



LIGT HET RIJNLAND NU IN DE VS?

Lange termijn oriëntatie en passieve investeringsfondsen

Bedreigd door vijandige overnamepogingen roepen bestuurders van Nederlandse bedrijven en politici om beschermingsconstructies. Hun pleidooi voor de lange termijn lijkt wat hypocriet. De ongekende opkomst van Amerikaanse indexbeleggers verklaart wellicht meer. Enorme fondsen als Blackrock zijn op de lange termijn gericht en onderhouden veel contact met 'hun' ondernemingen.

Eelke M. Heemskerk

Ophief in de bestuurskamers, in de media, en in de politiek. Enkele toonaangevende Nederlandse bedrijven voelen de hete adem in hun nek van (vijandige) overnames door buitenlandse partijen. De dreigende overname van bedrijven als Unilever, Akzo Nobel, en PostNL leidt tot grote commotie. 'Stop de uitverkoop van het Nederlandse bedrijfsleven', waarschuwt VNO-NCW in maart 2017 en roept de Nederlandse overheid op tot maatregelen. Ineens doen de stoffige elementen van het ouderwetse Rijnlandse model van ondernemingsbestuur verrassend modern aan: beschermingsconstructies tegen vijandige overnames, een lange in plaats van korte termijn oriëntatie, en een ondernemingsbestuur waar de belangen van de aandeelhouder niet altijd de boventoon voeren. Hoe kunnen we deze ogenschijnlijke herwaardering van het Rijnlandse model begrijpen? Is het pragmatisme van CEO's die van jager tot prooi verworpen? Is het een romantisch patriotisme? Of heeft het te maken met een van de meest ingrijpende ontwikkelingen in modern ondernemingsbestuur in decennia: de concentratie van zeggenschap in de handen van slechts een paar grote dominante investeringsfondsen?

De opkomst van het aandeelhouderskapitalisme

In de jaren negentig van de vorige eeuw schudde het Nederlandse grootbedrijf de Rijnlandse veren van zich af en bekeerde zich tot het aandeelhouderskapitalisme. Voorheen waren bedrijven, banken en tot op zekere hoogte ook de overheid nauw met elkaar verbonden via onder andere dubbelfuncties en wederzijdse aandelenpakketten. Bedrijven wisten zich beschermd tegen vijandige overnames door een keur aan beschermingsconstructies maar ook door de hechte netwerken, bijvoorbeeld via de concentratie van het aandelenkapitaal. Nog aan het begin van de eeuw bezat ING bijna 17 procent van de aandelen van ABN AMRO, en had ABN AMRO vijf procent van ING in handen (Fennema en Heemskerk 2008). Deze duurzame verbindingen waren behulpzaam bij een lange termijn oriëntatie die in het Rijnlandse model zou domineren. Maar wie zorgt er in dit model voor dat de topmanagers wel de meeste waarde creëren voor de belanghebbenden? En in het bijzonder: voor de aandeelhouders?

Vanaf de vroege jaren negentig kwam ook het Nederlandse bedrijfsleven in de ban van het opkomende aandeelhouderskapitalisme. Bestuurders gingen meer sturen op de beurskoers met de aandeelhoudersbelangen in het achterhoofd. Een korte termijn focus op kwartaalrapportages werd de norm. De hechte netwerken in het bedrijfsleven werden rap afgebroken. Het *old boys* netwerk van dubbelfuncties en super commissarissen viel grotendeels uiteen, de grote aandelenpakketten werden verkocht, en topmanagers deden hun best om in de gunst te blijven van hun vele - meestal anonieme - aandeelhouders (Heemskerk 2007). Via codes voor goed ondernemingsbestuur (Peters in de jaren negentig en later Tabaksblat) werden bestuurders op hun taken gewezen en de positie van aandeelhouders versterkt. Bedrijven als Ahold, Akzo en ABN AMRO zagen hun kans schoon en gingen op jacht. Ze werden wereldspelers door series van buitenlandse overnames.

Voor de noodzakelijke *checks and balances* die horen bij goed ondernemingsbestuur werd vooral naar de markt gekeken. Slecht presteren betekent een lage beurskoers, en bij een lage beurskoers kan een bedrijf worden overgenomen door beter management. De belangen van de grote groep aandeelhouders die vanwege de versnippering van het eigendom zelf weinig kunnen beginnen tegen het machtige management, worden via deze markt voor bedrijfszeggenschap op elegante wijze toch bediend. Zo was de gedachte.

