

**UNIVERSITEIT GENT**

**FACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSKUNDE**

ACADEMIEJAAR 2014 – 2015

**DE ROL VAN INSTITUTIONELE BELEGGERS IN  
BELGIË**

Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van

Master of Science in de  
Toegepaste Economische Wetenschappen: Handelsingenieur

**Aswin Pyck**

**onder leiding van**

**Prof. Dr. Abigail Levrau  
Prof. Dr. Regine Slagmulder**

**PERMISSION**

Ondergetekende verklaart dat de inhoud van deze masterproef mag geraadpleegd en/of gereproduceerd worden, mits bronvermelding.

Aswin Pyck

## Woord vooraf

Deze masterproef is het finale proefstuk naar het behalen van mijn diploma Master of Science in de TEW: Handelsingenieur met afstudeerrichting financiering. Via dit voorwoord wil ik een aantal personen bedanken voor de steun.

Ten eerste zou ik graag mijn promotor Professor Dr. Abigail Levrau bedanken voor haar medewerking en advies bij het maken van deze masterproef. Daarnaast wil ik mijn vriendin, vrienden en medestudenten vermelden voor hun steun tijdens de afgelopen periode aan de UGent. Tenslotte wil ik ook nog mijn ouders bedanken die me de kans gaven om verder te studeren.

Aswin Pyck

Poperinge, mei 2015.

# Inhoudstafel

<b>Inleiding</b>	<b>1</b>
<b>Deel 1</b>	<b>2</b>
<b>Hoofdstuk 1</b>	<b>Institutionele beleggers ..... 3</b>
1.1	Definitie ..... 3
1.2	Categorieën..... 5
1.2.1	Klassieke indeling ..... 5
1.2.2	Overige types van institutionele beleggers ..... 8
1.3	Economische belang van institutionele beleggers ..... 11
1.3.1	Geschiedenis van de Belgische fondsensector ..... 11
1.3.2	Determinanten voor de groei van institutionele beleggers..... 11
1.3.3	De rol van institutionele beleggers in de financiële markten ..... 12
1.4	Omvang en evolutie van institutionele beleggers in België ..... 16
1.4.1	Activa van de ICB's in België ..... 16
1.4.2	De grootte van institutionele beleggers in België..... 19
1.4.3	België in vergelijking met de buurlanden ..... 22
<b>Hoofdstuk 2</b>	<b>Beleggingsanalyse ..... 23</b>
2.1	Investeringsbeslissing ..... 23
2.1.1	Asset Allocation..... 24
2.1.2	Manager Selection ..... 26
2.1.3	Security Selection..... 27
2.2	Performance management..... 28
2.3	Internationale portfolio's..... 29
2.4	Recente trends..... 30
2.4.1	Duurzaam en ethisch investeren (SRI / CSR / ESG)..... 30
2.4.2	High Frequency Traders (HFT) ..... 32
2.5	Asset allocation in België ..... 33
<b>Hoofdstuk 3</b>	<b>Institutionele beleggers en corporate governance ..... 35</b>
3.1	Definitie en theoretische basis van corporate governance..... 35
3.2	Corporate governance en corporate performance ..... 36
3.3	Corporate governance in een internationale context ..... 38
3.4	Institutionele aandeelhoudersbetrokkenheid..... 40
3.4.1	Het belang van institutionele aandeelhoudersbetrokkenheid ..... 40

3.4.2	Determinanten van institutionele aandeelhoudersbetrokkenheid.....	41
3.4.3	Niveaus van institutionele aandeelhoudersbetrokkenheid.....	42
3.4.4	De aandeelhoudersvergadering in België.....	42
3.5	Institutionele aandeelhouderspassiviteit.....	45
3.5.1	Kosten en opbrengsten van monitoring.....	45
3.5.2	Belangenconflicten.....	46
3.5.3	Rol van volmachtadviseurs.....	47
3.6	Corporate governance codes m.b.t. institutionele beleggers.....	49
3.6.1	België: Code 2009.....	49
3.6.2	Verenigd Koninkrijk: Stewardship Code.....	49
3.6.3	Europa.....	50
3.6.4	International Corporate Governance Network (ICGN).....	52
3.6.5	OESO.....	53
<b>Deel 2.....</b>		<b>54</b>
<b>Hoofdstuk 4 Empirisch onderzoek: het institutioneel landschap in België.....</b>		<b>55</b>
4.1	Doelstelling.....	55
4.1.1	Centrale onderzoeksvraag.....	55
4.1.2	Hypothesen.....	56
4.2	Gegevensverzameling.....	57
4.2.1	Asset allocation per type institutionele belegger.....	57
4.2.2	Groei van de institutionele beleggers.....	58
4.2.3	Governance indicatoren (country-level).....	60
4.2.4	BBP.....	62
4.2.5	Inflatie.....	62
4.2.6	Institutioneel aandeelhouderschap in België.....	63
4.3	Methode.....	64
4.3.1	Verklaring voor de groei van institutionele beleggers.....	64
4.3.2	Verklaring voor de investeringen.....	66
4.3.3	Verklaring van de governance indicatoren.....	67
4.3.4	Verklaring voor de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid.....	67
4.4	Resultaten.....	68
4.4.1	Verklaring voor de groei van institutionele beleggers.....	68
4.4.2	Verklaring voor de investeringen.....	70
4.4.3	Verklaring van de governance factoren.....	76
4.4.4	Verklaring voor institutionele aandeelhoudersaanwezigheid in België.....	77
4.5	Besluit.....	78
4.6	Bijlagen.....	80
<b>Hoofdstuk 5 Empirisch onderzoek: het institutioneel aandeelhouderschap in Belgische ondernemingen.....</b>		<b>85</b>
5.1	Doelstelling.....	85
5.1.1	Centrale onderzoeksvraag.....	85
5.1.2	Hypothesen.....	86
5.2	Methode.....	87
5.3	Resultaten.....	88

5.3.1	Aandeelhoudersstructuur in Bel 20 .....	88
5.3.2	Aandeelhoudersstructuur in BEL MID .....	95
5.4	Conclusie.....	99
<b>Conclusie</b>	<b>103</b>	
<b>Bibliografie</b>	<b>110</b>	

## Lijst gebruikte afkortingen

BEAMA	Belgian Asset Managers Association
BVPI	Belgische Vereniging van Pensioeninstellingen
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CSR	Corporate Social Responsibility
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
ESG	Environmental, Social & Governance
FRC	Financial Reporting Council
HFT	High Frequency Trading
ICB	Instellingen voor Collectieve Belegging
ICGN	International Corporate Governance Network
OESO / OECD	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
PE	Private Equity
SAA	Strategic Asset Allocation
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SRI	Socially Responsible Investment
TAA	Tactical Asset Allocation
VC	Venture Capital

## Lijst van afbeeldingen

Figuur 1	Indeling van de Belgische ICB's. (BEAMA, 2015) .....	7
Figuur 2	De positie van VC en PE fondsen in de groei- en expansiefase van niet-beursgenoteerde ondernemingen. (EY, 2014, p. 12) .....	10
Figuur 3	De stroom van fondsen in de Asset Management Industry. (EFAMA, 2014, p. 6).....	13
Figuur 4	De evolutie [2006-2014] van de totale netto activa van ICB's in België. ....	16
Figuur 5	Netto activa van ICB's naar Belgisch en buitenlands recht in België per type (31/12/2014). ....	17
Figuur 6	De evolutie [2006-2014] van de netto activa van de verschillende beleggingsfondsen in België. ....	18
Figuur 7	De evolutie [1980-2012] van de totale activa per type institutionele belegger in België, uitgedrukt in miljoenen EUR. (OESO, 2015) .....	19
Figuur 8	De relatieve verdeling van de financiële activa per type institutionele belegger in België. Vergelijking tussen 2002 en 2012. ....	20
Figuur 9	De evolutie [2000-2012] van de totale activa van institutionele beleggers ten opzichte van het BBP in België uitgedrukt in miljoenen EUR. ....	20
Figuur 10	Activa onder beheer van traditionele institutionele beleggers in OESO-landen. (in % BBP, 2011). (OECD, 2014, p98) .....	22
Figuur 11	Systematisch en niet-systematisch risico (De' Medici Vermogensbeheerder, 2013).....	23
Figuur 12	De evolutie [2000-2012] van de securities (exclusief aandelen) ten opzichte van de totale financiële activa per type institutionele belegger in België.....	33
Figuur 13	De evolutie [2000-2012] van de aandelen en equity ten opzichte van de totale financiële activa per type institutionele belegger in België. ....	33
Figuur 14	Groei van totale activa van institutionele beleggers in België [1980-2012] .....	59
Figuur 15	Groei [1980-2012] van de totale activa van alle institutionele beleggers geaggregeerd in België. ....	59
Figuur 16	Evolutie [1988-2012] institutioneel aandeelhouderschap in België .....	63
Figuur 17	Groei van de overige beleggingen van alle institutionele beleggers in België [1999-2012]. ....	71
Figuur 18	Groei van de obligaties van alle institutionele beleggers in België [1999-2012]. ....	71
Figuur 19	Groei van de aandelen van alle institutionele beleggers in België [1999-2012].....	72
Figuur 20	Groei van de aandelen van alle institutionele beleggers in België, opgedeeld volgens binnenlandse en buitenlandse aandelen. [1999-2012]. ....	72
Figuur 21	Groei van de cash/liquide middelen van alle institutionele beleggers in België, opgedeeld volgens binnenlandse en buitenlandse aandelen. [1999-2012]. ....	72
Figuur 22	Governance Indicatoren: België – Verenigde Staten – Verenigd Koninkrijk   2013. ....	102



## Lijst van Tabellen

Tabel 1	Netto activa van ICB's naar Belgisch en buitenlands recht in België per type op 31/12/2014. (BEAMA, 2014) .....	17
Tabel 2	De totale activa in miljoenen EUR van alle institutionele beleggers geaggregeerd in België en de jaarlijkse percentuele groei van deze activa. [1985-2012] (OESO, 2015) .....	19
Tabel 3	Financiële activa van institutionele beleggers in procent van het BBP [1995-2012] (OESO, 2008). Vanaf 2007 gebaseerd op eigen berekeningen. ....	20
Tabel 4	De investment clock (Greetham & Hartnett, 2004) .....	25
Tabel 5	Oorsprong van de returns. (Stockton & Shtekhman, 2010 & Vanguard, 2009) .....	28
Tabel 6	Determinanten van aandeelhoudersbetrokkenheid (OESO, 2013) .....	41
Tabel 7	De totale activa (in miljoenen euro) en hun percentuele groei van alle types institutionele beleggers in België. ....	58
Tabel 8	De World Governance indicatoren voor België [2000-2012] .....	61
Tabel 9	BBP [1999-2012] in kettingeuro's t.o.v. 2012 (NBB, 2014). ....	62
Tabel 10	Consumptieprijnsindex [1999-2012] .....	62
Tabel 11	Statistieken van de variabelen voor de regressie die de groei verklaart .....	65
Tabel 12	Opdeling van de jaartallen met hoge/lage groei en inflatie in België .....	66
Tabel 13	De gegevens voor de verschillende regressies die de investeringen verklaren. ....	73
Tabel 14	Output regressie: verklaring van de groei .....	80
Tabel 15	Output regressie: verklaring voor de belegging in aandelen .....	81
Tabel 16	Output regressie: verklaring voor de belegging in cash .....	81
Tabel 17	Output regressie: verklaring voor de belegging in obligaties .....	82
Tabel 18	Output regressie: verklaring voor de belegging in overige assets .....	82
Tabel 19	Output regressie: verklaring voor de belegging in securities .....	83
Tabel 20	Output regressie: invloed van governance factoren .....	83
Tabel 21	Output regressie: verklaring van institutioneel aandeelhouderschap .....	84
Tabel 22	De aandeelhoudersstructuur in de Bel 20 .....	88
Tabel 23	De aandeelhoudersstructuur in de BEL MID .....	95
Tabel 24	Institutionele beleggers in de 10 grootste Belgische ondernemingen. ....	101



# Inleiding

Institutionele beleggers zijn instellingen die fondsen verkrijgen van klanten en begunstigden om te investeren in hun eigen naam of in naam van derde partijen. De term institutionele beleggers omvat een heterogene groep investeerders die in de laatste decennia een belangrijke impact hebben op de financiële wereld. Na een algemene definiëring en situering van de belangrijkste types institutionele beleggers zal in deze masterproef het financiële belang van institutionele beleggers beschreven worden. Hierbij wordt aan de hand van data over de asset allocation van institutionele beleggers in België en aan de hand van basisprincipes uit de beleggingsleer geanalyseerd hoe de activa verdeeld zijn en welke groei ze hebben doorgemaakt. Het financiële deel beschrijft het proces van de samenstelling en opvolging van een portefeuille.

In het literatuuronderzoek wordt gekeken naar het gedrag van institutionele beleggers, in het bijzonder de institutionele aandeelhoudersbetrokkenheid. Waarom worden vaak stemrechten niet uitgeoefend en leidt een goede governance tot een betere performance? Ten slotte worden verschillende codes en richtlijnen opgesomd die deugdelijk bestuur van institutionele beleggers promoten.

Het empirisch onderzoek brengt de twee grote delen – de beleggingsanalyse en de corporate governance – samen. Het eerste deel van het empirisch onderzoek tracht de relatieve institutionele aanwezigheid te schatten in België met behulp van data over de asset allocation in België die beschikbaar is via de OESO. Hierbij worden verschillende hypotheses getest zoals de determinanten van de groei van institutionele beleggers, de invloed van de inflatie en economische groei, de governance indicatoren van België,... Vervolgens wordt een analyse gemaakt van de jaarverslagen en transparantieverklaringen van alle ondernemingen die noteren op de BEL20 en de BEL MID. Op die manier komt de aandeelhoudersstructuur zichtbaar en wordt er onderzocht in welke ondernemingen institutionele beleggers aanwezig zijn.

## **Deel 1**

# Hoofdstuk 1

## Institutionele beleggers

### 1.1 Definitie

Institutionele beleggers worden beschouwd als instellingen of organisaties die fondsen verkrijgen van klanten en van begunstigen om te investeren in hun eigen naam of in naam van die partijen. Institutionele beleggers onderscheiden zich van particuliere beleggers door hun betere financiële kennis en grotere portfolio's. Daardoor zijn ze onderworpen aan minder beschermende regels, lagere kosten door schaafeffecten en kunnen ze beter invloed uitoefenen op het management van bedrijven waarin ze investeren. (Investopedia, 2014)

De *federal securities law* stelt dat een bedrijf of een fonds geen effecten mag verkopen of aanbieden tenzij de transactie en de effecten geregistreerd zijn bij de SEC. Toch zijn bepaalde transacties vrijgesteld onder bepaalde voorwaarden. Hierbij is het concept van *accredited investor* ontstaan met als doel om de personen te identificeren die het risico kunnen inschatten om te investeren in ongeregistreerde effecten. Een *accredited investor* is een natuurlijk persoon met een netto vermogen van meer dan \$ 1.000.000 of een natuurlijk persoon wiens inkomen hoger is dan \$ 200.000 in de afgelopen 2 jaar of het gezamenlijk gezinsinkomen hoger is dan \$ 300.000. Daarnaast bestaat ook de term *qualified (institutional) buyer* die we het best kunnen vergelijken met institutionele beleggers. Volgens de SEC rule 501(a) worden *qualified buyers* opgedeeld in acht categorieën en vallen volgende items onder de noemer van institutionele beleggers: banken, verzekeringsmaatschappijen, beleggingsfondsen, kleine investeringsbedrijven, een employee benefit plan met activa groter dan \$ 5 miljoen, liefdadigheidsinstellingen met activa groter dan \$ 5.000.000, een directeur of CEO van een bedrijf die effecten verkoopt, een onderneming waarvan alle aandeelhouders institutionele beleggers zijn, alle *accredited investors*, een kartel/holding met activa groter dan \$ 5.000.000. (U.S. Securities and Exchange Commission, 2014)

De OESO definieerde institutionele beleggers als financiële instituten die spaargeld van individuen en niet-financiële bedrijven investeert in de financiële markten. (OESO, 1998) Hierbij werd toegegeven dat deze definitie niet gedetailleerd was en in een toenemende dynamische financiële omgeving zelfs ondoorgrondelijk wordt. De basisboodschap uit de definitie was dat fondsen professioneel of institutioneel beheerd worden, in tegenstelling tot particuliere beleggers. In recentere rapporten worden institutionele beleggers gedefinieerd als financiële instituten die fondsen accepteren van derde partijen om te investeren in hun eigen naam of in de naam van die partijen. De nadruk ligt op de verantwoordelijkheid (zowel accountable als responsible) ten opzichte van de begunstigde. Hierbij worden de eigen beleggingen van deze financiële instituten uitgesloten. (OESO, 2011)

De Europese Commissie definieert niet formeel het concept van institutionele beleggers (Europese Commissie, 2005). Ze worden gebruikelijk aanzien als beleggers die grote volumes aandelen en effecten verhandelen namens een groot aantal individuele beleggers die niet betrokken zijn met het management van de bedrijven waarin ze investeren. Het groenboek inzake corporate governance geeft een zeer brede betekenis van institutionele beleggers als zijnde *“alle instellingen die (mede) namens klanten en begunstigden beroepsmatig beleggen”*. (Europese Commissie, 2011, p. 13)

Voorts bestaan er nog verenigingen op verschillende niveaus die de beleggingsindustrie en fondsensector vertegenwoordigen zoals EFAMA (European Fund and Asset Management Association) en de vzw BEAMA (Belgian Asset Managers Association) die een deelvereniging is van Febelfin, de Belgische federatie van de financiële sector. We kunnen besluiten dat er geen universele, afgelijnde definiëring van institutionele beleggers bestaat. In de verschillende bovenstaande definities wordt geen specifieke rechtsvorm naar voren geschoven en zijn er geen internationale afspraken over de minimumbedragen. Het feit dat zowel bepaalde individuen als groepen van beleggers en organisaties in acht genomen worden, toont aan dat het onduidelijk is hoe institutionele beleggers kunnen optreden. Aangezien institutionele beleggers vaak gerelateerd worden met fondsen, dienen we ons de vraag te stellen in welke mate dat crowdfunding, liefdadigheidsfondsen,... behoren tot institutionele beleggers. In België heeft de FSMA in maart 2014 een prospectusvrijstelling gegeven aan beleggingen van het type crowdfunding waarbij de totaalwaarde lager is dan 300.000 euro en de maximum inzet per belegger 1000 euro bedraagt.

## 1.2 Categorieën

Aangezien uit voorgaande definiëring blijkt dat de term institutionele beleggers een ruim begrip is, wordt in deze paragraaf getracht om een opdeling van de institutionele beleggers te maken en de belangrijkste types toe te lichten. Toch is de scheiding niet strikt en in sommige gevallen onduidelijk. Bepaalde organisaties of instituten zijn actief in verschillende domeinen met een netwerk van verschillende dochterondernemingen. Daarnaast bestaan er ook institutionele beleggers die zich slechts op 1 nichemarkt toeleggen.

### 1.2.1 Klassieke indeling

#### 1.2.1.1 Pensioenfondsen

Pensioenfondsen ontvangen pensioenpremies van zowel aan het fonds deelnemende werkgevers als werknemers die duurzaam belegd worden om later terugbetaald te worden na de pensionering. Het pensioenfonds kan beschouwd worden als een inkomensverzekering. Pensioenfondsen kunnen typisch in 2 categorieën opgedeeld worden. Enerzijds zijn er *defined benefit plans* die een pensioenvergoeding beloven afhankelijk van de annuïteit en salaris van de werknemer en onafhankelijk van hoeveel reeds gestort werd. Anderzijds zijn er *defined contribution plans* die enkel afhangen van de hoeveelheid contributies door zowel de werknemer zelf als zijn werkgever en de investeringsprestatie van deze bedragen.

In België bestaat het pensioenwezen uit 3 pijlers (Belgium.be, 2014). De eerste pijler, het *wettelijk pensioenstelsel*, kan in 3 pensioenstelsels opgedeeld worden: het stelsel van de werknemers, de zelfstandigen en de overheid. Het wettelijke pensioen is een bevoegdheid van de sociale zekerheid en is gebaseerd op het repartitiestelsel waarbij de actieve bevolking een deel van zijn loon afstaat om de huidige pensioenen te betalen. De tweede pijler is de mogelijkheid tot *collectieve aanvullende pensioenvorming* die bestaat uit enerzijds de groepsverzekering, anderzijds het pensioenfonds. In het pensioenfonds worden zowel door de werkgever als werknemers premies gestort die voor lange termijn belegd worden volgens het principe van kapitalisatie. België telt 246 pensioenfondsen (BVPI, 2010) die de collectieve aanvullende pensioenen beheren en die worden vertegenwoordigd door de Belgische Vereniging van Pensioeninstellingen. Het *pensioen- en langetermijnsparen* is de derde pijler waarbij particulieren zelf een reserve aanleggen via pensioensparen bij een verzekeringsmaatschappij (levensverzekeringspolis) of via een pensioenspaarrekening bij een bank (bancair

pensioenspaarfonds). Deze reserve mogen ze in mindering brengen van het belastbaar pensioeninkomen waardoor een fiscaal voordeel ontstaat.

### **1.2.1.2 Verzekeringsmaatschappijen**

De verzekeraars trekken kapitaal aan via de verzekeringspremies van verzekeringnemers. Wanneer zich een gebeurtenis of onzekerheid voordoet waarvoor de verzekeringnemer verzekerd is, moet de maatschappij deze uitbetalen. Verzekeringen geven een bescherming tegen de gevolgen van onzekere gebeurtenissen die al dan niet kunnen voorvallen en tegen de gevolgen van zekere, onvermijdelijke gebeurtenissen waarvan de datum vooraf onbekend is. Verzekeringen kunnen in 2 types opgedeeld worden: levensverzekering- en niet-levensverzekeringsactiviteiten. De verzekeringsmaatschappijen dienen technische reserves aan te houden om hun verplichtingen na te komen. Over het algemeen zullen schade- & aansprakelijkheidsverzekeringen minder financiële reserves aanhouden dan levensverzekeringen omdat de gemiddelde levensduur van personen gemakkelijker te voorspellen is. Recent heeft de term bancassurance aan populariteit gewonnen waarbij verzekeringsproducten verkocht worden samen met bankproducten door financiële instellingen. Deze branchevervaging heeft tot gevolg dat verzekeringsmaatschappijen frequenter lange termijn spaarproducten aanbieden.

