook met het oog op eventuele verdere regulering.[57] De SEC kondigde al in juli 2010 aan dat het graag wil onderzoeken wat de rol is van Amerikaanse proxy advisor systeem op het

[55] Green paper – The EU corporate governance framework 2011 European Commission, Green paper, 'The EU corporate governance framework 2011', COM (2011) (listed companies) april 2011, Brussel
[56] Response from ISS to the European Commission Consultation on the EU Corporate Governance Framework, 22 juli 2011, http://www.issgovernance.com/

[57] http://www.efinancialnews.com/story/2011-07-04/esma-proxy-review

gebied van accuratesse, betrouwbaarheid, transparantie, verantwoording en integriteit.[58] Deze Release behandelt de volgende aspecten van proxy advisors: hun rol, de impact die de SEC heeft op het groeiende gebruik en de invloed van proxy advisors, de huidige regulering met betrekking tot proxy advisors en tot slot aandachtspunten uit deze sector.[59] Aan de hand hiervan wordt er opnieuw gekeken of de sector gereguleerd zou moeten worden. Allerlei partijen zijn zodoende druk in de weer om te bepalen of de invloed van proxy advisors inderdaad zo groot is en of deze invloed wellicht gereguleerd dient te worden. Om precies te kunnen beoordelen hoe groot de vermeende invloed is, zijn er empirische onderzoeken gedaan. Een aantal van deze empirische onderzoeken worden in het volgende hoofdstuk beschreven.

5. Empirisch onderzoek naar de daadwerkelijke invloed van proxy advisors op het stemgedrag van institutionele aandeelhouders

5.1 Nyenrode Business Universiteit

De precieze rol van proxy advisors wordt empirisch onderzocht in enkele (internationale) papers. Om een goed onderbouwd antwoord te kunnen geven op de vraag of de invloed van proxy advisors op het stemgedrag van institutionele aandeelhouders te groot is en regulering op zijn plaats, worden hier enkele papers uitgelicht. Allereerst heeft Nyenrode Business Universiteit in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code onderzoek gedaan naar deze kwestie in *'Aandeelhoudersbetrokkenheid in Nederland – Onderzoek onder institutionele beleggers naar hun relatie met Nederlandse beursfondsen'*.[60] De Commissie heeft Nyenrode Business Universiteit per mei 2011 de uitvoering opgedragen van een drietal deelonderzoeken. Het betreft: (i) Onderzoek naar de wijze en mate van naleving en toepassing van de principes en best practice bepalingen van de Code 2008 door aandeelhouders (Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers) in het aandeelhoudersseizoen 2011 (betrekking hebbende op het boekjaar 2010); (ii) Onderzoek naar het stemgedrag van buitenlandse institutionele beleggers; (iii) Onderzoek naar het communicatiegedrag van buitenlandse institutionele beleggers. Deelonderzoeken (i) en (ii) zijn hier interessant, op basis van vragenlijsten en gestructureerde interviews met institutionele beleggers en experts is data verzameld en zijn conclusies geformuleerd.

Het deelonderzoek (i) naar naleving van hoofdstuk IV.4 van de Code is verricht onder de twaalf grootste Nederlandse vermogensbeheerders (gemeten naar belegd vermogen), de zes grootste Nederlandse pensioenfondsen, de twee grootste Nederlandse levensverzekeraars en vijf beleggingsinstellingen; tien respondenten hadden een belegd vermogen van 50 miljard euro of meer; twintig respondenten hadden een belegd vermogen van tien miljard euro of meer. De

[58] http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495fr.pdf
[59] http://www.boardmember.com/Article_Details.aspx?id=5320
[60] Nyenrode Business Universiteit in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 'Aandeelhoudersbetrokkenheid in Nederland – Onderzoek onder institutionele beleggers naar hun relatie met Nederlandse beursfondsen', inleiding, Breukelen, november 2011.

best practice bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.6 worden in hoge mate nageleefd door de 25 grootste Nederlandse institutionele beleggers; nalevingspercentages liggen tussen 92 en 100 procent. Wanneer Nederlandse respondenten gebruik maken van de diensten van proxy advisors geven zij aan niet automatisch deze stemadviezen op te volgen. Zij maken hun eigen analyse aan de hand van de informatie en adviezen die door de proxy advisors worden aangeleverd.

Het deelonderzoek (i) naar de naleving van hoofdstuk IV.4 van de Code is ten aanzien van best practice bepalingen IV.4.4 tot en met IV.4.6 ook uitgevoerd onder veertien grote buitenlandse vermogensbeheerders die actief zijn als aandeelhouder in Nederlandse beursvennootschappen. Sommigen mengen zich actief met het beleid van de beursvennootschappen, anderen houden het bij het beheren van de portefeuille zonder verdere bemoeienis: "*79% van de buitenlandse respondenten gaf aan IV.4.4. na te leven, 100% van deze respondenten gaf aan IV.4.5. na te leven en 93% van deze respondenten gaf aan IV.4.6. na te leven, ook als naleving van deze best practice bepaling is ingegeven door eigen nationale codes (of anderszins)*". Ook hier geven buitenlandse vermogensbeheerders aan dat zij proxy advisors gebruiken als informatie toeleverancier, en zij deze informatie gebruiken als input voor de eigen stembeslissing. Het stemmen naar eigen inzicht vloeit bij hen echter voort uit 'common practice', en niet uit het feit dat het in de Code staat.[61]

