

## AANDEELHOUDERSACTIVISME IN NEDERLAND: (HOE) WERKT HET?

Deze paper behelst een empirisch onderzoek naar aandeelhoudersactivisme in de periode 2004-2013 bij ondernemingen met een beursnotering aan NYSE Euronext Amsterdam. De VEB, een non-profit beleggersorganisatie, is het meest actief. Uit het onderzoek blijkt een verband tussen het type activist en de doelstellingen van zijn acties: de VEB en institutionele beleggers richten zich vooral op governance verbetering, activistische beleggingsinstellingen op strategiewijziging; alle typen voeren ook acties bij openbare biedingen. De helft van de acties leidt tot (gedeeltelijk) resultaat, maar de succes ratio verschilt sterk per type actie. Het voeren van een gerechtelijke procedure vergroot de succeschansen in het algemeen niet. Beperking van aandeelhoudersrechten lijkt geen effectief middel tegen acties van hedgefondsen voor verkoop of splitsing van de beurs-NV, maar dit kan legitieme acties voor governance verbetering wel bemoeilijken. Ik pleit daarom voor verlaging van de drempel van het agenderingsrecht en toekenning van een zelfstandige enquêtebevoegdheid aan de VEB en soortgelijke beleggersverenigingen. De tekst van dit artikel is afgesloten op 27 augustus 2015.

*© 2015 Auteursrecht Jeroen Wendelgelst. Citeren is toegestaan onder bronvermelding. De auteur is niet aansprakelijk voor enige schade die mocht voortvloeien uit het gebruik van dit artikel. Meer informatie over de auteur is te vinden op [www.wendelgelst.nl](http://www.wendelgelst.nl).*

### 1. Inleiding

Deze paper behelst een empirisch onderzoek naar aandeelhoudersactivisme. Ik definieer dit als het actief uitoefenen van aandeelhoudersrechten door een aandeelhouder om daarmee de governance, strategie of bepaalde gebeurtenissen ('corporate events') van een beurs-NV te beïnvloeden. Buiten deze definitie vallen acties gericht op schadevergoeding wegens gebeurtenissen uit het verleden, zoals misleiding of wanbeleid, omdat deze niet zijn gericht op (veranderingen in) de toekomst.

Sinds de jaren '90 wordt vooral in de VS onderzoek gedaan naar aandeelhoudersactivisme. Tot circa 2005 zag dit onderzoek vooral op aandeelhoudersvoorstellen en de uitoefening van stemrecht door institutionele beleggers zoals pensioenfondsen. Hierna wordt ook toenemend onderzoek gedaan naar activistische beleggingsinstellingen, vooral hedgefondsen. De conclusie van veel van deze onderzoeken is dat activisme door hedgefondsen leidt tot een abnormaal rendement rondom de datum waarop de activist zijn aandelenbelang in de doelvennootschap meldt en ook daarna<sup>1</sup>. Acties van institutionele beleggers zouden echter niet tot een significant abnormaal rendement leiden<sup>2</sup>. Hedgefondsen lijken daardoor succesvollere activisten dan institutionele beleggers. Het is echter de vraag of deze aanname juist is en of dit ook geldt voor aandeelhoudersactivisme in Nederland.

Nederland is om meerdere redenen interessant voor nader onderzoek naar aandeelhoudersactivisme. In de eerste plaats speelt de VEB, een non-profit beleggersorganisatie, in Nederland een centrale rol. In de eerdere onderzoeken die worden besproken in Hoofdstuk 2 wordt echter geen specifieke aandacht besteedt aan dit soort organisaties. In de VS was de United Shareholders Association (USA) actief van 1986 tot 1994, maar deze hief zichzelf op nadat de door haar beoogde verbetering van de regels omtrent stemvolmachten door de SEC werd overgenomen. De USA zag hierna geen rol meer

---

<sup>1</sup> Zie o.m. Klein & Zur (2008), Brav et. al (2008) en Clifford (2008), besproken in Hoofdstuk 2.

<sup>2</sup> Zie o.m. Gillan & Starks (2000), Romana (2001) en Cziraki et al. (2010), besproken in Hoofdstuk 2.

voor zichzelf.<sup>3</sup> In de tweede plaats heeft de rechtspositie van aandeelhouders in beurs-NV's in Nederland tijdens de onderzoeksperiode belangrijke ontwikkelingen doorgemaakt. De rechten van aandeelhouders zijn vanaf 2004 eerst uitgebreid in reactie op boekhoudschandalen en vanaf eind 2007 weer ingeperkt vooral in reactie op de vermeende korte termijn focus van activisten.<sup>4</sup> Ook de rechtspraak van de Ondernemingskamer (OK) en Hoge Raad over aandeelhoudersactivisme heeft in die periode belangrijke ontwikkelingen doorgemaakt, met de ABN AMRO zaak als kantelpunt. Aandeelhoudersactivisme is op dit moment weer zeer actueel. Volgens het Financieele Dagblad (FD, 16 april 2015) melden zakenbankiers en advocaten dat in de eerste maanden van 2015 in Europa al bij 33 beursgenoteerde ondernemingen activisme van hedgefondsen is waargenomen. Ook institutionele beleggers laten weer meer van zich horen. Op 5 juni 2015 bericht het FD dat de Nederlandse pensioenuitvoerder PGGM een campagne begint tegen 'uitwassen in beloningen' en dat ook APG en MN Services zich kritischer zullen opstellen ten opzichte van beloningsbeleid.

Mijn onderzoek vult de bestaande literatuur op de volgende punten aan:

1. Bestaande onderzoeken hebben doorgaans betrekking op één type activist, in het bijzonder hedgefondsen c.q. activistische beleggingsinstellingen dan wel institutionele beleggers en de onderzoeksperiodes verschillen per type activist. Mijn onderzoek omvat publieke acties van alle typen activisten, inclusief de beleggersorganisatie VEB, in dezelfde periode.
2. Bestaande onderzoeken naar hedgefondsen hebben doorgaans betrekking op een relatief korte periode van enkele jaren. Voorts zien deze doorgaans alleen op publieke acties waarin de activist een aandelenbelang van in de doelvennootschap had van 5% of meer en wettelijk verplicht was om dit bij de toezichthouder te melden. Mijn onderzoek omvat een periode van 10 jaar en alle publieke acties ongeacht het aandelenbelang van de activist.
3. De door mij besproken bestaande literatuur gaat niet in op het mogelijke verband tussen de rechtspositie van aandeelhouders en de keuze van de doelstellingen en succes ratio van publieke acties. Ik betrek dit onderwerp wel expliciet in mijn onderzoek.

De belangrijkste vragen die ik in mijn paper wil beantwoorden zijn:

1. Welke typen activisten zijn actief in Nederland en welke doelstellingen hebben zij?
2. In hoeverre hangt de mate waarin de verschillende typen activisten publieke acties voeren en de doelstellingen van die acties samen met hun beleggingsstrategie en -horizon?
3. In hoeverre kan de keuze voor doelstellingen en succes ratio van publieke acties mede worden verklaard door de juridische positie van aandeelhouders in beurs-NV's? Verhoogt het voeren van een gerechtelijke procedure de succeskans van de actie?

Aan de hand van de antwoorden op deze vragen doe ik enkele aanbevelingen hoe beleidsmakers bepaalde vormen van activisme kunnen bevorderen of, als zij dit willen, tegen kunnen gaan. Voorts hoop ik dat de resultaten van mijn onderzoek aandeelhouders kunnen helpen bij het maken van keuzes ten aanzien van het al dan niet voeren van publieke actie, doelstellingen en actiemiddelen.

In Hoofdstuk 2 geef ik eerst een overzicht van de – voornamelijk Amerikaanse - literatuur over aandeelhouderactivisme. In Hoofdstuk 3 geef ik een beschrijving van de context waarbinnen activisme in Nederland plaatsvindt. Kennis hiervan kan bijdragen aan een beter begrip van de onderzoeksresultaten. In Hoofdstuk 4 beschrijf ik de door mij geraadpleegde bronnen en gehanteerde onderzoeksmethode. Hoofdstuk 5 volgt met een beschrijving van de uitkomsten van dit onderzoek. In hoofdstuk 6 bespreek ik deze uitkomsten en enkele aanbevelingen voor beleidsmakers en (potentiële) aandeelhoudersactivisten.

---

<sup>3</sup> Los Angeles Times, 7 november 1993: Small Investors About to Loose an Effective Ally.

<sup>44</sup> Zie o.m. Van der Elst et al. (2007), Overkleef (2012) en De Jong et al. (2007), besproken in Hoofdstuk 3.

## 2. Literatuurbespreking

De belangrijkste aspecten van aandeelhoudersactivisme die in de bestaande literatuur worden behandeld zijn (1) aard en doelen van activisme, (2) activisme op de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) via aandeelhoudersvoorstellen en uitoefening van stemrecht, (3) activisme door hedgefondsen en andere activistische beleggingsinstellingen en (4) het verband tussen goede governance en waardering van beurs-NV's. Hieronder bespreek ik in paragraaf 2.1-2.4 de hoofdlijnen van deze literatuur, gevolgd door enkele kanttekeningen bij deze literatuur in paragraaf 2.5.

### 2.1 Aard en doelen van aandeelhoudersactivisme

Goranova & Ryan (2013) geven een overzicht van de wetenschappelijke literatuur over aandeelhoudersactivisme. Aandeelhoudersactivisme is niet homogeen, maar er bestaat een grote diversiteit naar doelvennootschap, type activist, doelen en omgeving. Doelen kunnen financieel zijn (verbetering rendement of financiële prestaties van de doelvennootschap) of niet-financieel (milieu, sociaal, politiek, governance). Activisme kan ex ante zijn of ex post. In toekomstig onderzoek zou volgens Goranova & Ryan beter onderscheid moeten worden gemaakt tussen de verschillende typen activisten en hun doelen. In mijn paper volg ik deze aanbeveling.

Het doel van activisme kan per type activist verschillen. Renneboog & Szilagyi (2007) wijzen er op dat institutionele beleggers vaak niet goed in staat zijn om hun aandelen te verkopen gezien de omvang van hun belang afgezet tegen de liquiditeit van het aandeel. Verkoop zou dan kunnen leiden tot een aanzienlijke koersdaling en dus tot een verlies. Anderzijds past het verwerven van een controlerend aandelenbelang meestal niet binnen hun mandaat dat uitgaat van spreiding. Activisme van institutionele beleggers bevindt zich volgens Renneboog & Szilagyi dan ook tussen de uitersten van verkoop van het aandelenbelang enerzijds en verwerving van een controlerend aandelenbelang anderzijds. Hun activisme is ex post: zij stellen zich pas actief op nadat zij een belang hebben.

Activisme kan ook een gespecialiseerde beleggingsstrategie zijn. Volgens Bratton (2007) is deze strategie een variant op value beleggen. Bij value beleggen wacht de belegger geduldig op het realiseren van de (verborgen) waarde. De activistische belegger signaleert deze waarde en probeert deze op korte tot middellange termijn via actief handelen te realiseren. Dit activisme is ex ante.

Volgens Renneboog & Szilagyi (2007) zijn activisten zijn niet altijd primair gericht op verhoging van de aandeelhouderswaarde. Zij kunnen ook andere belangen hebben, die kunnen conflicteren met hun belang als aandeelhouder. Vakbonden<sup>5</sup>, banken en verzekeraars hebben vaak ook een andere relatie met de doelvennootschap. Minder belangenconflicten zijn te verwachten bij pensioenfondsen voor overheidsperoneel<sup>6</sup>, vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen. Deze hebben een fiduciaire verplichting tegenover hun participanten om het portefeuillerendement te maximaliseren.

### 2.2 Aandeelhoudersvoorstellen en uitoefening van stemrecht

Gillan & Starks (2000) onderzoeken aandeelhoudersvoorstellen op AVA's in de VS uit periode 1987 – 1994. Deze voorstellen komen overwegend van particuliere aandeelhouders, maar in toenemende mate ook van institutionele beleggers (van 6% in 1987 naar 52% in 1994), vooral van enkele grote pensioenfondsen. Aandeelhoudersvoorstellen worden gemiddeld in minder dan 25% van de gevallen aangenomen. De steun voor deze voorstellen neemt in de tijd wel toe, met name naarmate meer aandelen in de doelvennootschap worden gehouden door institutionele beleggers. De markt reageert volgens Gillan & Starks niet of nauwelijks op aandeelhoudersvoorstellen in een periode van

---

<sup>5</sup> Bedoeld worden 'union pension funds', die in de VS pensioenregelingen uitvoeren voor vakbondsleden.

<sup>6</sup> Bedoeld worden 'public pension funds', die in de VS pensioenregeling uitvoeren ten behoeve van ambtenaren werkzaam bij overheidsdiensten.

8 dagen rondom de verzending van het 'proxy statement' met het voorstel. Zij merken echter op dat dit moeilijk is te meten, onder meer omdat de voorstellen soms al eerder bekend zijn geworden.

Ook Romana (2001) ziet in de VS geen positieve marktreactie op aandeelhoudersvoorstellen als geheel. De meeste voorstellen krijgen geen meerderheid en als zij worden aangenomen zijn zij niet bindend en worden door het bestuur meestal niet opgevolgd. De marktreactie op een voorstel is volgens haar afhankelijk van het onderwerp en de kans van slagen; voorstellen gericht op verbetering van governance zouden gemiddeld genomen niet leiden tot een positieve marktreactie. Zij meent dat aandeelhouders periodiek moeten evalueren welke typen voorstellen leiden tot een positieve marktreactie en welke niet; zij zouden zich vervolgens moeten richten op het eerste type voorstellen.

Renneboog & Szilagyi (2007) komen tot andere conclusies. Zij zien in de VS wel positieve marktreacties op aandeelhoudersvoorstellen. In tegenstelling tot eerdere onderzoeken maken zij in hun onderzoek onderscheid naar de kwaliteit van de governance van de doelvennootschap aan de hand van factoren zoals de mate van onafhankelijkheid van de board. Zij meten het succes van een voorstel voorts niet alleen af aan de marktreactie, maar ook aan het aantal stemmen dat vóór het voorstel wordt uitgebracht. Marktreactie vinden zij een te beperkte maatstaf, omdat de markt vaak al rekening houdt met de mogelijkheid van een voorstel op basis van eerdere uitlatingen van de activist, bijvoorbeeld de plaatsing van de onderneming op een focus lijst, waardoor een positief effect mogelijk al in de koers is verwerkt vóórdat het voorstel wordt ingediend; rond de datum van indiening zal dan geen koersreactie meer optreden. Ook bevatten de documenten waarmee voorstellen worden ingediend meestal meerdere andere voorstellen, waardoor het niet goed mogelijk is na te gaan welk voorstel welke invloed op de koers heeft. Volgens hun onderzoek is de kans op succes van een voorstel het grootst als de onderneming slecht presteert én een slechte governance heeft. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de markt in het voorstel een teken ziet dat aandeelhouders bereid zijn het bestuur te corrigeren in situaties waarin dit, gezien de slechte prestaties, nodig is. Voorstellen krijgen meer stemmen naarmate het aandelenbelang van institutionele beleggers groter is en dat van insiders kleiner en naarmate de onderneming kleiner is en slechter presteert. Als de CEO zelf veel aandelen heeft, worden minder voorstellen gedaan, als de CEO meer aandelenopties heeft, juist meer. Voorstellen tegen beschermingsmaatregelen en tegen beperkingen van het benoemingsrecht van de AVA krijgen de meeste stemmen; deze hebben ook naar verhouding het grootste positieve koerseffect, vermoedelijk omdat deze de waardering van de onderneming het meeste beïnvloeden. Andere voorstellen hebben maar beperkt succes. Romana lijkt tot een andere conclusie te komen, maar dit is vermoedelijk een gevolg van het feit dat zij geen onderscheid maakt naar de financiële prestaties van de onderneming vóórdat het voorstel wordt ingediend, noch naar de kwaliteit van de governance. Als de onderneming goed presteert of de governance goed is, zullen veel aandeelhouders vermoedelijk minder snel de noodzaak van een voorstel inzien en minder snel geneigd zijn om dit te ondersteunen. De markt zal dergelijke voorstellen zien als minder kansrijk, waardoor een positief koerseffect vaak zal uitblijven.

Cziraki et al (2010) stellen dat aandeelhoudersvoorstellen in continentaal Europa maar beperkt succes hebben. Deze voorstellen halen meestal geen meerderheid en hebben gemiddeld geen positief koerseffect. Als het voorstel daadwerkelijk in stemming wordt gebracht, is het koerseffect zelfs vaak negatief. Een verklaring hiervoor kan zijn dat de markt het indienen van een voorstel ziet als reactie op het mislukken van eerder bilateraal overleg tussen de activist en het bestuur en daarmee als teken dat het bestuur minder open staat voor de mening van aandeelhouders. De kans op indiening en het aannemen van een voorstel is groter naarmate de aandelen meer in handen zijn van institutionele beleggers. Aandeelhoudersvoorstellen zijn volgens Cziraki et al meer een noodrem dan een stuurmiddel: zij geven wel een signaal af aan de markt dat de aandeelhouders ontevreden zijn over de prestaties van de onderneming, maar zij bieden hier geen oplossing voor.

### 2.3 Hedgefondsen en andere activistische beleggingsinstellingen

Klein & Zur (2008) onderzoeken acties van hedgefondsen en andere private investeerders in de VS die een 13D melding hebben gedaan in de periode 2003 – 2005<sup>7</sup>. Volgens hun onderzoek wordt het doel van de actie bij hedgefondsen in 60% van de gevallen gerealiseerd en bij de overige activisten in 65% van de gevallen<sup>8</sup>. Er is een significant abnormaal rendement omstreeks de 13D melding van resp. 10,2% (hedgefondsen) en 5,2% (overige activisten). Dit abnormale rendement houdt aan: tot 1 jaar na melding is dit 12,3% voor hedgefondsen en 16,7% voor overige activisten indien het doel wordt bereikt. Klein & Zur stellen voorts vast dat hedgefondsen meer gericht zijn op het verhogen van het dividend of inkoop van eigen aandelen en andere activisten meer op strategiewijziging, onder meer kostenbesparingen en verlaging van investeringen.