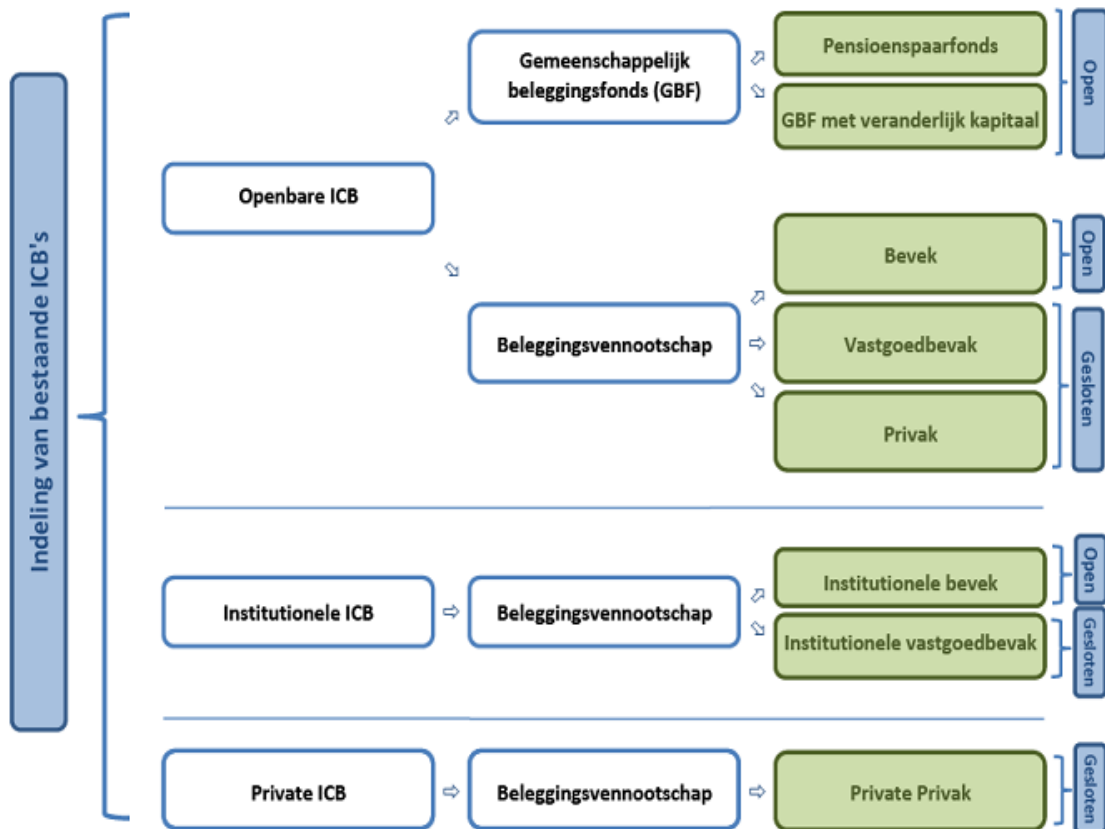
### **1.2.1.3 Beleggingsfonds of Instellingen voor Collectieve Belegging (ICB)**

Het kapitaal van vele kleine beleggers wordt verzameld in een fonds om het beleggingsrisico te spreiden en het beheer van deze beleggingen wordt aan specialisten of beheersmaatschappijen toevertrouwd. Vaak worden beleggingsfondsen gekoppeld aan financiële instellingen.

*“Een ICB is een instelling die geld afkomstig van diverse beleggers investeert en dit kapitaal collectief belegt in een geheel van gediversifieerde financiële instrumenten volgens het principe van risicospreiding. ICB's zijn dus een vorm van collectief portefeuillebeheer.” (BEAMA, 2014)*

Beleggingsfondsen en beleggingsvennootschappen zijn over het algemeen zeer gelijkend qua eigenschappen, maar verschillen toch vanuit een juridisch oogpunt. Een beleggingsfonds is gebaseerd op contracten tussen de partijen en bezit geen rechtspersoonlijkheid, terwijl een beleggingsvennootschap beschikt over een rechtspersoonlijkheid en bijhorende statuten. (Febelfin, 2015)





Figuur 1 Indeling van de Belgische ICB's. (BEAMA, 2015) <sup>1</sup>

Naast deze bovenstaande indeling bestaan er nog verschillende andere categorieën van ICB's zoals vastrentende tegenover niet-vastrentende ICB's of ICB's met een vast kapitaal tegenover ICB's met een variabel kapitaal. Een BEVEK is Belgische beleggingsvennootschap met een variabel kapitaal en een SICAV is een buitenlandse beleggingsvennootschap met een veranderlijk kapitaal waarop een belegger op ieder moment kan toe- of uittreden. Zo worden de inkomsten bij een kapitalisatie-BEVEK niet uitgekeerd maar opnieuw toegevoegd aan het belegde kapitaal. Een uitkerings-BEVEK keert wel de inkomsten uit aan de deelnemende beleggers. Daartegenover is een BEVAK een Belgische beleggingsvennootschap met een vast kapitaal, terwijl een SICAF een buitenlandse beleggingsvennootschap is met een vast kapitaal. Hierbij koopt het fonds zelf de deelbewijzen van de gemeenschappelijke beleggingsfondsen niet terug waardoor een belegger enkel kan toe- of uittreden door zijn deelbewijs te kopen van of verkopen aan een andere belegger.

<sup>1</sup> Belgische Vereniging van Asset Managers (2015). *De indeling van de ICB's*. Geraadpleegd via: <http://www.beama.be/nl/financiele-vaardigheden/de-icb/definitie/indeling-van-de-icbs>

ICB's worden vaak genoemd naar de soorten effecten waarin belegd wordt zoals de obligatie-ICB, de aandelen-ICB, de gemengde-ICB, de privaks (duurkapitaalfondsen), de bevaki's (vastgoed-ICB's),... Daarnaast bestaan er ook nog ICB's met een kapitaalbescherming, dakfondsen die investeren in verschillende andere beleggingsfondsen, pensioenspaarfondsen, TAK 23-fondsen waarbij individuele levensverzekeringen gekoppeld worden aan een beleggingsfonds zonder gegarandeerd minimumrendement, trackers zijn beleggingsfondsen die een beursindex volgen. (De Clercq, 2010) (BEAMA, 2014)

#### **1.2.1.4 Instellingen voor Belegging in Schuldvorderingen (IBS)**

Een rechtspersoon zoals een kredietinstelling die beschikt over schuldvorderingen tegenover derden kan deze overdragen aan een Instelling voor Belegging in Schuldvorderingen. Zo kan de kredietinstelling liquiditeit verkrijgen en de risico's zoals insolventie of wijziging van de voorwaarden (rente, termijn,...) die verbonden zijn aan de schuldvorderingen doorschuiven. De IBS beheert deze schuldvorderingen en zet deze om in verhandelbare effecten om aan te bieden aan beleggers. Ondertussen wordt deze techniek naast de kredietinstellingen ook al toegepast in commerciële en industriële bedrijven (Beroepsinstituut van Erkende Boekhouders en Fiscalisten, 2007).

### **1.2.2 Overige types van institutionele beleggers**

#### **1.2.2.1 Sovereign Wealth Funds (SWF)**

Een Sovereign Wealth Fund (SWF), ook wel een fonds van staatsrijdommen genoemd, is een beleggingsfonds waarbij de overheid van een land eigenaar is van het fonds. Het eerste SWF was Kuwait Investment Office en werd opgericht in 1953. Langzaam kwamen SWF's tot stand in olieproducerende landen tijdens de jaren 70 en de jaren 80. Wereldwijde groei ontwikkelde zich pas in de laatste 15 jaar door hoge olieprijs, financiële globalisatie en globale onevenwichtigheden in de wereldeconomie. SWF's worden voornamelijk opgericht door olie-exporterende staten en landen met budgettaire overschotten op de handelsbalans of met weinig internationale schulden. Verder hebben SWF's vaak een lange termijnoriëntatie zodat ze een stabiliserende kracht vormen tijdens financieel onrustige periodes. Hoewel ze momenteel nog relatief klein aandeel hebben in het globaal financieel systeem, kunnen ze belangrijke spelers worden in financiële markten naast de traditionele institutionele beleggers. SWF's worden gebruikt om enerzijds te sparen op lange termijn, anderzijds om de volatiele inkomsten van de overheid te stabiliseren. Echter vreest men dat SWFs niet alleen voor commerciële doeleinden gebruikt worden, maar ook voor nationale en politieke belangen van

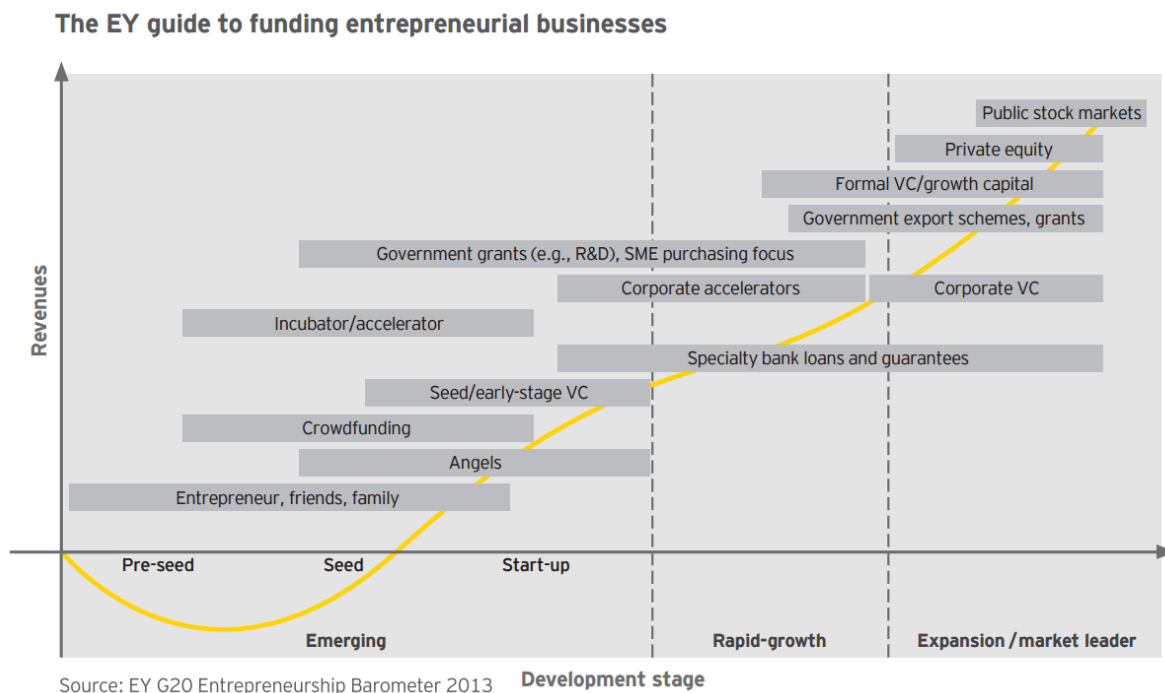
het land. SWF's hoeven zich enkel te verantwoorden tegenover de overheid die tevens ook eigenaar is. Zo is er zeer weinig transparantie en informatie bekend over het management en over de beleggingsstrategieën. De noodzaak naar een wereldwijde aanpak dringt zich aan met een duidelijke verdeling tussen de rechten en verantwoordelijkheden van enerzijds de fund managers, anderzijds de financierende landen. Ondertussen worden best practices naar voren geschoven die beperkingen opleggen zoals beleggingen in de defensie- en energiesector. Toch mogen volgens Europees Commissaris Joaquin Almunia deze internationale richtlijnen niet te streng zijn, aangezien de Europese economie steunt op de principes van open markten en buitenlandse investeringen (Almunia, 2008).

### **1.2.2.2 Hedge funds**

Een hedge fund is een beleggingsfonds dat gewoonlijk niet onder toezicht staat en kan daarom een ongelimiteerde range aan beleggingsproducten gebruiken. Letterlijk vertaald betekent *to hedge* het indekken tegen financiële risico's. Door middel van een hefboomwerking tracht het hedge fund een significant hoger rendement te behalen op korte termijn. Deze hedge funds worden gekenmerkt door specifieke investeringsstrategieën waarbij vaak gebruik gemaakt wordt van short selling, leverage en financieel afgeleide producten zoals opties, swaps, forwards, futures, ... Hedge funds krijgen veel kritiek te verduren omwille van hun korte termijn perspectief, ondoorzichtigheid, hoge beheerskosten en de ontregelende werking op het economisch systeem. Zo werden in 2006 hedge funds vergeleken met *sprinkhanen* door de Duitse minister van Financiën Müntefering waarbij de hedge funds eerst een bedrijf opkopen om het vervolgens volledig leeg te eten. (Maatman & Raaijmakers, 2006) Over het algemeen wordt in de literatuur geacht dat de typische korte termijn beleggers zoals de hedge funds een destabiliserende invloed hebben door hun speculatieve rol (Brock & Hommes & Wagener, 2009). Toch bestaat ook empirisch bewijs dat hedge funds niet destabiliserend zijn en zelfs de volatiliteit in markten verlagen (Brunetti, 2007).

### **1.2.2.3 Private Equity en Venture Capital funds**

Private Equity en Venture Capital fondsen zijn een professionele financiële intermediairs die geld investeren van derde partijen in niet-beursgenoteerde bedrijven die de mogelijkheid hebben om snel te groeien. Een VC fonds investeert gewoonlijk in vroege stadia, terwijl een PE fonds eerder mikt op latere stadia.



Figuur 2 De positie van VC en PE fondsen in de groei- en expansiefase van niet-beursgenoteerde ondernemingen. (EY, 2014, p. 12)

Over het algemeen verwachten deze fondsen een veel hogere return dan het verwachte rendement berekend via het Capital Asset Pricing Model (CAPM). Private equity beleggers gebruiken een hurdle rate van 20 à 50% jaarlijks over een tijdschhorizon van 5-7 jaar. Deze hurdle rate houdt naast het vereiste CAPM rendement ook rekening met een compensatie voor de monitoring, voor de waardetoevoeging en voor de management inspanning, een liquiditeitspremie en een premie voor het overoptimisme in het business plan. Afhankelijk van de beleggingsstrategie worden de vereisten van het fonds vastgelegd zoals de fase, het geografische kader, de sector,... van de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt. Van uitzonderlijk belang bij VC en PE fondsen zijn de contracten tussen de ondernemers en de investeerders of fondsen. Het doel is om waarde te creëren via kapitaalwinst bij een exit. Bij deze succesvolle ondernemingen zijn verschillende exit scenario's mogelijk zoals een volledige of gedeeltelijke trade sale, een verkoop aan een andere investeerder, een IPO of een management buy-out of buy-in. Indien de onderneming onsuccesvol is, is een liquidatie het enige exit optie. VC of PE fondsen investeren ongeveer in 10 tot 20 projecten waarbij het Pareto-principe van toepassing is. Ongeveer 10 à 20% van deze projecten zijn real star performers. Uit historische cijfers blijkt dat VC en PE fondsen beter presteren in de Verenigde Staten in vergelijking met Europa door de grotere thuismarkt, door de grotere investeringen in de zeer vroege stadia en doordat de Amerikaanse VC/PE contracten meer gesofisticeerd zijn. (Manigard, 2004)

## 1.3 Economische belang van institutionele beleggers

### 1.3.1 Geschiedenis van de Belgische fondssector

In België werd het eerste gemeenschappelijk beleggingsfonds gesticht net na de 2<sup>e</sup> wereldoorlog in het jaar 1946. De specifieke wetgeving voor deze fondsen volgde meer dan 10 jaar later in 1957-1958. Daarmee werd België de Europese voorloper betreffende de wetgeving. In de decennia die volgden kende de Belgische fondssector een gestage groei met ups en downs. Daarnaast werden ook de fondsen naar buitenlands recht geïntroduceerd in België. De Belgische overheid wou de economie stimuleren nadat de jaren '70 getekend werden door de twee oliecrises, lage groei en relatief hoge inflatie. Bijgevolg werden verschillende fiscale voordelen zowel voor ondernemingen als voor personen geïntroduceerd. Enerzijds konden bedrijven voordelig kapitaalverhogingen hervatten na de schulden die ze opgebouwd hadden, anderzijds werd de handel van Belgische aandelen aangemoedigd. Deze maatregelen in combinatie met een gunstige economie zorgden voor een boom in de fondssector. De Europese richtlijn voor de vrijmaking van de Europese markt voor beleggingsinstellingen bracht eind jaren 80 de commercialisering van buitenlandse investeringsproducten tot stand. De ICB markt kende tijdens de jaren 90 een sterke innovatie en groei dankzij verschillende nieuwe wetten en Koninklijke Besluiten (BEAMA, 2014).

### 1.3.2 Determinanten voor de groei van institutionele beleggers

Milton Berlinski en Simon Western vonden vier gemeenschappelijke factoren die van belang zijn bij de groei van institutionele beleggers. Deze factoren – demografie, technologie & communicatie, desintermediatie en deregulering – hebben zowel op de vraag- als op de aanbodzijde van de asset management industrie een grote verandering teweeg gebracht.

Ten eerste zorgen *demografische factoren* zoals de stijgende levensverwachting en de hiermee gepaarde vergrijzing van de bevolking voor de verhoogde vraag naar spaar- en pensioenproducten. Een tweede verklaring voor de groei is de *technologische vooruitgang* inzake communicatie en informatieverwerking. Deze evolutie heeft de capaciteit van de financiële diensten industrie verhoogd om aan financiële intermediatie en risico management te doen aan zeer hoge snelheden en zeer lage kosten, wat leidt tot creatieve en innovatieve kapitaalmarkten met nieuwe gesofisticeerde producten. Dit leidt op zijn beurt tot belangrijke nieuwe methodes in de waardering van financiële producten. Ten derde leidt *desintermediatie*, waarbij een verminderde vraag is naar traditionele spaarproducten bij

banken zoals de spaarrekening, tot een verschuiving naar meer resultaatgerichte instrumenten. Ten slotte heeft de *deregulering* in de financiële sector sinds begin jaren 80 als gevolg dat er meer competitie is tussen banken en andere financiële instituten. De verminderde beperkingen voor kapitaalstromen overheen de grenzen door internationalisering heeft deze competitie verder doen groeien. Daarbij heeft de introductie van internationale kapitaalstandaarden voor banken in veel landen geleid tot een verschuiving naar een *fee and commission business* waarbij de grenslijnen tussen bank, verzekeringen en fondsen geleidelijk aan vervagen. (Berlinski & Western, 1998)

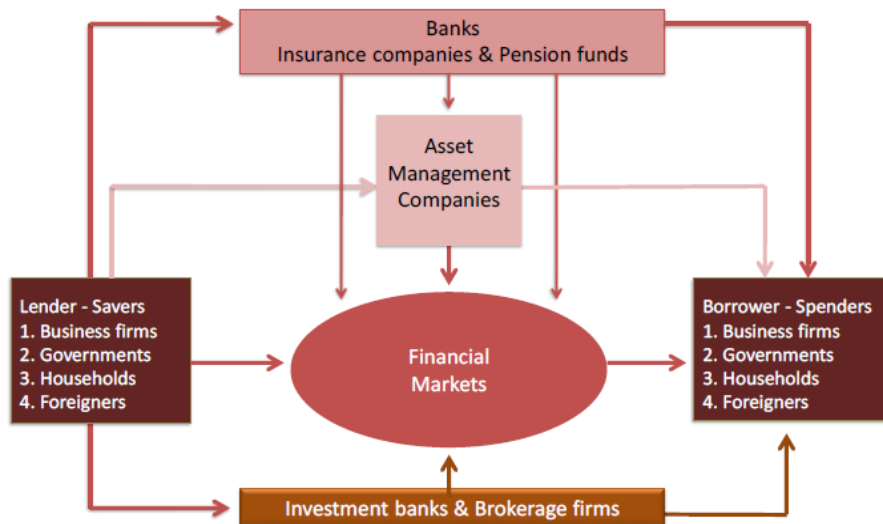
De factoren aan de aanbodzijde leiden tot het efficiënter aanbieden van de diensten van institutionele beleggers en de factoren aan de vraagzijde veroorzaken een verhoogde behoefte aan de financiële functies en producten die institutionele beleggers aanbieden. Verder hebben land- of regio-specifieke maatregelen ook een belangrijke invloed op beleggers zoals het belastingregime, het toezicht en de infrastructuur van de wetgeving, en de cultuurverschillen tussen landen. Zo hebben Angelsaksische landen eerder een equity culture tegenover de West-Europese landen met een banking culture.

Een recente trend in de financiële sector is branchevervaging die veroorzaakt wordt door scope- en schaafeffecten. *Economies of scope* zijn de voordelen die veroorzaakt worden door diversificatie. Een typisch voorbeeld hiervan is bancassurance waarbij banken ook verzekeringsproducten verkopen. De voordelen zijn dat dezelfde kantoren, afdelingen, IT systemen,... gebruikt kunnen worden voor verschillende soorten diensten. *Economies of scale* verkleinen de gemiddelde kost van institutionele beleggers wanneer ze op grotere schaal werken doordat vaste kosten beter gespreid kunnen worden. De groei die institutionele beleggers gekend hebben tijdens de laatste decennia maakte hen zeer efficiënte managers van kapitaal met dalende transactiekosten als gevolg. (Rock, 2015) Doordat schaafeffecten een U-vormig verloop kennen, treden vanaf een bepaalde schaal dalende schaalvoordelen op wanneer de institutionele beleggers te groot worden. Deze branchevervaging heeft ertoe geleid dat er steeds meer concurrentie is tussen de financiële spelers. Banken bijvoorbeeld verliezen hun traditionele business en moeten hierdoor ofwel hogere risico's nemen ofwel zich richten op duurzame, meer winstgevendende niet-interest opbrengende activiteiten.

### **1.3.3 De rol van institutionele beleggers in de financiële markten**

Institutionele beleggers functioneren net zoals banken als financiële intermediairs die overschotten van spaarders overdragen naar investeerders die tekorten moeten financieren. Macro-economisch is investeren pas mogelijk als er ook besparingen zijn. De belangrijkste taak van de financiële

intermediairs is om deze overschotten van de spaarders te transformeren in tijd, in grootte en in risico naar de noden van investeerders. Financiële intermediatie zorgt voor schaalvoordelen, veiligheid in de transacties, lagere transactie- en informatiekosten, hogere liquiditeit in de markten,... Onderzoek toonde aan dat financiële intermediatie een substantiële en significante invloed had op de economische groei in de periode van 1960 tot 1995. (Levine, Loayza & Beck, 2000)



Figuur 3 De stroom van fondsen in de Asset Manamgnt Industry. (EFAMA, 2014, p. 6)

Institutionele beleggers verschaffen liquiditeit in de financiële markten door het geld dat ze ontvangen van spaarders in de financiële markten te beleggen. Institutionele beleggers kunnen ook opteren om hun fondsen extern te beheren door gespecialiseerde fondsmanagers of asset management bedrijven. Deze asset managers kunnen eveneens kapitaal injecteren in de financiële markten en op die manier functioneren als financiële intermediairs. (EFAMA, 2014)

De tijdshorizon die institutionele beleggers nastreven verschilt van de levenscyclus uit de economische theorie. Het levenscyclusmodel van Modigliani bekijkt de inkomsten en uitgaven van een individu gedurende zijn volledige leven. Van zodra een individu toetreedt tot de arbeidsmarkt zijn de inkomsten groter dan de uitgaven en wordt er een vermogen opgebouwd tot de pensionering. Vanaf de pensionering begint het ontsparen waarbij de uitgaven groter zijn dan de inkomsten, maar dit wordt opgevangen door het reeds opgebouwde vermogen. (Modigliani, 1966) Aangezien institutionele beleggers fondsen verzamelen van verschillende individuen die zich in de verschillende fases van hun levenscyclus bevinden kunnen ze adequaat voorspellingen maken in functie van de termijn, het risico en het vereiste rendement.