Uit deelonderzoek (ii) naar het stemgedrag van buitenlandse institutionele beleggers blijkt dat buitenlandse vermogensbeheerders vooral aandelen en dus ook stemrechten hebben in de 25 Nederlandse AEX-fondsen. Ze zijn niet vaak aanwezig op AVA's, en door de hoeveelheid en spreiding van hun portefeuilles nemen ze graag diensten af van proxy advisors als ISS en Glass, Lewis & co. Ook hier wordt weer gesteld dat proxy advisors voornamelijk belangrijk zijn als onderzoeker en toeleverancier van informatie met betrekking tot de beursvennootschappen waarin aandelen worden gehouden. *"De hoeveelheid informatie van de bedrijven wordt gecomprimeerd en in een standaard format gezet, wat het voor de buitenlandse beleggers mogelijk maakt op een meer efficiënte manier een grote hoeveelheid informatie te bekijken, risico's te ontdekken en tot een stemadvies te komen."*[62] Hiernaast blijkt uit het onderzoek van Nyenrode Business Universiteit dat buitenlandse beleggers geloven dat proxy advisors op routine matige agenda punten voldoende kennis in huis hebben, maar dat deze kennis soms niet diepgaand en gedetailleerd genoeg is. Voor sommige kwesties, zoals benoeming, renumeratie of overname, benaderen de buitenlandse beleggers de beursvennootschap zonder tussenkomst van de proxy advisor. Dit hangt onder meer af van hun beleggingsstrategie. Uit dit onderzoek komt ook naar voren dat proxy advisors algemene stemrichtlijnen hanteren, en dat deze richtlijnen de best practices van de belangrijkste institutionele aandeelhouders weergeven. Deze

[61] Nyenrode Business Universiteit in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 'Aandeelhoudersbetrokkenheid in Nederland – Onderzoek onder institutionele beleggers naar hun relatie met Nederlandse beursfondsen', inleiding, Breukelen, november 2011.
[62] Nyenrode Business Universiteit in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 'Aandeelhoudersbetrokkenheid in Nederland – Onderzoek onder institutionele beleggers naar hun relatie met Nederlandse beursfondsen', inleiding, Breukelen, november 2011.

richtlijnen worden opgesteld op basis van een evaluatie na afloop van het stemseizoen, die plaatsvindt tussen de aandeelhouders en de proxy advisors, en waarin nieuwe inzichten besproken worden. Wanneer buitenlandse aandeelhouders kiezen voor stemadviezen op maat, stellen zij dat de analyses die leiden tot het stemadvies vaak inhoudelijk gecheckt worden. Doordat de stemadviezen op maat zijn, wordt er echter niet snel van afgeweken. Verschillende factoren zijn van invloed op het wel of niet inhoudelijk controleren van het stemadvies, genoemd worden: *"de beschikbaarheid van bronnen om de stemadviezen te controleren, de omvang van het belang dat buitenlandse beleggers hebben in de betreffende onderneming, de aard van het agenda-item, een specifieke interesse in bepaalde ondernemingen, (...) en een kosten-baten afweging tussen 'engagement' of 'stemmen met de voeten' (betrokkenheid tonen of de aandelen verkopen).*"[63]

De onderzoekers geven aan dat er geen eenduidig antwoord gegeven kan worden op de vraag hoever de invloed van proxy advisors reikt. De beleggers laten aan de ene kant blijken dat de uiteindelijke stembeslissing bij hen zelf ligt en zij zich hier ook verantwoordelijk voor voelen. Zij gebruiken de onderzoeken en de informatie die proxy advisors aanleveren, maar zij baseren hun uiteindelijke stembeslissing tevens op onder andere eigen onderzoek, op gesprekken met de vennootschappen, en op de informatie die daarbij bekend wordt. In die zin zijn de proxy advisors niet bepalend, wel worden de technische systemen van proxy advisors vaak gebruikt om de stem uit te brengen. Aan de andere kant wordt door sommige buitenlandse aandeelhouders meer invloed toegedicht aan proxy advisors. Doordat deze beleggers grote portfolio's beheren en zij relatief gezien beperkte belangen per vennootschap kennen wordt er meer waarde gehecht aan de adviezen van proxy advisors. Deze (gestandariseerde) adviezen zorgen namelijk voor een kosten- en tijdsefficiënte manier van stemmen. Wanneer er grote(re) belangen op het spel staan wordt er door de aandeelhouders extra onderzoek verricht, maar dit is enkel het geval bij grote beleggers. Zelfs dan worden adviezen van proxy advisors zelden aangepast stellen zij. Het probleem zit volgens de respondenten in het feit dat beleggers de stemadviezen niet rechtstreeks over dienen te nemen, maar zelf ook onderzoek moeten doen, en pas dan tot een goed stemadvies kunnen komen. De eerder genoemde stemrichtlijnen bieden onvoldoende houvast; in de richtlijnen wordt onvoldoende aandacht geschonken aan specifieke onderwerpen met betrekking tot het stembeleid van een individuele belegger. "*Er wordt door deze respondenten getwijfeld aan de alertheid en pro activiteit van sommige beleggers, vooral van beleggers met relatief kleine holdings in Nederlandse bedrijven en omvangrijke grote portfolio's, om kritisch naar de verkregen analyses en stemadviezen te kijken."* [64]

[63] Nyenrode Business Universiteit in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 'Aandeelhoudersbetrokkenheid in Nederland – Onderzoek onder institutionele beleggers naar hun relatie met Nederlandse beursfondsen', inleiding, Breukelen, november 2011.
[64] Nyenrode Business Universiteit in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 'Aandeelhoudersbetrokkenheid in Nederland – Onderzoek onder institutionele beleggers naar hun relatie met Nederlandse beursfondsen', inleiding en hoofdstuk 4, Breukelen, november 2011.