Herwaardering van het Rijnlandse model?

Nu, twintig jaar na de eerste 'code' voor goed ondernemingsbestuur (de 40 aanbevelingen van de commissie Peters), lijkt het chorus van toon te veranderen. Langzaam maar zeker verliest de markt voor bedrijfs-overnames haar glans en wordt er in Nederland steeds vaker met enige weemoed naar het oude, stoffige Rijnlandse model gekeken. Het begon al in 2013, toen KPN een overnamebod van de Mexicaanse telecommiljardair Slim wist te pareren door gebruik te maken van haar oude, Rijnlandse beschermingsconstructie (een stichting preferente aandelen). De publieke opinie was: Neerlands trots is gered. Drie jaar later iets

vergelijkbaars: PostNL wordt geconfronteerd met een overnamebod door haar Belgische branchegenoot BPost. Het bod werd resoluut afgewezen, de Belgen beduusd achterlatend. Wat de situatie bijzonder maakte was dat de ferme afwijzing gebeurde met expliciete steun van de politiek. Zowel regering als tweede kamer sprak zich uit tegen de overname door de Belgen. En dat terwijl de overheid al in 1989 het staatsbedrijf PTT had verzelfstandigd en per in 1994 naar de beurs had gebracht.

In februari 2017 knetterde stevig het bij Unilever toen ze een vijandig bod ontvingen van branchegenoot Kraft Heinz. De beeldvorming was typisch. De Amerikanen werden afgeschilderd als sprinkhanen, op zoek naar snelle winst zonder compassie voor bedrijf en medewerkers. En Unilever werd juist als toonbeeld neergezet voor lange termijn waardecreatie. Ook hier werd in de publieke discussie verwezen naar het nationaal belang: 'zeg nee tegen de uitverkoop van het Nederlands bedrijfsleven'. En kort daarna kwam ook AkzoNobel onder vuur te liggen door de aanhoudende overnamepogingen van haar Amerikaanse branchegenoot PPG. De jagers zijn zich overigens van geen kwaad bewust; ze zien immers kansen om op korte termijn waarde toe te voegen door de over te nemen bedrijven te reorganiseren. Precies waar de Nederlandse topmanagers jarenlang voor werden geprezen.

Maar de stemming is omgeslagen. Oud Shell CEO en multicommissaris Jeroen van der Veer verwoordt het als volgt: "Tien jaar geleden vonden we complexe beschermingsconstructies niet wenselijk, maar de hele politieke situatie in de wereld en de globalisering heeft mijn denken doen kantelen. Vijandige overnames zijn de donkere zijde van het kapitalisme. Je wilt niet dat globalisering betekent dat we in Nederland onze grote bedrijven gaan uitverkopen." (Meinema, 2017)

Wat is hier nu aan de hand? Een cynicus ziet waarschijnlijk vooral opportunistisch gedrag. Zolang de Nederlandse CEO's jagers waren steunden ze het korte termijn aandeelhouderskapitalisme. Maar nu ze prooi (dreigen te) worden, zoeken ze steun bij beschermingsconstructies en de overheid. Een romanticus ziet mogelijk een hernieuwd patriotisme: het oranjegevoel is weer terug in de bestuurskamers. Maar onderlig-

gend is er een ogenschijnlijke eerherstel van de fundamenteën van het oude Rijnlandse model.

De recente herziening van de Nederlandse Corporate Governance code eind 2016 ademt ook een herwaardering van het Rijnlandse model uit. Voor het eerst wordt in de code zelf expliciet en prominent een lange termijn oriëntatie als het uitgangspunt gesteld voor ondernemingsbestuur. In de eerdere codes werd in de preambule en toelichting altijd wel gewezen op het belang van een lange termijn oriëntatie, maar in de code zelf kwam 'lange termijn' alleen terug als component in de beloning van bestuurders. Dat is nu anders. De herziene code stelt het nu als volgt: het bestuur ontwikkelt een visie op lange termijn waardecreatie en de raad van commissarissen houdt toezicht op de wijze waarop het bestuur de strategie voor lange termijn waardecreatie uitvoert (ref Code). Er lijkt dus meer aan de hand dan opportunistisch gedrag van enkele topbestuurders onder druk van buitenlandse overnames. Maar wat drijft deze heroriëntatie op lange termijn waardecreatie? Jeroen van der Veer ligt een tipje van de sluier op wanneer hem wordt gevraagd wat CEOs zouden moeten doen: "Zorg voor langetermijnvisie en zorg voor langetermijnbeleggers zoals pensioenfondsen en vermogensbeheerders als Blackrock" (NOS 2017).