Institutionele beleggers worden gezien als stabilisator in de financiële wereld aangezien verondersteld wordt dat ze correct handelen voor en na relevante nieuwsaankondigingen. Bijgevolg zouden alle effecten correct gewaardeerd en geprijsd moeten zijn. Echter meldde het jaarrapport van de Bank for International Settlements dat het gedrag van institutionele beleggers een toenemende, belangrijke determinant zal zijn voor de binnenlandse en internationale financiële marktomstandigheden en dat de gevolgen voor de financiële marktstabiliteit moeten in acht genomen worden (BIS, 1998). De stabiliserende functie moet toch met enige voorzichtigheid benaderen (Ramadorai, 2010). Ten eerste bestaan er nog steeds anomalieën zoals de post-earnings announcement drift (cf. infra) waardoor de institutionele beleggers toch niet genoeg handelen bij nieuwe informatie. Daarnaast zijn institutionele beleggers ook beperkt door hun kapitaalstromen en kunnen ze niet altijd beslissen wanneer ze precies handelen. Kapitaalwijzigingen zijn niet lineair gerelateerd met de afgelopen prestaties en kunnen het beleggingsgedrag forceren waardoor arbitragemogelijkheden niet volledig benut worden. Ten derde kunnen institutionele beleggers via hun feedback of via hun tradinggedrag aanleiding geven tot destabiliserende invloeden op prijzen.

Afhankelijk van beleggingsstrategie investeren bepaalde types institutionele beleggers in verschillende mate in risicovolle beleggingen. Op die manier kunnen ze risicokapitaal verschaffen aan jonge, niet beursgenoteerde of snel groeiende ondernemingen die moeilijk krediet verkrijgen bij de banken of andere financiële instellingen. Aldus kunnen institutionele beleggers een belangrijke driver zijn voor innovatie. (Manigard, 2004)

In de kapitaalmarkten is informatie-asymmetrie een belangrijk thema. In het algemeen wordt verondersteld dat informatie asymmetrie een negatieve impact heeft op de aandelenprijs van goed presterende bedrijven. Daarom trachten bedrijven te investeren in het verminderen van asymmetrische informatie om hun aandeelprijs te verhogen. Hoe meer de investeerders bewust zijn van een bedrijf, hoe hoger de aandeelprijs (Merton, 1987). Deze stelling verklaart ook waarom grote – dus in veel gevallen beter bekende – bedrijven meer investeerders aantrekken, in het bijzonder institutionele beleggers. Aanvullend blijkt dat ondernemingen die investeren in verhoogde zichtbaarheid meer institutionele beleggers aantrekken. Deze zichtbaarheid betreft niet enkel de investor relations maar ook marketing en reclame van het product of de dienst. Dit resulteert in meer liquiditeit en hogere aandelenprijzen. (Grullon et al., 2004)



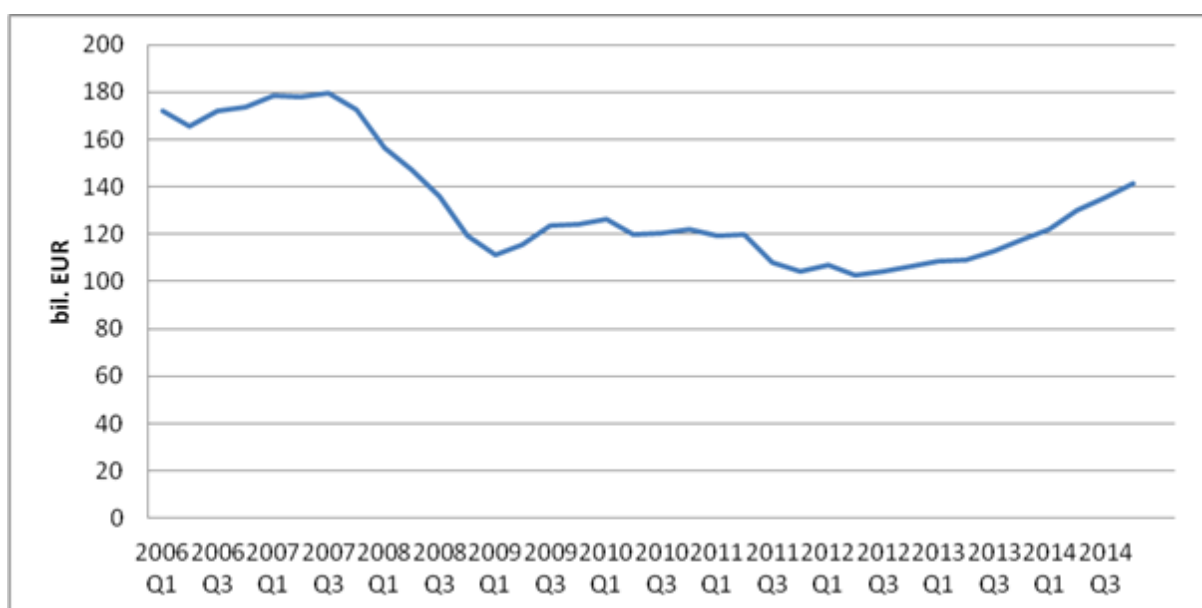
De liquiditeit, het gemak waarmee een asset kan omgezet worden in cash, beïnvloedt de waarde van de onderneming. Bedrijven met veel institutionele beleggers neigen meer liquide aandelen te hebben. De meeste institutionele aandeelhouders geven voorkeur aan liquide aandelen zodat ze eenvoudig hun portefeuille kunnen herbalanceren indien nodig. (Gompers & Metrick, 1998)

Naast het verlagen van asymmetrische informatie en het verhogen van de liquiditeit kunnen institutionele beleggers nog andere effecten veroorzaken op aandelenprijzen. Zo kan het lokaal belastingregime ten opzichte van institutionele beleggers belangrijk zijn. Bijvoorbeeld, indien institutionele beleggers relatief weinig belastingen betalen op dividenden dan zullen over het algemeen de bedrijven hogere dividenden uitkeren volgens het theoretisch model van Redding. (Redding, 1997)

## 1.4 Omvang en evolutie van institutionele beleggers in België

### 1.4.1 Activa van de ICB's in België

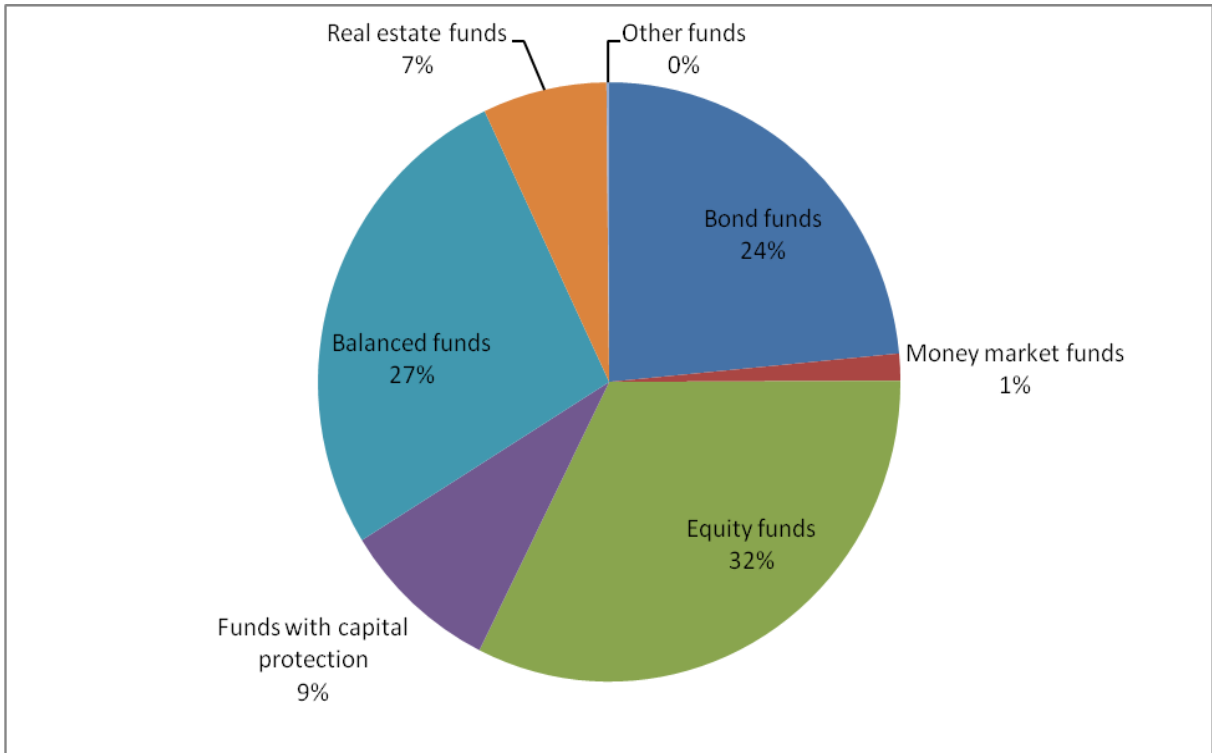
De Belgische Asset Managers Associatie (BEAMA) publiceert per trimester statistieken over de activa onder het beheer van Instellingen voor Collectieve Belegging (ICB). Aan de hand van deze data werden verschillende grafieken opgesteld die trachten om de evolutie en situering zo goed mogelijk weer te geven.



Figuur 4 De evolutie [2006-2014] van de totale netto activa van ICB's in België.<sup>2</sup>

Om te beginnen bestuderen we de evolutie van de totale netto activa van de ICB's waartoe Beveks, Bevaks, Privaks en andere beleggingsfondsen behoren. De kredietcrisis in 2007-2009 heeft ertoe geleid dat de netto activa gedaald zijn met bijna 40% op anderhalf jaar tijd. In het derde kwartaal van 2007 hadden ICB's nog 179,71 bil. EUR aan totale netto activa, terwijl dit in het eerste kwartaal van 2009 slechts 111.03 bil. EUR bedroeg. Tussen 2009 en 2011 stellen we een afwisselend verloop vast en vanaf 2012 kennen de netto activa een lichte, gestage groei. Volgens de meest recente statistieken (31/12/2014) hebben de ICB's 141.58 bil. EUR aan netto activa in België. (BEAMA, 2015)

<sup>2</sup> Figuur 4, Figuur 5 en Figuur 6 zijn eigen verwerking op basis van data van BEAMA beschikbaar via: [www.beama.be](http://www.beama.be) > Statistieken > Trimestriële. (<http://www.beama.be/nl/statistieken/trimestriële>)

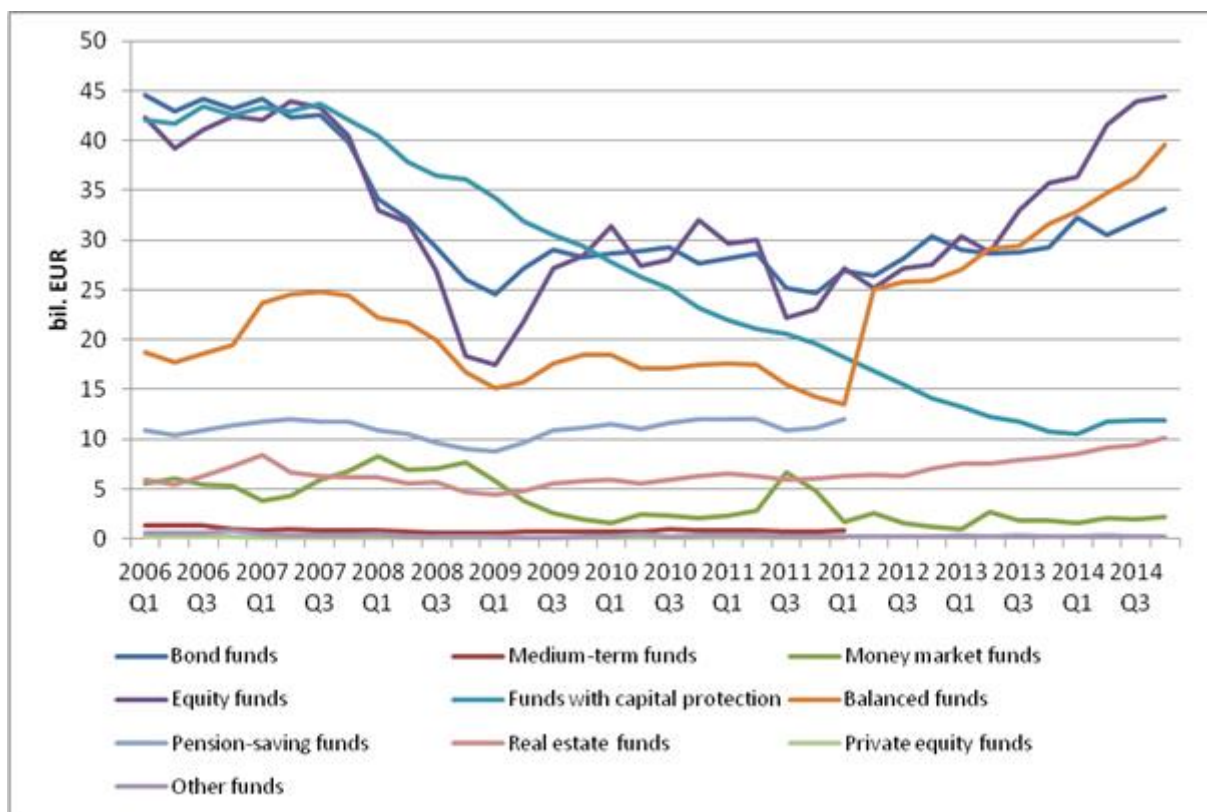


Figuur 5 Netto activa van ICB's naar Belgisch en buitenlands recht in België per type (31/12/2014).

Wanneer we de verdeling van deze totale activa bekijken in de verschillende types fondsen, zien we voornamelijk 3 grote spelers. Equity fondsen zijn de grootste met 44.47 bil. EUR of 32%, gevolgd door gebalanceerde fondsen met 39.61 bil. EUR of 27% en obligatiefondsen met 33.07 bil. EUR of 24%. Daarnaast zijn er ook fondsen met kapitaalbescherming en vastgoedfondsen die respectievelijk 11.9 en 10.17 bil. EUR bezitten in België. Verder zijn er nog money market fondsen en overige types fondsen die verwaarloosbaar klein zijn.

Tabel 1 Netto activa van ICB's naar Belgisch en buitenlands recht in België per type op 31/12/2014. (BEAMA, 2014)

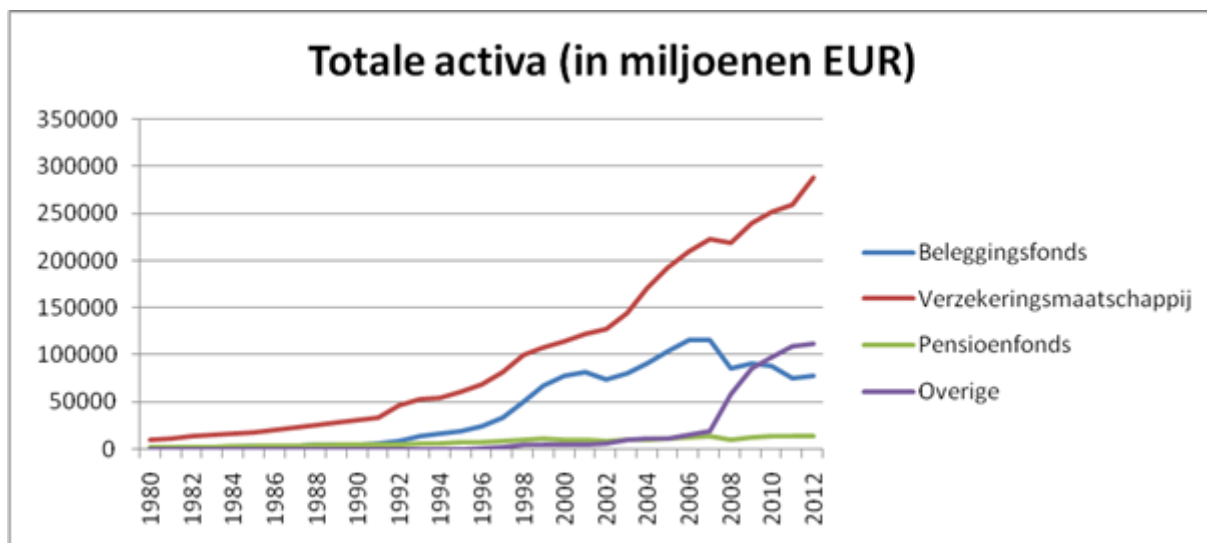
Type	bil. EUR
Bond funds	33,07
Money market funds	2,16
Equity funds	44,47
Funds with capital protection	11,90
Balanced funds	39,61
Real estate funds	10,17
Other funds	0,20
<b>TOTAL</b>	<b>141,58</b>



Figuur 6 De evolutie [2006-2014] van de netto activa van de verschillende beleggingsfondsen in België.

Wanneer we de evolutie van de netto activa van de verschillende beleggingsfondsen bekijken, zien we enkele duidelijke trends. Zowel de obligatie- als de aandelenfondsen kennen een gelijkaardig verloop die vergelijkbaar is met de evolutie van de totale netto activa van alle ICB's in België namelijk een halvering van de activa in 2008, gevolgd door een gestage groei. Opvallend is dat de aandelenfondsen een grilliger verloop kennen ten opzichte van de obligatiefondsen. De aandelenfondsen kenden een sterkere daling in 2009 en een grotere groei tijdens 2013-2014 in vergelijking met de obligatiefondsen. De fondsen met kapitaalbescherming kenden tijdens de afgelopen 7 jaar een forse verzwakking. Daarnaast moet nog opgemerkt worden dat de pensioenspaarfondsen sinds het 2<sup>e</sup> kwartaal van 2012 bij de gebalanceerde fondsen gevoegd werden. Deze gebalanceerde fondsen hadden sinds 2012 ook een sterke groei. Verder zijn er nog de vastgoedfondsen die een zeer stabiel, licht groeiend verloop hebben en de money market fondsen die in 2008 en 2011 een piek kenden. Ten slotte zijn de private equity en de overige fondsen verwaarloosbaar klein.

### 1.4.2 De grootte van institutionele beleggers in België.<sup>3</sup>

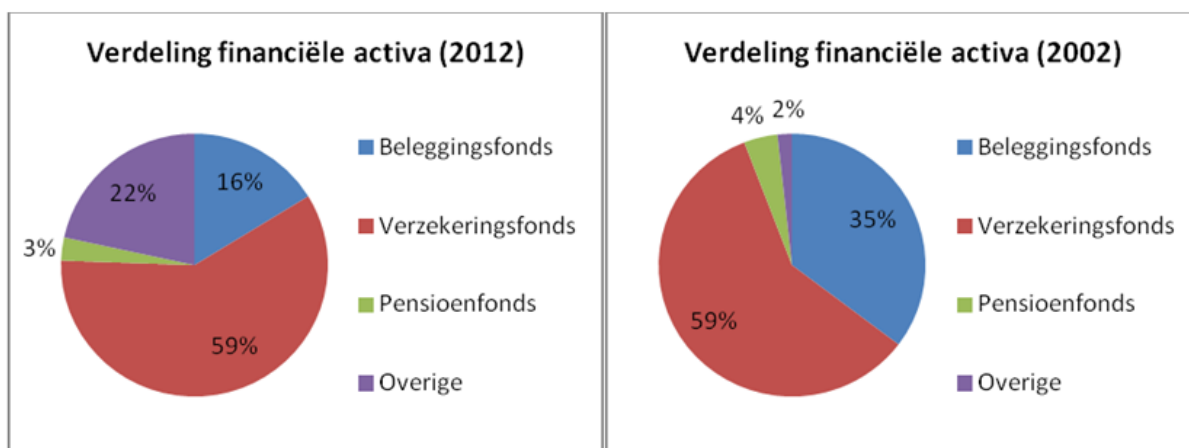


Figuur 7 De evolutie [1980-2012] van de totale activa per type institutionele belegger in België, uitgedrukt in miljoenen EUR. (OESO, 2015)

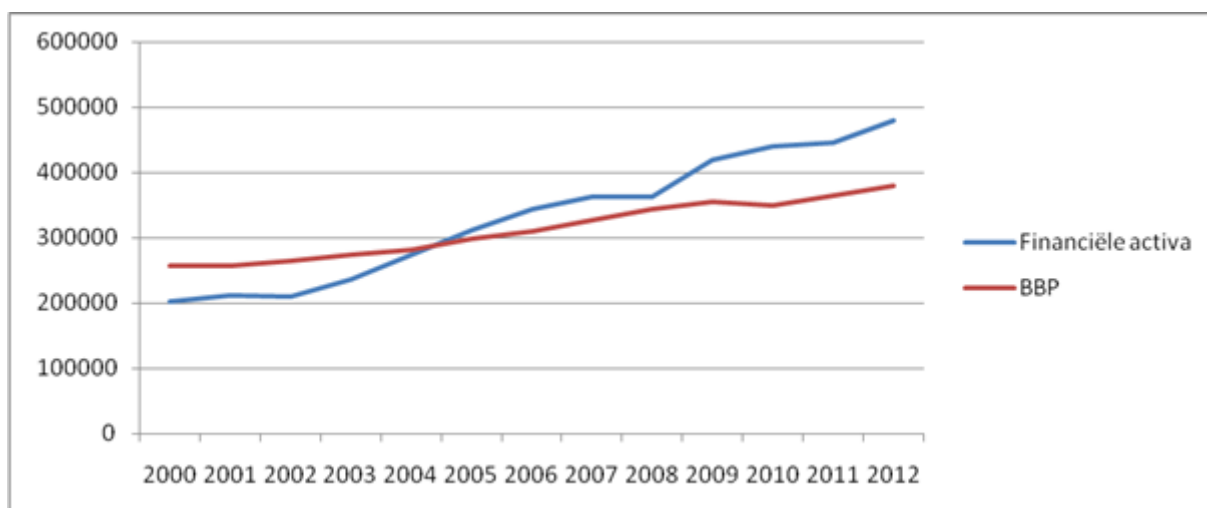
Tabel 2 De totale activa in miljoenen EUR van alle institutionele beleggers geaggregeerd in België en de jaarlijkse percentuele groei van deze activa. [1985-2012] (OESO, 2015)

Jaar	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>Totale activa</b>	22.867	26.294	29.272	33.418	36.190	37.803	42.541
<b>% Groei</b>	12,08%	14,99%	11,33%	14,16%	8,29%	4,46%	12,53%
Jaar	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Totale activa</b>	59.058	71.910	75.993	85.210	101.170	126.146	164.231
<b>% Groei</b>	38,83%	21,76%	5,68%	12,13%	18,73%	24,69%	30,19%
Jaar	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Totale activa</b>	191.297	207.060	217.935	216.635	243.996	282.502	320.326
<b>% Groei</b>	16,48%	8,24%	5,25%	-0,60%	12,63%	15,78%	13,39%
Jaar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Totale activa</b>	352.558	371.461	373.003	428.937	450.444	456.390	490.280
<b>% Groei</b>	10,06%	5,36%	0,42%	15,00%	5,01%	1,32%	7,43%

<sup>3</sup> Figuur 7, Figuur 8, Figuur 9 en Tabel 2 zijn eigen verwerking op basis van data van de OESO beschikbaar via: [www.oecd.org](http://www.oecd.org) > Finance > Institutional investors Statistics > Institutional investors' assets. (<http://stats.oecd.org/index.aspx>)



Figuur 8 De relatieve verdeling van de financiële activa per type institutionele belegger in België. Vergelijking tussen 2002 en 2012.