5.2 Michael Schouten

Michael Schouten heeft recent onderzoek gedaan naar de vraag hoever de invloed reikt van proxy advisors op het stemgedrag van institutionele aandeelhouders.[65] Zijn hypothese luidt dat institutionele beleggers hun schaarse middelen inzetten om de juistheid van precies die stemadviezen te verifiëren die de meeste invloed hebben op de waarde van hun portfolio. Om dit te testen heeft hij de data van vier grote fondsen geanalyseerd, daarbij lettend op de neiging om af te wijken van de stemadviezen door deze fondsen, met het oog op de schaarse middelen die de fondsen hebben om de juistheid van de stemadviezen te bepalen. De onderzochte fondsen hebben een gezamenlijke waarde van meer dan 600 miljard en naar eigen zeggen een actief corporate governance beleid; het zijn drie pensioenfondsen en een vermogensbeheerder; drie fondsen zijn Nederlands van origine, één Engels. Twee fondsen gebruiken ISS als proxy advisor, en twee Glass Lewis & Co. Hij heeft data van proxy advisors vergeleken met de uiteindelijke stembeslissingen, tussen 1 januari 2010 en 31 augustus 2010. Deze gegevens zijn gebruikt om twee mogelijke verklaringen te onderzoeken voor de vraag waarom institutionele beleggers hun schaarse middelen aanwenden om de juistheid van de stemadviezen te controleren en tegelijkertijd zelden afwijken van deze adviezen; maar in 3,7% van de uitgebrachte adviezen wordt van deze adviezen afgeweken.[66] Een mogelijke verklaring (i) hiervoor zou kunnen zijn dat investeerders wel degelijk de juistheid van de stemadviezen controleren, maar tot dezelfde conclusie komen als de proxy advisors, en zodoende conform het stemadvies stemmen. Een andere optie (ii) zou kunnen zijn dat het oorzakelijk verband in tegenovergestelde richting te verklaren is; doordat de stemadviezen gebaseerd zijn op de voorkeuren en criteria van de institutionele beleggers, zoals vooraf door de proxy advisors met de aandeelhouders is besproken, is er weinig aanleiding voor de institutionele aandeelhouders om van het stemadvies af te wijken.

Bij het onderzoek naar de eerste optie (i) werd in het onderzoek gesteld dat het niet mogelijk is om de middelen die de institutionele aandeelhouders daadwerkelijk aanwenden te meten, maar dat het wel te schatten is in welke mate de aandeelhouders relatief gezien meer middelen inzetten om een specifiek voorstel te verifiëren ten opzichte van andere voorstellen. Dit wordt gedaan door te kijken in hoeverre een fonds de neiging heeft om af te wijken van stemadviezen als een volmacht. Hierbij worden twee zaken aangenomen. Ten eerste dat wanneer de institutionele aandeelhouders geen verificatie doen van de stemadviezen zij in lijn zullen stemmen met het stemadvies. Ten tweede dat wanneer de aandeelhouders wel onderzoek doen naar de juistheid van het stemadvies en zij hiervoor relatief gezien meer middelen zullen aanwenden terwijl alle andere factoren gelijk blijven, zij vaker een andere conclusie zullen trekken dan de proxy advisor en als zodanig vaker zullen afwijken van het stemadvies. Hieruit zou dan de conclusie getrokken kunnen worden dat wanneer institutionele beleggers afwijken van de door de proxy advisors afgegeven stemadviezen, zij middelen ter beschikking hebben gesteld om de juistheid van de stemadviezen te controleren, en dat zij ook

[65] M.C. Schouten, 'Do institutional investors follow proxy advice blindly?', Universiteit van Amsterdam, Duisenberg School of Finance, januari 2012, SSRN 2012.
[66] M.C. Schouten, 'Do institutional investors follow proxy advice blindly?', Universiteit van Amsterdam, Duisenberg School of Finance, 4.1 summary statistics, januari 2012, SSRN 2012.

bewust kiezen voor welke stemadviezen zij deze schaarse middelen willen inzetten. Dat leidt weer tot de hypothese dat beleggers vooral die adviezen die de grootste impact hebben op de waarde van hun portfolio zullen verifiëren. Bij het onderzoek naar de tweede optie (ii) zou blijken dat doordat de criteria en de voorkeuren van de belegger waarop het onderzoek wordt gebaseerd vooraf zijn besproken door de belegger en de proxy advisor, er minder behoefte zou zijn om af te wijken van de uiteindelijke stemadviezen. Twee van de vier fondsen maken gebruik van deze op maat gesneden adviezen, de andere twee nemen gestandaardiseerde adviezen af.[67]

Wat uit dit onderzoek blijkt is dat er vaker van het stemadvies wordt afgeweken naarmate het belang in de beursvennootschap groter is, en er financieel meer op het spel staat. De belegger is dan vaak zelf beter op de hoogte van wat er speelt binnen het bedrijf en dit beïnvloedt de uiteindelijke stem. Ook wordt er vaker van het stemadvies afgeweken wanneer de bedrijven waarin men aandelen houdt zich in hetzelfde land bevinden; dit komt omdat beleggers dan meer kennis hebben over de beursgenoteerde vennootschap. Daarnaast wijken portfolio's vaker af naarmate de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt groter zijn; dit komt door een hogere marktkapitalisatie, er is dan meer informatie over de vennootschap beschikbaar. Tot slot wordt er vaker van het gegeven stemadvies afgeweken wanneer de beursvennootschap slechter presteert; en wordt er vaker van een standard advise dan van een customised advise afgeweken. Het is duidelijk dat wat betreft de controle op de juistheid van het stemadvies institutionele beleggers een scherpe kosten/baten analyse maken.[68]