Brav et al (2008) bevestigen deze bevindingen. Zij onderzoeken hedgefondsen met een 13D melding in de periode 2001 – 2006. De succes ratio is 66.4% (doel geheel bereikt in 40.6% van de gevallen en gedeeltelijk bereikt in 25,8% van de gevallen). Het abnormale rendement rondom de melding is gemiddeld 7.2% en dit wordt in het eerste jaar na de melding niet neerwaarts gecorrigeerd. Het hoogste abnormale rendement wordt behaald als het doel is verkoop of splitsing van de onderneming. Brav et al. onderzoeken ook het rendement dat hedgefondsen zelf maken op hun portefeuille. Dit kan door het gebruik van short posities, derivaten en leverage afwijken van het rendement van een directe long only belegging in de aandelen in de doelvennootschap. Zij zetten het rendement van de activistische hedgefondsen in hun dataset af tegen het rendement van de CRSP value weighted index, de Russell 2000 index en enkele meer algemene hedgefondsindices. Hieruit blijkt dat activistische hedgefondsen deze indices verslaan en aldus waarde toevoegen. Volgens Brav et al. zijn hedgefondsen in een betere positie voor activisme dan andere institutionele beleggers vanwege de prestatiebeloning van hun managers, de mogelijkheid van focus/concentratie binnen hun portefeuille, de mogelijkheid van leverage en derivaten, langere lock-up periodes, minder regulering en minder belangenconflicten dan bijvoorbeeld ondernemingspensioenfondsen, banken en verzekeraars, die ook andere belangen bij de doelvennootschap kunnen hebben.

Ook Clifford (2008) bevestigt deze bevindingen. Hij onderzoekt hedgefondsen met een 13D melding in de periode 1998-2005. In aanvulling daarop vergelijkt hij deze deelnemingen met passieve deelnemingen van dezelfde fondsen. De actieve deelnemingen hebben een aanzienlijk hoger abnormaal rendement (3,39%) dan de passieve deelnemingen (1,64%). Voorts stijgt bij de actieve deelnemingen de return on assets (ROA) van de doelvennootschap met 1,22% in het jaar na de melding. Clifford ziet dit als een aanwijzing dat activisme als zodanig waarde toevoegt en deze niet alleen het gevolg is van eventuele superieure selectie skills van de betrokken hedgefondsen. Ook hij wijst op de onderscheidende kenmerken van hedgefondsen ten opzichte van andere beleggers die hen succesvoller zouden maken als aandeelhoudersactivist.

Tot slot stellen ook Greenwood & Schor (2009) vast dat de acties van hedgefondsen met een 13D melding in de periode 1993-2006 leiden tot positieve abnormale rendementen bij melding en 18 maanden daarna (10,4%). Zij stellen echter ook vast, dat deze abnormale rendementen zich vooral voordoen als de doelvennootschap na de melding wordt overgenomen (5,7% bij melding en 25,9% daarna). In de andere gevallen zien zij geen significant abnormaal rendement (1,34% bij melding en

---

<sup>7</sup> Uit hun onderzoek blijkt niet of het beleid van de activistische fondsen wordt beïnvloed door de beleggers die in deze fondsen participeren. Ik acht dit echter minder waarschijnlijk, omdat de participanten doorgaans niet zullen beschikken over de voor activisme vereiste specifieke kennis en vaardigheden. Als zij die wel zouden hebben, dan zouden zij de uitvoering van activisme niet aan een extern fonds hoeven uit te besteden.

<sup>8</sup> Klein & Zur maken geen onderscheid naar actiemiddelen, zodat hun onderzoek ook acties omvat waarin de activist geen aandeelhoudersvoorstel heeft ingediend maar andere middelen heeft gebruikt. Zij onderzoeken het succes van de actie als geheel, niet het succes van de daarbij gebruikte (individuele) actiemiddelen.

0% daarna). Volgens hen is het abnormale rendement van activisme door hedgefondsen dan ook overwegend het gevolg van de overnamepremie die wordt betaald als de doelvennootschap wordt overgenomen. De kans op overname neemt echter wel aanzienlijk toe als een onderneming doelwit is van een activistisch hedgefonds: deze kans is volgens hen dan 18,1% tegenover 7,2% als de onderneming geen doelwit is. Greenwood & Schor zien een verdere aanwijzing voor een nauw verband tussen het rendement van activisme en overname van de doelvennootschap in het feit dat veel activistische hedgefondsen in 2008 juist een negatief abnormaal rendement laten zien, terwijl in dat jaar de overnamemarkt sterk is verslechterd ten gevolge van de kredietcrisis. Financiering voor overnames werd hierdoor moeilijker te krijgen en veel duurder. Onder die omstandigheden dalen de koersen van ondernemingen die daarvoor door de markt werden gezien als potentieel overnamedoelwit; juist de ondernemingen waarop activisten zich richten. Volgens Greenwood & Schor voegen activistische hedgefondsen weinig waarde toe aan doelvennootschappen anders dan dat zij de kans op een overname vergroten. Dit kan (tijdelijk) leiden tot een hogere waardering omdat de markt deze hogere kans op overname en dus een overnamepremie in prijsst.

Becht et al (2013) onderzoeken acties van hedgefondsen en andere activistische beleggers in Europa, Azië en Noord-Amerika. Ook in Europa leiden deze acties tot een significant positief abnormaal rendement van gemiddeld 7,5% bij bekend worden van de deelneming. Ook in de periode na de bekendmaking is nog sprake van een positief abnormaal rendement, wat er op kan wijzen dat de markt de kans op succes van de actie bij bekend making systematisch lijkt te onderschatten. In de VS zijn meer overnames, wat een verklaring kan zijn voor de gemiddeld hogere abnormale rendementen. Becht et al onderzoeken zowel publieke als private acties. Publieke acties geven als geheel een hoger rendement dan private acties, maar een lager rendement als acties die leiden tot overname van de doelvennootschap buiten beschouwing worden gelaten. Ook zij constateren een significante daling van de rendementen na het faillissement van Lehman, het instorten van de overnamemarkt en de daarop volgende vlucht uit potentiële overnamekandidaten. Dit wijst op een verband tussen het rendement van activisme en de stand van de overnamemarkt.

#### 2.4 Governance, aandeelhoudersrechten en marktwaardering

La Porta et al. (2000) leveren empirisch bewijs dat goede bescherming van beleggers en effectieve corporate governance tot uitdrukking komt in hoger gewaardeerde kapitaalmarkten. In landen met een goede beleggersbescherming hebben ondernemingen volgens hen een hogere Tobin's Q dan in landen met een slechte beleggersbescherming. Betere bescherming geeft outside beleggers meer mogelijkheden om hun belangen richting de beursvennootschap te behartigen. Vooral als het slecht gaat met een onderneming, daalt Tobin's Q in landen met een slechte beleggersbescherming sterk, omdat de belangentegenstellingen tussen insiders en outsiders dan toenemen. Als de belangen van de insiders meer parallel lopen met die van de outsiders, bijvoorbeeld omdat de insiders zelf een substantieel aandelenbelang hebben, is de kans groter dat de insiders een beleid voeren dat mede in het belang is van de outsiders. Parallele belangen kunnen hierdoor leiden tot een hogere waardering van de onderneming, ongeacht de juridische positie van de outsiders. Volgens La Porta et al. moet verbetering van de corporate governance dan ook vooral zijn gericht op het verbeteren van de bescherming van outside investeerders, zowel aandeelhouders als crediteuren. Hieraan dient mijns inziens te worden toegevoegd: het bevorderen van eigen aandelenbezit van de insiders.

Bebchuk et al (2008) tonen een duidelijk verband aan tussen de kwaliteit van de corporate governance en de waardering van de onderneming, uitgedrukt in Tobin's Q. Zij creëren een 'entrenchement index' (E-index) gebaseerd op 6 corporate governance kenmerken, geselecteerd uit de in totaal 24 governance kenmerken uit de Governance Index van het Investor Responsibility Research Center Institute (IRRC). Deze kenmerken behoren tot twee categorieën: (1) bepalingen die de bevoegdheden van de AVA inperken (inperken benoemingsrecht door 'staggered boards' en

gekwalficeerde meerderheidseisen voor fusies en wijziging statuten en reglementen) en (2) bepalingen die zijn gericht tegen vijandige overnames ('*poison pills*' en '*golden parachutes*'). Voor iedere aanwezige bepaling wordt 1 punt toegekend. De E-index bedraagt dan minimaal 0 en maximaal 6 punten. Uit hun onderzoek blijkt een duidelijke negatieve correlatie tussen de waarde van de E-index en Tobin's Q. Ondernemingen met een hogere E-index hebben een lagere Tobin's Q en een lager vermogensrendement (ROA). De overige 18 kenmerken in de IRRC Governance Index blijken volgens Bebchuk et al. niet gecorreleerd met de waardering of abnormaal rendement. Het onderzoek maakt echter geen onderscheid tussen goed presterende en slecht presterende ondernemingen. Ik verwacht dat een hoge E-index vooral bij slecht presterende ondernemingen zal leiden tot een lagere waardering. Immers, vooral in die situatie kan behoefte bestaan aan vervanging van het bestuur. Het ligt dan in de rede dat governance bepalingen die een 'change of control' het meeste belemmeren, ook de meeste invloed hebben op de waardering. Juist die bepalingen zijn opgenomen in de E-index. Bebchuk et al. zouden moeten onderzoeken of hun conclusie nog steeds opgaat als alleen wordt gekeken naar goed presterende ondernemingen. Er bestaat echter geen positieve correlatie tussen de waarde van de E-index en het toekomstige marktrendement. In de jaren '90 werd nog wel een outperformance gevonden van ondernemingen met sterke aandeelhoudersrechten, maar in de jaren '00 lijkt deze te zijn verdwenen. Verklaring kan zijn dat de kwaliteit van de governance nu al in de koers is verwerkt, aldus Bebchuk et al.

Bhagat & Bolton (2008) formuleren een alternatieve governance maatstaf. Zij stellen zich de vraag of één governance kenmerk een even goede maatstaf kan zijn voor het niveau van de governance als een index die bestaat uit veel meer bepalingen. Volgens hen moeten alle belangrijke besluiten van het management door het bestuur worden goedgekeurd, zodat het aannemelijk is dat bestuurders met een groter eigen aandelenbelang in de onderneming meer aanleiding hebben om effectief toezicht te houden op het management dan bestuurders met een beperkt aandelenbelang. Hun onderzoek bevestigt deze hypothese: zij vinden een positieve correlatie tussen de dollarwaarde van het aandelenbezit van bestuurders en de ROA en Tobin's Q van de onderneming. Inspanningen om de corporate governance te verbeteren zouden daarom vooral gericht moeten zijn op vergroten van het eigen aandelenbezit van bestuurders. Zij vinden evenwel geen positieve correlatie tussen het aandelenbezit van de bestuurders en de toekomstige marktperformance. Dit sluit aan bij de bevinding van Bebchuk et al. dat de positieve effecten van een betere governance op het operationele rendement (ROA) en de waardering (Tobin's Q) al in de koers zijn verwerkt.

## 2.5 Kanttekeningen

Bij deze literatuur kunnen onder meer de volgende kanttekeningen worden geplaatst:

1. De Amerikaanse onderzoeken naar activisme door institutionele beleggers beperken zich doorgaans tot de uitkomst van stemmingen over aandeelhoudersvoorstellen en het eventuele abnormale rendement in de dagen rondom de bekendmaking van het voorstel. Aldus worden andere, mogelijk meer effectieve actiemiddelen zoals het inzetten van de media en het voeren van gerechtelijke procedures buiten beschouwing gelaten. Deze onderzoeken zien ook niet zozeer op effectiviteit van (acties van) institutionele beleggers, maar meer op de effectiviteit van aandeelhoudersvoorstellen als specifiek actiemiddel.
2. De meeste Amerikaanse onderzoeken naar hedgefondsen hebben betrekking op min of meer dezelfde, relatief korte onderzoeksperiode. De vraag kan daardoor worden gesteld of de in die onderzoeken gevonden abnormale rendementen duurzaam zijn. Ook zijn deze onderzoeken doorgaans beperkt tot acties waarbij de activist een aandelenbelang van 5% of meer heeft gemeld. Aannemelijk is echter dat activisten in veel gevallen een kleiner belang hebben, zodat de onderzoeken hierdoor onvolledig zijn. Daar staat tegenover dat een 13D

melding er niet altijd toe leidt dat ook daadwerkelijk een publieke actie wordt gevoerd. De aandeelhouder kan deze melding doen om de mogelijkheid daartoe open te houden. Aldus bevatten de Amerikaanse onderzoeken ook meldingen waarbij feitelijk geen publieke actie is gevoerd. Aannemelijk is dat bij het uitblijven van actie uiteindelijk geen positief markeffect ontstaat; voor zover de melding heeft geleid tot een positieve koersreactie, zal deze op termijn moeten worden gecorrigeerd indien de verwachte actie uitblijft. Maar dit kan langere tijd duren; door de aanvankelijke koersstijging kan een momentum effect ontstaan, waardoor de koers langere tijd blijft stijgen, ook als actie uitblijft. Als wel actie wordt gevoerd kan het langere tijd duren voordat de uitkomst hiervan bekend wordt. Aldus is mogelijk sprake van een marktcorrectie die buiten de onderzoeksperiode valt.

3. Het is de vraag of afbouw van beschermingsmaatregelen of versterking van het benoemings- en ontslagrecht van de AVA in alle gevallen zal leiden tot een hogere waardering. Ik verwacht dat dit vooral het geval zal zijn wanneer de beurs-NV al langere tijd onderpresteert zodat een concrete aanleiding bestaat om het bestuur via een openbaar bod of een ontslagvoorstel te vervangen. Als de beurs-NV goed presteert, bestaat weinig aanleiding om het bestuur te vervangen en zal de markt mogelijk minder zwaar tillen aan beschermingsmaatregelen en statutaire beperkingen van het benoemings- of ontslagrecht. In dat geval zal een actie met als doel het afbouwen van deze beschermingsmaatregelen of opheffen van deze statutaire beperkingen naar verwachting niet op korte termijn tot een significante koersstijging leiden. Verbetering van governance heeft op korte termijn daarom mogelijk alleen een positieve invloed op de koers als de beurs-NV ook onderpresteert. Niet de kwaliteit van de governance maar de financiële prestaties van de NV zijn dan de aanleiding.

### 3. De omgevingsfactoren in Nederland

In dit Hoofdstuk geef ik een beschrijving van de omgevingsfactoren die van invloed zijn op aandeelhoudersactivisme in Nederland, voor zover deze in de literatuur zijn beschreven. Hierbij zal ik ingaan op de wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur en beschermingsmaatregelen van beurs-NV's, de ontwikkeling van de regelgeving en de rechtspraak van de Ondernemingskamer.

#### 3.1 Aandeelhoudersstructuur

Van der Elst et al (2007) wijzen er op dat Nederland een zeer open economie heeft en een relatief hoge marktkapitalisatie van de aandelenmarkten ten opzichte van het BNP. De spreiding van het aandelenbezit is in de loop der tijd toegenomen. De meerderheid van de aandelen is in handen van institutionele beleggers, vooral uit de VS en het VK. Hiermee wijkt Nederland af van veel continentaal Europese landen, waarin doorgaans sprake is van een concentratie van aandelenbezit; veel beursvennootschappen worden daar gecontroleerd door oprichtersfamilies, banken en industriële ondernemingen. Abma & Talib (2013) stellen dat 84% van de aandelen in Nederlandse beurs-NV in handen zijn van Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers. In het verleden waren de aandelen meer in handen van particuliere beleggers, die doorgaans als individu te weinig financieel belang en te weinig kennis hebben om actief gebruik te maken van hun rechten. De VEB, die de belangen van particuliere beleggers behartigt, was tot 1986 weinig zichtbaar en heeft eigenlijk pas vanaf midden jaren '90 een sterke groei doorgemaakt<sup>9</sup>. Het belang van buitenlandse beleggers is sterk toegenomen: In 1995 was 37% van de aandelen in AEX vennootschappen in buitenlandse

---

<sup>9</sup> FD, 25 september 2014: Negentig jaar VEB: 'Een liberaal waakvlammetje in een grote woestijn'. De VEB is zich vooral vanaf 1995, met het aantreden van Peter-Paul de Vries als directeur, actief gaan profileren.



handen, in 2010 was dit opgelopen tot 76%, in meerderheid institutionele beleggers uit de VS en het VK. Institutionele beleggers hebben vaak beslissende zeggenschap bij overname van de beurs-NV.

### 3.2 Beschermingsmaatregelen

Juridische beschermingsmaatregelen beogen de zeggenschap van de aandeelhouders te beperken om daarmee een overname van de controle over de beurs-NV te belemmeren. Hierdoor kan een onderpresterend bestuur blijven zitten. Gelet daarop valt te verwachten dat de aanwezigheid van beschermingsmaatregelen kan leiden tot een lagere marktaardering van de beurs-NV. Een aanwijzing hiervoor is te vinden in De Jong et al (2005). In hun onderzoek van Nederlandse niet-financiële beurs-NV's in de periode 1992-1999 vinden zij een significante negatieve relatie tussen het gebruik van beschermingsmaatregelen en de waardering van de beurs-NV uitgedrukt in Tobin's Q.

Koster (2010) wijst er op dat tot begin jaren '90 vrijwel alle beurs-NV's beschermingsmaatregelen hadden. De meest voorkomende maatregelen waren certificering, prioriteits aandelen en beschermingsprefs. Bij certificering geeft de beurs-NV aandelen uit aan een stichting, meestal genaamd Stichting Administratiekantoor ('STAK'), die hiervoor certificaten uitgeeft. De certificaten geven wel recht op dividend en op aanwezigheids- en spreekrecht op de AVA, maar geen stemrecht; dat blijft bij het STAK. Prioriteits aandelen geven de houder bijzondere zeggenschap, bijvoorbeeld het recht om kandidaten voor het bestuur of de RvC voor te dragen of om goedkeuring te verlenen aan uitgifte van nieuwe aandelen. Beschermingsprefs zijn aandelen die de beurs-NV kan uitgeven aan een stichting, meestal genoemd Stichting Continuïteit. Deze geven hetzelfde stemrecht als gewone aandelen, maar zij worden uitgegeven tegen nominale waarde, die meestal ver onder de actuele beurskoers van de gewone aandelen ligt. Bovendien hoeft op beschermingsprefs bij uitgifte slechts 25% van de nominale waarde te worden gestort. Hierdoor kan de Stichting Continuïteit tegen zeer lage kosten een groot stemmenbelang verwerven. Andere beschermingsmaatregelen dan de bovengenoemde spelen in Nederland volgens Koster vrijwel geen rol.