Figuur 9 De evolutie [2000-2012] van de totale activa van institutionele beleggers ten opzichte van het BBP in België uitgedrukt in miljoenen EUR.

Tabel 3 Financiële activa van institutionele beleggers in procent van het BBP [1995-2012] (OESO, 2008). Vanaf 2007 gebaseerd op eigen berekeningen.

Jaar	1995	1996	1997	1998	1999	2000
FA in % BBP	31,0	35,8	44,3	70,5	79,8	83,0
Jaar	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FA in % BBP	84,6	80,1	87,0	95,6	105,0	110,7
Jaar	2007	2008	2009	2010	2011	2012
FA in % BBP	111,1	105,0	117,8	125,8	121,8	126,0

Aan de hand van data van de OESO wordt berekend hoeveel activa institutionele beleggers in België bezitten. De OESO splitst in hun statistieken de institutionele beleggers op in 4 categorieën:

verzekeringsmaatschappijen, beleggingsfondsen, pensioenfondsen en overige vormen van institutionele beleggers. Alle activa van deze 4 categoriën werden samengeteld om bovenstaande grafieken te creëren. In 2012 investeerden institutionele beleggers in totaal 490.280 miljoen euro in België waarvan 97,6% of 478.666 miljoen EURO in financiële activa en 2,4% of 11.614 miljoen euro in niet-financiële activa. De institutionele beleggers kenden een zeer grote groei in de laatste decenia die geleidelijk aan het verzwakken is. De samengestelde jaarlijkse groei bedroeg gemiddeld 12,08% voor de laatste 3 decenia (1982-2012); 11,16% voor de laatste 2 decenia (1992-2012) of 8,51% voor het laatste decenium (2002-2012). Over de volledige periode wordt enkel een eenmalige negatieve groei vastgesteld in het jaar 2002 na de dot-com bubble en een relatief sterk afgezwakte groei in de jaren volgend op de kredietcrisis in 2007.

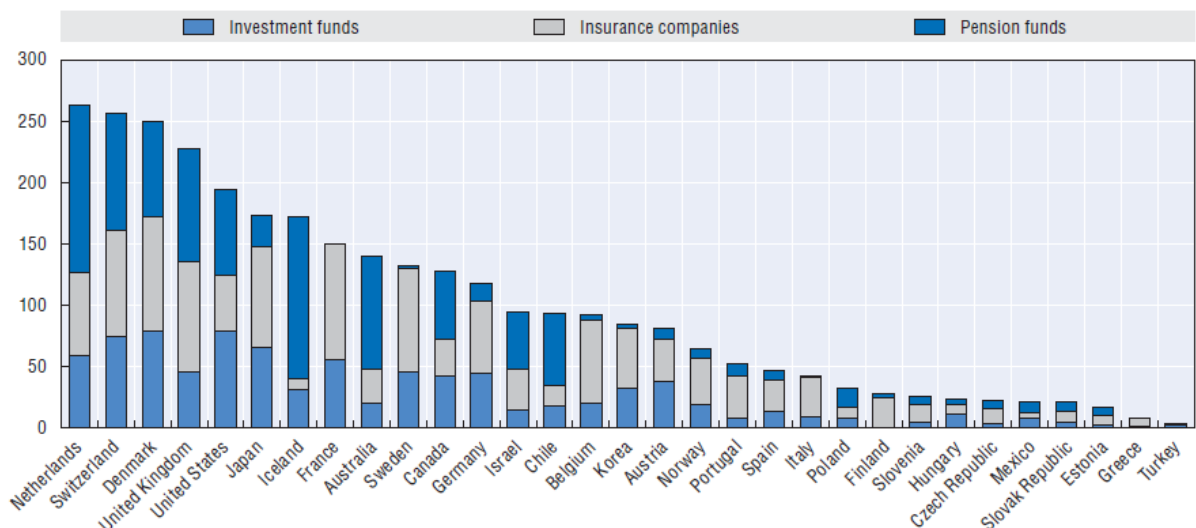
Wanneer we de institutionele beleggers per type bekijken, dan zien we duidelijk dat de verzekeringsfondsen steeds de grootste zijn waarbij ongeveer 59% van alle financiële activa geïnvesteerd in België door institutionele beleggers in handen is van verzekeringsfondsen. Daartegenover staat dat de pensioenfondsen zeer miniem aanwezig zijn. Deze beide trends zijn te verklaren doordat private pensioenfondsen onderontwikkeld zijn. In België is het repartitiesysteem van toepassing waarbij de actieve bevolking de pensioenen van de gepensioneerden genereert, in tegenstelling tot het kapitalisatiesysteem waarbij een individu spaart m.b.v. pensioenfonds voor zijn eigen pensioen. Daarnaast bestaat het pensioensparen in België voornamelijk uit verzekeringsproducten zoals levensverzekeringen. De beleggingsfondsen die tien jaar geleden nog een derde van de institutionele beleggers vertegenwoordigden, hebben sinds de kredietcrisis een daling gekend en zijn in relatieve grootte gehalveerd. Deze trend werd ook al geconstateerd in de vorige paragraaf waarbij de evolutie van ICB's geanalyseerd werd. De komst van de kredietcrisis heeft geleid tot de opkomst van overige vormen van institutionele beleggers. Hoewel deze overige institutionele beleggers lange tijd zeer miniem aanwezig waren, bekleden ze ondertussen al een vijfde van de markt. Deze trend kan verklaard worden door de financiële crisis waarbij gezocht wordt naar alternatieve investeringen.

Bij het vergelijken van de activa met het BBP zien we dat de institutionele beleggers een grotere groei kennen dan de economische groei. Sinds 2005 bezitten de institutionele beleggers meer financiële activa in België dan het BBP.

### 1.4.3 België in vergelijking met de buurlanden

De OESO berekende dat institutionele beleggers in totaal 53 triljoen USD bezitten in 2009 over alle OESO landen waarvan 22 USD triljoen in equity. (OECD, 2011) Tevens schat het International Corporate Governanace Network (ICGN) dat institionele beleggers wereldwijd ongeveer 85 triljoen USD aan activa bezitten in 2011. (ICGN Jaarboek, 2013)

Bij het in beschouwing nemen van de relatieve grootte van de traditionele institutionele beleggers ten opzichte van het bruto binnenlands product in vergelijking met de andere OESO-landen, vinden we België terug in de middenmoot van de OESO landen waarbij het BBP ongeveer even groot is als de totale activa. Wanneer gezocht wordt naar de buurlanden zien we dat de toestand in alle buurlanden relatief beter is. Duitsland en Frankrijk hebben een grootte-orde van respectievelijk 125% en 150%. In Duitsland zijn de beleggingsfondsen de belangrijkste traditionele institutionele beleggers, terwijl in Frankrijk verzekeringsmaatschappijen de grootste zijn. In de Angelsaksische landen zien we dat de institutionele beleggers ongeveer dubbel zo groot zijn als hun BBP. Opvallend is dat Nederland het omvangrijkste land is met meer dan 250%. Dit valt te verklaren door de pensioenfondsen die in Nederland de dominante vorm zijn van (institutionele) besparingen. Uit deze figuur kunnen we concluderen dat België gelijkend is op Frankrijk en Duitsland waarbij telkens de verzekeringsmaatschappijen overheersen en pensioenfondsen relatief klein zijn. (OECD, 2014)



Figuur 10 Activa onder beheer van traditionele institutionele beleggers in OESO-landen. (in % BBP, 2011). (OECD, 2014, p98)<sup>4</sup>

<sup>4</sup> OECD 2014. Journal: Financial Market Trends - Volume 2013/2 (pagina 98).

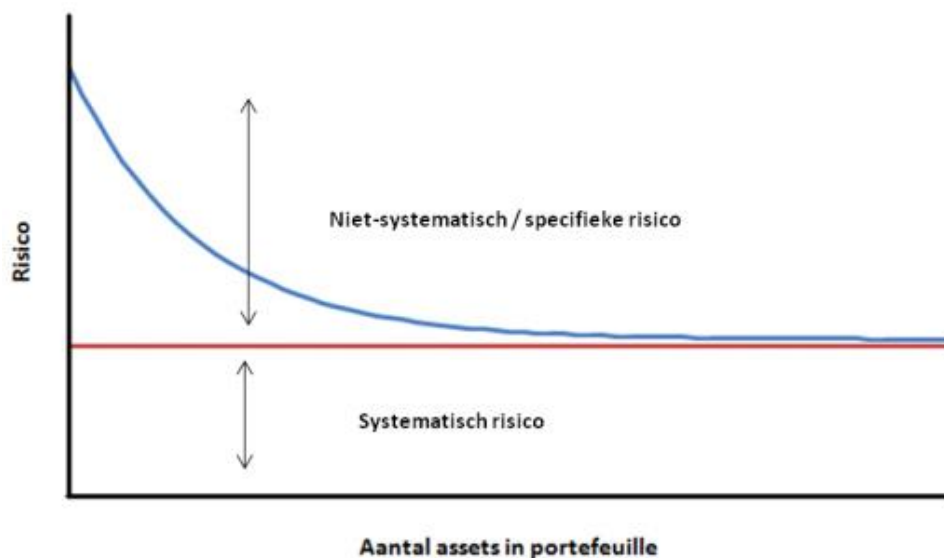


## Hoofdstuk 2

### Beleggingsanalyse

#### 2.1 Investeringsbeslissing

Bij de investeringsbeslissing moet beslist worden in welke soort financiële en niet-financiële activa er geïnvesteerd zal worden waarbij het ultieme doel is om een zo hoog mogelijk rendement te behalen gegeven een vooropgestelde hoeveelheid risico of om een vooropgestelde rendementsverwachting na te streven bij een minimale hoeveelheid risico. Institutionele beleggers diversifiëren hun beleggingen in grote portfolio's, bestaande uit soms meer dan 1000 bedrijven. Het werk *Portfolio Selection* van Markowitz ligt aan de basis van de moderne portefeuilletheorie (Markowitz, 1959). Volgens deze theorie verlaagt het niet-systematische risico bij spreiding van de aandelen aangezien de bewegingen van financiële activa nooit perfect gecorreleerd zijn. Indien voldaan is aan de assumpties van het model en er voldoende diversificatie optreedt, dan is het risico van de portefeuille gelijk aan het niet-diversifieerbare marktrisico of het systematisch risico.



Figuur 11 Systematisch en niet-systematisch risico (De' Medici Vermogensbeheerder, 2013)

William Sharpe oordeelde dat beleggers hun investeringsbeslissing in 2 fasen benaderen. Asset allocation is de eerste fase, terwijl security selection de laatste fase is. Volgens Sharpe gebruiken institutionele beleggers 3 fasen waarbij manager selection plaatsvindt tussen de asset allocation en de security selection. (Sharpe, 2007)

### **2.1.1 Asset Allocation**

De meeste samenstellingen van portfolio's bestaan uit de 3 traditionele asset classes: aandelen, obligaties en risicovrije activa. Deze traditionele klassen kunnen uitgebreid worden met alternatieve investeringen zoals commodities, vastgoed, vreemde valuta, opties, swaps, financieel afgeleide producten,... Bepaalde types van institutionele beleggers leggen echter beperkingen op in hun beleid. Zo kan er geopteerd worden om al dan niet te investeren in bepaalde activacategorieën, regio's, industrietakken of markttypes. Institutionele beleggers kiezen steeds vaker voor PPP-financiering (publiek-private partnerschappen) waarbij een aantrekkelijk rendement behaald wordt op lange termijn voor een laag risico. Projectfinanciering verschuift van een pure banken markt naar een gemengde markt bestaande uit banken en institutionele beleggers. (Sablon, 2014) Deze evolutie is te wijten aan de strengere normen die Basel III oplegt aan de banken. Zo vinden Hallak en Wambeke een toenemende interesse van institutionele beleggers in de infrastructuurschuldenmarkt die te wijten is aan de lage rentevoeten. Deze schuldfinanciering zorgt tevens voor diversificatie in de portefeuille door de lage correlatie met andere asset classes. (Hallak & Wambeke, 2014)

#### **2.1.1.1 Strategic Asset Allocation (SAA)**

Bij Strategic Asset Allocation wordt de lange termijn strategie uitgezet voor de komende jaren waarbij de gewichten of basissamenstelling van de portefeuille wordt uitgestippeld in het beleid. Aan de hand van basismodellen, financiële informatie en voorspellingen uit het verleden van de rendementen, risico's en (co)varianties wordt een schatting gemaakt voor de resultaten in de toekomst. Nadat het vereiste rendement en de gewenste risicoprofiel bepaald wordt zal via optimalisatie een constante samenstelling van de verschillende assets in de portefeuille bekomen worden die een trade-off is tussen de opportuniteit en de veiligheid. Deze gewichten zullen periodiek nagekeken worden en indien nodig periodiek aangepast worden binnen een vooraf bepaalde grens. (Reilly & Brown, 2008)

### 2.1.1.2 Tactical Asset Allocation (TAA)

Tactical Asset Allocation is een dynamische strategie die de SAA van de portefeuille aanpast aan de hand van korte termijn voorspellingen waarbij gezocht wordt naar afwijkingen in de rendementen van de verschillende asset categorieën ten opzichte van hun lange termijn evenwicht. Tijdelijke onevenwichtigheden en inefficiënties worden uitgebuit om de gewichten van de verschillende assets tijdelijk aan te passen. Deze aanpassing gebeurt binnen bepaalde grenzen en heeft een tijdshorizon die steeds korter is dan 1 jaar. De fundamentele veronderstelling bij TAA is dat de rendementen van de assets fluctueren rond hun verwachte lange termijnwaarde waarbij de mogelijkheid bestaat om extra rendement te behalen. De fondsmanager probeert dan ondergewaardeerde assets die hun verwachte waarde relatief zullen overtreffen te kopen en overgewaardeerde assets te verkopen. Verschillende signalen kunnen aanleiding geven tot het herbalanceren van de beleggingsportefeuille. Stockton en Shtekhman onderscheiden vijf types van meest gebruikte TAA signalen: Fed Model signalen, economische cyclus of macro-economische signalen, fundamentele waarderingssignalen, momentum signalen en sentimentele signalen. (Stockton & Shtekhman, 2010)

Een voorbeeld van een TAA signaal en een veelgebruikt instrument in de literatuur is de *investment clock*. Het tijdstip dat afhankelijk is van de toestand van de economische cyclus toont de aantrekkelijkheid van een bepaald type beleggingsproduct. De economische cyclus wordt opgedeeld in 4 fasen afhankelijk van de economische groei en de inflatie. De investment clock heeft verschillende varianten en kan schematisch samengevat worden in onderstaande tabel. (Greetham & Hartnett, 2004).

Tabel 4 De investment clock (Greetham & Hartnett, 2004)

	Hoge groei	Lage groei
Hoge inflatie	Boom → vastgoed	Terugval → obligaties
Lage inflatie	Herstelperiode → aandelen	Recessie → cash

## **2.1.2 Manager Selection**

### **2.1.2.1 Vermogensbezitters vs. vermogensbeheerders**

Na de asset allocation moet de gekozen strategie intern of extern geïmplementeerd worden door de keuze van een gepaste fondsmanager. Deze fase wordt ook wel de scheiding van brein en kapitaal genoemd tussen de vermogensbezitters en de vermogensbeheerders. Verschillende factoren beïnvloeden de beslissing om het management uit te besteden. De transparantie en liquiditeit van de gekozen markten is een belangrijke determinant. Sommige asset classes, regio's, industrietakken of markttypes zijn uniek waarbij specifieke kennis of ervaring nodig is om actief te zijn. Daartegen zijn de traditionele beleggingsinstrumenten zoals aandelen meer liquide en veel transparanter dankzij de wijdverspreide indexen. Een andere factor is de kostenefficiëntie. Een intern management heeft over het algemeen een lagere kostenstructuur dan een extern management. De volgende factor is het risk management. Intern management vermijdt belangenconflicten en heeft een betere controle over corporate governance conflicten, een betere coördinatie van de activa met als gevolg dat er sneller aangepast en gebalanceerd kan worden bij wijzigingen in de asset allocation. Daartegenover moeten bij een extern management minder beslissingen genomen worden en ligt alle verantwoordelijkheid bij de externe fondsmanager. Een laatste factor is de vergoeding van het management die bestaat uit een vaste en een variabele component die afhangen van de hoeveelheid activa onder beheer en het gepresteerde rendement. (Monk, 2011)

### **2.1.2.2 Passief vs. Actief**

#### **2.1.2.2.1 Actieve fundmanager**

Toch zijn er nog steeds beleggers en fondsmanagers die actief op zoek gaan naar beleggingsstrategieën. Aan de hand van empirische studies, technische analyse en theorieën wordt gezocht naar anomalieën in de financiële wereld die vaak – al dan niet ten onrechte – toegeschreven worden aan marktinefficiënties. Deze anomalieën kunnen in 3 categorieën worden ingedeeld: kalender anomalieën, cross-sectionele anomalieën en voorspelbaarheid van het rendement aan de hand van tijdseries. (Frömmel, 2013)

Het januari-effect (Keim 1983) meent dat aandelen stijgen tijdens de eerste helft van januari. Dit zou te wijten zijn aan de korte termijn verliezen op het einde van het vorige boekjaar omwille van belastingsoptimalisatie. Het weekendeffect (French 1980), ook soms maandageffect genoemd, stelt dat de gemiddelde return op maandag veel kleiner zijn dan op de voorafgaande vrijdag. Dit is

verrassend want je zou verwachten dat de return op maandag groter is doordat hierin de return van het weekend ertussen vervat zit. Het vakantie-effect (Chong et al. 2005) is de trend van de aandelenmarkt om op de laatste dag voor vakanties te stijgen.

Het size effect (Banz, 1981) toont aan dat small-cap bedrijven gemiddeld hogere rendementen verdienen. Het value effect is een positieve relatie tussen de aandelenrendementen en enkele variabelen die betrekking hebben met de waardering van de onderneming zoals de boekwaarde t.o.v. de marktwaarde, de winst t.o.v. de aandeelprijs, het dividendrendement.

Aandelen die in het verleden goed presteerden zullen volgens het momentum effect toekomstige winnaars worden in een tijdshorizon van 6 à 12 maanden (Carhart, 1997). Een andere hypothese is winner-loser reversals. In een tijdshorizon van 3 à 5 jaar zouden de aandelen die slecht presteerden later goede rendementen realiseren. Post-earning-announcement-drifts (PEAD) is de tendens van aandeelprijzen om gedurende enkele weken na een aankondiging te bewegen in de richting van het positieve of negatieve nieuws.

#### **2.1.2.2 Passieve fundmanager**

Voor fondsmanagers is het zeer moeilijk om jaar na jaar een index te overtreffen. In deze context worden de “money managers” vaak afgeschreven als “monkey managers” waarbij cynisch verwezen wordt naar de chimpansee Lusha die in 2010 94% van Russische beleggingsfondsen overtreft met haar willekeurig samengestelde beleggingsportefeuille. (Daily Mail, 2010) Daarom is er een toenemende trend van institutionele beleggers om hun portefeuille passief te beheren ten opzichte van een benchmark of index.

#### **2.1.3 Security Selection**

Na de asset allocation moet de fund manager bepalen welke specifieke effecten binnen een bepaalde activacategorie toegevoegd worden aan de portefeuille. Transactiekosten en liquiditeit van de securities zijn van belang bij deze stap. Het volledige proces van de samenstelling van de beleggingsportefeuille kan samengevat worden in onderstaande tabel waarbij de oorsprong van de rendementen weergegeven wordt. De beta geeft de bijdrage van de security tot het volledige risico en is een meetinstrument voor de exposure van een security ten opzichte van marktschommelingen. De alfa is een meeteenheid die het actieve rendement weergeeft, gecorrigeerd voor het genomen risico.

Tabel 5 Oorsprong van de returns. (Stockton & Shtekhman, 2010 & Vanguard, 2009)

	Systematisch of marktrisico	Niet-systematisch risico
Beta	SAA of indexing	/
Alfa	TAA	Security Selection

## 2.2 Performance management

De essentie van performance management is dat iedere belegger zijn prestatie wil beoordelen ten opzichte van een benchmark portfolio. Ook institutionele beleggers die het management van de portefeuille hebben uitbesteed wensen te weten welke toegevoegde waarde de fondsmanager creëert bovenop de gevraagde managementvergoeding. Bij de beoordeling mag niet enkel het rendement bekeken worden, maar zijn vele factoren van belang zoals de hoeveelheid risico die genomen werd, de economische omgeving, de opgelegde beperkingen,... Op microniveau wordt bekeken hoe goed de managers presteren relatief ten opzichte van elkaar. Op macroniveau wordt gekeken welke externe invloeden de gemiddelde portefeuilles treffen en wat de invloed hiervan is op de prestatie. (Frömmel, 2013)

De Sharpe Ratio geeft het gemiddelde rendement weer bovenop de risicovrije rente per eenheid van volatiliteit, dus gecorrigeerd met hoeveelheid risico van de portefeuille. Doordat de standaarddeviatie gebruikt wordt als benadering voor het totale risico van de portefeuille moet verondersteld worden dat de rendementen normaal verdeeld zijn. Er bestaan twee varianten van de Sharpe Ratio. De ex-ante formule gebruikt verwachte rendementen, terwijl de ex-post Sharpe Ratio werkt met de gerealiseerde rendementen. (Sharpe, 1994)

$$\text{Sharpe Ratio} = [r_p - r_f] / \sigma_p$$

$r_p$  = verwachte/gerealiseerde rendement van de portefeuille

$r_f$  = risicovrije rente

$\sigma_p$  = standaarddeviatie van portefeuille

Jensens Alfa wordt berekend via een tijdsreeks regressie waarbij de alfa het verschil is tussen de verwachte return van de portefeuille en de theoretische return die voorspeld werd met een model

zoals het CAPM. Een positieve alfa betekent dat de fund manager beter presteert dan de benchmark, een negatieve alfa betekent het omgekeerde. In de literatuur wordt de Jensens alfa formule soms aangepast om een realistischer model te verkrijgen of om aan bepaalde restricties te voldoen. Het model (CAPM) kan ook uitgebreid worden met andere factoren naar een Fama-French 3 factorenmodel of een Carhart 4 factorenmodel. (Jensen, 1968)

$$\alpha_p = r_p - [ r_f + \beta_p ( r_m - r_f ) ]$$

$r_p$  = verwacht rendement van de portefeuille

$r_f$  = risicovrije rente

$\beta_p$  = beta van de portefeuille

$r_m$  = verwacht marktrendement

Indien blijkt uit voorgaande performance management modellen dat de fondsmanager een positieve extra return heeft verworven, moet onderzocht worden waarom dit zo is. Naast een eventuele portie geluk verklaren verschillende factoren de superieure prestatie van de fondsmanager ten opzichte van de benchmark. Brinson et al. (1986) splitst de totale superieure return ten opzichte van een benchmarkportefeuille op in 3 categorieën: stock/security selectie, asset allocation en de interactie-effecten. Bij een goed selectievermogen worden de over- en ondergewaardeerde activa bepaald. Een goede markttiming betekent dat de manager de toekomstige koerswijzigingen van de markt kan voorspellen. Treynor and Mazuy (1966) veronderstellen dat de fund manager de beta van portefeuille aanpast in functie van de superieure return. Bij hun model ontstaat hierdoor een convexe relatie tussen de superieure return van de manager en van de markt. Henriksson en Merton (1981) veronderstellen dat de manager de optie heeft om bij een positief signaal zijn risico (beta) te vergroten waardoor een geknikte, positieve lineaire relatie ontstaat tussen de superieure return van de manager en van de markt.