5.3 Onderzoek naar de invloed van proxy advisors in de VS

Er zijn verschillende Amerikaanse onderzoeken gedaan naar de invloed van proxy advisors op het stembeleid van institutionele beleggers, hier worden enkele belangrijke onderzoeken aangehaald. Zo stellen Choi, Fisch en Kahan op basis van hun onderzoek gepubliceerd in 2008 dat de invloed van bijvoorbeeld ISS aanzienlijk overschat wordt.[69] Zij kwamen tot deze conclusies door een dataset van proxy advisor aanbevelingen en stemresultaten te gebruiken en vergelijken met betrekking tot (enkel) bestuursbenoemingen van 2005 tot en met 2006 van S&P 500 firma's.[70] Ze hebben onderzocht hoe proxy advisors tot hun aanbevelingen komen en hoe deze aanbevelingen en andere factoren de uiteindelijke stembeslissingen van de institutionele aandeelhouders beïnvloeden. Uit hun onderzoek blijkt dat de invloed van een ISS aanbeveling sterk afgezwakt wordt naarmate bedrijfs- en sectormatige factoren mee worden genomen. In het algemeen zorgt een aanbeveling van ISS voor een 6% tot 10% verschuiving in de stemmen, dit is minder dan de 20% tot 30% die eerder aangenomen werd in bekende onderzoeken, zoal in het onderzoek van Bettel & Gillan (2002) en Cai

[67] M.C. Schouten, 'Do institutional investors follow proxy advice blindly?', Universiteit van Amsterdam, Duisenberg School of Finance, 3 data and methodology, januari 2012, SSRN 2012.
[68] M.C. Schouten, 'Do institutional investors follow proxy advice blindly?', Universiteit van Amsterdam, Duisenberg School of Finance, 4. Fund's propensity to deviate from voting recommendations, januari 2012, SSRN 2012.
[69] S. Choi, J. Fisch, M. Kahan, 'Director Elections and the Influence of Proxy Advisors', New York University School of Law, NYU Center for Law, Economics and Organization, mei 2008, SSRN 2008.
[70] Beursindex in de Verenigde Staten, met de 500 grootste Amerikaanse bedrijven gemeten naar hun marktkapitalisatie, opgesteld door kredietbeoordelaar Standard & Poor's.

et al. (2009): daarin werd nog bewijs gevonden dat negatieve aanbevelingen van ISS met betrekking tot voorstellen van het management een vermindering van de stemmen vóór deze voorstellen inhield met een percentage tussen 13,6% - 20,6%. Choi, Fisch en Kahan stellen dat de invloed die proxy advisors hebben grotendeels worden veroorzaakt door de informatiefunctie die zij hebben; zij doen onderzoek, helpen met het opzetten van stemrichtlijnen voor investeerders, voorzien in de meer technische kant van het stemproces en doen aanbevelingen per agendapunt. Doordat ze vooraf doorspreken welke factoren de institutionele aandeelhouders belangrijk vinden, is hun invloed minder groot dan vaak wordt gedacht.

Choi, Fisch en Kahan hebben in 2010 nogmaals uitgebreid onderzoek gedaan naar de invloed van proxy advisors.[71] Een belangrijk verschil met het eerdere artikel wat zij publiceerden, is dat er bij dit onderzoek niet alleen naar het causaal verband wordt gekeken, maar ook naar correlatie. Dit gebeurt door onderscheid te maken tussen de aanbeveling van de proxy advisor en andere onderliggende factoren die van invloed zijn op de uiteindelijke stembeslissing. Hier wordt wederom de conclusie getrokken dat de invloed van proxy advisors, en dan met name de invloed van grootste, ISS, aanzienlijk overschat wordt. De invloed van een ISS aanbeveling wordt sterk verkleind wanneer andere factoren worden meegewogen, zoals ook in het vorige onderzoek werd geconcludeerd.

Een wat kritischer geluid aan het adres van proxy advisors komt van Belinfanti.[72] Zij plaatst de invloed van proxy advisors, en dan met name van ISS, in het licht van de agency theorie; *"From an agency theory perspective, ISS presents a lethal combination – significant power and virtually no accountability. (…) the classic agency problem of 'separation of decision and risk'. ISS decides on, and instructs, how mutual funds should vote, but it is the mutual fund (and ultimately the fund shareholder) that bears the risk of a poor voting decision by ISS".*[73] Zij haalt ook het bovenstaande eerste onderzoek van Choi, Fisch en Kahan aan, en stelt dat ook al wordt de invloed van ISS volgens dat onderzoek erg overschat, zij niet ontkennen dat proxy advisors invloed hebben en zij geen aandacht besteden aan de met het hele proces samenhangende agency kosten. Belinfanti stelt dat ISS significante agency kosten genereert en dat de uit traditionele monitoring en controle mechanismen voortvloeiende marktbeperkingen, namelijk transparantie, fiduciaire verplichtingen, verkoop en stemrecht, niet van toepassing zijn op ISS. Daarnaast bestaan er geen effectieve controleprocedures op het inkrimpen van deze agency kosten door ISS. En ander belangrijk punt van kritiek door Belinfanti is dat proxy advisors moeilijk op het matje geroepen kunnen worden, en dat, wanneer ISS fouten maakt, de aandeelhouders en de vennootschappen hier voor op zullen draaien.[74]