Passief investeren en de opkomst van de 'Grote Drie'

De heroriëntatie op lange termijn waardecreatie wordt minder opmerkelijk als we kijken naar een ongekende verschuiving in onderliggende machtsverhoudingen van het beursgenoteerde bedrijfsleven. Het is logisch dat Van der Veer zinspeelt op allianties met een partij als vermogensbeheerder Blackrock als je bedenkt welke uitzonderlijke positie zij en hun directe concurrenten vandaag de dag innemen. Want de recente groei van bepaalde investeringsfondsen heeft geleid tot een concentratie van aandeelhouderschap die zijn weerga niet kent.

Blackrock, Vanguard en State Street nemen hierbij een unieke positie in. De drie Amerikaanse vermogensbeheerders zijn groot geworden door het investeren via indexfondsen. Hierin zijn zij zo succesvol, dat ze veruit de grootste investeerders zijn in de aandelenmarkten.

Zo zijn de ‘Grote Drie’ gezamenlijk de grootste aandeelhouder in 40% van alle beursgenoteerde bedrijven in de Verenigde Staten. Ter illustratie, deze 1600 bedrijven hadden in 2015 een totale omzet van 9.1 biljoen dollar, een marktwaarde van meer dan 17 biljoen dollar en hadden samen 23,5 miljoen mensen in dienst. In de S&P 500 is de situatie nog radicaler. Gezamenlijk zijn de Grote Drie de grootste aandeelhouder in bijna 90% van de S&P 500 bedrijven, waaronder Apple, Microsoft, ExxonMobil, General Electric en Coca-Cola. Hun invloed is aanzienlijk als je bedenkt dat ze samen gemiddeld 17% van de aandelen in handen hebben (Fichtner, Heemskerk en Garcia-Bernardo 2017). Deze concentratie van eigendom in de handen van een kleine groep financiële instellingen is ongekend en doet denken aan de tijden van de grootbanken in het Rijnlandse kapitalisme. Geen wonder dat Van der Veer CEO’s oproept om strategische allianties aan te gaan met deze partijen, die zelf een uitgesproken lange termijn-oriëntatie hebben.

Hoe zijn deze drie bedrijven in zo’n dominante positie gekomen? Voorheen investeerden beleggers hun kapitaal voornamelijk in actieve fondsen waar vermogensbeheerders via een actief koop en verkoop strategie proberen een hoger rendement te halen dan de rest van de markt. Maar sinds de financiële crisis van 2008 beleggen steeds meer investeerders hun kapitaal in zogeheten index fondsen. Deze fondsen hebben geen ander doel hebben dan het net zo goed te doen als bestaande indices zoals de AEX of de S&P 500. Het is een passieve beleggingsstrategie omdat de fondsbeheerder niet actief koopt of verkoopt op basis van winstverwachtingen, maar een mandje van aandelen aanbiedt die een index weerspiegelt. De passieve fondsen zijn in korte tijd zeer populair geworden omdat ze wat betreft rendement nauwelijks onderdoen aan actieve beleggingsstrategieën maar wel veel goedkoper zijn. Waarom zou je als investeerders 1% à 2% per jaar aan honorarium betalen aan een actieve vermogensbeheerder terwijl index fondsen vergelijkbare prestaties leveren voor een tiende van die prijs?

De verandering in beleggingsstrategie is enorm: tussen 2007 tot 2016 zagen actieve beleggingsfondsen 1.100 miljard euro wegvloeien, terwijl beleggingen in index fondsen over dezelfde periode met maar liefst

1300 miljard euro toenam. In het eerste kwartaal van 2017 werd nog eens 184 miljard euro extra in index fondsen belegd – de hoogste toestroom in een kwartaal tot dusver (Fichtner, Heemskerk en Garcia-Bernardo 2017).

Passieve beleggers maar actieve aandeelhouders?