## 2.3 Internationale portfolio's

De beslissing om internationale portefeuilles samen te stellen wordt gedreven door de risicoreductie van internationale diversificatie in niet perfect gecorreleerde markten. Zoals gebleken is uit de recente financiële crisis van 2008 is er toch enige correlatie tussen de markten die voortvloeit uit de grotere kapitaalmobiliteit en de internationale integratie van de financiële wereld. Daarnaast wordt

internationale diversificatie vaak afgeraden door bijkomende politieke risico's, door een gebrek aan vertrouwde met de buitenlandse markten en door de hogere transactiekosten.

Bij internationale diversificatie is het wisselkoersrisico een belangrijke risicomponent in de portefeuille. Zo is de prijs van aandelen en obligaties gerelateerd met de wisselkoers via de rentevoeten. Om dit risico te begrijpen dienen de macro-economische relaties tussen de wisselkoersen en de prijs van de activa bestudeerd worden. Bepaalde zaken zoals de economische groei of de inflatie beïnvloeden zowel de rentevoeten als de wisselkoers. Om het wisselkoersrisico te sturen moeten bepaalde hedge strategieën opgezet worden aan de hand van financieel afgeleide producten, FX opties en currency swaps. De mate van hedging (hedge ratio) die een fondsmanager wenst is afhankelijk van verschillende factoren zoals de hoeveelheid van internationale diversificatie, het aantal verschillende munten/wisselkoers in je portefeuille, de assets waarin je investeert en de beleggingstermijn (hoe groter de termijn, hoe groter het risico), de liquiditeit van de buitenlandse markten waarin je investeert. Concreet voor België en de andere landen in de eurozone worden de wisselrisico's geëlimineerd voor investeringen in de eurozone. Ondanks de vrijmaking van kapitaalstromen tussen verschillende landen blijft nog steeds een bias om te investeren in eigen land. Een onderzoek naar internationale portfolio's vindt 2 verklaringen voor deze home bias: de transactiekosten en de reacties van de wisselkoers op aanbodschokken. (Coerdacier, Kollmann, Martin, 2010)

## **2.4 Recente trends**

### **2.4.1 Duurzaam en ethisch investeren (SRI / CSR / ESG)**

De theorie inzake de efficiënte markthypothese stelt dat aandelenprijzen alle gekende informatie weerspiegelen. Hierbij dient in het beleggingsproces rekening gehouden te worden met niet-financiële informatie. Verschillende termen voor maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO) werden geïntroduceerd zoals Corporate Social Responsibility (CSR) en Socially Responsible Investment (SRI). Deze termen zijn gelijkaardig aan ethisch investeren waarbij een afweging gemaakt wordt tussen maatschappelijke factoren en financiële performance. Zo zijn Environmental, Social & Governance (ESG) factoren zeer belangrijk geworden om een uitgebreide waardering van een onderneming uit te voeren. Deze factoren hebben een kwalitatieve aard en zijn moeilijk uit te drukken in kwantitatieve informatie of indicatoren. Ook houden traditionele waarderingmethoden hiermee geen rekening en hebben deze niet de mogelijkheid om immateriële activa correct te waarderen. Daarom moet de



publicatie van niet-financiële informatie gepromoot worden. Een duurzaamheidsrapport van de Deutsche Bank bekeek de invloed van deze factoren op de kapitaalkost van ondernemingen, op de financiële resultaten van ondernemingen en op de prestatie van fondsen. Via een brede dataset en uit verschillende academische studies vond het rapport dat in de meerderheid van de studies er een positieve correlatie is tussen de ESG factoren en rendementen door een lagere kapitaalkost en een hogere financiële prestatie op verschillende niveaus namelijk op het niveau van securities en van de markt. Toch zijn deze resultaten eerder gemengd op het niveau van beleggingsfondsen. Bij het bekijken van de ESG factoren hebben Governance factoren de belangrijkste invloed op het rendement, gevolgd door Environmental en Social factoren. (Deutsche Bank Group, 2012)

In het kader van verantwoord beleggen hebben de Verenigde Naties een initiatief ondersteund dat handelt in de lange termijn belangen van begunstigen en dat gelooft in de invloed van ESG factoren op de prestaties van beleggingsportefeuilles. Na groepsgesprekken tussen verschillende institutionele beleggers op vraag van de voormalige VN secretaris generaal Kofi Annan werden zes principes in 2006 uitgebracht onder de naam *United Nations Principles of Responsible Investment*. Door het ondertekenen van de principes, gaan beleggers ermee akkoord om ze over te nemen en te implementeren. Ondertussen hebben reeds 1325 institutionele beleggers en vermogensbeheerders die in totaal 45 triljoen US\$ onder hun beheer hebben de 6 principes getekend. (UNPRI, 2015)

*“Principe 1: Wij zullen de ESG factoren opnemen in de beleggingsanalyse en in de investeringsbeslissingen.”*

*“Principe 2: Wij zullen actieve bezitters zijn en de ESG factoren incorporeren in onze eigendomsbeleid en praktijken.”*

*“Principe 3: We zullen gepaste publicaties nastreven over de ESG factoren van de entiteiten waarin we investeren.”*

*“Principe 4: We zullen goedkeuring en implementatie van de Principles promoten in de beleggingsindustrie.”*

*“Principe 5: We zullen samenwerken om de efficiëntie van de implementatie van de principes te verbeteren.”*

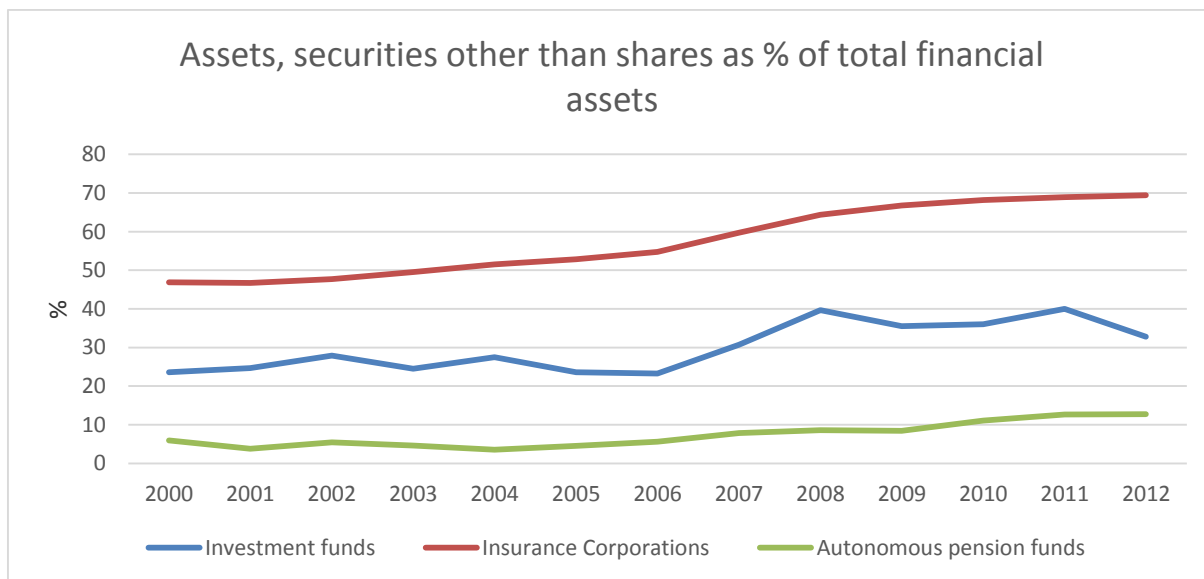
*“Principe 6: We zullen rapporteren over onze activiteiten en vooruitgang inzake het implementeren van de principes.” (UNPRI, 2015)*

### **2.4.2 High Frequency Traders (HFT)**

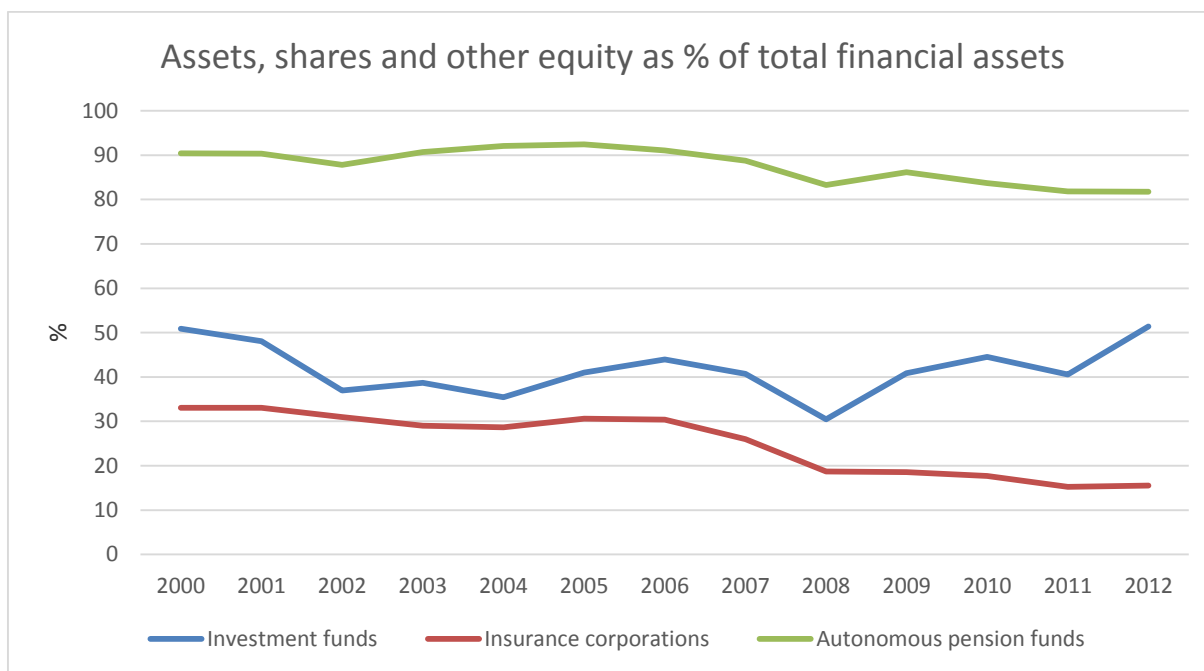
High frequency trading of flitshandel is een vorm van beurshandel waarbij computers het volledige handelsproces sturen. De computers voeren aan- en verkooporders uit waarbij de aandelen slechts enkele seconden in hun bezit zijn. Tegenwoordig vindt al 70% van alle beursverrichtingen in Wall Street plaats via High Frequency Trading. Het ultieme doel van deze traders is zoveel mogelijk winst te maken op zo'n kort mogelijke tijd. Ze proberen enkel patronen te herkennen in de beurskoers en zo prijswijzigingen over een extreem korte periode voorspellen. Dit type van beleggers is niet geïnteresseerd in de financiën of de achtergrond van de bedrijven. De orders die voortvloeien uit algoritmes worden aan lichtsnelheid via microgolfttechnologie uitgevoerd aangezien de snelheid van het traditioneel kabelnetwerk te traag is. In extreme gevallen wordt er geëist dat de lengte van de kabels tussen de traders en de centrale computer dezelfde lengte hebben (Het Journaal, 11/08/2014).

De oorzaak voor high frequency trading ligt bij de institutionele beleggers doordat zij grote aankoop- of verkooporders kunnen plaatsen die zorgen voor een klonterig, onregelmatig patroon ten opzichte van de algemene trend. HFT probeert om te profiteren van deze prijsbewegingen veroorzaakt net na de grote institutionele orders door te kopen of verkopen wanneer de prijs zich net boven of onder de algemene trend bevindt. HFT vernauwt de bid-ask spread en maakt de aandelenmarkten efficiënter. (Lewis, 2014), (Forbes, 2014)

## 2.5 Asset allocation in België <sup>5</sup>



Figuur 12 De evolutie [2000-2012] van de securities (exclusief aandelen) ten opzichte van de totale financiële activa per type institutionele belegger in België.



Figuur 13 De evolutie [2000-2012] van de aandelen en equity ten opzichte van de totale financiële activa per type institutionele belegger in België.

<sup>5</sup> Figuur 12 en Figuur 13 zijn eigen verwerking op basis van data van de OESO beschikbaar via: [www.oecd.org](http://www.oecd.org) > Finance > Institutional investors Statistics > Institutional investors' Indicators. (<http://stats.oecd.org/index.aspx>).

De eerste grafiek op figuur 12 geeft de relatieve evolutie van alle securities behalve aandelen en equity als percentage van de totale financiële activa per type institutionele belegger. De tweede grafiek op figuur 13 geeft de relatieve evolutie van de aandelen ten opzichte van de totale financiële activa.

Verzekeringsmaatschappijen, die het grootste type institutionele belegger in België zijn, beleggen tot bijna 70% van hun financiële activa in securities en slechts een kleine 20% in aandelen. Pensioenfondsen hebben een omgekeerde profiel waarbij slechts 12% in securities belegd wordt en het overgrote deel, ongeveer 82% van de financiële activa in aandelen. De tegengestelde trend is te wijten aan hun verschillende tijdshorizon en voorspelbaarheid van de beschikbaarheid van hun fondsen. Beleggingsfondsen hebben een middelmatig verloop waarbij ongeveer 33% belegd wordt in securities en 51% in aandelen. Deze data over de beleggingsfondsen van de OESO stemt overeen met de data van BEAMA over de ICB's waarbij er ongeveer 24% obligatiefondsen zijn, 32% aandelenfondsen en 27% gemengde fondsen. (cf. supra paragraaf 1.4.1. en figuur 5)

## Hoofdstuk 3

### Institutionele beleggers en corporate governance

#### 3.1 Definitie en theoretische basis van corporate governance

Het concept corporate governance, ook wel deugdelijk bestuur genoemd, lijkt duidelijk maar wanneer gezocht wordt naar een algemene definitie worden verschillende omschrijvingen gegeven afhankelijk van het standpunt of perspectief en van de context waarin het begrip gebruikt wordt. Corporate governance is het volledige systeem van regels, praktijken en processen waarin de onderneming bestuurd en gecontroleerd wordt. Het academische standpunt bekijkt corporate governance als de problemen die ontstaan uit de scheiding tussen het eigenaarschap en de controle.

Er zijn verschillende theorieën die het concept corporate governance trachten te verklaren. De oorsprong van de *Agency Theory* wordt toegeschreven aan Adam Smith die een agency problem identificeerde. De aandeelhouders of de principals definiëren de objectieven van de onderneming, terwijl het management of de agents deze trachten na te streven. Door verschillende eigenbelangen en informatieasymmetrie ontstaat een conflict dat kan leiden tot moral hazard en belangenconflicten. De grootte van hun afwijkend gedrag wordt gedefinieerd als de agency costs. Corporate governance dient deze kosten te minimaliseren door de objectieven van zowel de aandeelhouders als het management op elkaar af te stemmen. Tegenover deze opvatting die veronderstelt dat het management handelt in hun eigenbelang ten koste van de aandeelhouders staat de *Stewardship Theory*. Deze theorie gaat ervan uit dat managers correct en verantwoordelijk zullen handelen. Managers worden gemeend loyaal te zijn ten opzichte van hun onderneming en de ambitie of motivatie te hebben om hun job succesvol uit te voeren om persoonlijk succes na te streven. Hierbij zijn niet-financiële motivaties van belang. Daarnaast is er ook nog de *Stakeholder Theory* die alle interne en externe belanghebbenden zoals werknemers, klanten, leveranciers, de politiek, de maatschappij,... in beschouwing nemen en de *Sociological Theory* die vooral focust op de bestuur aspecten die de sociaaleconomische doelen van bedrijven realiseren. (Fernando, 2006)

Institutionele beleggers worden geconfronteerd met een dubbele agency relatie. Enerzijds is er een agency relatie tussen de institutionele aandeelhouders en het bestuur in de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt. Anderzijds wordt het beheer van de portefeuille uitbesteed aan vermogensbeheerders, ook wel fund managers of asset managers genoemd. Daardoor neemt het belang van de agency relatie tussen de institutionele beleggers en de vermogensbeheerders toe. Over het algemeen zijn deze relatie en de bijhorende contracten van korte termijn omdat frequent de prestaties van de portefeuille geëvalueerd worden. Deze kortzichtigheid kan prijzen veroorzaken die niet de daadwerkelijke waarde weerspiegelen. Ook kuddegedrag en verhoogde volatiliteit kunnen hiervan het gevolg zijn. (Woolley, 2010)

### **3.2 Corporate governance en corporate performance**

Het belang van corporate governance mag niet onderschat worden aangezien veel investeerders naast het financiële luik ook het bestuur van de onderneming observeren. Bijgevolg wordt bij de investeringsbeslissing ook gekeken naar de samenstelling en kwaliteit van de raad van de bestuur, naar de communicatie van de onderneming ten opzichte van beleggers en de andere bestuurspraktijken. Een deugdelijk bestuur kan de waarde van de onderneming verstevigen door het creëren van een competitief voordeel, door de efficiëntie te verhogen waarbij fraude en mispraktijken vermeden worden, door bescherming te geven aan de aandeelhouders, door de naleving van codes en wetten te garanderen,...

Het geloof van beleggers dat een goede governance leidt tot een betere performance wordt door de academische literatuur bevestigd. Het frequente probleem bij deze onderzoeken is dat corporate governance multidimensionaal is waardoor het moeilijk meetbaar is. De Deutsche Bank bewijst in een Sustainable Investing rapport (Deutsche Bank, 2012) dat de goed bestuurde ondernemingen beter presteren en succesvoller zijn in de lange termijn. ICGN maakte in hun jaarrapport een vergelijkende studie tussen actieve en passieve beleggers. Er werden 823 beleggingen bekeken specifiek m.b.t. de S&P 500. Hieruit bleek dat activistische beleggers een gemiddeld rendement van 21.41% behaalden tegenover 6.02% voor de passieve investeerders. (ICGN, 2013)

Lange tijd werd aangenomen dat het toezicht door grote aandeelhouders een belangrijke oplossing is voor de agency problemen. Hierbij keken de academici en regulatoren naar de institutionele beleggers

die verondersteld werden te monitoren. Onderzoek (Maug, 1998; Kahn & Winton, 1998) toont aan dat de mate van toezicht door institutionele beleggers afhangt van hun aandeelgrootte. Institutionele beleggers voelen dus een grotere noodzaak om te waken over ondernemingen waarin ze een groot aandeel aanhouden voor een langere termijn. Logischerwijs zullen beleggers die een relatief klein aandeel van een bedrijf aanhouden, sneller geneigd zijn om dit te verkopen in het geval van een slechte prestatie en zo minder geneigd worden om te monitoren. Om deze aanzet tot monitoren door institutionele beleggers te meten, ontwikkelde Bushee een methodologie om hen in te delen in 3 categorieën. De eerste vorm zijn de *toegewijde institutionele beleggers* die een stabiel eigenaarschap en een grote positie innemen in de bedrijven uit hun portefeuille. Verder zijn de *transient (vergankelijke, tijdelijke) institutionele beleggers* die een hoge omzet tonen en kleine delen van individuele bedrijven aanhouden. Ten laatste zijn er de *quasi-indexers* die niet vaak handelen maar ook kleine delen bezitten. (Bushee, 1998)

Heng en Ting vinden een negatieve relatie tussen zowel de aandelprijs synchroniciteit als het risico om failliet te gaan en de relatieve hoeveelheid toegewijde institutionele beleggers. Hiertegenover wordt de voorgaande relatie positief voor de transient institutionele beleggers. Deze bevindingen tonen aan de institutionele bewaking zorgt voor een beperking van de onttrekking van cashflows door managers waardoor het niet-systematische, bedrijfsspecifieke risico verminderd. In de literatuur wordt verschillende voordelen beschreven van institutioneel aandeelhouderschap. Zo hebben bepaalde types aandeelhouders invloed op de anti-takeover amendementen, op de R&D investeringsbeslissingen en de CEO compensatie. Daartegenover zijn er ook sommige institutionele beleggers die ondoordacht stemmen en hun aandelen verkopen wanneer ze ontevreden zijn met de prestatie van het bedrijf. (Heng & Ting, 2013)

Een Belgisch onderzoek over institutionele beleggers in de bedrijfsfinanciering meende dat institutionele beleggers een gunstige invloed kunnen hebben op aandelenprijzen door het verminderen van informatie asymmetrie, door betere liquiditeit en door betere corporate governance. Bedrijven die deze voordelen van de aanwezigheid van institutionele beleggers begrijpen, zullen moeite doen om ze aan te trekken. Zo blijkt uit IPO's van Belgische bedrijven in de tijdsperiode 1984 tot 2000 dat relatief veel aandelen toegekend worden aan institutionele beleggers om underpricing te verminderen en om de liquiditeit van het aandeel te garanderen na de IPO. (Huyghebaert N. & Van Hulle C., 2004)

Bij een studie over institutionele beleggers in 27 landen blijkt dat alle institutionele beleggers een sterke voorkeur hebben voor aandelen van de grote bedrijven met een goed bestuur, terwijl buitenlandse instituties bedrijven overwegen met een cross-listing in de VS. Daarbij hebben bedrijven waarbij een hoog aandeelhouderschap is van buitenlandse en onafhankelijke institutionele beleggers hogere bedrijfswaarderingen, betere operationele resultaten en lagere kapitaalexpenditures. Deze resultaten tonen aan dat buitenlandse en onafhankelijke instituties met een potentieel lagere band ten opzichte van bedrijven, betrokken zijn bij het monitoren van bedrijven wereldwijd. (Ferreire & Matos, 2008)

Onderzoek naar de informerende rol van geografisch dichte instituties in de aandelenmarkt (Baik, Kang & Kim, 2010) vond dat zowel het niveau als de verandering van institutioneel aandeelhouderschap de toekomstige aandelenrendementen kan voorspellen, vooral van bedrijven met een hoge informatie asymmetrie.

### **3.3 Corporate governance in een internationale context**

Enkele decennia geleden wezen beleggers vaak slechts een kleine fractie van hun vermogen in buitenlandse markten. Het feit dat beleggers steeds meer geneigd zijn te investeren in hun lokale economie wordt in de literatuur de *home bias puzzle* genoemd. (Tesar & Werner, 1995) Verschillende barrières zoals informatie asymmetrie die internationale beleggers ervaren werden bestudeerd. Tegenwoordig stijgen de buitenlandse investeringen zienderogen (Leuz et al., 2009) als gevolg van de globalisatie waarbij buitenlands kapitaal een belangrijke financieringsbron vormt in de kapitaalmarkten. De belangrijke factor van buitenlandse investeerders is om te beleggen in een meer ontwikkelde markt.