Volgens Raaijmakers (2006) heeft massale druk vanuit de financiële markt er toe geleid dat veel beurs-NV's zelf zijn overgegaan tot afschaffing van beschermingsconstructies. Van der Elst et al. (2007) constateren een sterke afname van prioriteits aandelen en certificering in de periode 1992-2007. De meeste beurs-NV's kennen nog wel de mogelijkheid van de uitgifte van beschermingsprefs. Abma & Talib (2013) komen tot dezelfde conclusie. Het aantal beurs-NV's met prioriteits aandelen of certificaten is volgens hen aanzienlijk afgenomen van respectievelijk 34% en 20% in 2001 naar elk 10% in 2012<sup>10</sup>. De aanwezigheid van beschermingsprefs is evenwel gelijk gebleven. In 2011 had 63% van de beurs-NV's beschermingsprefs tegen 64% in 2012. Beschermingsprefs zijn dus de meest voorkomende beschermingsmaatregel. Volgens het arrest RNA/Westfield van de Hoge Raad<sup>11</sup> mogen beschermingsprefs echter slechts een tijdelijke maatregel zijn die er op moet zijn gericht de status quo te handhaven in afwachting van de uitkomst van nader overleg met degene die controle wil verwerven en om eventuele alternatieven te kunnen onderzoeken. Beschermingsprefs kunnen een overname daardoor wel vertragen, maar niet definitief blokkeren tegen de zin van de meerderheid van de aandeelhouders. Abma & Talib stellen dat beschermingsprefs het bestuur ook de mogelijkheid bieden om met de bidder te onderhandelen over een hogere biedprijs.

---

<sup>10</sup> Daarbij komt dat bij alle beurs-NV's met certificaten op één na het STAK zich heeft verplicht om de certificaathouders op hun verzoek een stemvolmacht te verstrekken, ook zij of een derde proberen controlerende zeggenschap over de beurs-NV proberen te krijgen.

<sup>11</sup> HR 18 april 2003, LJN: AF2161.

### 3.3 Ontwikkeling van aandeelhoudersrechten

Tot 2004 waren de rechten van de AVA beperkt. In het bijzonder wanneer de beurs-NV onder het zogenoemde structuurregime viel. Bij de structuur-NV worden de bestuurders niet benoemd door de AVA, maar door de RvC. Tot 2004 werden ook de commissarissen benoemd door de RvC zelf, waardoor de invloed van de AVA op de samenstelling van de RvC en het bestuur zeer beperkt was. Beurs-NV's die niet verplicht onder het structuurregime vielen, pasten dit vaak vrijwillig toe. Volgens Abma & Talib (2013) was dit in 2001 zo bij 12% van de beurs-NV's. Als reactie op boekhoudschandalen, onder meer bij Ahold, besluit de regering om de positie van de AVA te versterken om te komen tot betere 'checks and balances' ( Raaijmakers, 2006). Vanaf 2004 krijgen aandeelhouders het agenderingsrecht. Dat is het recht om eigen onderwerpen op de agenda van de AVA te laten zetten. Dit verzoek kan worden gedaan door aandeelhouders die alleen of tezamen minimaal 1% van het geplaatste kapitaal bezitten<sup>12</sup>. Volgens Overkleeft (2009) kunnen aandeelhouders grote druk uitoefenen op het bestuur door voorstellen tot wijziging van de strategie op de agenda te laten zetten. Ook al zijn besluiten van de AVA hierover juridisch niet bindend, het bestuur zal deze niet kunnen negeren, mede doordat de markt hier op reageert. Hierdoor wordt de handelingsvrijheid van het bestuur beperkt. Overkleeft noemt als voorbeeld de agendavoorstellen van het Engelse hedgefonds TCI ten aanzien van de strategie van ABN AMRO bank, die mede hebben bijgedragen aan de overname van de bank enkele maanden later door Fortis, RBS en Banco Santander. Voorts krijgt de AVA vanaf 2004 het recht om majeure transacties goed te keuren die leiden tot een belangrijke wijziging van de identiteit of het karakter van de beurs-NV. Hieronder worden onder meer begrepen overnames en desinvesteringen door de beurs-NV met een waarde van minimaal 1/3<sup>de</sup> van het geconsolideerde balanstotaal van de beurs-NV<sup>13</sup>. Volgens het hierna te bespreken ABN AMRO arrest legt de Hoge Raad deze bepaling echter restrictief uit, zodat het bestuur in praktijk veel vrijheid houdt om zelfstandig te beslissen over overnames en desinvesteringen. Tot slot wordt in 2004 de structuurregeling herzien. Hiermee wordt de AVA hersteld in een deel van haar bevoegdheden die bij de invoering van de structuurregeling in 1970/71 werden overgedragen aan de RvC, aldus Raaijmakers (2006). Onder de nieuwe regeling worden de commissarissen weer benoemd door de AVA, maar wel op voordracht van de RvC. Ook kan de AVA bij meerderheid van stemmen het vertrouwen in de RvC als geheel opzeggen met als gevolg ontslag van alle commissarissen. Ook krijgt de AVA het recht terug om de jaarrekening vast te stellen; daarvoor lag dit recht bij de RvC.

Naast deze nieuwe wetgeving wordt in 2004 ook de eerste Corporate Governance Code van kracht, de Code Tabaksblat. Deze Code bevat principes en best practice bepalingen. De beurs-NV mag hiervan afwijken, mits zij uitlegt waarom zij dit doet ('comply or explain'). De Code beoogt de positie van de AVA en de RvC te versterken om een te grote machtsconcentratie bij het bestuur tegen te gaan. De AVA dient volgens de Code 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 beurs-NV.

Volgens Van der Elst et al. (2007) is vanaf 2007 weer sprake van een omslag in het denken over de positie van aandeelhouders. Er ontstaat meer aandacht voor lange termijn aandeelhouderschap. Het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance, de Commissie Frijns, weerspiegelt groeiende zorg over het snel en sterk toegenomen aandeelhoudersactivisme en de toegenomen onzekerheid die dit veroorzaakt bij bestuur en RvC over hun positie in de NV. De overname van ABN AMRO speelt een belangrijke rol in dit debat. Volgens Overkleeft (2012) heeft deze overname brede politieke en maatschappelijke implicaties gehad, die vervolgens hebben doorgewerkt in nieuwe wet- en regelgeving. In zekere zin markeert de overname van ABN AMRO een kantelpunt in het denken

---

<sup>12</sup> Art. 2: 114a BW.

<sup>13</sup> Art. 2: 107a BW.

over aandeelhoudersactivisme. Vanaf dat moment worden de rechten van aandeelhouders geleidelijk weer enigszins ingeperkt door aanpassingen van de wetgeving en de invoering van een nieuwe Code, de Code Frijns. Dit is volgens De Jong et al. (2007) mede een reactie op zorgen over de korte termijn gerichtheid van sommige activisten, die schadelijk zouden kunnen zijn voor de lange termijn belangen van de beurs-NV en haar werknemers en crediteuren.

De wetwijzigingen en Code Frijns zijn volgens Koster (2013) mede bedoeld om activisme van aandeelhouders te beteugelen en om de dialoog/samenwerking tussen het bestuur en de AVA te bevorderen. Het kabinet wil tegenwicht bieden aan de korte termijn gerichtheid van sommige aandeelhouders door een evenwichtige balans in het aandeelhouderbestand te realiseren. Belangrijkste maatregel is de verhoging van de drempel voor het agenderingsrecht van 1% naar 3%, waarmee deze drempel samenvalt met de verlaagde drempel van 3% voor melding van een substantieel belang in de beurs-NV op grond van de Wft. Overkleef (2009) ziet verhoging van de drempel niet als effectief en ziet liever dat de bevoegdheid van het bestuur om agendavoorstellen van aandeelhouders op inhoudelijke gronden te weigeren, wordt verruimd, in het bijzonder wanneer die voorstellen tot doel hebben een belangrijke wijziging in de strategie van de NV te realiseren. Aandeelhoudersvoorstellen met betrekking tot de strategie zijn in zijn visie strijdig met de wettelijke verdeling van bevoegdheden waarin het bestuur exclusief bevoegd is ten aanzien van de strategie. Het bestuur zou daarom volgens hem niet verplicht zijn dergelijke voorstellen te agenderen.<sup>14</sup>

De Code Frijns verplicht aandeelhouders die gebruik willen maken van hun agenderingsrecht om hierover eerst overleg te voeren met het bestuur. Het bestuur kan dan een 'responstijd' van maximaal 180 dagen inroepen. In de Cryo Save<sup>15</sup> beschikking sanctioneerde de Ondernemingskamer (OK) de responstijd door de BAVA uit te stellen die door een grootaandeelhouder bijeen was geroepen om de CEO van de vennootschap te vervangen door zijn eigen kandidaat.

### 3.4 Enquêteprocedure

Aandeelhouders die alleen of gezamenlijk een belang hebben van minimaal 10% dan wel – in sommige gevallen – 1% van het geplaatste aandelenkapitaal, kunnen de OK verzoeken om een onderzoek in te stellen naar het beleid en de gang van zaken binnen de beurs-NV<sup>16</sup>. De OK kan één of meer onderzoekers benoemen als sprake is van 'gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen'. Deze moeten dan onderzoeken of sprake is van 'wanbeleid' van de NV. Storm (2014) geeft aan dat de wet de concrete invulling van deze begrippen heeft overgelaten aan de rechter. De OK ontwikkelt op basis daarvan zelf normen voor corporate governance, waarin de Code een belangrijke rol speelt. De OK kan ook 'onmiddellijke voorzieningen' treffen als de toestand van de NV of het belang van het onderzoek dit vereist<sup>17</sup>. De OK heeft hierin grote vrijheid (Storm, 2014 en Buiten & Jansen, (2015). Waar nodig legt de OK de wet zeer ruim uit om de verzoeker van dienst te zijn. De OK kan alle mogelijke voorzieningen treffen, die zo nodig mogen afwijken van de wet of statuten en die praktisch onontkoombare gevolgen kunnen hebben. Storm (2014) geeft aan dat onmiddellijke voorzieningen in de praktijk het belangrijkste element zijn van het enquêterecht. In overnamezaken wordt het enquêterecht regelmatig gebruikt voor 'tactical litigation'. Ook Van der Els et al. (2007) wijzen hierop. Volgens Overkleef (2012) toonde de OK zich bereid om in te spelen op veranderde opvattingen over governance binnen beurs-NV's, waarin aandeelhouderswaarde meer centraal staat, en schrok er niet voor terug om deze via open rechtsnormen te sanctioneren. Activisten gaan de enquêteprocedure hierdoor vaker gebruiken om de uitoefening van hun rechten kracht bij te zetten.

---

<sup>14</sup> De Voorzieningenrechter van de Rechtbank Den Haag volgde een vergelijkbare redenering in zijn recente uitspraak van 17 maart 2015 in de kort geding procedure tussen Boskalis en Fugro (2015: 3452)

<sup>15</sup> OK, 06-09-2013, Ondernemingsrecht 2013/117

<sup>16</sup> Art. 2: 345 en 346 BW.

<sup>17</sup> Art. 2: 349a lid 2 BW.

Volgens De Jong et al. (2007) zou mede door deze ontwikkeling sprake zijn van toenemende angst onder bestuurders en commissarissen voor reputatieschade en persoonlijke aansprakelijkheid, waardoor zij eerder en meer zouden toegeven aan eisen van activistische aandeelhouders.

De ABN AMRO casus vormt in zekere zin een keerpunt. In zijn uitspraak van 3 mei 2007 kiest de OK nog overwegend de zijde van de aandeelhouders en verbiedt ABN AMRO om uitvoering te geven aan de verkoop van een belangrijke Amerikaanse deelneming, LaSalle, aan Bank of America. In zijn beschikking van 13 juli 2007<sup>18</sup> vernietigt de Hoge Raad deze uitspraak van de OK op meerdere punten. Volgens Overkleeft (2012) markeert deze uitspraak een wending ten opzichte van de (eerdere) rechtspraak van de OK en een stroming in de juridische literatuur die een meer op aandeelhouders georiënteerd model van corporate governance bepleit. Volgens hem heeft de Hoge Raad hiermee beoogd het 'rechterlijk activisme van de OK een halt toegeroepen' en 'een rem gezet op de excessen van aandeelhoudersactivisme'. In de ABN AMRO uitspraak herbevestigt de Hoge Raad het primaat van het bestuur ten aanzien van strategie en beleid. Het bestuur heeft hierbij een aanzienlijke mate van vrijheid, waarbij zij zich moeten laten leiden door het belang van de NV en de onderneming, niet uitsluitend of overwegend door het aandeelhoudersbelang. De AVA heeft alleen de rechten die expliciet in de wet of statuten worden toegekend en deze worden beperkt uitgelegd.

### 3.5 Historische ontwikkeling van aandeelhoudersactivisme in Nederland

Volgens Overkleeft (2009) bestaat er voor 2004 nog een enorme kloof tussen het bestuur en de AVA. Als oorzaken noemt hij een gebrek aan bevoegdheden van de AVA, beschermingsconstructies en algemeen absentisme op de AVA, waardoor sprake is van 'overmatige machtsconcentratie' bij het bestuur. De uitkomsten van het onderzoek van Jong et al. (2006) naar het stemgedrag van aandeelhouders op AVA's in de periode 1998-2002 sluiten hierbij aan. Zij constateren dat alle voorstellen op deze AVA's afkomstig waren van het bestuur en dat deze in meer dan 99,9% van de gevallen werden aangenomen. Volgens Vletter-Van Dort (2007) zijn institutionele beleggers weinig actief als aandeelhouder. Stemmen op afstand is hun belangrijkste activiteit, waarbij zij zich in belangrijke mate baseren op adviezen van stemadviesbureaus. Ook in de jaren daarna tonen zij nog steeds weinig betrokkenheid, ondanks de uitbreiding van aandeelhoudersrechten (Vletter-Van Dort, 2012). Volgens Verdam (2005) worden veel institutionele beleggers belemmerd door tegenstrijdige belangen, omdat zij vaak ook een andere relatie met de beurs-NV hebben. Ook wegen de kosten van governance activiteiten vaak niet op tegen de verwachte opbrengsten. De expertise van vermogensbeheerders ligt doorgaans op kostenefficiënt beleggen (indexfondsen) of aandelenselectie (actief beheerde aandelenfondsen) en niet zozeer op het terrein van corporate governance. Verdam verwacht daarom niet dat institutionele beleggers in praktijk veel zullen bijdragen aan de monitoring rol van de AVA. Vanaf 2004 is wel sprake van een snel toenemend activisme door hedgefondsen. Volgens Strik (2007) is activisme voor hen een specialistische tak van beleggen. Zij maken er hun business van om ondernemingen te analyseren en baseren hun beleggingsbeslissing op gepercipieerde anomalieën bij ondernemingen op het gebied van corporate governance en strategie. Indien zij onderperformance menen waar te nemen bouwen zij een positie op en proberen zij de oorzaken daarvan aan te pakken met als doel de aandelenkoers te laten stijgen. De Jong et al (2007) beschrijven 14 publieke acties van hedgefondsen in de periode 2004-2007. Vrijwel al deze activisten zijn afkomstig uit de VS of het Verenigd Koninkrijk. Hun doelen zijn verkoop of opsplitsing van de onderneming (36%), verzet tegen een openbaar bod (21%), verbetering van de governance en verzet tegen een voorgenomen overname door de onderneming (beide 14%) In bijna 60% van de gevallen (8 van 14) is het verzoek van de activist geheel of gedeeltelijk ingewilligd. Dit is vergelijkbaar met de succesratio die blijkt uit de hiervoor besproken Amerikaanse onderzoeken. Het onderzoek van De Jong et al. is echter te beperkt in aantal zaken (14) en duur (3,5 jaar) om hieruit conclusies te kunnen

---

<sup>18</sup> Hoge Raad, 13-07-2007, BA7971, ABN AMRO.

trekken. Mijn onderzoek gaat uit van een langere onderzoeksperiode (10 jaar) en groter aantal acties (148, waarvan 55 van activistische beleggingsinstellingen, zie Hoofdstuk 5). Overkleef (2012) constateert vanaf 2008 een afname van aandeelhoudersactivisme. Dit is volgens hem vooral een gevolg van gewijzigde marktomstandigheden. Door de kredietcrisis hapert de markt voor overnamefinancieringen. De kans op een biedingenstrijd of verkoop van onderdelen van een beurs-NV neemt hierdoor af, waardoor activisten minder kansen zien. Ook moeten zij hun belangen in doelvennootschappen afbouwen omdat hun eigen beleggers kapitaal terugtrekken. Deze bevindingen sluiten aan bij die van onder meer Greenwood & Schor (2009) en Becht et al. (2013).

## 4. Beschrijving van de data en onderzoeksmethode

### 4.1 Inleiding

Het onderzoek richt zich op publieke acties. Hieronder versta ik acties waarover in publieke bronnen informatie is te vinden. Dit zijn media berichten kenbaar via Factiva, Google en de websites van activisten en doelvennootschappen, in het bijzonder jaarverslagen, persberichten en nieuwsbrieven. Ook acties waarin een gerechtelijke uitspraak is gedaan die op [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl) is gepubliceerd beschouw ik als publiek, ongeacht eventuele (verdere) publieke aandacht voor de actie. Anders dan andere onderzoeken beperk ik mij niet tot acties waarin een wettelijk verplichte melding van een aandelenbelang is gedaan of een aandeelhouder een voorstel heeft laten plaatsen op de (publiek kenbare) agenda voor behandeling op de AVA. Reden hiervoor is dat ik verwacht dat een belangrijk deel van de publieke acties (ook) wordt gevoerd met andere middelen, zoals het schrijven van (open) brieven aan het bestuur van de beurs-NV, communicaties in de media en het voeren van gerechtelijke procedures. Deze acties zouden anders buiten beschouwing blijven. Door deze acties ook mee te nemen ontstaat een vollediger beeld van activisme in zijn verschillende uitingsvormen.