[71] S. Choi, J. Fisch, M. Kahan, 'The power of proxy advisors: myth or reality?', SSRN 2010
[72] T.C. Belinfanti, 'The proxy advisory and corporate industry: the case for increased oversight and control', New York Law School, 2009, SSRN 2009.
[73] T.C. Belinfanti, 'The proxy advisory and corporate industry: the case for increased oversight and control', 3. Application of theory to ISS, New York Law School, 2009, SSRN 2009.
[74] T.C. Belinfanti, 'The proxy advisory and corporate industry: the case for increased oversight and control', conclusion, New York Law School, 2009, SSRN 2009.

5.4 Onderzoek naar de invloed van proxy advisors in Australië

Een van de meest actuele en uitgebreide onderzoeken naar de invloed van proxy advisors is gedaan door het Australian Institute of Company Directors.[75] Zij geven antwoord op wie daadwerkelijk de beslissingen maken binnen het stemproces. Ze hebben gebruik gemaakt van vragenlijsten en interviews, en hebben het onderzoek uitgevoerd van juni tot augustus 2011. Uiteindelijk hebben ze bijna alle grote spelers op de Australische markt gesproken, 48 in totaal. Deze groep bestond uit grote Australische vennootschappen, pensioenfondsen, proxy advisors en beleggingsfondsen; wat het onderzoek relatief volledig maakt omdat het probleem hierdoor van meerdere kanten wordt bekeken. Uit het onderzoek blijkt dat het institutionele stemproces wordt gekenmerkt door grote volumes verhandelde aandelen in een korte tijd; dit heeft een grote impact op de manier waarop institutionele aandeelhouders hun stem uitbrengen. Dit geldt met name voor de onderdelen die ze besluiten zelf uit te voeren en voor de onderdelen die ze uitbesteden aan proxy advisors met het oog op kosten en efficiëntie. Zoals eerder gesteld maken beleggers een belangenafweging tussen kosten en baten van zelf onderzoek doen voor de stembeslissing of dit uitbesteden aan proxy advisors; leidend hierbij is wat het beste (meest rendabele) is voor de eindbegunstigde. Het blijkt dat institutionele aandeelhouders over de afgelopen jaren actiever zijn geworden en zodoende sneller tegen stemmen als dat in hun belang is. Een klein deel van de raden van bestuur van Australische vennootschappen gelooft dat proxy advisors buitensporig veel macht hebben, zij vinden dat er teveel aan hen is uitbesteed, en dat proxy advisors als zodanig degenen zijn die de uiteindelijke stem hebben. De meeste vennootschappen en hun raden van bestuur vonden echter dat proxy advisors 'the right man on the job' waren. Men is het unaniem eens over het feit dat proxy advisors aanzienlijke invloed hebben, maar deze invloed heeft verschillende betekenissen voor verschillende deelnemers aan dit onderzoek. Proxy advisors spelen een cruciale rol als tussenpersonen en hun plek wordt steeds duidelijker afgebakend voor alle marktpartijen. Doordat de institutionele beleggers vooraf doorspreken met de proxy advisors welke factoren zij belangrijk vinden, en waar zodoende proxy advisors extra aandacht aan dienen te besteden, is de invloed van proxy advisors vaak kleiner dan wordt gesteld. Zij spelen voornamelijk een rol als advies- en informatieverstrekkers. Op de vraag of de proxy advisor sector gereguleerd dient te worden antwoorden de meeste Australische vennootschappen en institutionele beleggers dat zij daar de noodzaak niet van inzien.[76]

Het belangrijkste punt van dit onderzoek is hoe proxy advisors ingezet worden; als 'input', of als 'decision maker'. Als 'input' in de vorm van hulp bij het stemmen hebben proxy advisors invloed doordat ze informatie aanleveren, maar is deze invloed geoorloofd en vormen ze een efficiënte hulp

[75] Australian Institute of Company Directors; 'Institutional share voting and engagement – exploring the links between directors, institutional shareholders and proxy advisers.' http://www.companydirectors.com.au/Director-Resource-Centre/Research reports/~/media/Resources/Director%20Resource%20Centre/Research/AICD%20%20ISVotingWeb_FINAL.ashx
[76] Australian Institute of Company Directors; 'Institutional share voting and engagement – exploring the links between directors, institutional shareholders and proxy advisers.' http://www.companydirectors.com.au/Director-Resource-Centre/Research reports/~/media/Resources/Director%20Resource%20Centre/Research/AICD%20%20ISVotingWeb_FINAL.ashx

voor de institutionele aandeelhouder in het stemproces. Hierbij kunnen institutionele beleggers ervoor kiezen het advies met betrekking tot routine kwesties direct over te nemen, en bij meer controversiële onderwerpen hun eigen analyse erbij te betrekken. Als 'decision maker' is de rol van proxy advisors niet geoorloofd, hierbij nemen de institutionele aandeelhouders rechtstreeks de ontvangen adviezen over, en dit werkt het afvinkgedrag in de hand. Doordat zij de adviezen rechtstreeks overnemen scheelt hen dit de kosten van het zelf nemen van een stembeslissing, maar hierdoor nemen de proxy advisors de uiteindelijke stembeslissingen, en dat is een ondermijning van de fundamentele plicht tot zelf stemmen. Australische institutionele aandeelhouders zijn vaker van mening dat zij zelf stemmen en proxy advisors adviezen gebruiken als input, terwijl beursvennootschappen vaker het idee hebben dat proxy advisors meer invloed hebben en de uiteindelijke stembeslissingen maken.[77]