Recente studies hebben aangetoond dat de kenmerken van het thuisland van de institutionele beleggers van belang is om de landen te kiezen waarin ze wensen te investeren. Een onderzoek over de invloed van corporate governance in het thuisland toont aan dat investeerders de voorkeur geven aan vertrouwde, familiale aandelen. Beleggers waarbij in het thuisland een goede corporate governance kwaliteit heerst verkiezen voornamelijk bedrijven met eveneens een goed deugdelijk bestuur. Daarnaast menen ze dat investeerders uit landen met een minder goede corporate governance indifferent zijn voor het niveau van deugdelijk bestuur. (Kim, Sung & Wei, 2011) Een ander onderzoek benadrukt het belang van governance in het thuisland van beleggers als een determinant bij de asset



allocation van beleggers. De *flight to quality* en de *familiarity* argumenten worden bevestigd. Institutionele beleggers vergelijken de kwaliteit van corporate governance codes tussen landen of regio's en investeren meer in gebieden of sectoren met gelijkaardige of betere governance codes. Deze twee factoren worden verondersteld complementair te zijn en mogen niet als substituten beschouwd worden. Het *flight to quality* fenomeen is voornamelijk gedreven door grijze, niet monitorende institutionele beleggers. (Abdioglu, 2013)

In de periode van 2003 tot 2008 werd in 23 landen bekeken of institutionele beleggers van invloed zijn op corporate governance. Het bestuur op ondernemingsniveau is positief gerelateerd met internationaal institutionele beleggingen. Buitenlandse institutionele beleggers en instituties van landen met een sterke aandeelhoudersbescherming spelen een belangrijke rol in het verbeteren van corporate governance buiten de VS. Institutionele beleggers beïnvloeden niet enkel de corporate governance mechanismen maar ook de gevolgen en uitkomsten. Bedrijven met een institutioneel aandeelhouderschap ontslaan sneller de slecht presterende CEO's en vertonen verbeteringen in waardering over de tijd. Deze resultaten suggereren dat internationale portfolio's van de institutionele beleggers goede corporate governance practices promoten over de wereld. (Aggarwal, 2011)

Een onderzoek over buitenlandse aandeelhouderschap in Zweedse bedrijven onthult dat buitenlandse investeerders een voorkeur hebben voor grote bedrijven die lage dividenden betalen en bedrijven die grote cash posities hebben op hun jaarrekeningen. Ook marktliquiditeit en de aanwezigheid in internationale markten via de exportcijfers is belangrijk voor buitenlandse investeerders. Daarnaast zijn bedrijven met 1 dominante aandeelhouder minder populair bij institutionele beleggers. (Dahlquist, 2001)

## **3.4 Institutionele aandeelhoudersbetrokkenheid**

### **3.4.1 Het belang van institutionele aandeelhoudersbetrokkenheid**

Door actief toezicht en door in dialoog te treden met de raad van bestuur worden aandeelhouders actief betrokken bij het bestuur van de onderneming. Hierbij krijgen de aandeelhouders rechten zoals het stemmen tijdens de algemene vergadering.

Hoewel de traditionele institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen overwegend lange termijn georiënteerd zijn, gedragen ze zich niet zoals een typische lange termijnbelegger. Institutionele beleggers investeren hun fondsen in beursgenoteerde bedrijven en laten hierbij vaak het management van hun portfolio's over aan externe asset- of fondsmanagers. Vaak wordt door deze managers enkel gekeken naar de financiële structuur en prestaties van de ondernemingen. Hun beleggingsstrategie wordt regelmatig geëvalueerd waardoor hun beleggingsstrategie gericht is op een korte termijn. Deze houding leidt tot druk op bedrijven om op korte termijn te presteren en tot suboptimale returns voor de begunstigden van de institutionele beleggers die belang hebben bij een lange termijn prestatie. Ook zorgt deze kortzichtigheid voor verminderde toezicht en verhindert bedrijven om lange termijn waarde en groei te creëren. Dit belangenconflict tussen enerzijds het korte termijn resultaatgerichtheid van asset managers en anderzijds de creatie van lange termijn waarde door actief toezicht die gedreven wordt door de begunstigden moet opgelost worden door middel van een meer verantwoordelijke benadering van investeringen. Het uiteindelijke doel van aandeelhoudersbetrokkenheid is om een hogere ondernemingswaarde te creëren en zodoende het rendement van hun aandelen op lange termijn te vergroten.

Institutioneel eigenaarschap wordt geassocieerd met hogere CEO compensaties in Continentaal-Europa, voornamelijk in familiebedrijven. Ook buitenlandse institutionele beleggers hebben een significante, positieve invloed op CEO compensatie. Ten slotte beïnvloeden de institutionele beleggers de CEO compensatiestructuur door meer gebruik te maken van equity-based compensation. (Crocchi, 2012)

### 3.4.2 Determinanten van institutionele aandeelhoudersbetrokkenheid

Wanneer gekeken wordt naar de heterogene groep van institutionele beleggers, is het moeilijk om te voorspellen in welke mate ze zich betrekken bij het bestuur als aandeelhouders. Daarom heeft de OESO (Celik & Isaksson 2013) zeven componenten uit het business model van institutionele beleggers geïdentificeerd om de betrokkenheid te analyseren. Eerst wordt het doel van de institutionele belegger bekeken. Heeft de institutionele belegger een winst maximaliserende verplichting ten opzichte van de eigenaars? De tweede component is de passivastructuur die een opsplitsing maakt tussen lange en korte termijn. Daarna analyseert men de beleggingsstrategie die wordt opgedeeld in 4 categorieën. Een passieve index is een strategie die een bepaalde index zo goed mogelijk probeert te volgen. Bij een passieve fundamentele strategie wordt bij aanvang een keuze gemaakt tussen individuele aandelen die dan een lange periode aangehouden worden. De actieve fundamentele strategie veronderstelt dat de belegger constant aandelen van individuele bedrijven koopt en verkoopt op basis van een bepaalde financiële analyse of groeipotentieel. De laatste strategie is de actieve kwantitatieve waarbij de nadruk ligt op de kwantiteit informatie die verwerkt wordt in plaats van de kwaliteit. Hieronder valt onder andere de high frequency trading. De vierde determinant voor aandeelhoudersbetrokkenheid is de mate van concentratie van de portefeuillestructuur. Is de portefeuille geconcentreerd of gediversifieerd? Als vijfde component staat de vergoedingstructuur van het management waarbij de vlakke fee en de prestatiegerichte fee de twee grote types zijn. Ook wordt de aanwezigheid van politieke en sociale beweegredenen doorgelicht. Als laatste factor wordt het wetgevende framework met betrekking tot aandeelhoudersbetrokkenheid genoemd.

Tabel 6 Determinanten van aandeelhoudersbetrokkenheid (OESO, 2013)

Purpose	Not for profit   For profit
Liability structure	Long-term   Short-term
Investment strategy	Passive index   Passive fundamental   Active fundamental   Active quantitative
Portfolio structure	Concentrated   Diversified
Fee structure	NA   Performance fee   Flat fee   Zero fee
Political / social objectives	Political/social incentives   No political/social incentives
Regulatory framework	Engagement requirements   Engagement limitations   No legal requirements/limitations

### **3.4.3 Niveaus van institutionele aandeelhoudersbetrokkenheid**

Op basis van de 7 bovenstaande determinanten wordt een framework uitgewerkt die 4 niveaus van institutionele aandeelhoudersbetrokkenheid omschrijven. Het laagste niveau is geen betrokkenheid. Deze institutionele beleggers houden geen toezicht op de bedrijven waarin ze investeren, ze oefenen hun stemrechten niet uit en gaan niet in dialoog met het management. Het tweede niveau is de reactieve betrokkenheid waarbij de stemrechten wel uitgeoefend worden maar ze baseren zich op vooraf bepaalde criteria of kopen advies van bijvoorbeeld volmachtadviseurs. De term reactief kan ook wijzen op de reactie op andere aandeelhouders die betrokken zijn. Bij alpha betrokkenheid proberen institutionele beleggers een significante invloed uit te oefenen op de onderneming om binnen een vooraf bepaalde periode een winst te kunnen realiseren. Zo wordt geprobeerd controle uit te oefenen op een groot deel van de stemrechten door eventueel met andere aandeelhouders samen te werken. Het hoogste niveau is de inside betrokkenheid. Dit zijn typisch grote aandeelhouders die op een directe manier hun stemrechten uitoefenen en een gefundeerde bedrijfsanalyse maken.

### **3.4.4 De aandeelhoudersvergadering in België**

#### **3.4.4.1 De rol van de aandeelhoudersvergadering**

Een deelname aan de stemming tijdens de algemene vergadering is een recht van de aandeelhouders, alsook de mogelijkheid tot samenwerking met andere aandeelhouders om het bestuur te veranderen. De aandeelhoudersvergadering heeft als doel om de belangen van de aandeelhouders uit te balanceren tegenover de raad van bestuur en het management van de onderneming. De onderneming moet verantwoording afleggen over het bestuur en dient de aandeelhouders te informeren. Deze informatieve rol van de algemene vergadering over de resultaten van het afgelopen boekjaar is in het laatste decennium sterk afgenomen door de digitale, snelle en uitgebreide informatieverspreiding.

De aandeelhouders kunnen resoluties stemmen. In België zijn 3 resoluties verplicht op de agenda van een aandeelhoudersvergadering: de goedkeuring van de jaarrekening, het aanstellen van de directeurs en de keuze van de auditor. Daarnaast bestaat de mogelijkheid om vooraf “in absentia” te stemmen via formaliteiten of om de stem door te geven aan de voorzitter van de raad van bestuur waardoor een fysieke aanwezigheid van de aandeelhouders niet noodzakelijk is. De aandeelhoudersvergadering in Belgische ondernemingen krijgt op twee vlakken kritiek te verduren. Enerzijds liggen de verschillende resoluties die gestemd moeten worden voor de hand waardoor een stemming dus overbodig lijkt, anderzijds stemt een groot deel van de aandeelhouders niet.

#### **3.4.4.2 Aanwezigheid en stemresultaten op de AGM**

Belgische beursgenoteerde bedrijven konden vroeger op vrijwillige basis de stemresultaten publiceren. Sinds 2010 is de publicatie verplicht tenzij het bedrijf een verantwoording gaf waarom ze deze niet wenst te publiceren. Vanaf 2012 is ieder beursgenoteerd bedrijf in België verplicht tot de publicatie van de stemresultaten. Uit een vroeger onderzoek (Van Der Elst C. 1999) bleek dat zo'n 20 jaar geleden de beleggers totaal niet geïnteresseerd waren in het beleid van ondernemingen. De aanwezigheidsgraad in België bedroeg slechts 22% in 1993. Recenter onderzoek naar de aandeelhoudersbetrokkenheid in België (Van Der Elst, 2012; Van Der Elst, 2013) geeft informatie over de aanwezigheid en stemresultaten op aandeelhoudersvergaderingen. De gemiddelde opkomst bedroeg 51.3% in 2010, 49.9% in 2011 en 56.0% in 2012. Er is wel een significant verschil tussen de Bel 20, de Bel MID, en de Bel SMALL. Gemiddeld lagen er tijdens een algemene vergadering 9 te stemmen resoluties op tafel die bijna altijd goedgekeurd werden met percentages boven de 90%. De oppositie is over het algemeen laag, maar wanneer je enkele de stemmen van de kleine aandeelhouders zou bekijken, blijkt dat meerdere besluiten niet gesteund worden. De aanwezigheid van kleine aandeelhouders is veel lager wat aangeeft dat grote aandeelhouders de facto 80% controleren van de alle Belgische beursgenoteerde bedrijven (Van Der Elst, 2013).

Deze stemresultaten worden dus vooral beïnvloed door de aandeelhoudersstructuur van de ondernemingen waarbij grootaandeelhouders veel macht hebben op het beleid. Ook werken bepaalde aandeelhouders samen of worden beïnvloed door bepaalde groeperingen. Het tegenstemmen van (kleine) aandeelhouders heeft zodoende weinig belang op de resultaten, maar toch kunnen deze tegenstemmen een belangrijk signaal geven op het gevoerde beleid door de onderneming. De Belgische transparantiewetgeving uit wet van 2 mei 2007 (Praktijkids FSMA, 2014) probeert de aandeelhoudersstructuur van de Belgische beursgenoteerde bedrijven in kaart te brengen. Zo worden de stemkrachtsverhoudingen zichtbaar om een betere werking van de financiële markten aan te moedigen. Concreet houdt deze transparantiewetgeving in dat aandeelhouders hun participatie kenbaar moeten maken bij een overschrijding van de wettelijke drempel van 5% van het totaal van de stemrechten. Daarnaast kunnen ondernemingen statutaire drempels opleggen die lager zijn dan deze 5%. De Belgische aandeelhoudersstructuur is een typisch geconcentreerde structuur met relatief grote stemblokken.

### **3.4.4.3 Toekomst van de (virtuele) algemene aandeelhoudersvergadering**

Door de relatief lage opkomst van aandeelhouders zou de huidige vorm van de aandeelhoudersvergadering herbekeken moeten worden om de aanwezigheid te stimuleren. Van Der Elst pleit voor een herpositionering van de aandeelhoudersvergadering op 2 manieren. Enerzijds meer waardevolle dialogen over de toekomst van de onderneming, anderzijds is de aandeelhoudersvergadering het minste gewaardeerde communicatiemiddel naar aandeelhouders maar het blijft het beste platform voor een gelijke behandeling van aandeelhouders te garanderen. Bij de huidige vorm van aandeelhoudersvergadering worden enkel de resultaten en het bestuur van het verleden bekeken. De aandeelhoudersvergadering zou meer nadruk moeten leggen op de toekomstvisie zoals de strategie, de lange termijn risico's, ... Momenteel worden voornamelijk formele beslissingen genomen en bijgevolg worden bijna alle resoluties goedgekeurd. Bedrijven hebben vaak een afdeling voor de relaties met hun investeerders waarbij conferenties, roadshows of zelf persoonlijke meetings georganiseerd worden met grote aandeelhouders. De aandeelhoudersvergadering is ondergewaardeerd en zou meer moeten uitnodigen tot discussie. (Van der Elst, 2013)

Aangezien fysieke aanwezigheid ontmoedigd wordt door onvoldoende stimulansen en door de internationalisering wordt steeds vaker gedacht aan een digitale vorm van vergaderen. Van Der Krans schuift de virtuele aandeelhoudersvergadering naar voren. Zo kan bijvoorbeeld een platform ontwikkeld worden waarbij interactiviteit tussen aandeelhouders en het bestuur gestimuleerd wordt en waarbij informatie geüpdatet wordt. (Van Der Krans, 2009)

## 3.5 Institutionele aandeelhouderspassiviteit

### 3.5.1 Kosten en opbrengsten van monitoring

Belgisch onderzoek toonde aan dat de institutionele aandeelhouders het minst actief zijn van alle aandeelhouders (Chappelle, 1999). In de literatuur worden verschillende zaken aangehaald die kunnen leiden tot passiviteit van aandeelhouders. Vanuit een economisch perspectief is de betrokkenheid pas interessant wanneer de opbrengsten de kosten van monitoring overtreffen.

De kosten van monitoring hangen af van verschillende factoren zoals de relatieve grootte van de investering in het bedrijf ten opzichte van de volledige portefeuille en het tijdsperspectief die beoogd wordt. Wanneer een institutioneel investeerder beoogt een grote positie in een bedrijf aan te houden voor een langere periode dan zullen logischerwijs de kosten relatief klein zijn. In zo'n situatie zal de belegger toegang tot de raad van bestuur of een senior manager trachten te bekomen. Twee trends zorgen voor hoge kosten van monitoring. De eerste trend, *passieve indexering*, is nadelig voor corporate governance in het algemeen. Deze grijze institutionele beleggers zijn onafhankelijk en zoeken geen relaties met de bedrijven. Ze houden kleine participaties aan in veel bedrijven waardoor de kosten om alle bedrijven te monitoren relatief hoog worden. Ook kunnen deze beleggers een kleine invloed uitoefenen op de aandeelhoudersvergadering. De tweede trend heeft te maken met de *kortzichtigheid* van de financiële markten. De tijdshorizon van beleggers verkleind waarbij de average holding period gedaald is tot minder dan 1 jaar (OESO, 2013). De EU bevestigt deze trend waarbij blijkt dat de jaarlijkse transacties ongeveer 1,5 keer de totale geaggregeerde beurswaarde bedragen (Europese Commissie, 2011). Dit betekent dat aandelen gemiddeld 8 maanden aangehouden worden door dezelfde eigenaar. Door de automatisering en innovatie wordt de beurshandel gemakkelijker, sneller en efficiënter. Ook de opkomst van high frequency traders waarbij aandelen een zeer korte tijd aangehouden worden heeft een invloed op voorgaande cijfers. Het outsourcen van het management van de portefeuille heeft eveneens invloed op de kortzichtigheid doordat de fondsmanagers slechts korte mandaten krijgen en hun performantie frequent beoordeeld wordt.

Tegenover deze kosten dienen de opbrengsten geanalyseerd te worden. De voornaamste reden voor een goede betrokkenheid is het geloof in een *potentiële financiële winst* als gevolg van bijvoorbeeld een invloed uit te oefenen op het management of het verkrijgen van betere informatie (cf. corporate governance en performance). De opbrengsten zijn potentieel, moeilijk te voorspellen en net zoals de kosten afhankelijk van de grootte en tijdslengte van de investering.

Gelijklopend met de kosten-batenanalyse werden twee hypothesen (Rock, 2015) naar voren geschoven om de institutionele passiviteit te verklaren. Aan de ene kant worden de institutionele beleggers ontmoedigd door overvloedige reguleringen, aan de andere kant zijn er te weinig passende stimulansen om zich aangesproken te voelen. De eerstgenoemde, *excessive regulations* hypothese, kan beschouwd worden als de hoge kosten terwijl de laatstgenoemde, *inadequate incentives*, beschouwd kan worden als onvoldoende baten.

Wanneer de kosten vergeleken worden met de opbrengsten, dan blijkt dat de kosten relatief groot zijn ten opzichte van de potentiële opbrengsten. In deze context wordt vaak het fenomeen *rationele apathie* aangehaald waarbij de stem van een aandeelhouder geen invloed heeft op de uitkomst van de stemming. Een ander probleem is dat de kosten worden gedragen door de activistische aandeelhouders terwijl alle aandeelhouders gaan lopen met de opbrengsten. Dit leidt tot een *free rider gedrag* waarbij passieve aandeelhouders meeliften op de winst gecreëerd door anderen. Bijgevolg is er vaak een suboptimale monitoring tenzij collectieve samenwerking tussen aandeelhouders inzake het controleren van ondernemingen bereikt wordt.

Een additionele vaststelling is de grote competitie tussen fondsen onderling omdat geld van institutionele beleggers vloeit naar de asset- en fondsmanagers met relatief hogere returns ten opzichte van een hoeveelheid risico. Zoals in de beleggingsanalyse bleek, is het zeer moeilijk om constant de benchmarkportfolio te overtreffen. Daarom kunnen hogere rendementen enkel het gevolg zijn van een lagere kostenstructuur in het asset management waardoor de neiging ontstaat om steeds minder geld en tijd te besteden aan activisme en corporate governance. Daarom zouden aandeelhouders efficiënter moeten samenwerken.

### **3.5.2 Belangenconflicten**

Belangenconflicten kunnen ervoor zorgen dat institutionele beleggers zich niet willen of kunnen engageren om aan corporate governance te doen in hun geïnvesteerde bedrijven. Het outsourcen van het management kan belangenconflicten met zich meebrengen. Wanneer de vermogensbeheerder of de institutionele belegger een zakelijk belang heeft in de onderneming waarin geïnvesteerd wordt, kan ervoor geopteerd worden om de stemrechten niet uit te oefenen. De belangenconflicten bij institutionele beleggers kunnen in 3 lagen opgedeeld worden (Wong, 2011).



Bij *institutionele conflicten* zijn de asset managers niet geneigd om zich actief te engageren in de geïnvesteerde bedrijven. Daarbij kunnen de investeringsstrategie en de vergoeding aan het asset management leiden tot foutieve afwegingen tussen de belangen van de asset managers en hun klanten. Zo kan een fondsmanager ervoor opteren om een aandeel in de portefeuille die ondergewogen is ten opzichte van een index ervoor kiezen om geen invloed uit te oefenen. Wanneer dit ondergewogen aandeel zakt, dan zal de asset manager in relatieve termen het beter doen dan zijn benchmark portfolio. Ook de vergoeding kan ertoe leiden dat de asset manager andere belangen nastreeft in plaats van de waarde van de portefeuille te maximaliseren. De tweede laag belangenconflicten zijn *individuele conflicten* tussen het personeel van het asset management. Zo kunnen conflicten ontstaan tussen enerzijds de portfoliomanagers en de corporate governance afdeling, anderzijds tussen portfoliomanagers onderling. Wanneer de ene portfoliomanager speculeert op een daling, terwijl de andere een passieve index nastreeft, kan dit leiden tot tegenstrijdige strategieën. De derde laag zijn *groepsconflicten* waarbij het asset management of de institutionele belegger het eigendom is van een financieel conglomeraat. Een typisch voorbeeld zijn investeringsbanken of zakenbanken die onderdeel zijn van een financiële groep en die hun klanten proberen tevreden te houden door bijvoorbeeld het loonpakket van de CEO goed te keuren. Voorgaande belangenconflicten kunnen ervoor zorgen voor een vorm van zelfcensuur waarbij gekozen wordt voor het belang met de minste weerstand of waarbij gekozen wordt om niet te stemmen om controverse te vermijden.

### **3.5.3 Rol van volmachtadviseurs**

Grote institutionele beleggers of vermogensbeheerders hebben uitgebreide corporate governance teams en in-house departementen die hun eigen richtlijnen ontwikkelen en stemmen uitbrengen. Toch blijkt dat de relatieve kosten om te monitoren in de geïnvesteerde ondernemingen te groot zijn voor vele institutionele beleggers. Daarom is het belang van proxy advisors of volmachtadviseurs beginnen groeien die door schaaffecten ervoor kunnen zorgen dat de kost van monitoring daalt. Deze adviseurs geven stemadviezen, kunnen volmachtstemmen uitbrengen en ontwikkelen corporate governance ratings. Aan de ene kant worden deze diensten gebruikt om de eigen richtlijnen aan te vullen, aan de andere kant kunnen deze adviezen rechtstreeks het stemgedrag beïnvloeden van voornamelijk kleine en internationale institutionele beleggers.