Mijn onderzoek richt zich niet op private acties. Hieronder versta ik acties waarover ten tijde van de actie geen berichten in publieke bronnen zijn verschenen. Wanneer sprake is geweest van bilaterale gesprekken waarover wel is gepubliceerd, is de actie wel in het onderzoek betrokken. Informatie over private acties is doorgaans alleen bekend bij de betrokken activist en de doelvennootschap. Aldus is medewerking van deze partijen vereist. Die medewerking zullen zij vaak niet kunnen of willen geven, onder meer omdat – naar ik uit mijn advocatenpraktijk weet – deze partijen vaak geheimhouding overeen komen. Daarnaast zal een beurs-NV niet de indruk willen wekken dat zij haar strategie of beleid aanpast naar aanleiding van bilaterale contacten met één aandeelhouder. Belangrijker is nog dat de afwezigheid van publieke informatie het zeer moeilijk maakt om de juistheid en volledigheid van door de betrokken private partijen verstrekte informatie te controleren.

Aanvankelijk was het mijn bedoeling om ook het abnormale rendement van de publieke acties te onderzoeken. In praktijk blijkt dit toch lastig te zijn door de diversiteit van de acties en doelstellingen. Een belangrijk deel van de acties heeft meer een ad hoc karakter, zoals kritiek op een bonus voor het bestuur. De actie en uitkomst worden dan vaak op hetzelfde moment publiek bekend, bijvoorbeeld via een verslag van een AVA waarop de activist tegen het beloningsbeleid heeft gestemd. Een eventueel koerseffect zal zich dan uitsluitend op deze dag of hooguit enkele dagen daarna voordoen. De onderzoeksperiode dient in dat geval heel kort te zijn. Een ander deel van de acties heeft juist een lange looptijd, in het bijzonder wanneer gerechtelijke bodemprocedures worden gevoerd omdat het bestuur zich verzet. In dat geval zit er vaak meer dan 2 jaar tussen start en uitkomst van de actie. Dat noopt tot het hanteren van een lange onderzoeksperiode. De koers kan in die periode ook worden bepaald door tal van andere ondernemings- of sectorspecifieke factoren. In die gevallen kan de vraag worden gesteld in hoeverre een eventueel abnormaal rendement van de betrokken beurs-NV nog is toe te schrijven aan de actie. Acties die zijn gericht op de verbetering van de uitkoopvoorwaarden na een openbaar bod lopen vaak door tot ver na de beëindiging van de beursnotering, doorgaans

meerdere jaren. Voor die beurs-NV's zijn daarom onvoldoende koersgegevens beschikbaar om het rendement te kunnen bepalen. Indien alsnog uitkoop van de minderheid plaatsvindt buiten een uitkoopprocedure, wordt de uitkoopvergoeding vaak niet publiek bekend gemaakt. Voor zover het rendement al betrouwbaar is vast te stellen, zullen de rendementen van de acties door de verschillende onderzoeksperioden moeilijk onderling vergelijkbaar zijn. Voorts kan worden betwijfeld of het louter meten van het abnormale rendement wel een voldoende of zelfs juiste maatstaf is voor het beoordelen van de effectiviteit van aandeelhoudersactivisme. Een belangrijk deel van de acties, zoals verbetering van governance, is niet gericht op het creëren van koersstijgingen op korte termijn. De eventuele effecten zullen doorgaans pas op lange termijn zichtbaar zijn en buiten de onderzoeksperiode vallen. Andere acties kunnen meer gericht zijn op het voorkomen van een koersdaling dan het realiseren van een koersstijging, bijvoorbeeld het voorkomen van een majeure transactie. Ook deze acties zullen bij succes dan ook vaak geen significant positief abnormaal rendement laten zien, in ieder geval niet binnen een relatief korte onderzoeksperiode. Tot slot is het soms moeilijk om een causaal verband aan te tonen tussen de actie en een eventueel abnormaal rendement. Dit rendement kan bijvoorbeeld (mede) worden veroorzaakt door sectorspecifieke omstandigheden die niet tot uitdrukking komen in de index die wordt gebruikt om het abnormale rendement vast te stellen. Ook kan sprake zijn van *'mean reversion'* die ook zonder de actie zou hebben plaatsgevonden. Dit kan zich vooral voordoen bij beurs-NV's die al langere tijd achterblijven bij de markt of sector. De ervaring leert dat dergelijke beurs-NV's vaak na enkele jaren een inhaalslag maken. Dit komt onder meer tot uitdrukking in het zogenoemde *'long term reversal'* effect. Bij gebreke van de actie zou het positieve rendement dan ook zijn behaald. Het is naar mijn mening dan ook zuiverder om het succes van een actie niet af te meten aan het eventuele abnormale rendement bij het bekend worden van de actie, maar aan de uitkomst van de actie: is het beoogde doel zoals dit is gecommuniceerd, ook daadwerkelijk geheel of gedeeltelijk gerealiseerd?

#### 4.2 Bronnen

De door mij gebruikte data zijn afkomstig uit:

1. Online nieuwsarchieven: via Factiva en de websites van de betreffende media;
2. Jaarverslagen en nieuwsbrieven van de VEB en Eumedion: via hun websites;
3. Gerechtelijke uitspraken gepubliceerd op [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl);
4. Het AFM register substantiële deelnemingen: via [www.afm.nl](http://www.afm.nl);
5. Het AFM register openbare biedingen: via [www.afm.nl](http://www.afm.nl);

Ik heb Factiva gebruikt als primaire bron voor media berichten over aandeelhoudersactivisme, aangevuld met aanvullende informatie over acties in (online) publicaties van de VEB en Eumedion. Eumedion bericht over acties van eigen leden bij Nederlandse beurs-NV's.

#### 4.3 Werkwijze

Binnen Factiva en Google heb ik – met regioselectie Nederland en taal Nederlands en Engels - eerst gezocht op algemene zoekwoorden zoals 'activist', 'activistische aandeelhouder', 'aandeelhoudersactivist' en Engelstalige equivalenten en op de namen van al bij mij bekende namen van activisten. Hieruit kwamen onder meer de namen van beurs-NV's en (andere) activistische aandeelhouders, op basis waarvan ik binnen Google en Factiva een tweede zoekactie heb uitgevoerd. Voorts heb ik via de websites van de VEB en Eumedion de jaarverslagen, nieuwsbrieven en periodieke rapportages van deze organisaties geraadpleegd. Uit de rapportages van Eumedion blijkt dat vooral ABP, PGGM, Robeco en Delta Lloyd bij acties zijn betrokken. Ook hun namen heb ik als zoekterm gebruikt binnen Factiva. Op basis hiervan heb ik een lijst opgesteld van publieke acties op basis van jaar, naam doelvennootschap en naam/namen van de betrokken activist(en).

Binnen het AFM register van substantiële deelnemingen heb ik gezocht naar meldingen van belangen, zowel op naam van de in de lijst genoemde beurs-NV's van de activisten. Dit onderzoek levert slechts een beperkt aantal eerste meldingen op: 9 meldingen van 7 buitenlandse activistische beleggingsinstellingen, 20 meldingen van 3 Nederlandse focusfondsen (Teslin, Recalcico en Monolith: 4), 1 melding van een buitenlandse vermogensbeheerder (Franklin Mutual) en 7 meldingen van Nederlandse pensioenfondsen (ABP en PGGM). Slechts de 9 meldingen van de 7 buitenlandse activistische beleggingsinstellingen en 4 meldingen van de Nederlandse focusfondsen zijn te koppelen aan publieke acties op de lijst. Een zoekopdracht op de combinatie van de namen van de aandeelhouder en de onderneming binnen Factiva en Google levert geen publieke acties op die niet al op de lijst staan, zodat moet worden aangenomen dat het hier gaat om substantiële deelnemingen zonder activistisch oogmerk. Aldus is slechts in een zeer beperkt aantal publieke acties van activisten (8 van 148 acties) sprake van een substantiële deelneming van één of meer activisten. Dat bevestigt mijn aanname dat een belangrijk deel van de publieke acties wordt gevoerd zonder dat sprake is van een wettelijk verplichte melding van een substantiële deelneming, zodat onderzoeken die zich uitsluitend hierop baseren, een groot deel van de publieke acties missen.

Voorts heb ik op basis van de lijst op de website [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl) ('zoeken in uitspraken', 'uitgebreid zoeken') gezocht op naam van de doelvennootschappen, steeds in combinatie met de naam van de betrokken activist(en). Hierdoor ontstaat een overzicht van uitspraken in procedures waarin zowel de doelvennootschap als de betrokken activist(en) partij zijn. Daarnaast heb ik gezocht op naam van de doelvennootschap in combinatie met de instanties 'Gerechtshof Amsterdam' en 'Hoge Raad' en rechtsgebied 'civiel recht' zonder de naam van de doelvennootschap of de activist(en) om daarmee procedures te vinden in acties die nog niet in het overzicht stonden.

Uit de reeds gevonden data werd duidelijk dat een belangrijk deel van de acties betrekking had op openbare biedingen. Na openbare biedingen wordt vaak een wettelijke uitkoopprocedure gevoerd bij de OK<sup>19</sup>. Dit is mogelijk als de bieder ten minste 95% van het geplaatste kapitaal en van de stemrechten heeft verkregen. Een overzicht van openbare biedingen heb ik verkregen aan de hand van het AFM register openbare biedingen op [www.afm.nl](http://www.afm.nl). op de zoekwoorden 'biedingsbericht' en het Engelstalige equivalent 'offer memorandum'. Naar Nederlands recht wordt een openbaar bod uitgebracht door een biedingsbericht algemeen verkrijgbaar te stellen. Dit leidt tot een overzicht van 68 openbare biedingen in de periode 2004-2013. Daarnaast heb ik binnen [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl) gezocht op het trefwoord 'uitkoop' in combinatie met de instantie 'Gerechtshof Amsterdam' om een overzicht te krijgen van alle uitspraken in uitkoopprocedures bij de OK in die periode. In enkele uitkoopzaken staat geen biedingsbericht opgenomen in het AFM register, meestal omdat de beurs-NV ook in het buitenland een beursnotering had waardoor de AFM niet de bevoegde autoriteit was. Anderzijds staan in het AFM register wel enkele buitenlandse rechtspersonen waarop een bod is uitgebracht, maar waarin in Nederland geen uitkoop procedure is gevoerd, omdat dit alleen mogelijk is bij vennootschappen naar Nederlands recht. In enkele gevallen was ook geen sprake van een uitkoopprocedure omdat de bieder minder dan 95% van de aandelen had verkregen, maar desondanks wel het bod gestand heeft gedaan. Tussen het AFM register en de uitspraken op [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl), bestaat grote overlap, maar ook beperkt verschil. Beide overzichten vullen elkaar aan en vergelijking dient mede ter controle van de volledigheid. Ik heb deze overzichten voorts vergeleken met het overzicht van publieke acties en dit overzicht zo nodig aangevuld. Daarbij heb ik openbare biedingen alleen aan de lijst van acties toegevoegd indien (i) blijkens de gepubliceerde uitspraken door één of meer activisten inhoudelijk verweer is gevoerd tegen de uitkoopvordering dan wel (ii) uit nader onderzoek van Factiva of Google blijkt dat sprake was van

---

<sup>19</sup> Op basis van artikel 2: 92a of 2: 395c BW.

actief verzet zonder dat dit tot uitdrukking kwam in (inhoudelijk verweer) in een wettelijke uitkoopprocedure.

De gevonden activisten heb ik onderverdeeld in drie typen: 1. Activistische beleggingsinstellingen, 2. institutionele beleggers en 3. non-profit belangenorganisaties. De gevonden doelstellingen heb ik onderverdeeld in drie categorieën: 1. Verbetering governance, 2. Wijziging strategie en 3. Beïnvloeden van belangrijke gebeurtenissen ('corporate events'). Materieel verschillen deze doelstellingen vooral in de verwachte invloed op de kasstromen voor aandeelhouders en de aanleiding voor de actie. Verbetering van de governance, zoals kritiek op het beloningsbeleid of het functioneren van het bestuur of de RvC, heeft meestal geen directe gevolgen voor de kasstromen en is meestal een reactie achteraf (*ex post*) op een (vermeende) overtreding van de Corporate Governance Code, achterblijvende prestaties van de beurs-NV of een (voorgenomen) aantasting van de rechten van aandeelhouders. Wijziging van de strategie, zoals het afdwingen van een verkoop of opsplitsing van de beurs-NV en/of het verhogen van dividenduitkeringen of inkoop van eigen aandelen, heeft vaak op afzienbare termijn invloed op de kasstromen voor aandeelhouders en het voornemen voor de actie bestaat vaak vóórdát een aandelenbelang wordt genomen (*ex ante*). Corporate events, zoals een openbaar bod of een voorgenomen overname, hebben vaak directe invloed op de kasstromen en de actie is meestal een reactie (*ex post*) op het betreffende event. Indien uitsluitend onvrede wordt geuit over de algemene gang van zaken of achterblijvende prestaties van de beurs-NV zonder dat hieraan concrete consequenties worden verboden zoals bijvoorbeeld een voorstel tot wijziging van het bestuur of de RvC of een concrete wijziging van de strategie, beschouw ik niet als 'publieke actie' vanwege het ontbreken van een concrete doelstelling en daarmee de onmogelijkheid van het vaststellen van een concreet resultaat c.q. uitkomst<sup>20</sup>.

Binnen deze drie categorieën heb ik de acties nader onderverdeeld in subcategorieën om daarmee enerzijds nader onderscheid te maken tussen doelstellingen, maar deze zoveel mogelijk te rubriceren naar gelijke kenmerken op essentiële punten als invloed op de kasstromen en aanleiding voor de actie (*ex ante* of *ex post*). De rubrieken zijn: 1. Governance: beloningsbeleid, beschermingsmaatregelen, wijziging bestuur/RvC, wijziging bestuursmodel, betere rapportage / informatie, statutaire rechten en overige governance; 2. Strategie: verkoop of opsplitsing van de onderneming, extra dividend of inkoop van eigen aandelen en overige strategiewijzigingen en 3. Corporate events: openbaar bod, majeure transacties, uitgifte van nieuwe aandelen en overige events.

Vervolgens ben ik voor iedere publieke actie op het overzicht nagegaan of de daarbij genoemde doelstelling geheel of gedeeltelijk is gerealiseerd of niet. De uitkomst van de actie heb ik primair afgeleid uit media berichten die ik heb gevonden in Factiva en via Google met als zoekwoorden de naam van de doelvennootschap in combinatie met de naam van de activist en/of het jaar van de actie en/of een trefwoord dat betrekking heeft op het doel of de aanleiding voor de actie zoals opgenomen in het overzicht. Voorts heb ik de uitkomst van gerechtelijke procedures afgeleid uit de (eind)uitspraak in de betreffende procedure zoals gepubliceerd op [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl).

---

<sup>20</sup> Andere onderzoeken hanteren vaak wel een categorie 'algemene onderwaardering' of 'maximaliseren van aandeelhouderswaarde'; onder meer Brav et al (2008), meestal omdat de activist dit als doelstelling heeft genoemd in zijn 13D melding. Een activist kan echter ook een 13D melding doen louter om het recht te behouden om later een actie te starten zonder dat hij daartoe op dat moment al concrete voornemens heeft.



## 5. Onderzoeksresultaten

### 5.1 Typen activisten en aantal publieke acties

Uit de data blijkt dat de voornaamste activisten zijn activistische beleggingsinstellingen<sup>21</sup>, institutionele beleggers en de beleggersvereniging VEB. Activistische beleggingsinstellingen zijn vooral afkomstig uit de VS en het VK. Meest actief in Nederland waren Centaurus (VK, 12 acties), Hermes Focus Fund (VK, 5 acties), Mellon/Fursa (VS), Amber (VS) en Paulson (VS) (elk 4 acties) en Knight Vinke (Monaco en Londen, 3 acties). Daarnaast zijn er enkele Nederlandse activistische instellingen, zoals Monolith Investment Management en Recalcico Beheer. Ook enkele Nederlandse focusfondsen maken vaak actief gebruik van hun stemrechten; meest actief was Teslin Capital Management. De belangrijkste Nederlandse institutionele beleggers zijn pensioenfondsen ABP en PGGM en vermogensbeheerder Robeco. De belangrijkste buitenlandse institutionele beleggers zijn de Amerikaanse vermogensbeheerders Franklin en Fidelity en het pensioenfonds CalPERS. De VEB is een non-profit belangenorganisatie voor particuliere beleggers. Zij streeft naar versterking van de positie van kleine beleggers en verbetering van governance en transparantie. De VEB heeft een klein aandelenbelang in de meeste beurs-NV's en maakt actief gebruik van haar aandeelhoudersrechten. Ook treedt zij op als vertegenwoordiger/gevolmachtigde van andere beleggers.

Tabel 1 geeft een overzicht van het aantal acties per jaar, onderverdeeld naar type activist. Een actie wordt vermeld in het jaar waarin deze voor het eerst publiek bekend wordt. Omdat bij een actie soms meerdere typen activisten zijn betrokken, is het totale aantal acties in een jaar meestal lager dan de som van het aantal acties per type activist in dat jaar.

Jaar	Activistische beleggingsinstellingen	Institutionele beleggers	VEB	Totaal
2004	4	1	9	11
2005	5	3	17	19
2006	9	0	7	15
2007	16	5	14	30
2008	7	3	23	29
2009	2	4	8	9
2010	4	1	9	10
2011	0	1	5	5
2012	3	1	9	10
2013	5	1	6	10
<b>Totaal</b>	<b>55</b>	<b>20</b>	<b>107</b>	<b>148</b>

Tabel 1 geeft een overzicht van het aantal acties per jaar, onderverdeeld naar type activist. Uit deze tabel blijkt dat in de onderzoeksperiode per jaar gemiddeld 15 publieke acties per jaar werden gevoerd (mediaan: 10 acties), met duidelijke uitschieters naar boven in 2007 en 2008 (30 resp. 29 acties) dan wel naar beneden in 2011 (5 acties). Vanaf 2004 neemt het aantal publieke acties toe. Dit bereikt een hoogtepunt in de jaren 2007 en 2008. Daarna neemt het aantal acties sterk af.