6. Dient de proxy advisor sector gereguleerd te worden?

Alle partijen zijn het erover eens dat institutionele beleggers een cruciale rol spelen in langetermijnwaardecreatie en betrokken aandeelhouderschap. Het uitoefenen van het stemrecht kan geschieden doordat men zelf aanwezig is op de AVA, of door via een volmacht te stemmen (proxy voting). In sommige bezwaren met betrekking tot proxy advisors die door de ESMA en de SEC worden aangekaart, zoals het gebrek aan openheid over de methoden die proxy advisors toepassen om hun adviezen vast te stellen, zit een kern van waarheid. Proxy advisors brengen vaak alleen de adviezen zelf naar buiten en niet hoe ze tot die adviezen zijn gekomen. Het gaat er echter om dat institutionele aandeelhouders met behulp van de proxy advisors tot goede stembeslissingen kunnen komen. Als de aandeelhouders worden ingelicht hoe en op welke criteria tot een stemadvies is gekomen, is hieraan voldaan. Vaak geven juist de beleggers aan op welke zaken gelet dient te worden, door middel van een op maat gesneden advies. Uit de Nederlandse, Amerikaanse en Australische empirische onderzoeken blijkt dat institutionele aandeelhouders met betrekking tot (het inwinnen van) stemadviezen iedere keer een belangenafweging maken. Wanneer beleggers bijvoorbeeld van mening zijn dat het belang in de beursvennootschap groot is en er financieel gezien meer op het spel staat, zijn zij eerder geneigd zelf onderzoek te doen voor hun stembeslissing. Ook wordt er vaker van het stemadvies afgeweken wanneer de vennootschap waarin men aandelen houdt zich in hetzelfde land bevindt, en beleggers zodoende meer kennis van het bedrijf hebben. Dit zijn een paar voorbeelden uit de resultaten die uit de empirische onderzoeken voortkomen, en keer op keer blijkt dat beleggers zeer bewust kiezen waarvoor zij hun schaarse middelen aanwenden en niet automatisch adviezen van proxy advisors opvolgen. Proxy advisors worden gezien als belangrijke tussenpersonen op het gebied van het aanleveren van informatie over de vennootschappen waarin de aandeelhouders belangen hebben.

[77] Australian Institute of Company Directors; 'Institutional share voting and engagement – exploring the links between directors, institutional shareholders and proxy advisers.' http://www.companydirectors.com.au/Director-Resource-Centre/Research reports/~/media/Resources/Director%20Resource%20Centre/Research/AICD%20%20ISVotingWeb_FINAL.ashx

Een ander kritiekpunt genoemd onder het hoofdstuk van de ESMA en de SEC is dat er in de analysemethode geen rekening wordt gehouden met de specifieke eigenschappen van ondernemingen en/of nationale wetgeving, noch met de best practices op het gebied van corporate governance. In het derde rapport van Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: de Commissie) over de naleving van de Code, wordt een hoofdstuk gewijd aan het stemmen naar eigen inzicht van bepaling IV.4.5.[78] Op de vraag of de Nederlandse institutionele beleggers hebben gestemd naar eigen inzicht, dan wel zich een eigen oordeel hebben gevormd over het stembeleid van een proxy advisor en de verstrekte stemadviezen, antwoorden 23 van de 25 (Nederlandse) respondenten (92%) dat dit zo is. Twee respondenten (8%) geven aan dit niet gedaan te hebben, één van hen geeft hierover uitleg over niet toepassing en één leeft de Code niet na. Van de Nederlandse respondenten geeft 88% aan van de diensten van proxy advisors (voornamelijk ISS en Glass Lewis & Co) gebruik te hebben gemaakt, 21 van de 23 respondenten geven aan de stemadviezen van de proxy advisors niet automatisch op te volgen. Van de veertien buitenlandse respondenten geven twaalf respondenten aan van proxy advisors (ook voornamelijk ISS en Glass Lewis & Co) gebruik te hebben gemaakt. Buitenlandse respondenten hebben in interviews aangegeven dat proxy advisors vooral worden gebruikt als informatie agenten. Elf van de veertien respondenten geven aan de 'proxy research' als basis voor de eigen stembeslissing te gebruiken. Eveneens elf respondenten geven aan dat zij stemadviezen van derden bekijken maar altijd zelf de uiteindelijke beslissing nemen over de stem. Twee respondenten kijken in het geheel niet naar de stemadviezen, zo volgt uit het rapport.[79]

Hieruit blijkt dat institutionele aandeelhouders graag gebruik maken van de diensten van proxy advisors en hun rol vooral waarderen als toeleverancier van informatie. Institutionele aandeelhouders maken voor hun eindbegunstigden bewust de afweging of het de tijd, de moeite en het geld waard is om uitgebreider onderzoek te doen ter voorbereiding van een stembeslissing. Hier vallen bijvoorbeeld ook de agency kosten genoemd door Belinfanti onder.[80] Beleggers zijn zich bewust van nationale regelgeving en van 'soft law' zoals de Code, en deze onderwerpen worden ook meegenomen in het contact met de proxy advisors. Proxy advisors dienen in het licht van de rol die zij spelen op het gebied van langetermijn aandeelhouderschap niet gereguleerd te worden. Wanneer men (ESMA, SEC) van beleggers gaat eisen verplicht meer middelen aan te wenden in dit proces, kan dit effectief leiden tot een vermogensverschuiving van de eindbegunstigden van de institutionele beleggers naar andere partijen, zoals meeliftende minderheidsaandeelhouders.[81]