Een belangrijke kritiek op de volmachtadviseurs is dat ze een te grote invloed hebben. Bovendien is er weinig informatie over hun analyse en methoden, weinig concurrentie tussen volmachtadviseurs

onderling en kunnen er belangenconflicten ontstaan. Op die manier kan de kwaliteit van informatie in vraag gesteld worden. In de Verenigde Staten is Institutional Shareholder Services (ISS) de grootste volmachtadviseur met een marktaandeel van 61% in 2012. ISS heeft 15 kantoren wereldwijd, strekt zich uit over 115 markten, heeft 1700 klanten, beoordeelt 39.000 bedrijven en voert ongeveer 7 miljoen stemmen wereldwijd uit. (ISS, 2015)

Een empirische studie meldt dat institutionele beleggers zeer weinig beschikbare informatie gebruiken en hun verwachtingen vereenvoudigen door vooraf beperkingen op alternatieve beleggingen op te leggen, door teveel vertrouwen te hebben in externe adviseurs en door teveel aandacht te besteden aan het updaten van hun 3 maandelijkse spreadsheet model. Als institutionele beleggers een belangrijke rol krijgen toegewezen inzake corporate governance, dan meent de paper dat dit negatieve gevolgen zal hebben voor het management van beursgenoteerde bedrijven. De belangrijkste oorzaken zijn de afhankelijkheid van externe adviseurs en de aanzienlijke nadruk op financiële kwartaalinformatie. (Hellman, 2005)

Een rapport van de European Securities and Markets Authority (ESMA/2013/84) over de volmachtadviseurs concludeert dat er geen bewijs is tussen een slechte marktwerking in relatie met hoe de volmachtadviseurs omgaan met de investeerders. Bijgevolg zouden bindende maatregelen niet gerechtvaardigd kunnen worden. Toch baart het rapport zorgen over de onafhankelijkheid van volmachtadviseurs en eveneens over de nauwkeurigheid en betrouwbaarheid van hun advies. Als conclusie wordt de industrie van volmachtadviseurs aangemoedigd om een gedragscode te ontwikkelen die deze zorgen aanpakken. (ESMA, 2013)

## 3.6 Corporate governance codes m.b.t. institutionele beleggers

### 3.6.1 België: Code 2009

In België werd in 2004 de commissie Corporate Governance opgericht en publiceert onder andere de Belgische Corporate Governance Code. De meest recente Code dateert van 2009 en omvat principes, bepalingen en richtlijnen. Enerzijds is de Code Lippens van toepassing op beursgenoteerde bedrijven, anderzijds is de code Buysse toepasbaar op niet-beursgenoteerde bedrijven. Het doel van deze commissie is om de Code regelmatig aan te passen om mee te evolueren met de praktijk en internationale standaarden. Ook de naleving ervan wordt opgevolgd en bestudeerd in bijvoorbeeld een onderzoek van Guberna en VBO die de formele naleving van de Code in de BEL20 ondernemingen onderzocht in het boekjaar 2010 (Guberna & VBO, 2011).

De Code 2009 meldt dat de aandeelhouders, in het bijzonder institutionele aandeelhouders een belangrijke rol spelen in het zorgvuldig evalueren van de corporate governance van een vennootschap. Inzake de algemene vergadering van aandeelhouders (punt 8.5) heeft de code een richtlijn uitgevaardigd specifiek voor institutionele aandeelhouders en hun stemagenschap.

*“De vennootschap vraagt de institutionele aandeelhouders en hun stemagenschap (‘voting agency’) om uitleg over hun stemgedrag.” (Code 2009)*

### 3.6.2 Verenigd Koninkrijk: Stewardship Code

Het Verenigd Koninkrijk is de voorloper wat betreft richtlijnen expliciet ten opzichte van institutionele beleggers. Complementair ten opzichte van de UK Corporate Governance Code werd in juli 2010 de eerste versie van de UK Stewardship Code uitgebracht door de FRC (Financial Reporting Council) en werd later in september 2012 herzien. Deze codes worden geïmplementeerd op een “comply or explain” basis wat betekent dat een uitleg noodzakelijk is wanneer men de code niet aanvaardt of toepast. Jaarlijks brengt de FRC een rapport uit met de naleving en de recente ontwikkelingen inzake de beide codes. (FRC, 2015)

De Stewardship code is gericht op asset managers en institutionele beleggers die stemrechten hebben in bedrijven in het VK en wil deze instituten die geld van anderen beheren, zich actief laten engageren in corporate governance om zo de belangen van hun begunstigden te verdedigen. Het doel is om de kwaliteit van samenwerking tussen asset managers, institutionele beleggers en bedrijven te

verbeteren om het lange termijn risico-aangepaste rendement te beschermen en vergroten. De UK Stewardship Code omvat 7 principes: (Stewardship Code, 2012)

1. *“Institutionele investeerders moeten hun policy openbaar maken over hoe ze hun stewardship verantwoordelijkheden zullen vervullen.”*
2. *“Institutionele investeerders moeten een robuuste policy hebben omtrent het omgaan met belangenconflicten in relatie tot het stewardship dat publiek beschikbaar zou moeten zijn.”*
3. *“Institutionele investeerders moeten hun investeringsmaatschappijen monitoren.”*
4. *“Institutionele investeerders moeten duidelijke richtlijnen opstellen over hoe en wanneer ze hun stewardship activiteiten uit de hand lopen of escaleren.”*
5. *Institutionele investeerders moeten bereid zijn om samen te werken met andere beleggers indien dit geschikt/passend is.”*
6. *“Institutionele investeerders moeten een duidelijke policy hebben over het uitoefenen van de stemrechten en een bekendmaking van hun stemactiviteiten.”*
7. *“Institutionele investeerders moeten periodiek rapporteren over hun stewardship- en stemactiviteiten.”*

### **3.6.3 Europa**

De Europese Commissie publiceerde verschillende groenboeken met richtlijnen. In 2011 werd het groenboek met als titel “Het EU-kader inzake corporate governance” gepubliceerd. Dit groenboek omvat drie belangrijke onderwerpen met betrekking tot corporate governance: de raad van bestuur, de aandeelhouders en de toepassing van het beginsel naleven of motiveren. (Europese Commissie, 2011)

Institutionele beleggers worden in het groenboek voornamelijk geassocieerd met het gebrek aan betrokkenheid. Dit kan veroorzaakt worden door belangenconflicten en door belemmeringen voor samenwerking tussen aandeelhouders. Ook wordt er een volledige paragraaf gewijd aan de agencyrelatie tussen institutionele beleggers en vermogensbeheerders. Hierbij wordt vooral belang gehecht aan het tekort aan transparantie en de kortzichtigheid van de markten en van de contracten. Daarnaast wordt de rol van volmachtadviseurs kritisch bekeken. Het groenboek beschrijft de

problematiek inzake corporate governance. Het is een eerste stap naar een wetgevend kader en bevat daardoor voornamelijk open vragen zoals:

*“Moeten er maatregelen worden genomen voor de stimuleringsstructuren en de beoordeling van de prestaties van vermogensbeheerders die portefeuilles van institutionele langetermijnbeleggers beheren, en zo ja welke?”* (Europese Commissie, 2011)

*“Moet in de EU-wetgeving worden bevorderd dat institutionele beleggers doeltreffender toezicht houden op vermogensbeheerders op het punt van strategieën, kosten, handel en betrokkenheid van vermogensbeheerders bij de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd? Zo ja, hoe?”* (Europese Commissie, 2011)

De Europese Commissie denkt na om de samenwerking tussen verschillende aandeelhouders te bevorderen door middel van discussiefora. Daarenboven moeten de belangenconflicten door institutionele beleggers opgespoord en bekend gemaakt worden. De EC pleit voor meer transparantie. Zo moeten institutionele beleggers hun stempraktijken, hun beleid en hun beloning aan tussenpersonen openbaar maken. Dit wil zeggen dat de institutionele beleggers de verschillende codes en richtlijnen in acht moeten nemen maar in welke mate kun je institutionele beleggers verplichten om zich hieraan te houden of om bepaalde zaken openbaar te maken?

Tijdens de afgelopen jaren waren er enkele tekortkomingen inzake corporate governance in Europese ondernemingen die betrekking hebben tot de verschillende actoren. Deze tekortkomingen zijn te wijten aan 2 problemen: onvoldoende engagement van de aandeelhouders en een gebrek aan transparantie. Daarom werd in 2014 de Shareholder Rights Directive herzien. Deze richtlijnen en maatregelen hebben betrekking op het verbeteren van de corporate governance van ongeveer 10.000 Europese beursgenoteerde ondernemingen. Ongeveer 44% van de aandelen in Europese beursgenoteerde ondernemingen wordt aangehouden door buitenlandse aandeelhouders die vaak institutionele beleggers of vermogensbeheerders zijn. Enkel Europa kan ervoor zorgen dat deze institutionele beleggers, alsook hun tussenhandelaars en de volmachtadviseurs, onderhevig zijn aan de gepaste richtlijnen inzake transparantie en betrokkenheid. De EU vindt het belangrijk om het stemmen over de landsgrenzen heen te stimuleren via een verbeterde efficiëntie van de beleggingsketen die op hun beurs kunnen bijdragen tot economische groei, jobcreatie en een beter concurrentievermogen van de EU. De belangrijkste punten in deze herziening van de Shareholder Rights Directive zijn (Europese Commissie, 2014)

- Verbeteren van het engagement van institutionele beleggers en vermogensbeheerders

- Versterken van het verband tussen verloning en prestaties van de directeurs
- Verhogen van de transparantie en het toezicht op gerelateerde transacties van betrokken partijen
- Garanderen van de betrouwbaarheid en kwaliteit van de advies van volmachtadviseurs
- Vergemakkelijken van het overbrengen van informatie overheen de landsgrenzen, evenals het stemmen over de grenzen heen via een betere identificatie van de aandeelhouders

### 3.6.4 International Corporate Governance Network (ICGN)

Het ICGN publiceert in hun jaarboek een aantal aanbevelingen naar institutionele beleggers toe. Naast deze aanbevelingen heeft het ICGN een code ontwikkeld. De institutionele beleggers die deze code vrijwillig ondertekenen zijn gedwongen om hun bestuur en beleggingen te publiceren. Ze worden verplicht belangenconflicten te beheersen en hun stemrecht weldoordacht te gebruiken. Deze aanbevelingen kunnen samengevat worden in 6 factoren. (ICGN Jaarboek 2013, p. 49)

1. *“Fiduciary duty: De institutionele beleggers moeten tijdens hun handelen steeds focussen op het leveren van waarde aan hun begunstigen of belanghebbenden over de gepaste tijdshorizon.”*
2. *“Independent oversight: Institutionele beleggers moeten onafhankelijk bestuurd en gecontroleerd worden zonder partijdigheid en zonder belangenconflicten.”*
3. *“Capacity and effective management: Het management moet over de geschikte vaardigheden en ervaring beschikken om alle activiteiten in goede banen te leiden in het belang van hun klanten.”*
4. *“Conflicts of interest, codes of ethics, compliance: Institutionele beleggers moeten trachten hun belangenconflicten te begrijpen, minimaliseren en beheren. “*
5. *“Appropriate remuneration structure: het versterken van hun cultuur en focus op de belangen van de begunstigen en klanten over gepaste tijdstippen. De gepaste vergoedingsstructuur moet transparant gecommuniceerd worden.”*
6. *“Transparency and accountability: institutionele beleggers moeten transparant en open handelen opdat ze volledig verantwoordelijk zijn voor het leveren van hun verantwoordelijkheden.”*

### 3.6.5 OESO

De OESO bezit enorm veel informatie over institutionele beleggers, zowel kwantitatief met een uitgebreide database als kwalitatief met verschillende papers. De OESO publiceert papers over de rol van institutionele beleggers in verschillende domeinen en richtlijnen per type institutionele belegger, bijvoorbeeld specifiek voor verzekeringsmaatschappijen zoals de *OECD Guidelines on Insurer Governance*. In 2011 publiceerde de OESO een zeer uitgebreid rapport met als titel *The role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance* waarin de focus ligt op institutionele beleggers en hun naleving van de OESO principes inzake corporate governance die gepubliceerd werden in 2004.

*“The effectiveness and credibility of the entire corporate governance system and company will... to a large extent depend on institutional investors that can make informed use of their shareholder rights and effectively exercise their ownership functions in companies in which they invest.”* (OESO, 2011, p11)

De komst van grote institutionele beleggers leidde tot verschillende nieuwe principes die via consensus overeengekomen werden. Zo zijn de principes II.F en II.G ontstaan die zich uitstrekken over de stemgedrag/stemrichtlijnen, het beheren van belangenconflicten en de samenwerking tussen investeerders. (OESO, 2011)

- *II.F. De uitoefening van eigendomsrechten door alle aandeelhouders, inclusief institutionele beleggers moet vergemakkelijkt worden.*
  - o *Institutionele beleggers moeten hun corporate governance- en stempolities met betrekking tot hun beleggingen onthullen, inclusief de procedures die ze gebruiken om te beslissen over het gebruik van hun stemrechten.*
  - o *Institutionele beleggers moeten bekend maken hoe ze materiële belangenconflicten beheersen die de uitvoering van eigendomsrechten kunnen beïnvloeden met betrekking tot hun beleggingen*
- *II.G. Aandeelhouders moeten de mogelijkheid hebben om elkaar te raadplegen over problemen en kwesties betreffende hun basisaandeelhoudersrechten.*
- *V.F Het corporate governance framework moet aangevuld worden met een effectieve benadering die zich richt op de verstrekking van analyses en advies van analisten, brokers, ratingbureaus en andere die relevant zijn voor beslissing van investeerders. Deze analyses en adviezen moeten vrij zijn van belangenconflicten om de integriteit niet in gevaar te brengen.*

## Deel 2



## Hoofdstuk 4

# Empirisch onderzoek: het institutioneel landschap in België

### 4.1 Doelstelling

#### 4.1.1 Centrale onderzoeksvraag

Na de algemene inleiding over de definitie en het belang van institutionele beleggers werden voornamelijk twee grote thema's behandeld. Enerzijds werd in het financiële deel een beleggingsanalyse gemaakt met nadruk op de samenstelling van de portefeuille, anderzijds werd het gedrag en het belang van institutionele beleggers beschreven in het deel over corporate governance. In mijn empirisch onderzoek tracht ik deze twee delen te combineren om op basis van de voorgaande literatuurstudie en op basis van een analyse van beschikbare data de volgende onderzoeksvraag te beantwoorden:

*“Hoe kan de aanwezigheid van institutionele beleggers verklaard worden in België?”*

Om een antwoord te vinden op deze vraag worden drie deelonderzoeksvragen geformuleerd.

*“Welke factoren beïnvloeden de groei van institutionele beleggers in België?”*

*“Wat is de invloed van governance factoren op de institutionele aanwezigheid in België?”*

*“Welke factoren beïnvloeden de asset allocation van institutionele beleggers in België?”*

## 4.1.2 Hypothesen

### 4.1.2.1 H1: Determinanten van de groei van institutionele beleggers

De groei in activa die institutionele beleggers gekend hebben tijdens de laatste decennia is te verklaren door zowel de vraag- als aanbodfactoren in de asset management industrie. Daarnaast hebben andere factoren zoals het belastingregime, cultuurverschillen,... ook een invloed. We veronderstellen dat 4 factoren een invloed hebben op de groei van de activa van institutionele beleggers: demografie, technologie/communicatie, desintermediatie en deregulering (Berlinski & Western, 1998).

### 4.1.2.2 H2: Invloed van Governance factoren: flight to quality

Het belang van corporate governance mag niet onderschat worden (cf. hoofdstuk 3). In het financiële luik van deze masterproef werd reeds verwezen naar de ESG factoren waarbij *Governance* factoren de belangrijkste invloed hebben op de investeringsbeslissing en op het rendement, gevolgd door *Environment* en *Social* factoren. (Deutsche Bank, 2012)

Institutionele beleggers zijn volgens de flight to quality hypothese sneller geneigd te investeren in bedrijven en in landen waar een goede corporate governance heerst. Aangezien corporate governance moeilijk te meten is en indicatoren per onderneming niet beschikbaar zijn, wordt gekeken op het niveau van landen. We veronderstellen dus dat de governance indicatoren in België minstens even goed, of beter, zijn als de landen van herkomst van de institutionele beleggers. (Abdioglu N., 2013)

### 4.1.2.3 H3: Investment clock

De investment clock is een instrument dat gebruikt wordt bij de Tactical Asset Allocation om de portefeuille te herbalanceren. Het tijdstip op de investment clock geeft aan welke financiële assets het best scoren in elke economische cyclus. Zo zijn aandelen vooral populair bij een hoge groei en lage inflatie. (Greetham & Hartnett, 2004).

	Hoge groei	Lage groei
Hoge inflatie	Boom → vastgoed	Terugval → obligaties
Lage inflatie	Herstelperiode → aandelen	Recessie → cash

## 4.2 Gegevensverzameling

### 4.2.1 Asset allocation per type institutionele belegger

De OESO beschikt over een database met gegevens over institutionele beleggers die verzameld werden via de centrale banken en nationale instituten voor statistiek van alle OESO-landen. Deze OESO database is vrij beschikbaar via de OESO-website onder de sectie Finance > Institutional investors Statistics > Institutional investors' assets.<sup>6</sup>

In de database worden institutionele beleggers opgedeeld in 4 categorieën:

- Investment funds (mutual funds)
- Insurance corporations
- Pension funds
- Other

Deze types institutionele beleggers beleggen in verschillende asset classes:

- Financial assets
  - o Currency & deposits
  - o Securities other than shares
  - o Loans
  - o Shares and other equity
  - o Other, not elsewhere classified
- Non-financial assets

---

<sup>6</sup> OESO (2015). *Institutional investors' assets*. Geraadpleegd via: <http://stats.oecd.org/index.aspx>

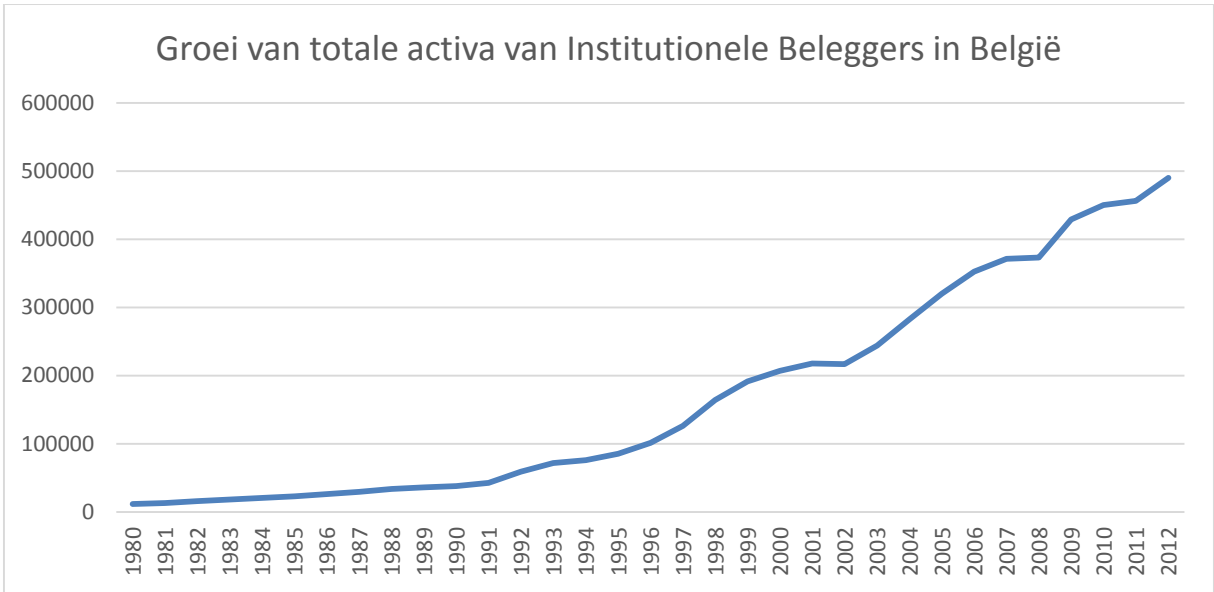
## 4.2.2 Groei van de institutionele beleggers

Uit cijfers van de OESO bleek dat de institutionele beleggers een sterke groei gekend hebben tijdens de laatste decennia. Om de groei te berekenen werden alle activa van alle types institutionele beleggers samengeteld over de periode [1980-2012] en de gemiddelde jaarlijkse groei wordt weergegeven in onderstaande figuur.

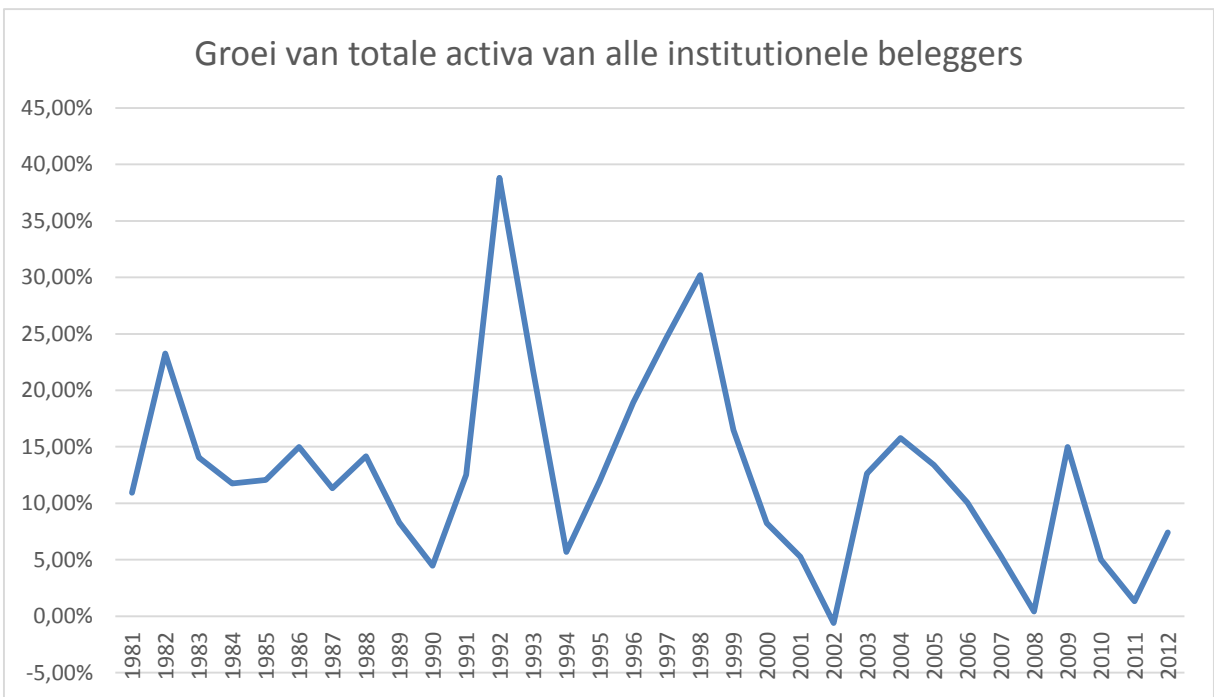
Tabel 7 De totale activa (in miljoenen euro) en hun procentuele groei van alle types institutionele beleggers in België.<sup>7</sup>

<b>1980</b>	<b>1981</b>	<b>1982</b>	<b>1983</b>	<b>1984</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>
11707	12986	16008	18257	20403	22867	26294
NA	10,93%	23,27%	14,05%	11,75%	12,08%	14,99%
<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>
29272	33418	36190	37803	42541	59058	71910
11,33%	14,16%	8,29%	4,46%	12,53%	38,83%	21,76%
<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
75993	85074	101170	126146	164231	191297	207060
5,68%	11,95%	18,92%	24,69%	30,19%	16,48%	8,24%
<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
217935	216635	243996	282502	320326	352558	371461
5,25%	-0,60%	12,63%	15,78%	13,39%	10,06%	5,36%
<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>		
373003	428937	450444	456390	490280		
0,42%	15,00%	5,01%	1,32%	7,43%		

<sup>7</sup> OESO (2015). *Institutional investors' assets*. Geraadpleegd via: <http://stats.oecd.org/index.aspx>



Figuur 14 Groei van totale activa van institutionele beleggers in België [1980-2012]



Figuur 15 Groei [1980-2012] van de totale activa van alle institutionele beleggers geaggregeerd in België.