Zoals ik in paragraaf 4.1 aangaf bevat de dataset van mijn onderzoek geen private acties. Denkbaar is dat een activist er bewust van af ziet om een actie publiek te maken, bijvoorbeeld omdat hij de relatie met het bestuur goed wil houden of omdat hij ook nog andere belangen in de beurs-NV heeft anders dan als aandeelhouder, bijvoorbeeld door het verlenen van financiële diensten. Activisten die een strategiewijziging willen realiseren zullen dit voorts eerst kunnen proberen via bilateraal overleg

<sup>21</sup> . Onder activistische beleggingsinstellingen versta ik beleggingsinstellingen bij het actief gebruik maken van aandeelhoudersrechten een onderdeel is van hun beleggingsstrategie. In praktijk zijn dit vooral hedgefondsen en actief beheerde beleggingsinstellingen met een geconcentreerde aandelenportefeuille ('focusfondsen').

met het bestuur omdat dit meestal goedkoper is en mogelijk ook een grotere kans van slagen heeft. Als activist en bestuur tot overeenstemming komen, is het niet nodig om publiek te gaan.

Tussen de typen activisten bestaan aanzienlijke verschillen. Activistische beleggingsinstellingen voerden gemiddeld 5,5 acties per jaar (mediaan: 4 acties), waarvan 58,1% (32 van 55) plaatsvond in 2006-2008. In de periode 2009-2012 zijn zij veel minder actief (9 van 55 acties, 16,4%). Institutionele beleggers zijn het minst actief met gemiddeld 2 publieke acties per jaar (mediaan: 1 actie); zij zijn overwegend actief in de jaren 2007-2009 (12 van 20 acties). De VEB is veruit het meest actief van alle typen activisten; zij is bij 72,3% (107 van 148) acties betrokken. De VEB voert gemiddeld 11 acties per jaar (mediaan: 9) met een piek in de jaren 2007-2008 (37 van 107 acties). Vanaf 2009 is het vooral de VEB die de kar trekt. De bijdrage van activistische beleggingsinstellingen aan het totale aantal acties daalt van 53,3% (16 van 30) in 2007 naar 22,2% (2 van 9) in 2009 tot 0% in 2011. De toch al beperkte bijdrage van institutionele beleggers neemt eveneens af.

In mijn onderzoek zijn niet betrokken acties gericht op schadevergoeding wegens gebeurtenissen in het verleden, zoals wanbeleid of misleidende informatieverstrekking. Deze vallen buiten mijn definitie van 'publieke actie' (zie Hoofdstuk 1). Uit het overzicht van acties op de website van de VEB ([www.veb.net](http://www.veb.net)) blijkt dat het aantal schadevergoedingsacties vanaf 2008 is toegenomen. Zo startte de VEB vanaf 2008 onder meer schadevergoedingsacties voor beleggers in Fortis, Van der Moolen, Imtech en SNS REAAL. De VEB is dus niet zozeer minder actief geworden, maar richt zich deels op een ander type actie. Gezien de sterke koersdalingen in 2008 en het toenemende aantal beurs-NV's in financiële problemen is het begrijpelijk dat de VEB meer aandacht gaat besteden aan acties gericht op vergoeding van de schade die aandeelhouders hierdoor hebben geleden.

## 5.2 Doelstellingen van publieke acties naar jaar en naar type activist

De doelstellingen van de acties kunnen per jaar en per type activist verschillen. Soms streefde de activist met een actie meerdere doelstellingen na die behoren tot verschillende categorieën. Indien uit de publieke bronnen bleek dat deze doelstellingen voor de activist van vergelijkbaar gewicht waren, heb ik de actie bij elk van deze doelstellingen ingedeeld. Dit heb ik niet gedaan als de ene doelstelling vooral diende ter ondersteuning van een andere, meer primaire doelstelling. In dat geval heb ik de actie alleen gerubriceerd bij de primaire doelstelling<sup>22</sup>. Doordat sommige acties in meer dan één primaire doelstelling hadden is het totale aantal acties in Tabel 2 iets groter dan in Tabel 1.

Tabel 2 geeft een overzicht van de doelstellingen van acties per categorie per jaar. Een actie is vermeld in het jaar waarin deze voor het eerst publiek bekend wordt. Een actie waarin sprake is van meerdere primaire doelstellingen behorend tot verschillende categorieën zijn in beide toepasselijke categorieën ingedeeld. Hierdoor is het totale aantal doelstellingen in deze tabel iets hoger dan het totale aantal acties in Tabel 1.

Jaar	Governance	Strategie	Events
2004	2	1	8
2005	9	1	9
2006	6	6	4
2007	20	7	9
2008	11	4	11
2009	6	1	3
2010	4	1	6
2011	4	0	0
2012	6	1	5
2013	5	3	3
<b>Totaal</b>	<b>73</b>	<b>25</b>	<b>58</b>

<sup>22</sup> Denk hierbij aan een voorstel tot ontslag van het bestuur en/of de RvC als deze weigeren een door de activist voorgestelde strategiewijziging door te voeren of benoeming van onafhankelijke commissarissen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders, bijvoorbeeld na een openbaar bod op de aandelen.

Uit Tabel 2 blijkt dat verbetering van de governance en beïnvloeding van corporate events veruit de belangrijkste doelstellingen zijn. Het aantal acties gericht op strategiewijziging blijft hierbij aanzienlijk achter, ondanks dat de grote aandacht die vooral naar dat type acties uitgaat.

De doelstellingen kunnen verder worden onderverdeeld naar subcategorie en naar type activist. Een overzicht hiervan is opgenomen in Tabel 3. Uit deze tabel blijkt dat de acties van activistische beleggingsinstellingen zich vooral richten op openbare biedingen (17 van 55: 31%) of verkoop of splitsing van de beurs-NV (15 van 55: 27,3%). Andere doelstellingen zijn uitkering van extra dividend zonder verkoop van (delen) van de NV; meestal ging het hierbij om het uitkeren van overtollige kasmiddelen. In 5 acties werd gestreefd naar wijziging van de samenstelling van het bestuur en/of de RvC zonder dat uit de publieke bronnen bleek van concrete voorstellen voor strategiewijziging. Institutionele beleggers richten zich vooral op het beloningsbeleid: 10 van de 16 acties ofwel 62,5% heeft deze doelstelling. Dit waren vooral acties van Nederlandse institutionele beleggers. De overige 6 acties van institutionele beleggers zien op openbare biedingen (4) en majeure transacties (2). Deze acties werden vooral gevoerd door buitenlandse institutionele beleggers. De acties van de VEB richtten zich tot slot vooral op openbare biedingen (31) en het beloningsbeleid (29). Deze acties representeren samen circa 60% van alle acties waarbij de VEB was betrokken. Duidelijk is ook wat de verschillende typen activisten niet doen: institutionele beleggers en de VEB houden zich niet of nauwelijks bezig met de strategie; 25 van de 26 acties met dit doel werden gevoerd door activistische beleggingsinstellingen. Deze laatsten houden zich op hun beurt juist nauwelijks bezig met het beloningsbeleid; voor de VEB en institutionele beleggers is dit juist een belangrijke doelstelling.

Tabel 3 geeft het aantal publieke acties per doelstelling en per type activist. Indien binnen een actie sprake is van meerdere primaire doelstellingen, is de actie bij beide doelstellingen ingedeeld. Daardoor is het totale aantal doelstellingen iets hoger dan het totale aantal acties in tabel 1. Voorts zijn bij sommige acties meerdere typen activisten betrokken. Deze acties worden bij iedere activist gerubriceerd, maar tellen in de kolom 'Totaal' slechts één keer mee. Daardoor kan het totale aantal acties kleiner zijn dan de som van de acties per type activist.

Doelstelling	Activistische beleggingsinstellingen	Institutionele beleggers	VEB	Totaal
<b>Verbeteren governance</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>57</b>	<b>73</b>
a. Beloningsbeleid	2	10	29	29
b. Beschermingsmaatregelen	2	1	6	8
c. Wijziging bestuur/RvC	5	1	6	12
d. Wijziging bestuursmodel	1	2	0	2
e. Rapportage / informatie	4	1	12	16
f. Statutaire rechten	0	1	2	2
g. Overige governance	2	0	2	4
<b>Wijziging strategie</b>	<b>26</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>25</b>
a. Verkoop of opsplitsing	15	0	0	15
b. Extra dividend of inkoop	6	0	1	7
c. Overige wijzigingen	3	0	0	3
<b>Beïnvloeden corporate event</b>	<b>21</b>	<b>6</b>	<b>43</b>	<b>58</b>
a. Openbaar bod	17	4	31	40
b. Majeure transactie	3	2	4	12
c. Uitgifte nieuwe aandelen	0	0	6	4
d. Overige events	1	0	2	2

### 5.3 Succes ratio van publieke acties naar doelstelling en type activist

Ik heb onderzocht bij welke acties de doelstelling (deels) is gerealiseerd of niet. Dit aantal succesvolle acties kan worden afgezet tegen het totale aantal acties met dezelfde doelstelling. Zo ontstaat een

beeld van de succeskans per type doelstelling, uitgedrukt in een % van het totale aantal acties met diezelfde doelstelling. Tabel 4 geeft een overzicht van het totale aantal acties, het aantal acties waarin de doelstelling (deels) is gerealiseerd en de hieruit af te leiden succes ratio, onderverdeeld per doelstelling. Uit tabel 4 blijkt dat 77 van de 156 doelstellingen wordt bereikt<sup>23</sup>. De succes ratio van publieke acties in het algemeen ligt hierdoor op 49,4% ofwel circa de helft van het totale aantal acties. De verschillen per type doelstelling zijn echter groot. Acties gericht op strategiewijziging hebben een succeskans van 80,0% (20 van 25 acties), vooral door de vele successen van acties voor verkoop of opsplitsing van de beurs-NV: 13 van 15 acties (86,7%) leiden hier tot resultaat. Acties gericht op verbetering van governance en beïnvloeding van een corporate event hebben als groep een aanmerkelijk lagere succes ratio: deze ligt met 45,2% en 41,4% onder de gemiddelde succes ratio van publieke acties in het algemeen. Dit neemt niet weg dat bepaalde acties binnen deze categorieën wel een bovengemiddelde succeskans hadden, in het bijzonder acties gericht op wijziging van het bestuur en/of de RvC (83,3%) of opheffing van beschermingsmaatregelen (62,5%). Aanmerkelijk minder succesvol zijn acties gericht op verbetering van de informatieverstrekking (25,0%) en tegen majeure transacties (16,7%). Enkele doelstellingen laten een succes ratio van 100,0% zien: wijziging bestuursmodel, statutaire rechten en overige strategiewijzigingen.

Tabel 4 geeft een overzicht van het totale aantal acties, het aantal acties waarin de doelstelling (deels) is gerealiseerd en de hieruit af te leiden succes ratio, onderverdeeld per doelstelling. Indien bij een actie sprake is van meerdere primaire doelstellingen, is de actie bij beide doelstellingen ingedeeld.

Doelstelling	Totaal aantal acties	(Deels) succes	Succes Ratio
<b>Verbeteren governance</b>	<b>73</b>	<b>33</b>	<b>45,2%</b>
a. Beloningsbeleid	29	9	31,0%
b. Beschermingsmaatregelen	8	5	62,5%
c. Wijziging bestuur/RvC	12	10	83,3%
d. Wijziging bestuursmodel	2	2	100,0%
e. Rapportage / informatie	16	4	25,0%
f. Statutaire rechten	2	2	100,0%
g. Overige governance	4	1	25,0%
<b>Wijziging strategie</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>80,0%</b>
a. Verkoop of opsplitsing	15	13	86,7%
b. Extra dividend of inkoop	7	4	57,1%
c. Overige wijzigingen	3	3	100,0%
<b>Beïnvloeden corporate event</b>	<b>58</b>	<b>24</b>	<b>41,4%</b>
a. Openbaar bod	40	21	52,5%
b. Majeure transactie	12	2	16,7%
c. Uitgifte nieuwe aandelen	4	0	0,0%
d. Overige events	2	1	50,0%

Voorts ben ik nagegaan wat de succesratio is van de verschillende typen activisten. Ondanks het feit dat institutionele beleggers weinig publieke acties voeren – zij zijn betrokken bij slechts 20 van de in totaal 148 acties (13,5%) – hebben zij wel de hoogste succes ratio: bij 12 van deze 20 acties (60,0%) is de doelstelling (deels) gerealiseerd. Dit betreft vooral acties van Nederlandse pensioenfondsen gericht tegen het beloningsbeleid. In die gevallen werd een voorgestelde salarisverhoging niet doorgevoerd of beperkt of een bonus niet volledig uitgekeerd of (deels) terugbetaald. Activistische beleggingsinstellingen zijn als groep bijna net zo succesvol als institutionele beleggers. In 32 van de 55 acties hebben zij hun doelstellingen (deels) gerealiseerd, dat komt neer op 57,4%. Dit komt vooral op het conto van acties gericht op verkoop of splitsing van de onderneming. De VEB heeft de laagste succesratio: 47 van de 107 acties leiden (deels) tot resultaat ofwel 43,9%.

<sup>23</sup> In drie zaken heb ik in de door mij geraadpleegde bronnen niet kunnen vinden wat de uitkomst van de actie was. Op een totaal van 148 acties (2,0%) zal dit de uitkomsten van mijn onderzoek niet beïnvloeden..

#### 5.4 Gerechtelijke procedures

In 26 van de 148 acties (17,6%) zijn één of meer gerechtelijke procedures gevoerd. In overgrote meerderheid zijn dit procedures bij de OK (20 van 26 acties, dus 76,9%). Deze OK procedures betreffen enquêteprocedures (10), uitkoopprocedures (8), een procedure tot vaststelling van een billijke prijs bij een verplicht openbaar bod<sup>24</sup> (1) en een procedure tot aanpassing van de jaarrekening<sup>25</sup>. In alle enquêteprocedures werden op enig moment ook onmiddellijke voorzieningen gevraagd, zoals een verbod tot het nemen of uitvoeren van een besluit tot statutenwijziging<sup>26</sup>, een verbod tot uitoefening van stemrecht op beschermingsprefs of de benoeming van onafhankelijke commissarissen met bijzondere bevoegdheden. In 2 zaken werd een kort geding gevoerd tot het verstrekken van aanvullende informatie over majeure transacties (DPA)<sup>27</sup> resp. verlenging van de aanmeldingstermijn bij een openbaar bod (KLM). In twee zaken probeerden de activisten een spoedmaatregel af te dwingen via de AFM (Hunter Douglas en Arcelor Mittal) dan wel een combinatie van een civiel kort geding en een verzoek om handhaving aan de AFM (Begemann), steeds gevolgd door beroep tegen de weigering van de AFM om dit te doen. Aldus werd in 15 van de 26 acties (57,7%) geprobeerd via een spoedvoorziening een oplossing te forceren. Het voeren van verweer in een wettelijke uitkoopprocedure (10 zaken) resp. vaststelling van een billijke prijs (1 zaak) is niet gericht op een spoedmaatregel maar op een definitieve oplossing in de vorm van een (hogere) uitkoopprijs resp. biedprijs bij een openbaar bod. Dit gold ook voor de overige 3 procedures, waarbij de inzet was vernietiging van een besluit van het bestuur tot reservering van winst om zo een groter bedrag vrij te maken voor dividend (KLM), betere voorwaarden voor de omwisseling van preferente aandelen (Unilever) en vernietiging van een besluit tot uitgifte en onderhandse plaatsing van nieuwe aandelen tegen een aanzienlijke korting (NSI).

Tabel 5 geeft per jaar een overzicht van het totale aantal publieke acties waarin een gerechtelijke procedure is gevoerd, waarbij deze acties ook worden verdeeld naar doelstelling. Tussen haakjes staat aangegeven het aantal acties per jaar waarin de doelstelling van de actie (deels) is bereikt. Hierbij is niet van belang of de procedure is gewonnen of niet. In de onderste rij staat voorts tussen haakjes het percentage van de acties waarin het doel is bereikt.

Jaar	Governance doelstelling	Strategie doelstelling	Corporate Event	Aantal acties met procedures
2004	0	0	3 (1)	3 (1)
2005	0	0	4 (2)	4 (2)
2006	1 (1)	2 (1)	2	5 (2)
2007	1 (1)	1 (1)	3 (1)	5 (3)
2008	0	1	4 (3)	5 (3)
2009	0	0	0	0
2010	0	0	2 (1)	2
2011	0	0	0	0
2012	0	0	0	0
2013	1	1	0	2 (1)
Totaal	<b>3 (2) (75,0%)</b>	<b>5 (3) (60,0%)</b>	<b>18 (8) (44,4%)</b>	<b>26 (13) (50,0%)</b>

Uit tabel 6 blijkt dat de succes ratio van acties mét procedures vrijwel hetzelfde is als die van de acties zonder procedure als geen onderscheid wordt gemaakt naar doelstelling. Alleen bij acties met

<sup>24</sup> Ex artikel 5: 80b Wft.

<sup>25</sup> Ex artikel 2: 447 BW.

<sup>26</sup> Voorbeelden zijn onder meer verhoging van de statutaire drempel voor het agenderingsrecht, toekenning van extra dividendrechten aan aandelen die langere tijd worden aangehouden (loyaliteitsdividend) of het uitbreiden van de bevoegdheden van de AVA na een geslaagd openbaar bod.

<sup>27</sup> De VEB heeft de procedure ingetrokken omdat DPA de gevraagde informatie alsnog verstreekte. Hierdoor is in deze zaak geen gerechtelijke uitspraak beschikbaar. De procedure wordt wel in publieke bronnen genoemd.

een corporate event doelstelling is sprake van een aanmerkelijk aantal acties waarin ook een procedure is gevoerd: 18 van de in totaal 58 (31,0%) acties met die doelstelling. In acties gericht op strategiewijzing wordt minder geprocedeerd, namelijk in 20% van de gevallen. De succes ratio van acties met die doelstelling is hoger als geen procedure wordt gevoerd, namelijk 85,0% in zaken zonder procedure tegenover 60,0% in zaken met procedure. Procedures in acties met een governance doelstelling zijn statistisch verwaarloosbaar: deze zien op slechts 3 van de 73 (4,1%) van de acties met die doelstelling. De 3 acties waarin wel een procedure is gevoerd zijn voor de categorie governance verbetering ook minder representatief. Ik bespreek dit verder in paragraaf 6.4.