[78] Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 'Derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code', december 2011.
[79] Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 'Derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code', 3.1 verantwoordelijkheid van aandeelhouders, december 2011.
[80] T.C. Belinfanti, 'The proxy advisory and corporate governance industry: The case for increased oversight and control', New York Law School, SSRN 2009
[81] M.C. Schouten, 'Do institutional investors follow proxy advice blindly?', Universiteit van Amsterdam, Duisenberg School of Finance, januari 2012, SSRN 2012.

7. Conclusie

In deze scriptie werd onderzocht door middel van een literatuurstudie of de invloed van proxy advisors op het stemgedrag van institutionele aandeelhouders inderdaad zo groot is als door sommige partijen wordt beweerd en zodoende gereguleerd zou moeten worden. Om tot een volledig beeld te komen is eerst gekeken naar de rol van institutionele aandeelhouders binnen de beursvennootschap. Institutionele aandeelhouders hebben vaak veel invloed, omdat zij grote volumes aandelen houden voor langere tijd. Het is dan ook belangrijk dat dit type belegger zich betrokken toont bij de vennootschap. Dit principe is bijvoorbeeld neergelegd in de Code, waar is gesteld in bepaling IV.4.5 dat aandeelhouders dienen te stemmen naar eigen inzicht. Institutionele aandeelhouders willen graag stemmen naar eigen inzicht, maar zij houden grote volumes aandelen, die vaak verspreid zijn over verschillende vennootschappen. Hierdoor moeten zij per stembeslissing bepalen of zij schaarse middelen willen aanwenden om onderzoek te doen ten behoeve van het uitbrengen van de stem. Dit is waar proxy advisors in het verhaal komen; zij doen onderzoek voor de institutionele beleggers met betrekking tot de beursvennootschappen waar zij belang in hebben.

Uit empirisch onderzoek blijkt dat proxy advisors zowel rekening houden met de wensen van de institutionele beleggers door bijvoorbeeld het verlenen van op maat gesneden adviezen, als dat institutionele beleggers zelf bepalen of er extra (eigen) onderzoek nodig is. Dit laatste is onder andere het geval wanneer er financieel meer op het spel staat, de belangen groter zijn, of het wellicht minder goed gaat met de vennootschap. Institutionele beleggers houden steeds rekening met het belang van de eindbegunstigden. Uit het onderzoek van Nyenrode Business Universiteit blijkt dat de uiteindelijke verantwoordelijkheid bij de belegger blijft liggen. Buitenlandse aandeelhouders zijn meer afhankelijk van de stemadviezen van proxy advisors, omdat zij minder kennis hebben van de markt, maar ook zij geven aan zelf een oordeel te vormen alvorens te stemmen. Uit het onderzoek van Michael Schouten komen vergelijkbare resultaten, elke institutionele aandeelhouder maakt een kosten/baten analyse en daar mag men als eindbegunstigde op vertrouwen. Uit de Amerikaanse onderzoeken blijkt dat de precieze invloed van proxy advisors overschat wordt en het uit Australische onderzoek komt het belangrijke punt dat er onderscheid gemaakt dient te worden tussen de proxy advisor als ‘decision maker’ of als ‘input’. Het laatste is geoorloofd, het eerste niet.

Wanneer dit alles op een rij wordt gezet is de belangrijkste conclusie dat de verantwoordelijkheid voor betrokken aandeelhouderschap en een goed stembeleid ligt en blijft liggen bij de institutionele aandeelhouder. Wanneer zij proxy advisors inzetten doen zij dit na een belangenafweging, het criterium is wat het beste voor de eindbegunstigde is geeft de doorslag. Proxy advisors zijn in de stemketen onmisbaar vanwege de grote hoeveelheden aandelen en stembeslissingen. Zij zijn een belangrijke bron van informatie en maken dat institutionele beleggers efficiënter en goedkoper kunnen stemmen, dan wanneer zij zelf de stembeslissingen zouden moeten voorbereiden. Wanneer deze sector gereguleerd zou worden en institutionele beleggers gedwongen zouden worden meer middelen

beschikbaar te stellen voor onderzoek naar de stembeslissing, lijkt dit een vermogensverschuiving van de eindbegunstigden van de institutionele beleggers naar andere partijen, wat niet de bedoeling kan zijn.

Literatuurlijst

Armour, Hansmann, Kraakman 2009
J. Armour, H. Hansmann, R.H. Kraakman, 'Agency problems, Legal strategies, and enforcement, Ch. 2 of The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach', Oxford 2009

Australian Institute of Company Directors 2011
Australian Institute of Company Directors; 'Institutional share voting and engagement – exploring the links between directors, institutional shareholders and proxy advisers.' Sydney 2011, http://www.companydirectors.com.au/Director-Resource-Centre/Research reports/~/media/Resources/Director%20Resource%20Centre/Research/AICD%20%20ISVotingWeb_FINAL.ashx

Bakker 2011
S.T.E. Bakker, 'Aandeelhouders: rekening houden met de vennootschap?', *Vennootschap & Onderneming* (2) 2011, p. 39-42.