Sommige prijzen deze ontwikkeling als de “democratisering van het beleggen” omdat het de beleggerskosten significant heeft verlaagd. Maar andere benadrukken dat in tegenstelling tot de actieve beleggingsfondsen de markt van passieve fondsen extreem geconcentreerd is. De sector wordt gedomineerd door de Grote Drie. Gecombineerd hebben BlackRock, Vanguard en State Street bijna 10.1 biljoen euro aan aandelen in beheer. Dat is meer dan alle staatsfondsen (sovereign wealth funds) bij elkaar, en meer dan drie keer zoveel als de wereldwijde hedge fund sector.

Tabel 1 laat zien dat bijvoorbeeld Blackrock in meer dan 3600 bedrijven wereldwijd meer dan drie procent van de aandelen beheert en in 2600 hiervan zelfs meer dan vijf procent. Het is overigens opvallend dat de top 10 van investeringsfondsen met aanzienlijke belangen in veel bedrijven uitsluitend uit Amerikaanse fondsen bestaat.

Deze concentratie van controle over aandelen is van groot belang omdat de passieve investeringsfondsen een uitgesproken lange termijn oriëntatie hebben. Dat is gezien hun investeringsmodel ook logisch; ze zullen immers geen aandelen verkopen als het met een bedrijf minder goed gaat dan verwacht. Ze zijn gebonden deelnemingen te hebben in alle bedrijven van de index die ze volgen. Ze zijn dus niet zozeer gebaat bij korte termijn resultaten van een selectie goed gekozen bedrijven, maar bij een stabiel, voorspelbaar rendement op de gehele markt.

Gegeven hun aanzienlijke aandelenposities kunnen ze grote invloed uitoefenen op de het topmanagement. Direct, via het uitoefenen van het stemrecht van de aandelen die ze beheren. En steeds vaker ook indirect via *engagements* met het management. William McNabb, voorzitter en CEO van Vanguard, zei het in 2015 zo: “Sommigen hebben in het verleden ten onrechte aangenomen dat ons voornamelijk passieve vermogens-

Tabel 1: Top 10 Investeringsfondsen en hun aanzienlijke aandelenpakketten in bedrijven wereldwijd

	Naam (Land)	> 3%	> 5%	> 10%
1	BlackRock (US)	3,648	2,632	375
2	Vanguard (US)	2,821	1,855	163
3	Fidelity (US)	1,956	1,309	506
4	Dim. Fund Adv. (US)	1,708	590	4
5	State Street (US)	1,113	281	13
6	Capital Group (US)	844	528	121
7	Wellington Mgmt. (US)	765	480	117
8	JP Morgan Chase (US)	745	311	49
9	Franklin Templeton (US)	743	440	117
10	T. Rowe Price (US)	685	399	124

Bron: Fichtner, Heemskerk en Garcia-Bernardo 2017

beheer ook een passieve houding met betrekking tot de bedrijfsvoering suggereert. Niets is minder waar” (WSJ 2015).

Met de enorme groei van deze passieve investeringsfondsen is de lange termijn oriëntatie weer prominent geworden in het bedrijfsleven. En de Grote Drie geven steeds duidelijker aan dat ze voornemens zijn invloed uit te oefenen op de bedrijven. State Street liet recent weten zich zorgen te maken over het gebrek aan diversiteit in de bestuurskamers. En Blackrock liet zich samen met enkele andere grote fondsen kritisch uit over ongefundeerde exorbitant hoge salarissen.

Overigens wordt de soep misschien nog niet zo heet gegeten als deze wordt opgediend. Een analyse van het stemgedrag van de Grote Drie op aandeelhoudersvergaderingen in de V.S. toont aan dat ze in 90% van de gevallen meestemmen met het management. En onderwerpen die door activistische aandeelhouders op de agenda worden gezet krijgen doorgaans niet hun steun. Als we kijken naar de onderwerpen waar de Grote Drie wel tegen het management stemmen dan valt op dat in de helft van de gevallen dit benoemingen van bestuurders betreft. Dit suggereert dat de Grote Drie hun stemrecht gebruiken als stok achter de deur. Het

geeft hen positie om invloed uit te oefenen via *engagements*. Zo had Blackrock tussen midden 2014 en midden 2015 meer dan 1500 van dit soort *engagements* met bestuurders van bedrijven waar ze in investeren (Fichtner, Heemskerk en Garcia-Bernardo 2017).