Tabel 6 geeft een overzicht van het aantal acties met resp. zonder procedure en het totale aantal acties met steeds daarachter tussen haakjes het aantal van die acties waarin de doelstelling van de actie (deels) is behaald uitgedrukt in aantallen en als % van het aantal acties met die doelstelling.

Doelstelling	Acties met procedure / succes ratio	Acties z. procedure / succes ratio	Acties totaal / succes ratio
Governance	3 (2) (75,0%)	70 (31) (44,3%)	73 (33) (45,2%)
Strategie	5 (3) (60,0%)	20 (17) (85,0%)	25 (20) (80,0%)
Corporate event	18 (8) (44,4%)	40 (16) (40,0%)	58 (24) (41,4%)
<b>Totaal</b>	<b>26 (13) (50,0%)</b>	<b>130 (64) (49,2%)</b>	<b>156 (77) (49,4%)</b>

## 6. Bespreking van de onderzoeksresultaten en aanbevelingen

### 6.1 Ontwikkeling van publieke acties in Nederland

Vanaf 2004 neemt het aantal publieke acties toe en bereikt een hoogtepunt in de jaren 2007 en 2008. Daarna neemt het aantal acties sterk af. Dit geldt vooral voor acties die zijn gericht op verkoop of opsplitsing alsook, in mindere mate, voor acties tegen openbare biedingen en majeure transacties. Deze acties houden naar hun aard nauw verband met de overnamemarkt. Als deze gunstig is, zoals in de periode voor 2008, kunnen beurs-NV's of onderdelen daarvan gemakkelijker worden verkocht, zodat sprake zal zijn van meer openbare biedingen en majeure transacties. Indien het aantal openbare biedingen vermeld in het AFM register openbare biedingen als referentie wordt gehanteerd voor de overnamemarkt, dan blijkt inderdaad enig verband te bestaan tussen het aantal publieke acties met die doelstellingen en het aantal openbare biedingen. Het AFM register openbare biedingen vermeldt in de onderzoeksperiode 68 openbare biedingen, waarvan de overgrote meerderheid (48 ofwel ruim 70%) in de periode tot en met 2008. In 2009 is slechts één openbare bieding en ook in de jaren daarna blijft het aantal openbare biedingen onder het gemiddelde liggen. Dit bevestigt het beeld uit eerdere onderzoeken dat aandeelhoudersactivisme, in ieder geval dat van activistische beleggingsinstellingen, in belangrijke mate afhankelijk is van de overnamemarkt.

### 6.2 Typen activisten, hun beleggingsstrategie en doelstellingen

*Activistische beleggingsfondsen* bestaan uit 2 groepen: hedgefondsen en focusfondsen. Uit de data blijkt dat individuele hedgefondsen in de meeste gevallen een belang kleiner dan 5% hebben, uitzonderingen zoals Stork daargelaten. Focusfondsen zoals Teslin hebben doorgaans juist een belang van 5% of meer, mede om fiscale redenen<sup>28</sup>. De gevonden hedgefondsen zijn nagenoeg allemaal afkomstig uit de VS en het Verenigd Koninkrijk; de focusfondsen zijn vooral Nederlandse beleggingsinstellingen die zich richten op Nederlandse small- en midcaps. Hoewel beide typen activisten een geconcentreerde aandelenportefeuille aanhouden, blijkt uit raadpleging van de websites van de focusfondsen dat deze niet of slechts in beperkte mate gebruik maken van leverage en shortselling. Hedgefondsen maken daar juist relatief veel gebruik van. Aan het gebruik van

<sup>28</sup> Een aandelenbelang van 5% of meer wordt gezien als deelneming waardoor de belegger geen vennootschapsbelasting verschuldigd is over de inkomsten uit dividend of verkoop van die aandelen.

leverage en shortselling zijn aanzienlijke kosten verbonden, zoals rente en leenkosten. Voorts bestaat het risico dat de financier het krediet tussentijds opzegt of beperkt of dat de uitlener tussentijds zijn aandelen terugvraagt; dit kan gebeuren op een voor de activist ongunstig moment, waardoor hij gedwongen wordt zijn positie met verlies te sluiten. Een long only belegger heeft meer regie over zijn portefeuille dan een belegger die gebruik maakt van leverage of shortselling. Door het gebruik van leverage kan ook de waarde van de positie sterker fluctueren dan bij een long only belegging. Een long only belegger kan betere tijden afwachten, een hedgefonds heeft die mogelijkheid vaak niet. Daardoor zal een hedgefonds meer onder druk staan om op relatief korte termijn rendement te behalen zodat hij zijn positie weer kan sluiten. Dit kan het beste worden gerealiseerd door acties gericht op het verhogen van de kasstromen en/of de aandelenkoers op korte termijn. Het forceren van een openbaar bod op de beurs-NV (verkoop) of verkoop van bedrijfsonderdelen en uitkering van de opbrengsten aan de aandeelhouders (splitsing) zijn daartoe het meest geëigend. Uit mijn data blijkt dat 12 van de 15 acties met dit doel werden gevoerd door activistische hedgefondsen. De overige 3 acties (Amsterdam Commodities, TKH Groep en Simac) werden gevoerd door focusfondsen, maar hierbij betrof het de verkoop van een specifiek bedrijfsonderdeel in combinatie met verbetering van de governance; verkoop van de deelneming was re-focus voor de lange termijn.

Doelstellingen gericht op verbetering van governance leiden doorgaans niet tot een toename van kasstromen voor de aandeelhouders op afzienbare termijn. Gelet daarop passen acties met deze doestelling niet goed in de beleggingsstrategie van hedgefondsen. Voor focusfondsen kan dit wel binnen hun strategie passen wanneer de governance zodanig slecht is dat hierdoor de lange termijn waarde van de beurs-NV schade wordt toegebracht, bijvoorbeeld wanneer de beurs-NV majeure transacties verricht met insiders onder voor de beurs-NV nadelige voorwaarden of wanneer de governance structuur een belangrijke oorzaak is voor gebrekkige interne controle<sup>29</sup>. Dit zal zich in praktijk niet vaak voordoen. Governance is dan vooral een reactie op concrete misstanden.

Hoewel *institutionele beleggers* al sinds 2004 zeggen dat zij veel aandacht besteden aan verbetering van governance, blijkt dit niet uit mijn onderzoek<sup>30</sup>. In ieder geval zijn zij slechts bij 20 van de 148 publieke (13,2%) acties in de onderzoeksprocedure betrokken. In de helft van deze acties (10) gaat het om verzet van Nederlandse institutionele beleggers tegen het beloningsbeleid. Dit betrof vooral situaties waarin aan het bestuur een hoge bonus werd toegekend ondanks de slechte prestaties van de beurs-NV dan wel een beloning die naar Nederlandse maatstaven ongebruikelijk hoog was. In de meeste van die gevallen was sprake van bredere maatschappelijke kritiek op deze beloning. De meeste andere acties (6) waren gericht tegen een openbaar bod of majeure transactie; deze werden vooral gevoerd door buitenlandse vermogensbeheerders. Dit in reactie op een openbaar bod met een in hun ogen te lagen biedprijs dan wel een voorgenomen overname die had geleid tot een negatieve marktreactie. De activist probeerde hierbij het rendement van zijn bestaande aandelenbelang te vergroten. Buiten de hiervoor genoemde situaties hebben institutionele beleggers vrijwel geen publieke acties gevoerd. De vraag is dan ook of institutionele beleggers in praktijk een rol van betekenis (kunnen) spelen in de monitoring van beurs-NV's. De vraag is echter ook, of dit wel van hen kan of mag worden verwacht. Institutionele beleggers zullen doorgaans weinig financieel belang hebben bij investeren in publieke acties. Hun aandelenbezit is breed gespreid, waardoor de bijdrage van een publieke actie aan het totale portefeuillerendement doorgaans te gering zal zijn om

---

<sup>29</sup> Voorbeeld is de affaire rondom de correctie van de oliereserves door Shell in 2004. De duale structuur van Shell met holdings en besturen in twee landen zou hebben bijgedragen aan gebrekkige interne rapportage waardoor aanpassingen aan de oliereserves die upstream werden gedaan niet in de cijfers zijn verwerkt.

<sup>30</sup> De meeste grote Nederlandse institutionele beleggers zijn wel lid van Eumedion, een organisatie die zich blijkens haar website onder meer bezig houdt met de verbetering van governance bij Nederlandse beurs-NV's. Eumedion is echter niet betrokken bij publieke acties en voor zover ik kon nagaan oefent zij zelf ook geen aandeelhoudersrechten uit, maar laat zij dit – anders dan de VEB – over aan haar leden.

de kosten van een publieke actie te rechtvaardigen. Voor zover actie wordt gevoerd ligt het in de rede om deze te beperken tot de inzet van relatief goedkope actiemiddelen, zoals het schrijven van een (open) brief aan het bestuur, het uiten van kritiek in de media en het uitoefenen van stemrecht op de AVA. Voorstellen voor strategiewijziging vergen vaak aanzienlijke onderzoekskosten en gerechtelijke procedures kosten veel geld, zodat institutionele beleggers deze actiemiddelen in praktijk niet of nauwelijks zullen inzetten. Institutionele beleggers hebben voorts een fiduciaire verplichting tegenover hun klanten om een maximaal rendement te behalen op hun portefeuille, rekening houdend met de beheerskosten. De trend naar passief beleggen via indexfondsen is ook niet bevorderlijk voor actief aandeelhouderschap. Daarbij komt dat institutionele beleggers vaak ook een andere relatie hebben met de beurs-NV waardoor zij ook andere belangen hebben dan als aandeelhouder, bijvoorbeeld als bancaire financier of verzekeraar.

De VEB is veruit het meest actief en werkt ook regelmatig samen met andere typen activisten. De VEB is zelf geen belegger en heeft daarom zelf geen beleggingsstrategie of –horizon. Haar primaire doel is het versterken van de positie van (kleine) beleggers in beurs-NV's en het bevorderen van een eerlijke en transparante effectenmarkt in het belang van die beleggers. Blijkens het onderzoek richt de VEB zich vooral op het beloningsbeleid, betere informatieverstrekking en meer invloed voor (kleine) beleggers bij openbare biedingen en belangrijke gebeurtenissen. Omdat de VEB geen winstoogmerk heeft en niet gebonden is aan een beleggingsmandaat of -horizon, is zij mijns inziens de meest aangewezen activist voor acties die zich gericht op verbetering van governance.

### 6.3 Succes ratio van publieke acties en mogelijke verklaringen daarvoor

De doelstellingen van publieke acties worden in ongeveer 50% van de gevallen (deels) gerealiseerd. Er bestaan evenwel aanzienlijke verschillen tussen de typen activisten en doelstellingen. Zoals ik hierboven al aangaf, zijn type activist en doelstelling doorgaans nauw verweven.

Opmerkelijk is dat acties gericht op verkoop of splitsing van de beurs-NV een succeskans hebben van bijna 90%. Mijns inziens kan dit moeilijk worden verklaard uit de juridische positie van aandeelhouders. De AVA is naar Nederlands recht niet bevoegd tot het vaststellen van de strategie. Die bevoegdheid ligt exclusief bij het bestuur. Verkoop van de beurs-NV wordt gerealiseerd door een openbaar bod op de aandelen. Openbare biedingen zonder medewerking van het bestuur komen in Nederland weinig voor en hebben weinig kans van slagen; de statuten beperken vaak de invloed van de AVA op de samenstelling van het bestuur en de beurs-NV kan beschermingsmaatregelen inzetten. Splitsing betekent verkoop van bedrijfsonderdelen. Ook die bevoegdheid ligt exclusief bij het bestuur. Alleen in uitzonderlijke gevallen is ook goedkeuring van de AVA nodig. Dat betekent dat een aandeelhouder verkoop of splitsing in beginsel niet langs juridische weg kan afdwingen.

Mogelijk kan de hoge succes ratio van verkoop en splitsingsacties eerder worden verklaard doordat de belangen van het bestuur en die van de activist deels parallel kunnen lopen, zeker wanneer de beurs-NV door een lage waardering en/of de aandeelhoudersstructuur kwetsbaarder is voor een vijandige overname. Een lage waardering verkleint de financiële risico's voor de bidder en maakt het eerder aantrekkelijk om een bod uit te brengen. De kans van slagen van het bod wordt voorts vergroot als een belangrijk deel van de aandelen in handen is van enkele outside aandeelhouders, bijvoorbeeld institutionele beleggers, die elk een substantiële deelneming hebben en als zodanig in het AFM register zijn opgenomen. Een bidder kan proberen deze grotere aandeelhouders over te halen hun aandelen aan bieden voordat hij een openbaar bod doet; de bidder krijgt hierdoor meer zekerheid dat hij via het bod ook de meerderheid van aandelen zal verkrijgen. Ook het bestuur van de beurs-NV zal zich bewust zijn van deze factoren. Het bestuur zal een vijandige overname doorgaans willen, omdat zij hun positie kunnen verliezen als het bod slaagt. Het bestuur kan de beurs-NV minder kwetsbaar door eigen aandelen in te kopen, waardoor de winst per aandeel stijgt,



meestal stijgt dan ook de koers van het aandeel. De beurs-NV wordt dan duurder om over te nemen. Soms is het nodig om een deelneming of andere activa te verkopen om daarmee de aandeleninkoop (deels) te financieren. Als het bestuur beschikt over aandelenopties, zal zij ook zelf profiteren van een koersstijging. Zeker als de beurs-NV al langere tijd laag is gewaardeerd en de opties daardoor lage uitoefenprijzen hebben. Het eigen belang van het bestuur stelt echter ook een grens aan de mate waarin zij activa kan verkopen of uitkeringen aan aandeelhouders kan doen. Verkoop van activa maakt de omzet afhankelijk van een beperkter aantal producten en markten, waardoor het resultaat en de operationele kasstromen minder stabiel worden. Door uitkeringen aan aandeelhouders kan de solvabiliteit afnemen. Het risicoprofiel van de beurs-NV neemt daardoor toe. Dit kan juist weer leiden tot een lagere waardering en dus een koersdaling en het risico op faillissement of een vijandige overname vergroten; in dat geval verliest het bestuur alsnog zijn positie. Daarbij komt dat de hoogte van hun beloning vaak mede afhankelijk is van de omvang van de beurs-NV, zodat een sterke inkrimping van de beurs-NV op termijn ook kan leiden tot een lager salaris. Het bestuur zal daarom ergens een grens trekken en geen activa meer verkopen. Als het bestuur dan nog steeds vreest voor een vijandige overname, kan zij besluiten zelf op zoek te gaan naar een potentiële bidder die bereid is om het bestuur na de overname te handhaven en de strategie voort te zetten, ook wel aangeduid als een *white knight*. Op die manier kan het bestuur zijn eigen positie veilig stellen.

Aldus lijkt het er op dat de beurs-NV eerst deels uitvoering geeft aan de wens van de activist tot verkoop van activa en uitkering van de verkoopopbrengst aan de aandeelhouders of in ieder geval het dividend of het aandelen inkoopprogramma verhoogt. Dat het hier wellicht vooral gaat om defensieve maatregelen van het bestuur in reactie op de actie, is niet zo van belang. Het enige dat telt is het gevolg: de koers van het aandeel stijgt. Daarmee realiseert de activist zijn doel. Als de activist hierna nog ruimte ziet voor verdere koersstijging, kan hij de druk opvoeren en het bestuur mogelijk dwingen mee te werken aan verkoop van de beurs-NV aan een *white knight*. Hierdoor zal een aanvullend positief rendement worden gerealiseerd. En dit terwijl de activist nagenoeg geen juridische mogelijkheden heeft om verkoop van bedrijfsonderdelen, inkoop van eigen aandelen of verkoop van de hele beurs-NV af te dwingen. In de meeste gevallen beschikt de activist niet eens over een aandelenbelang van betekenis, waardoor zijn invloed in de AVA beperkt is.

Bij andere veel voorkomende acties lijkt de juridische positie van aandeelhouders wel een belangrijke rol te spelen, vooral bij acties over majeure transacties, informatieverstrekking en het beloningsbeleid. Deze acties hebben de laagste succes ratio: 16,7%, 25,0% en 31,0% (zie paragraaf 5.4). De aandeelhouders hebben op deze terreinen een vrij zwakke rechtspositie, die (een deel van) de verklaring kan zijn voor de lage succesratio van deze acties.

De door mij gevonden acties tegen majeure overnames waren vooral gericht tegen grote overnames dan wel tegen de verkoop van activa aan insiders tegen vermeend onzakelijke voorwaarden. De bevoegdheid tot het kopen of verkopen van deelnemingen of andere activa is een exclusieve bevoegdheid van het bestuur. Toestemming van de AVA is alleen bij zeer grote transacties noodzakelijk. Buiten die gevallen kan het bestuur de transactie zelfstandig uitvoeren. Indien de transactie wordt verricht door een insider die de AVA domineert, zal de eventueel noodzakelijke AVA goedkeuring doorgaans wel worden verleend. De 2 acties tegen majeure transacties die wel succesvol waren, zoals tegen VNU en Euronext, betroffen allen een grote overname waarvoor toestemming van de AVA nodig was en waarin de AVA niet werd gedomineerd door inside aandeelhouders. De overige 10 acties tegen majeure transacties waren niet succesvol omdat geen AVA toestemming was vereist en/of de AVA door een insider werd gedomineerd.