Belinfanti 2009
T.C. Belinfanti, 'The proxy advisory and corporate governance industry: The case for increased oversight and control', New York Law School, SSRN 2009.

Brav, Jiang, Thomas 2009
A. Brav, W. Jiang, R.S. Thomas, F. Partnoy, 'Hedge fund activism, Corporate finance, and Firm performance', *Journal of Finance* (2009).

Choi, Fisch, Kahan 2008
S. Choi, J. Fisch, M. Kahan, 'Director Elections and the Influence of Proxy Advisors', New York University School of Law, NYU Center for Law, Economics and Organization, mei 2008, SSRN 2008.

Choi, Fisch, Kahan 2010
S. Choi, J. Fisch, M. Kahan, 'The power of proxy advisors: myth or reality?', SSRN 2010

Van der Elst, Vermeulen 2011
C. van der Elst, E.P.M. Vermeulen, 'De toekomst van corporate governance in Europa', *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk* (4) 2011, p. 143-149.

Eumedion 2010
Eumedion position paper betrokken aandeelhouderschap, http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/position_paper_betrokken_aandeelhouderschap_def.pdf

Gillan, Starks 2003
S.L. Gillan, L.T. Starks, 'Corporate Governance, Corporate Ownership, and the role of Institutional Investors: a Global Perspective', *Journal of Applied Finance* 2003.

Green paper EU 2010
Green paper on Corporate Governance in Financial Institutions and remuneration policies, European Commission, COM (2010) 284, juni 2010, Brussel.

Green paper EU 2011
Green paper – The EU corporate governance framework 2011 European Commission, Green paper, 'The EU corporate governance framework 2011', COM (2011) (listed companies) april 2011, Brussel

Van Hulst, Vossen 2009
H.A. van Hulst en A.C. Vossen, 'De aangepaste Corporate Governance Code', *Vennootschap & Onderneming* (2) 2009, p. 30-34.

ISS response Green paper 2011
Response from ISS to the European Commission Consultation on the EU Corporate Governance Framework, 22 juli 2011, http://www.issgovernance.com/

De Jong, Mertens, Roosenboom 2005
A. de Jong, G. Mertens, P. Roosenboom, 'Hoe actief zijn aandeelhouders in Nederland? Een empirische analyse van opkomst en stemgedrag', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* (3) 2005, p. 97-107

Van der Krans 2011
A. van der Krans, 'De zeven pijlers van corporate democracy', *Onderneming & Financiering* (19) 2011 3, p. 5-17.

Van der Krans, Van der Kolk 2008
A. van der Krans, J.B.J. van der Kolk, 'Van belangenpluralisme naar een dominanter wordend aandeelhoudersbelang en de inzetbaarheid van beschermingsconstructies', *Onderneming & Financiering* (2) 2008, p. 23-40.

Landkroon 2007
M.F. Landkroon, 'Stork: vennootschap versus aandeelhouders', *Vennootschap & Onderneming* (2) 2007, p. 26-28.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code (de Code) 2008
Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen,* 2008, Den Haag, principe IV.1 Corporate Governance Code.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code – Derde rapport over de naleving
Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 'Derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code', december 2011.

Nyenrode Business Universiteit 2011
Nyenrode Business Universiteit in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 'Aandeelhoudersbetrokkenheid in Nederland – Onderzoek onder institutionele beleggers naar hun relatie met Nederlandse beursfondsen', inleiding en hoofdstuk 4, Breukelen, november 2011.

Prinsen 2011
J.J. Prinsen, 'Corporate governance op de grens van een nieuw decennium', *Onderneming en Financiering* (19) 2011, p. 29-53.

De Lange, Van der Veld 2010
M.L.S.W.E. de Lange en P. van der Veld, 'Shareholders vs. Stakeholders; wie wint?', *Vennootschap & Onderneming* (5) 2010, p. 92-96.

Raaijmakers 2010
G.T.M.J. Raaijmakers, 'Corporate governance 2.0 voor banken en beursondernemingen: meer aandacht voor cultuur en gedrag', *Tijdschrift Ondernemingsrecht* (62) 2010, p. 1-9.

Raaijmakers, Abma 2007
G.T.M.J. Raaijmakers, R. Abma, 'Achter de schermen van beursaandeelhouders', *Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht'*, Kluwer 2007.

Roe 2004
M.J. Roe, 'The institutions of Corporate Governance', *Harvard Law and Economics Discussion Paper* (No. 488) 2004.

Schouten 2010

M.C. Schouten, 'Toenemende transparantieverplichtingen voor aandeelhouders', *Tijdschrift Ondernemingsrecht* (16) 2010, p. 1-14.

Schouten 2012
M.C. Schouten, 'Do institutional investors follow proxy advice blindly?', Universiteit van Amsterdam, Duisenberg School of Finance, januari 2012, SSRN 2012.

Walker 2009
D. Walker, 'A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities' 2009.

Jurisprudentielijst

Hoge Raad

HR 21 januari 1955, NJ 1959, 43 (Forumbank)

HR 27 mei 1999, NJ 1999/487 (Gucci)

HR 13 september 2002, JOR 2002, 186 m.nt. Josephus Jitta (De Vries Robbé)

HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (ABN Amro)

HR 9 juli 2010, NJ 2010, 544 (ASMI)

Ondernemingskamer

Hof Amsterdam (OK) 18 april 2003, NJ 2003,286 (RNA)

Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork)

Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, RO 2008/18, JOR 2008/39 (PCM)

Hof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, ARO 2009, 127 (ASMI)