De Grote Drie in Nederland

Ook in Nederland hebben de Grote Drie aanzienlijke belangen opgebouwd. Tabel 2 geeft een overzicht van hun gezamenlijk belang in 10 Nederlandse beursfondsen. De Grote Drie zijn spelers van formaat met een ongekende positie, ook op de Nederlandse aandelenmarkt. Voor bestuurders kan dit goed uitpakken. Immers, als ze deze grote partijen tevreden kunnen houden weten ze zich gesteund door een belangrijk deel van de aandeelhouders. Ze zijn de Grote Drie een aanjager van de herwaardering van een lange termijn oriëntatie in het bedrijfsbestuur.

De vijandige overname poging van Kraft Heinz op Unilever strandde nog voordat hij goed op stoom was gekomen. Het weekend na de aankondiging wist Unilever voldoende steun te vinden bij haar aandeelhouders om een revolte af te wenden. Wel moest het

Tabel 2: Gezamenlijke aandeel van de Grote Drie in tien Nederlandse Beursfondsen

	%
NN GROUP NV	13,74
KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTER NV	9,55
WOLTERS KLUWER NV	9,39
KONINKLIJKE KPN NV	9,13
AKZO NOBEL NV	7,92
KONINKLIJKE PHILIPS N.V.	8,33
KONINKLIJKE DSM N.V.	7,91
POSTNL N.V.	7,81
UNILEVER NV	6,96
KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N.V.	6,39

Bron: ORBIS, Bureau van Dijk

management meer doen om ook op korte termijn waarde te creëren voor haar aandeelhouders. Het zou erg interessant zijn geweest om te zien wat de Grote Drie zouden hebben gedaan als het bod toch werd doorgezet. Zouden ze het management steunen in hun strategie die gericht is op duurzaamheid? Of zouden ze toch gaan voor het vergroten van financieel rendement op kortere termijn? De vermogensbeheerders zitten op een bepaalde manier in een spagaat. Enerzijds moeten ze de belangen dienen van hun klanten: de investeerders in hun fondsen. Die zijn gebaat bij hoge resultaten en lage kosten. Anderzijds zijn ze als gevolg van hun zeer succesvolle *businessmodel* in feite ongewild een invloedrijke speler geworden in corporate governance. En met invloed komt verantwoordelijkheid. Dit vergt een balanceer act tussen lange termijn en korte termijn, tussen steunen van management en steunen van activistische aandeelhouders.

Conclusie

Het is ironisch dat de ongekende concentratie van zeggenschap en de opkomst van een lange termijn oriëntatie juist haar oorsprong vindt in Amerika: de bakermat van het aandeelhouderskapitalisme. Het is

overigens goed te verklaren: daar waar de aandelenmarkten het meest zijn ontwikkeld en het efficiëntst werken is er immers het minste te behalen voor de actieve handelaar. Juist in ontwikkelde, goed werkende markten werkt een passieve investeringsstrategie het best. De Grote Drie zijn dan ook het grootst in Westerse ontwikkelde landen: de VS, het VK, Zwitserland, Ierland Duitsland en Frankrijk. Het maakt wel dat het spel fundamenteel verandert. De grote aandeelhouder is terug van weggeweest. Het is de vraag hoe deze nieuwe topspelers hun rol in ondernemingsbestuur gaan invullen. Vooralsnog lijken ze langzaam maar zeker een meer uitgesproken positie in te nemen. En op die manier bestendigen ze een heroriëntatie op de lange termijn. Het Rijnlandse model kan weer uit de mottenballen worden gehaald. Maar deze keer komt het niet uit het Oosten, maar uit het Westen.

Literatuur

- Fennema, M. & E.M. Heemskerk. 2008. Nieuwe Netwerken. De Elite en de Ondergang van de NV Nederland. Amsterdam: Bert Bakker
- Fichtner, J. E.M. Heemskerk & J. Garcia-Bernardo. Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk, *Business and Politics* 17(1): 1-29, 2017
- Meinema, A. 2017. 'Vijandige overnames zijn de donkere zijde van het kapitalisme' Volkskrant online, 23 maart, <http://nos.nl/artikel/2164602-vijandige-overnames-zijn-de-donkere-zijde-van-het-kapitalisme.html>
- *Wall Street Journal*, 2015. Kirsten Grind & Joann S. Lublin, "Vanguard and BlackRock Plan to Get More Assertive With Their Investments." Online: <http://www.wsj.com/articles/vanguard-and-blackrock-plan-to-get-more-assertive-with-their-investments-1425445200>.

Over de auteur:

Dr Eelke Heemskerk is associate professor politieke wetenschappen aan de Universiteit van Amsterdam en corporate governance consultant bij De Galan Groep.