De door mij gevonden acties voor betere informatieverstrekking waren meestal verzoeken van de VEB aan het bestuur om een toelichting te geven op bepaalde transacties, de inhoud van afspraken met de banken of de financiële positie en vooruitzichten van de beurs-NV in het algemeen. Het

bestuur is evenwel niet verplicht om buiten de AVA informatie aan aandeelhouders te verstrekken. Een aandeelhouder kan dit ook niet afdwingen. Hem rest dan slechts de mogelijkheid om zelf een AVA bijeen te laten roepen, maar moet hij minimaal 10% van het geplaatste kapitaal houden. De VEB had nooit een dergelijk groot belang. In de 4 acties die wel succesvol waren, was sprake van bijzondere omstandigheden (DPA, Fortis, Smit Internationale en Grontmij). DPA had toestemming nodig van de AVA voor enkele overnames, die zij al had uitgevoerd. Onder druk van een procedure van de VEB heeft DPA een AVA georganiseerd waarin alsnog informatie werd verstrekt. Fortis verkeerde in grote financiële problemen en had een boete gehad van de AFM wegens onvoldoende informatieverstrekking. Het bestuur organiseerde onder druk van de VEB een informatiebijeenkomst voor aandeelhouders, die echter niet de formele status van AVA had. Smit Internationale had een openbaar bod van Boskalis afgewezen zonder de aandeelhouders hierover te informeren. Een jaar later werd de fusie tussen beide beurs-NV's alsnog een feit. Bij Grontmij was net een nieuwe CEO aangetreden die er belang bij had een goede relatie op te bouwen met de aandeelhouders. In al deze gevallen was dus sprake van een zekere kwetsbaarheid van het bestuur. Het is aannemelijk dat deze in belangrijke mate heeft bijgedragen aan het besluit van het bestuur om de aandeelhouders van meer informatie te voorzien, ook al was zij daartoe wettelijke niet verplicht. In de overige 12 acties voor betere informatieverstrekking werd geen resultaat behaald.

De door mij gevonden acties tegen het beloningsbeleid waren vooral gericht tegen de toekenning van bonussen aan het bestuur terwijl de beurs-NV slecht had gepresteerd of tegen naar Nederlandse maatstaven ongebruikelijke hoge beloningen. Niet de AVA, maar de RvC is bevoegd tot het toekennen van bonussen, mits het door de AVA vastgestelde algemene beloningsbeleid hierin voorziet. De RvC stelt het beloningsbeleid voor en dit biedt de RvC vaak ruime discretionaire bevoegdheid. De AVA kan het voorstel alleen als geheel afwijzen, maar dat komt vrijwel nooit voor. Niet de AVA, maar de RvC stelt de feitelijke beloning van de bestuurders vast. In de acties tegen beloningsbeleid die succesvol waren, was vaak sprake van brede maatschappelijke kritiek, niet alleen vanuit de aandeelhouders, maar ook vanuit vakbonden en andere maatschappelijke organisaties. Hierbij ging het vaak om een verhoging van de beloning van het bestuur terwijl sprake was van massaontslag en versoering van de arbeidsvoorwaarden van de werknemers, zoals bij TNT, of beurs-NV in financiële moeilijkheden die door de overheid of de aandeelhouders overeind moesten worden gehouden, zoals Imtech, Fortis en ING. In die gevallen was de publieke opinie bovendien zo fel tegen de beloningen gekant, dat de bestuurders mijns inziens weinig anders konden doen dan (deels) van de beloning afzien dan wel deze terugbetalen.

Ook bij acties met een bovengemiddelde kans van slagen, zoals die tegen beschermingsmaatregelen, speelt de juridische positie van de aandeelhouders vermoedelijk een grote rol. Vooral succesvol waren acties tegen certificaten die niet voldeden aan de eisen van de wet of de Corporate Governance Code en waarbij de vergadering van certificaathouders het vertrouwen in het bestuur van het STAK had opgezegd (zoals bij Wessanen, Wolters Kluwer en TMG). Een activist heeft dan een goede kans om deze certificaten juridisch aan te vechten. Verzet tegen aanpassing van de statuten had zelfs een succesratio van 100,0%, maar dit betrof uitzonderlijke gevallen, waarbij eveneens werd gehandeld in strijd met de wet: verhoging van de agenderingsdrempel bij Van der Moolen terwijl de wet dit nog niet toestond en een loyaliteitsdividend bij DSM dat met succes werd aangevochten bij de OK en dat inging tegen de gebruikelijke winstrechten voor aandeelhouders in beurs-NV's.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> DSM heeft zich bij deze uitspraak neergelegd en het voorstel ingetrokken. De Hoge Raad heeft de uitspraak van de OK vervolgens vernietigd in een – ongebruikelijke – cassatieprocedure die de Advocaat-Generaal in het belang der wet had ingesteld. DSM en de activisten waren hierbij geen partij en deze uitspraak heeft ook geen gevolg gehad voor de uitkomst van de actie.

Acties gericht op vervanging van bestuurders of de RvC zijn overwegend afhankelijk van het aantal aandeelhouders dat de actie steunt. Afhankelijk van de rechtsvorm en statuten vergt een voorstel tot ontslag van bestuurders of commissarissen en voordracht van nieuwe kandidaten 50% tot 67% van de stemmen in de AVA. Als de beurs-NV al langere tijd onderpresteert en belangrijke aandeelhouders, zoals institutionele beleggers, openlijk het vertrouwen in het bestuur hebben opgezegd, dan heeft een voorstel tot ontslag een goede kans van slagen. Dat geldt nog te meer bij gebleken fraude of omkoping. Doorgaans zal een bestuur of RvC dat dit ziet aankomen het niet op ontslag laten aankomen en zelf vertrekken. Andere succesvolle acties betroffen beurs-NV's waarin de activist belangrijke zeggenschap en soms zelfs de meerderheid van de stemrechten in de AVA had gekregen door aandelen te kopen. De activist heeft dan de stemmenmacht om een ontslag te forceren. De rechtspositie van aandeelhouders is bij deze actie dus overwegend een neutrale factor. Meer bepalend zijn het aandelenbelang van de activist en een verlies van vertrouwen in het bestuur ten gevolge van slechte financiële prestaties en/of strafbare feiten binnen de beurs-NV. Ook de succes ratio van 100% van de 2 acties voor aanpassing van het bestuursmodel kan worden toegeschreven aan dergelijke omstandigheden, te weten de samenvoeging van het bestuur van Shell naar aanleiding van de forse neerwaartse correctie van de eerder gepubliceerde oliereserves alsmede de invoering van een governance commissie bij Fortis nadat een groot deel van het concern door de Belgische, Luxemburgse en Nederlandse Staat was genationaliseerd. Daar werden enkel personele mutaties in het bestuur en de RvC kennelijk onvoldoende geacht, maar moest een nieuw bestuursmodel het vertrouwen in de beurs-NV herstellen.

De relatief hoge succes ratio voor institutionele beleggers komt grotendeels op het conto van acties tegen excessieve beloningen waartegen ook breder maatschappelijk verzet bestond. Het kan dan ook worden betwijfeld of deze successen aan institutionele beleggers kunnen worden toegerekend. Daarnaast waren zij twee keer succesvol in het verzet tegen grote overnames, maar hierbij hadden zij een sterke juridische positie omdat hiervoor in die gevallen toestemming van de AVA was vereist en diverse prominente beleggers en stemadviesbureaus zich tegen de transactie hadden uitgesproken.

De relatief hoge succes ratio van activistische beleggingsinstellingen is vooral toe te schrijven aan het succes van acties gericht op verkoop of opsplitsing van de beurs-NV. Zoals hierboven werd betoogd wordt dit succes mogelijk in belangrijke mate bepaald door de specifieke kenmerken van de beurs-NV (onderwaardering, aandeelhoudersstructuur) en eigen belangen van het bestuur. De skill van deze activisten ligt mijns inziens dan ook vooral in het selecteren van de juiste NV's en het op de juiste manier bespelen van het bestuur. De actie is wellicht minder de oorzaak van de daarop volgende verkoop of splitsing, maar meer de aanleiding, de katalyse. Hiernaar zou nader onderzoek kunnen worden verricht. De huidige dataset vind ik daarvoor te klein. Wellicht zou dit onderzoek eerst moeten worden verricht in de VS, aangezien het daar om veel meer acties gaat. Volgens Greenwood & Schor (2009) kan het positieve abnormale rendement van activistische hedgefondsen vooral worden toegeschreven aan het succesvol forceren van een verkoop of overname, maar hun onderzoek gaat niet in op de mogelijke oorzaken voor dit succes.

De relatief lagere succes ratio van de VEB wordt mogelijk mede veroorzaakt door (a) de doelstellingen van ten minste een deel van de acties van de VEB en (b) financiële en juridische beperkingen. De acties van de VEB die zich richten op het beloningsbeleid en informatieverstrekking hebben weinig kans van slagen omdat deze meestal juridisch niet kunnen worden afgedwongen en omdat steun vanuit andere aandeelhouders of de publieke opinie vaak uitblijft, tenzij sprake is van bijzondere omstandigheden dreigende déconfiture of strafbare feiten. Voor acties gericht op wijziging van de samenstelling van het bestuur en/of naar aanleiding van openbare biedingen geldt dat hiervoor stemmenmacht en dus aandelenbelang beslissend is. Ook voor het kunnen voeren van een enquêteprocedure, het doen van agendavoorstellen voor de AVA of het zelf bijeenroepen van een

AVA is een aanmerkelijk aandelenbelang vereist. De VEB heeft zelf niet de middelen om grote aandelenbelangen nemen, waardoor zij vaak afhankelijk zal zijn van steun van grote aandeelhouders die bereid zijn om het initiatief te nemen voor een actie of een actie van de VEB te ondersteunen. Gegeven deze beperkingen doet de VEB het met een succes ratio van 43,9% nog heel goed.

#### 6.4 Gerechtelijke procedures

Uit de resultaten blijkt dat meer dan de helft van de procedures is gericht op het forceren van een oplossing in conflicten over openbare biedingen en andere change of control situaties. De daartoe meest geëigende procedures zijn een verzoek om onmiddellijke voorzieningen in het kader van een enquêteprocedure bij de OK, een kort geding bij de civiele rechter of een verzoek aan de AFM om in te grijpen bij een openbare bieding op grond van de Wet op het financieel toezicht, gevolgd door een procedure bij de bestuursrechter als de AFM dit verzoekt niet inwilligt<sup>32</sup>. Hiermee kan een activist proberen de regie te (her)krijgen over het change of control proces dan wel zijn positie in onderhandelingen met de beurs-NV en/of de bieder hierover te versterken. Dit wordt ook wel aangeduid als 'tactical litigation'. Met name de OK heeft zich hiervoor ontvankelijk getoond.

De overige procedures hebben zijn meer fundamenteel van aard en beogen meestal om de rechter een concreet bedrag te laten vaststellen aan uitkoopvergoeding of schadeloosstelling. Deze procedures duren meestal enkele jaren en vergen dus een lange adem.

De succes ratio van acties mét procedure is vrijwel hetzelfde als de succes ratio van acties zonder procedure als geen onderscheid wordt gemaakt naar doelstelling. Alleen bij corporate event acties is sprake van een zodanig aantal procedures (18 van 58 acties ofwel 31,0%) dat hieraan wellicht enige statistische betekenis kan worden toegekend. Bij dit type acties wordt de kans op het realiseren van de doelstelling volgens de gevonden data niet vergroot door een gerechtelijke procedure te starten. In praktijk betreft dit vooral procedures tegen openbare biedingen of in uitstotingsprocedures na gestanddoening van het bod. Aandelenbelang is bij een openbaar bod veel zwaarwegender dan de juridische positie. Als een groot deel van de aandeelhouders zijn aandelen niet aanbiedt, dan zal de bieder zijn biedprijs moeten verhogen of af moeten zien van het bod. Indien sprake is van meerdere openbare biedingen of de markt de kans op een biedingenstrijd hoog inschat, dan zullen aandeelhouders minder snel geneigd zijn om hun aandelen direct aan te bieden. Verhogingen van de biedprijs tijdens het biedingsproces zullen vooral hierdoor worden bepaald, niet door het voeren van gerechtelijke procedures. Ik acht het dan ook niet aannemelijk dat causaal verband bestaat tussen de procedure en de eventuele verhoging van de biedprijs of het niet doorgaan van het bod<sup>33</sup>. Voor uitkoopprocedures geldt nog dat het strikt genomen niet nodig is om inhoudelijk verweer te voeren tegen de uitkoopvordering, omdat de OK deze ambtshalve moet beoordelen. In meerdere zaken heeft de OK ambtshalve een hogere uitkoopvergoeding vastgesteld zonder dat inhoudelijk verweer was gevoerd. Ook hier is het dus moeilijk om een causaal verband aan te tonen.

Voor acties met andere doelstellingen geldt dat daarin te weinig procedures worden gevoerd dan wel de zaken waarin dit wel gebeurt te specifiek zijn om op basis daarvan algemene uitspraken te kunnen doen over de mate waarin een procedure in die acties bijdraagt aan de kans op succes. De procedures gericht op een change of control ter bevordering van een strategiewijziging waren

---

<sup>32</sup> In mijn advocatenpraktijk ervaar ik ook zelf dat de bestuursrechter besluiten van financiële toezichthouders alleen in uitzonderlijke gevallen vernietigt. Het CBB kent de AFM een ruime discretionaire bevoegdheid toe in de wijze waarop zij invulling geeft aan haar toezicht op openbare biedingen.

<sup>33</sup> Activisten starten meestal pas een procedure als het bod naar verwachting zal slagen omdat de bieder al veel aandelen bezit of al veel aandelen zijn aangeboden. De activist probeert met een procedure alsnog een spaak in het wiel te steken, maar dit kan vrijwel nooit voorkomen dat het bod toch gestand wordt gedaan. De rechter zal niet snel geneigd zijn om een openbaar bod te blokkeren dat al door de grote meerderheid van de aandeelhouder is aanvaard en die aanzienlijke schade zouden leiden door het blokkeren van het bod.

juridisch meestal niet succesvol, maar de doelstelling werd daarbij vaak toch (deels) gerealiseerd. Dit ondersteunt mijn stelling dat het succes van dit soort acties niet zozeer wordt bepaald door de juridische positie van de aandeelhouders, maar eerder door andere factoren, zoals de marktwaarde van de beurs-NV, de aandeelhoudersstructuur en eigen belangen van het bestuur. Procedures in acties met een governance doelstelling zijn statistisch verwaarloosbaar: deze zien op slechts 3 van de 73 (4,1%) van de acties met die doelstelling. De 3 acties waarin wel een procedure werd gevoerd, betroffen unieke situaties die niet representatief zijn voor de categorie governance in het algemeen: invoering van loyaliteitsdividend bij DSM, het KLM bestuur dat jaren achter elkaar besloot om de winst grotendeels te reserveren om het dividend voor de aandeelhouders gelijk te houden aan het lage dividend dat werd uitgekeerd door haar moedermaatschappij Air France en het aanvechten van aan AVA besluit bij DPA waarin met terugwerkende kracht en op basis van onvolledige informatie goedkeuring werd verleend aan een aantal majeure overnames. Deze procedures zagen dus niet op meer representatieve doelstellingen zoals het beloningsbeleid of beschermingsmaatregelen.

Al bij al kan uit de gevonden data dan ook niet de conclusie worden getrokken dat het voeren van een procedure de kans van slagen van een actie in het algemeen vergroot. In de zaken met procedures waarin de doelstelling (deels) werd gerealiseerd was dit vermoedelijk meer toe te rekenen aan andere factoren dan aan de juridische positie of het voeren van de procedure. Dit is hooguit anders voor procedures die waren gericht tegen besluiten in strijd met de wet, de Corporate Governance Code of marktgebruiken. In die gevallen trok de beurs-NV het besluit doorgaans in.

#### 6.5 Aanbevelingen

Mijn onderzoek kan relevant zijn voor beleidsmakers. De regering beoogt om de positie van aandeelhouders te versterken om een te grote machtsconcentratie bij het bestuur te voorkomen. Anderzijds wil de regering acties gericht op verkoop of splitsing van de onderneming of uitkering van kasmiddelen voorkomen wanneer dit schadelijk wordt geacht voor de lange termijn belangen van de beurs-NV of haar stakeholders. Geforceerde overname en splitsing kan leiden tot verlies van werkgelegenheid en vertrek van belangrijke economische activiteiten uit Nederland. De regering heeft de oplossing hiervoor tot dusver vooral gezocht in het uitbreiden dan wel beperken van de aandeelhoudersrechten. Mijn onderzoek geeft aanwijzingen dat dit mogelijk niet de juiste aanpak is.

Mijn onderzoek geeft aanwijzingen dat het succes van acties gericht op verkoop en splitsing niet wordt bepaald door de juridische positie van de aandeelhouders, maar mogelijk veel meer door andere factoren, zoals de marktwaarde van de beurs-NV, de aandeelhoudersstructuur en het beloningsbeleid. Het inperken van aandeelhoudersrechten zal daarom vermoedelijk geen wezenlijke belemmering vormen voor verkoop of splitsing acties. Wellicht biedt de relatief zwakke rechtspositie van aandeelhouders het bestuur juist te veel vrijheid om te lang vast te houden aan een falende strategie of om majeure transacties te verrichten die de lange termijn ondernemingswaarde verminderen, waardoor de beurswaarde daalt en de beurs-NV juist kwetsbaar wordt voor verkoop en splitsingsacties van hedgefondsen. Dat zou er dus juist voor pleiten om de bevoegdheden van de AVA eerder te vergroten dan te verkleinen, in ieder geval ten aanzien van strategische beslissingen die bepalend zijn voor de toekomst van de beurs-NV. Hierbij denk ik aan een verruiming van de reikwijdte van artikel 2: 107a BW door verlaging van de drempelwaardes voor transacties waarvoor goedkeuring van de AVA is vereist. Voorts dient de toestemming ook te gelden voor majeure investeringen in activa of productontwikkeling. Immers, ook dergelijke grote investeringen kunnen bij verkeerde besluitvorming de continuïteit van de NV in gevaar brengen. Deze investeringen vallen nu nog niet expliciet onder het bereik van artikel 2: 107a. Door de AVA meer controle te geven over majeure transacties en investeringen krijgt de AVA meer mogelijkheden om te voorkomen dat het bestuur te grote risico's neemt. Uiteindelijk dragen de aandeelhouders ook dit risico.

In de tweede plaats blijkt uit mijn onderzoek dat van de in totaal 148 acties slechts 15 acties waren gericht op verkoop of splitsing van beurs-NV's, waarvan er slechts 12 werden gestart door activistische hedgefondsen en die, gezien hun aard en uitvoering, mogelijk vooral waren gericht op het realiseren van een korte termijn rendement. Dat is slechts 8,1% van het totale aantal acties. Aldus zijn de acties van hedgefondsen zeker niet representatief voor activisme in het algemeen.

De meeste sinds 2008 ingevoerde beperkingen van de aandeelhoudersmacht raken echter alle typen aandeelhouders en niet slechts activistische hedgefondsen. Het aantal verkoop en splitsing acties van hedgefondsen is sinds 2013 weer sterk toegenomen,<sup>34</sup> dus kennelijk vormen de nieuwe regels geen belemmering voor deze acties. Anderzijds worden acties voor verbetering van de governance die de regering zegt te willen bevorderen door deze nieuwe regels mogelijk wél belemmerd. In het bijzonder de verhoging van de drempel voor het agenderingsrecht naar 3% vind ik een onwenselijke ontwikkeling. Non-profit organisaties zoals de VEB bezitten zelf onvoldoende aandelen om onderwerpen op de agenda te zetten. Bij beurs-NV's met een hoge marktwaarde beschikken zelfs grote institutionele beleggers doorgaans niet over een 3% belang. Daardoor zullen terechte zorgpunten van aandeelhouders in veel gevallen niet op de agenda van de AVA terecht komen. Dat klemmt, omdat de AVA de enige plaats is waar het bestuur verplicht is tot het verstrekken van informatie aan- en het voeren van overleg met de aandeelhouders en waar die discussie in openheid wordt gevoerd<sup>35</sup>. Gelet daarop ben ik voorstander van verlaging van de drempel voor het agenderingsrecht naar 1% resp. een aandelenbelang met een marktwaarde van € 250.000,00. Dit sluit aan bij de drempel waarboven aandeelhouders het bestuur kunnen verzoeken om informatie door te sturen aan de andere bekende aandeelhouders die betrekking heeft op een punt op de agenda van de AVA<sup>36</sup>.

Uit mijn onderzoek blijkt voorts dat de VEB een onmisbare rol speelt bij acties gericht op verbetering van governance. De positie van de VEB zou daarom moeten worden versterkt door aan de VEB een zelfstandige bevoegdheid toe te kennen om een enquêteverzoek in te dienen. Die bevoegdheid kan ook worden verleend aan soortgelijke organisaties zoals Eumedion die voldoen aan eisen van deskundigheid en representativiteit. Deze organisaties dienen wel aandeelhouder te zijn in de betreffende beurs-NV, maar de omvang van dit aandelenbelang dient niet relevant te zijn. Daarmee wordt een belangrijke drempel voor de VEB en soortgelijke organisaties weggenomen om zelfstandig een enquêteprocedure te starten indien de beurs-NV governance regels overtreedt.

Tot slot enkele aanbevelingen voor aandeelhouders die overwegen een publieke actie te starten.

De kans van slagen van een actie is mede afhankelijk van specifieke factoren, die per doelstelling kunnen verschillen. Door na te gaan of die factoren zich voordoen kan een betere inschatting worden gemaakt van de kans van slagen van de actie. Ik beperk mij hierbij tot de meest voorkomende doelstellingen, die 120 (81,1%) van de 148 door mij gevonden acties vertegenwoordigen. Acties tegen hoge beloningen zijn in praktijk alleen succesvol als het vertrouwen van de diverse stakeholders in het bestuur sterk is afgenomen door aanhoudende en sterke koersdalingen en/of massaontslag van werknemers. Hetzelfde geldt voor acties gericht tegen beschermingsmaatregelen, waarbij de aanvullende eis geldt dat die maatregelen in strijd zijn met de wet, Code of met marktgebruiken. Acties voor meer informatie hebben weinig kans van slagen als deze informatie buiten de AVA wordt gevraagd. Ook hier kan dit alleen anders zijn indien het vertrouwen in het bestuur al sterk is afgenomen door slechte financiële prestaties, materiele correcties van eerder gepubliceerde cijfers of het bekend worden van strafbare feiten. Acties voor verkoop of splitsing

---

<sup>34</sup> Zie onder meer het in Hoofdstuk 1 genoemde FD artikel.

<sup>35</sup> Bilaterale contacten tussen beurs-NV's en grote aandeelhouders brengen het risico dat koersgevoelige informatie wordt gedeeld die niet voor andere aandeelhouders beschikbaar is.

<sup>36</sup> Art. 49c lid 1 Wet giraal effectenverkeer

hebben vooral kans van slagen als de beurs-NV kwetsbaar is voor een vijandige overname door een lage waardering en relatief veel outside aandeelhouders met een substantiële deelneming. Ook bevorderlijk zijn de aanwezigheid van vrij uitkeerbare reserves en van bedrijfsonderdelen en andere activa die zelfstandig kunnen worden verkocht zonder dat dit negatieve gevolgen heeft voor de operaties van het concern als geheel. Acties tegen een openbaar bod zijn alleen kansrijk als grote aandeelhouders het bod afwijzen of wachten met het aanbieden van hun aandelen omdat zij rekening houden met een hoger (concurrerend) bod. Acties tegen majeure transacties hebben alleen een reële kans van slagen als hiervoor volgens de wet toestemming van de AVA nodig is en de AVA niet wordt gedomineerd door inside aandeelhouders die belang hebben bij de bewuste transactie.

In mijn onderzoek heb ik geen bewijs gevonden dat het voeren van een gerechtelijke procedure de kans van slagen van de hierboven genoemde typen acties in algemene zin zou vergroten. Gezien de hoge kosten van procedures is het raadzaam dat activisten deze alleen starten indien sprake is van een besluit van het bestuur of de AVA in strijd met de wet of de Corporate Governance Code dan wel van andere bijzondere omstandigheden.

### **Literatuuroverzicht**

- R. Abma & Z. Tali, De rol van aandeelhouders bij vijandige overnames, in: D. Busch & M.P. Nieuwe Weme (red.), Christels Koers, Serie Onderneming en Recht Deel 79, Kluwer, Deventer 2013, p. 27-43 (Abma & Tali, 2013)
- L. Bebchuk, A. Cohen & A. Ferrell, What Matters in Corporate Governance?, Oxford University Press, November 2008 (Bebchuk et al., 2008)
- M. Becht, J. Franks & J. Grant, Hedge Fund Activism in Europe, ECGI, May 2010 (Becht et al., 2010)
- M. Becht, J. Franks & J. Grant, The Returns to Hedge Fund Activism: an International Study, ECGI, revised 10 March, 2013 (Becht et al., 2013)
- S. Bhagat & B. Bolton, Corporate governance and firm performance, Journal of Corporate finance 14 (2008), 257-273 (Bhagat & Bolton, 2008)
- J. Biesheuvel-Holtinga, A.A. Bootsma & H.M. Vletter-Van Dort, De relatie tussen de raad van commissarissen en aandeelhouders(vergadering bij beursvennootschappen, Tijdschrift Ondernemingsrecht 2012/29, (Biesheuvel et al., 2013)
- W.W. Bratton, hedge Funds and Governance Targets, The Georgetown Law Journal, 15 (2007) 1375-1432 (Bratton, 2007)
- A. Brav, W. Jiang, F. Partnoy & R. Thomas, the Returns to Hedge Fund Activism, June 2008, Journal of Finance (Brav et al., 2008)
- C.D.J. Bulten & C.J.H. Jansen, Rechterlijk activisme: waar liggen de grenzen van rechtsvorming door de Ondernemingskamer?, Tijdschrift Ondernemingsrecht 2015/20 (Buiten & Jansen, 2015)
- C.P. Clifford, Value creation or destruction: Hedge funds as shareholder activists, Journal of Corporate Finance 14 (2008), 323-336
- P. Cziraki, L. Renneboog & P. Szilagyi, Shareholder Activism through Proxy Proposals: The European Perspective, European Financial Management, Vol 16, No 5, 2010, 738-777 (Cziraki et al, 2010)
- E.J.M. Gifford, Effective Shareholder Engagement: The Factors that Contribute to Shareholder Salience, Journal of Business Ethics (2010) 92: 79-97 (Gifford, 2010)
- S.L. Gillan & L.T. Starks, Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors, Journal of Financial Economics 57 2000 275-305 (Gillan & Starks)
- M. Goranova & L.V. Ryan, Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review, Journal of Management Vol 40 No 5, July 2014 1210-1268 (Goranova & Ryan, 2014)

- R. Greenwood & M. Schor, Investor activism and takeovers, *Journal of Financial Economics* 92 (2009) 362-375 (Greenwood & Schor, 2009)
- A. de Jong, D.V. DeJong, G. Mertens & C.E. Wasley, the role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands, *Journal of Corporate Finance* 11 (2005) 473-503 (De Jong et al., 2005)
- A. de Jong, G. Mertens & P. Roosenboom, Shareholders' Voting at General Meetings: evidence from the Netherlands, *J Manage Governance* (2006) 10: 353-380 (De Jong et al., 2006)
- A. de Jong, P.J.G. Roosenboom, M.J.C.M. Verbeek & P. Verwijmeren, Hedgefondsen en Private Equity in Nederland, RSM Erasmus Universiteit, oktober 2007 (De Jong et al., 2007)
- J.M. de Jongh, Gij zult splitsen! Instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen, *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2007/11 (De Jongh, 2007)
- M. de Jongh, Kortetermijngedrag op de aandelenmarkten: een beschouwing naar aanleiding van de Kay Review, *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2012/107 (De Jongh, 2012)
- A. Klein & E. Zur, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, *Journal of Finance* Vol LXIV No 1, februari 2009 (Klein & Zur, 2009)
- A.B.M. Kohn, Beschermingsconstructies nader bezien, *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2010/5, 125-129 (Kohn, 2010)
- H. Koster, Wet corporate governance nader bericht, *Bedrijfsjuridische berichten* 2013/11 (Koster, 2013)
- F. LaPorta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer & R. Vishny, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics* 58 (2000) 3-27
- R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccine?, *tijdschrift Ondernemingsrecht* 2006/77 (Maatman & Raaijmakers, 2006)
- F.G.K. Overkleeft, Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning, *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2008/157 (Overkleeft, 2009)
- G.T.M.J. Raaijmakers, Beleggers, aandeelhouders en de AVA, *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2005/38 (Raaijmakers, 2005)
- M.J.G.C. Raaijmakers, Forumbank (1955) Revisited, verschuivende machtsverhoudingen binnen een beurs-NV, *Ars Aequi* 55 (2006) 7/8 (Raaijmakers, 2006)
- M.J.G.C. Raaijmakers & G.J.H. van der Sangen, Enquêterecht en beursvennootschappen: een anomalie?, *tijdschrift voor vennootschaps- en rechtspersonenrecht* 2014-3 (Raaijmakers & Van der Sangen, 2015)
- L. Renneboog & P.G. Szilagyi, The Success and Relevance of Shareholder Activism through Proxy Proposals, *ECGI*, 2007 (Renneboog & Szilagyi, 2007)
- R. Romano, Less is More: Making Institutional Investor Activism A Valuable Mechanism of Corporate Governance, *Yale Law School, Faculty Scholarship Series*, paper 1916 (Romano, 2001)
- D.A.M.H.W. Strik, To play or to be in play, over preventieve van aandeelhoudersactivisme, *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2007/6 (Strik, 2007)
- C. Van der Elst, A. de Jong & T. Raaijmakers, Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen, *Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, 24 oktober 2007 (Van der Elst et al., 2007)
- A.F. Verdam, Diversiteit in insitutionele beleggers: verschil in opstelling als aandeelhouder? Een verkenning, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2005/6 (Verdam, 2005)
- H.M. Vletter-van Dort, het stemgedrag van institutionele beleggers, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*, 2007-5 (Vletter-Van Dort, 2007)



## **Overzicht van rechtspraak**

### Hoge Raad

- Hoge Raad, 18 april 2003, AF2161 (Rodamco North America / VEB c.s.)
- Hoge Raad, 18 november 2005, AU2465 (Franklin Mutual c.s. / Unilever)
- Hoge Raad, 30 juni 2006, AX6622 (Mellon c.s. / Unilever)
- Hoge Raad, 13 juli 2007, BA7970 (VEB c.s. / ABN AMRO)
- Hoge Raad, 14 september 2007, BA4877 (Centaurus c.s. / Versatel)
- Hoge Raad, 14 december 2007, BB3523 (Franklin Mutual c.s. / DSM)
- Hoge Raad, 9 juli 2010, BM0976 (Hermes c.s. / ASMI)
- Hoge Raad, 30 maart 2012, BV1435 (Hermes c.s. / ASMI II)

### Gerechtshof Amsterdam

- Hof Amsterdam (OK), 23 september 2004, AR3600 (Libertel / uitkoop I)
- Hof Amsterdam (OK), 21 december 2004, AR7861 (Franklin Mutual c.s. / Unilever)
- Hof Amsterdam (OK), 27 september 2005, AU3472 (Centaurus c.s. / Versatel)
- Hof Amsterdam (OK), 14 december 2005, AU8151 (Centaurus c.s. / Versatel II)
- Hof Amsterdam (OK), 23 december 2005, AU9146 (Frijters c.s. / Begemann Groep I)
- Hof Amsterdam (OK), 24 maart 2006, AV 6564 (Centaurus c.s. / Versatel III)
- Hof Amsterdam (OK), 13 juli 2006, AY7972 (Libertel / uitkoop II)
- Hof Amsterdam (OK), 8 december 2006, AZ4007 (Centaurus c.s. / Versatel IV)
- Hof Amsterdam (OK), 28 december 2006, AZ5403 (Frijters c.s. / Begemann Groep II)
- Hof Amsterdam (OK), 17 januari 2007, AZ6440 (Centaurus c.s. / Stork I)
- Hof Amsterdam (OK), 26 januari 2007, AZ7094 (Centaurus c.s. / Stork II)
- Hof Amsterdam (OK), 12 februari 2007, AZ8209 (Centaurus c.s. / Versatel V)
- Hof Amsterdam (OK), 28 maart 2007, BA1717 (Franklin Mutual c.s. / DSM)
- Hof Amsterdam (OK), 3 mei 2007, BA4395 (VEB c.s. / ABN AMRO)
- Hof Amsterdam (OK), 13 juni 2007, BA8556 (Centaurus c.s. / Versatel VI)
- Hof Amsterdam (OK), 28 maart 2007, BA 1717 (Franklin Mutual c.s. / DSM)
- Hof Amsterdam (OK), 20 december 2007, BC0800 (Trafalgar c.s. / Shell)
- Hof Amsterdam (OK), 28 december 2007, BC1057 (AFM / Spyker)
- Hof Amsterdam (OK), 17 april 2008, BC9804 (VEB c.s. / ABN AMRO)
- Hof Amsterdam (OK), 15 mei 2008, BD1687 (VNU / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 15 mei 2008, BD1680 (Euronext / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 20 mei 2008, BD 2197 (Hermes c.s. / ASMI I)
- Hof Amsterdam (OK), 27 juni 2008, BD6381 (Hermes c.s. / ASMI II)
- Hof Amsterdam (OK), 29 juni 2008, AZ1093 (Volker Wessels / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 23 oktober 2008, BG1422 (VEB c.s. / Schuitema)
- Hof Amsterdam (OK), 28 oktober 2008, BG3438 (Numico / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 3 februari 2009, BH1658 (VEB c.s. / Schuitema II)
- Hof Amsterdam (OK), 13 mei 2009, BI3721 (Hermes c.s. / ASMI III)
- Hof Amsterdam (OK), 5 augustus 2009, BJ4688 (Hermes c.s. / ASMI IV)
- Hof Amsterdam (OK), 21 augustus 2009, BJ5764 (VEB c.s. / Schuitema III)
- Hof Amsterdam (OK), 3 maart 2010, BM0597 (Hermes c.s. / Océ)
- Hof Amsterdam (OK), 21 oktober 2010, BO9265 (Smit Internationale / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 7 december 2010, BO6899 (Corporate Express / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 1 februari 2011, BP3801 (Unibail-Rodamco / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 14 april 2011, BQ1233 (Hermes c.s. / ASMI V)
- Hof Amsterdam, 15 november 2011, BV1255 (VEB c.s. / KLM inz. dividend)

- Hof Amsterdam (OK), 20 december 2011, BV2310 (Draka Holding / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 31 januari 2012, BV7328 (DIM Vastgoed / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 21 februari 2012, BV7343 (Crucell / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 3 april 2012, BW4132 (Gamma Holding / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 10 juli 2012, BX4162 (Gucci / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 18 september 2012, BX9512 (Océ / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 12 maart 2013, BZ4591 (Hitt / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 13 juli 2013, 2326 (Lost Boys International / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 6 september 2013, (Cryo-Save/ Salveo Holding)
- Hof Amsterdam (OK), 5 november 2013, 4767 (Mediq / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 26 november 2013, 4947 (Octoplus / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 9 januari 2014, (Emarcy / KLM)
- Hof Amsterdam (OK), 8 april 2014, 1087 (D.E. Master Blenders / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 15 april 2014 (Wegener / uitkoop)
- Hof Amsterdam (OK), 31 maart 2015, 1216 (DIM Vastgoed / uitkoop)

#### College van Beroep voor het Bedrijfsleven

- CBB (voorzieningenrechter), 27 december 2005, AU9138 (Frijters c.s. / AFM inz. Begemann)
- CBB, 5 januari 2006, AU9145 (Frijters c.s. / AFM inz. Begemann)
- CBB, 7 juni 2012, BW7748 (Trafalgar c.s. / AFM inz. Arcelor Mittal)

#### Rechtbank Amsterdam

- Rechtbank Amsterdam (Voorzieningenrechter), 29 april 2004, AO8630 (VEB / KLM)
- Rechtbank Amsterdam, 1 september 2010, BN5569 (VEB / KLM inz. dividend)
- Rechtbank Amsterdam, 26 november 2014, HA ZA 14/160 (VEB/ NSI)<sup>37</sup>

#### Rechtbank Rotterdam

- Rechtbank Rotterdam, 10 december 2008, BG7839 (Trafalgar c.s. / AFM inz. Arcelor Mittal)
- Rechtbank Rotterdam, 29 september 2010, BO0170 (Fursa c.s. / Unilever)
- Rechtbank Rotterdam, 17 december 2010, BP8928 (Fursa c.s. / Unilever II)

#### Rechtbank Den Haag

- Rechtbank Den Haag (Voorzieningenrechter), 17 maart 2015, 2015: 3452 (Boskalis/Fugro)

---

<sup>37</sup> Niet gepubliceerd op [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl), wel beschikbaar op [www.nsi.nl](http://www.nsi.nl).