### 4.2.3 Governance indicatoren (country-level)

Zoals eerder vermeld werd, is corporate governance een veelzijdig begrip en moeilijk meetbaar. Er bestaan twee meeteenheden om governance te controleren. De *World Governance Index (WGI)* werd ontwikkeld in 2008 en probeert een jaarlijkse evolutie te verschaffen inzake wereldwijde governance. De *Sustainable Governance Indicators (SGI)* werd voor het eerst gepubliceerd in 2009 en pas later in 2011 geüpdatet. Deze SGI is gebaseerd op de Transformation Index (BTI: Bertelsmann Foundation's Transformation Index) en bestaat uit 2 pijlers: de Status Index die de noodzaak van hervorming weergeeft en de Management Index die de capaciteit tot hervorming weerspiegelt.

Doordat deze concepten te recent zijn ontwikkeld wordt in deze masterproef data van *The World Bank* gebruikt. Het *Country Data Report* geeft de *Worldwide Governance Indicators (WGI)* weer voor elk afzonderlijk land. De scores worden gemeten op een schaal van -2,5 tot +2,5 die verwijzen naar de standaardnormale distributie. Zo kunnen deze scores ook weergegeven worden als percentielen die aanduiden hoeveel procent van de andere landen wereldwijd die lager scores.

*Voice and Accountability* omvat in welke mate inwoners de mogelijkheid hebben om deel te nemen in het kiezen van hun bestuur, de vrijemeningsuiting en vrijheid van media. *Political stability and absence of violence* geeft de kans weer dat de overheid gedestabiliseerd wordt of aangevallen door geweld zoals politiek gemotiveerd als terrorisme. *Government effectiveness* meet de kwaliteit van publieke diensten en in welke mate deze onafhankelijk zijn van politieke invloeden. Daarnaast omvat dit ook de kwaliteit van de formulering en implementatie wetten inclusief de geloofwaardigheid van de regering. *Regulatory quality* geeft de mogelijkheid weer van de regering om richtlijnen en wetten te formuleren en te implementeren die de private sector steunen en ontwikkelen. *Rule of law* geeft het vertrouwen weer in het rechtssysteem van de maatschappij. *Control of corruption* bepaalt de mate waarin corruptie voorkomt en gecontroleerd wordt.

Tabel 8 De World Governance indicatoren voor België [2000-2012]<sup>8</sup>

<b>World Governance indicators (BELGIË)</b>	<b>2000</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>1. Voice &amp; accountability</b>	92,3	94,2	95,7	91,8	91,3	92,8
<b>2. Political Stability &amp; Absence of Violence</b>	81,7	87,6	74,5	71,6	70,2	74,0
<b>3. Government Effectiveness</b>	92,2	96,6	96,1	94,1	93,7	93,2
<b>4. Regulatory Quality</b>	86,8	87,3	87,7	88,2	86,8	88,7
<b>5. Rule of Law</b>	88,0	89,0	89,5	89,0	87,6	89,0
<b>6. Control of Corruption</b>	91,7	91,2	90,7	90,2	90,2	84,9

<b>World Governance indicators (BELGIË)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>1. Voice &amp; accountability</b>	93,8	93,3	93,4	94,3	93,0	92,9
<b>2. Political Stability &amp; Absence of Violence</b>	72,6	67,9	73,9	72,2	75,5	74,4
<b>3. Government Effectiveness</b>	91,7	87,9	92,8	92,8	93,8	93,8
<b>4. Regulatory Quality</b>	91,3	91,3	87,1	85,6	86,7	86,6
<b>5. Rule of Law</b>	89,0	89,4	88,6	88,6	89,2	88,6
<b>6. Control of Corruption</b>	85,9	86,9	90,9	90,5	91,5	90,9

<b>World Governance indicators (BELGIË)</b>	<b>2000</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>1. Voice &amp; accountability</b>	1,389	1,390	1,456	1,449	1,412	1,361
<b>2. Political Stability &amp; Absence of Violence</b>	1,048	1,171	0,838	0,704	0,782	0,848
<b>3. Government Effectiveness</b>	1,776	1,986	1,960	1,921	1,737	1,716
<b>4. Regulatory Quality</b>	1,180	1,279	1,288	1,367	1,248	1,321
<b>5. Rule of Law</b>	1,282	1,316	1,316	1,311	1,240	1,200
<b>6. Control of Corruption</b>	1,460	1,450	1,381	1,353	1,345	1,250

<b>World Governance indicators (BELGIË)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>1. Voice &amp; accountability</b>	1,384	1,347	1,365	1,382	1,343	1,348
<b>2. Political Stability &amp; Absence of Violence</b>	0,768	0,621	0,792	0,782	0,934	0,901
<b>3. Government Effectiveness</b>	1,611	1,385	1,587	1,582	1,660	1,591
<b>4. Regulatory Quality</b>	1,416	1,395	1,322	1,290	1,245	1,222
<b>5. Rule of Law</b>	1,306	1,327	1,356	1,370	1,404	1,395
<b>6. Control of Corruption</b>	1,297	1,319	1,428	1,494	1,560	1,552

<sup>8</sup> The World Bank (2015). *Country Data Report (Belgium)*. Geraadpleegd via: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/pdf/c17.pdf>

#### 4.2.4 BBP

Aangezien we in onze hypothese over de investment clock reeds veronderstellen dat inflatie een invloed kan hebben om aandelen aan te houden, dient de inflatie uit het BBP gezuiverd te worden. Daarom wordt het constant of reëel BBP genomen in plaats van het nominaal doordat het reëel BBP de werkelijke groei van een land weerspiegelt. In onderstaande tabel wordt het BBP in kettingeuro's ten opzichte van referentiejaar 2012 weergegeven evenals de veranderingspercentages ten opzichte van de voorgaande periode. (NBB, 2014)

Tabel 9 BBP [1999-2012] in kettingeuro's t.o.v. 2012 (NBB, 2014).<sup>9</sup>

Jaar	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
BBP	317447	328756	331757	336929	339924	351595	358288
% Groei	3,72%	3,56%	0,91%	1,56%	0,89%	3,43%	1,90%
Jaar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
BBP	367715	378714	382318	372315	381625	387912	388267
% Groei	2,63%	2,99%	0,95%	-2,62%	2,50%	1,65%	0,09%

#### 4.2.5 Inflatie

Voor de inflatie wordt gebruik gemaakt van de consumptieprijsindex (CPI). Deze index geeft het verloop weer van de prijzen van een korf goederen en diensten in België

Tabel 10 Consumptieprijsindex [1999-2012]<sup>10</sup>

Jaar	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
CPI	1,94%	2,49%	2,19%	1,36%	1,74%	2,28%	2,88%
Jaar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
CPI	1,64%	3,09%	2,63%	0,26%	3,10%	3,49%	2,22%

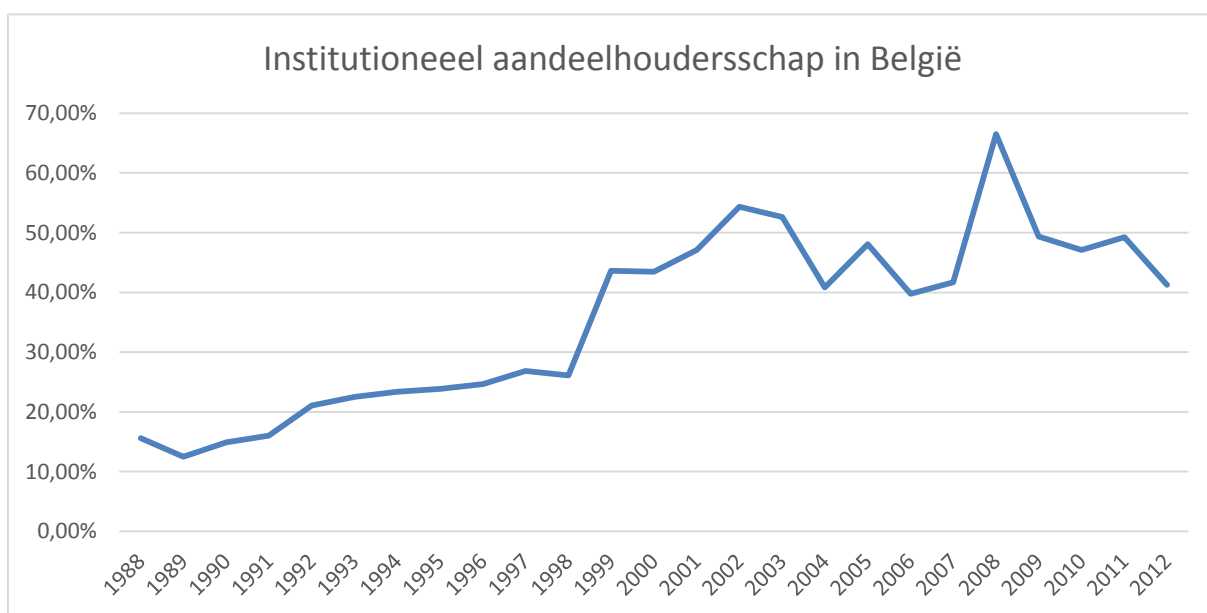
<sup>9</sup> NBB – Belgostat online (2015). *Bruto binnenlands product*. Geraadpleegd via: <http://www.nbb.be/belgostat/PublicatieSelectieLinker?LinkID=656000098|910000082&Lang=N>

<sup>10</sup> World Inflation Data (2015). *CPI Inflatie België*. Geraadpleegd via: <http://nl.inflation.eu/inflatiecijfers/belgie/historische-inflatie/cpi-inflatie-belgie.aspx>



## 4.2.6 Institutioneel aandeelhouderschap in België

Via descriptief onderzoek is het onmogelijk om per onderneming te schatten hoeveel institutionele beleggers er aanwezig zijn, en eveneens om een correct overzicht of een evolutie te verkrijgen. Daarom wordt getracht de evolutie te schatten door middel van de relatieve hoeveelheid aandelen die zij aanhouden, geaggregeerd voor België met behulp van data van de OESO en van de Wereldbank IBRD-IDA. Als eerste stap wordt via de beschikbare OESO data de activacategorie “*Equity and shares*” van de 4 types institutionele beleggers samengeteld. Voor 1995 werden de institutionele beleggers slechts opgedeeld in 3 types, vanaf 1995 werd de categorie *overige institutionele beleggers* toegevoegd. Daarna wordt de jaarlijkse totale marktkapitalisatie van Belgische beursgenoteerde bedrijven die beschikbaar is via de Wereldbank in *current USD* omgezet naar euro (of een schatting hiervan voor de jaren voor de invoering van de EURO).<sup>1112</sup> Door alle aandelen en equity van institutionele beleggers in België te delen door de totale marktkapitalisatie verkrijgen we het geschatte percentage institutionele beleggers in Belgische beursgenoteerde ondernemingen.



Figuur 16 Evolutie [1988-2012] institutioneel aandeelhouderschap in België

<sup>11</sup> The World Bank (2015). *Market capitalization of listed companies*. Geraadpleegd via: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

<sup>12</sup> OESO (2015). *Monthly monetary and financial statistics: exchange rates*. Geraadpleegd via: <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=169#>

## 4.3 Methode

### 4.3.1 Verklaring voor de groei van institutionele beleggers

Doordat er een globale stijgende lijn te zien is in zowel de evolutie van het institutioneel aandeelhouderschap als in de totale activa van institutionele beleggers in België, starten we met het verklaren van de determinanten van deze groei. Volgens de eerste hypothese is de groei te verklaren door demografie, technologie/communicatie, desintermediatie en deregulering. Om deze hypothese te testen worden variabelen gezocht die deze factoren zo goed mogelijk benaderen.

#### **Afhankelijke variabele: Procentuele groei van de totale activa**

De relatieve groei wordt weergegeven door de procentuele groei van zowel de financiële als niet-financiële activa van alle institutionele beleggers geaggregeerd in België. In de data worden 5 pieken waargenomen in 1982, 1992, 1998, 2004, 2009. (cf. figuur 15)

#### **Onafhankelijke variabelen**

Om de demografische factor te benaderen worden zowel het aantal inwoners in België als de procentuele populatie ouder dan 65 jaar gebruikt. Hoe meer mensen er zijn en hoe meer vergrijzing van de bevolking, des te meer vraag naar producten aangeboden door institutionele beleggers. De technologische vooruitgang werd geschat via de indicator high-technology exports uitgedrukt in current USD gebruikt als proxy. De desintermediatie zorgt voor een verschuiving van traditionele spaarproducten naar resultaatgerichte producten. We veronderstellen dat naarmate de spaarquote in België stijgt, er meer vraag naar resultaatgerichte producten zal zijn. Ook de consumptie wordt in beschouwing genomen waarbij een negatieve relatie verondersteld wordt. Ten slotte zorgt deregulering voor internationalisering en globalisatie. Om deregulering te benaderen, werd de governance indicator *Regulatory quality* gebruikt.

## Model

$$GR = \alpha + \beta_1 \cdot SR + \beta_2 \cdot IN + \beta_3 \cdot CS + \beta_4 \cdot TE + \beta_5 \cdot SQ + \beta_6 \cdot RQ + \varepsilon$$

Waarbij:

GR: de groei van activa van institutionele beleggers in België, uitgedrukt als %.

SR: deel van de Belgische populatie ouder dan 65 jaar, uitgedrukt als %.

IN: het aantal inwoners in België, uitgedrukt in miljoen.

CS: consumptie van alle huishoudens in België, uitgedrukt als % van het BBP.

TE: high-tech export, uitgedrukt in USD.

SQ: spaarquote van particulieren in België, uitgedrukt als % van het beschikbare inkomen.

RQ: de wetgevende kwaliteit in België als percentiel ten opzichte van alle andere landen.

Tabel 11 Statistieken van de variabelen voor de regressie die de groei verklaart

DATA	GR	SR	IN	CS	TE	SQ	RQ
<b>Gemiddelde</b>	7,64%	17,195	10609452,15	51,202	2,46E+10	16,185	87,777
<b>Mediaan</b>	7,43%	17,164	10547958,00	51,386	2,37E+10	16,400	87,100
<b>Maximum</b>	15,78%	17,633	11128246,00	52,635	3,65E+10	18,200	91,300
<b>Minimum</b>	-0,60%	16,922	10251250,00	49,777	1,54E+10	14,100	85,600
<b>Standaarddeviatie</b>	0,055	0,172	291992,38	0,882	7,21E+09	1,247	1,740
<b>Skewness</b>	0,022	1,192	0,549	-0,010	0,247	0,101	1,352
<b>Kurtosis</b>	-1,191	3,014	-0,936	-0,707	-1,170	-0,926	1,139

### 4.3.2 Verklaring voor de investeringen

Om de hypothese van de investment clock te onderzoeken wordt de data van de inflatie en het BBP verwerkt over een periode van 14 jaar, namelijk 1999-2012.

Gemiddelde groei van BBP:	1.73%		Mediaan groei van BBP:	1.78%
Gemiddelde inflatie:	2.24%		Mediaan inflatie:	2.25%

Door de jaren te nemen boven en onder de mediaan bekomen we telkens 7 jaren met een relatief hoge of een relatief lage groei of inflatie. Op die manier worden de jaren opgedeeld in onderstaande tabel.

Tabel 12 Opdeling van de jaartallen met hoge/lage groei en inflatie in België

	Hoge groei	Lage groei
Hoge inflatie	2000, 2004, 2005, 2007, 2010	2008
Lage inflatie	1999, 2006	2001, 2002, 2003, 2009, 2011, 2012

Bij het vergelijken van tabel 12 die de jaartallen opdeelt volgens inflatie en groei, kunnen 4 specifieke hypothesen geformuleerd worden.

- H1: In 2000, 2004, 2005, 2007, 2010 wordt een stijging verwacht van de asset class vastgoed.
- H2: In 2008 wordt een stijging verwacht van de obligaties.
- H3: In 1999, 2006 wordt een stijging verwacht van de aandelen.
- H4: In 2001, 2002, 2003, 2009, 2011, 2012 wordt een stijging verwacht van de asset class cash.

We beschouwen dat de overige categorie activa uit de data van de OESO de asset class vastgoed het best benadert.

### 4.3.3 Verklaring van de governance indicatoren

Om het belang van de governance factoren te verklaren wordt een regressie uitgevoerd waarbij de totale activa de afhankelijke variabele is en de 6 governance factoren als onafhankelijke, verklarende variabelen.

$$TA = \alpha + \beta_1 \cdot VA + \beta_2 \cdot PS + \beta_3 \cdot GE + \beta_4 \cdot RQ + \beta_5 \cdot RL + \beta_6 \cdot CC + \varepsilon$$

Waarbij:

TA: Totale activa van alle institutionele beleggers in België.

VA: Voice & accountability, uitgedrukt als percentiel.

PS: Political Stability & Absence of Violence, uitgedrukt als percentiel.

GE: Government Effectiveness, uitgedrukt als percentiel.

RQ: Regulatory Quality, uitgedrukt als percentiel.

RL: Rule of Law, uitgedrukt als percentiel.

CC: Control of Corruption, uitgedrukt als percentiel.

### 4.3.4 Verklaring voor de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid

De institutionele aandeelhoudersaanwezig zal verklaard worden via volgende regressie.

$$IA = \alpha + \beta_1 \cdot BEL + \beta_2 \cdot VERZ + \beta_3 \cdot PENS + \beta_4 \cdot GR + \beta_5 \cdot INFL + \varepsilon$$

Waarbij:

IA: de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid in België, uitgedrukt als %.

BEL: de financiële activa van de beleggingsfondsen in België, uitgedrukt in miljard €

VERZ: de financiële activa van de verzekeringsmaatschappijen in België, uitgedrukt in miljard €

PENS: de financiële activa van de pensioenfondsen in België, uitgedrukt in miljard €

GR: de economische groei, uitgedrukt als %.

INFL: de inflatie, uitgedrukt als %.

## 4.4 Resultaten

### 4.4.1 Verklaring voor de groei van institutionele beleggers

De output van de regressie wordt weergegeven in de bijlage van dit hoofdstuk. Bij het bekijken van de resultaten gaan we eerst de verklaaringskracht na van het model. Dit model heeft een  $R^2$  van 69.5% en de aangepaste  $R^2$  bedraagt 39%. Dit wil zeggen dat rekening houdend met het aantal vrijheidsgraden 39% van de variatie in de groei verklaard wordt door de 6 verklarende variabelen. Of anders geformuleerd: het model verklaart 39% van de groei. De F-test onderzoekt volgende hypothese:  $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = 0$ . De p-waarde bedraagt 16.9% waardoor we deze nulhypothese niet kunnen verwwerpen op het 5%-significantieniveau. De hoge p-waarde is opmerkelijk want dit betekent dat geen enkele van deze beta's een invloed hebben de groei.

Bij het bekijken van de hypothesetesten kunnen we stellen dat het snijpunt en 3 variabelen significant zijn op het 10% significantieniveau namelijk de totale populatie, de technologische export en de kwaliteit van de regelgeving.

Indien voldaan is aan de Gauss-Markov veronderstellingen zoals lineariteit in de parameters, de regressoren die deterministisch zijn, de verwachtingswaarde van de storingstermen is 0, homoscedasticiteit, geen autocorrelatie, voldoende waarnemingen, variatie in de regressoren, geen perfecte multicollineariteit, storingstermen zijn normaal verdeeld,... kunnen we het model interpreteren. Op basis van de geschatte coëfficiënten interpreteren we de impact van de verklarende variabelen op de te verklaren variabele:

- Constante term (intercept): we schatten dat de groei van institutionele beleggers gemiddeld 9,03% bedraagt, als alle verklarende variabelen gelijk zijn aan 0.
- $\beta_1 = 16.319$ : We schatten dat de groei van institutionele beleggers, ceteris paribus, gemiddeld met 16.32%-punt toeneemt als de relatieve populatie ouder dan 65 jaar toeneemt met 1 procentpunt.
- $\beta_2 = -0,0000871278712198495$ : We schatten dat de groei van institutionele beleggers, ceteris paribus, gemiddeld met 8.71%-punt afneemt als de Belgische populatie toeneemt met 100.000 inwoners.

- $\beta_3 = -3,37066$ : We schatten dat de groei van institutionele beleggers, ceteris paribus, gemiddeld met 3.37%-punt afneemt als de consumptie van alle huishoudens relatief ten opzichte van het BBP toeneemt met 1 procentpunt.
- $\beta_4 = 3,3E-09$ : We schatten dat de groei van institutionele beleggers, ceteris paribus, gemiddeld met 3.30%-punt toeneemt als de export van technologische producten toeneemt met 1 miljard USD.
- $\beta_5 = 2,949715$ : We schatten dat de groei van institutionele beleggers, ceteris paribus, gemiddeld met 2.95%-punt toeneemt als de spaarquote met 1%-punt toeneemt.
- $\beta_6 = -2,36595$ : We schatten dat de groei van institutionele beleggers, ceteris paribus, gemiddeld met 2.37%-punt afneemt als de kwaliteit van de wetgeving stijgt in de WGI ranking met 1 percentiel.

We zien dat 3 variabelen een positieve invloed hebben op de groei van institutionele beleggers namelijk de populatie ouder dan 65, de export van de technologie en de spaarquote. Deze positieve relaties werden ook reeds verondersteld bij de hypothesen. Daarnaast zijn er 3 variabelen die een negatieve invloed hebben. Deze zijn de totale populatie, de consumptiequote en de wetgevende kwaliteit. In de hypothesen werd de negatieve relatie tussen de groei van activa en de consumptiequote voorspeld, evenals de negatieve relatie met de wetgeving. Van alle verbanden is slechts één onverwacht, namelijk de negatieve relatie tussen de totale populatie en de groei.

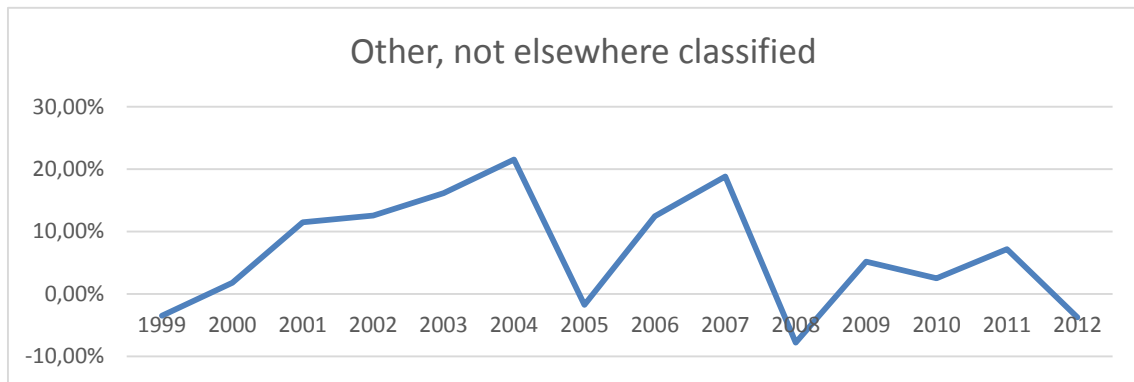
## **4.4.2 Verklaring voor de investeringen**

### **4.4.2.1 Grafische controle van hypothesen**

De grafiek op figuur 17 toont 2 grote pieken in 2004 en 2007 en 2 kleine pieken in 2009 en 2011 in het verloop van de overige beleggingen. Van de 5 voorspelde jaren zijn er 3 die een piek vertonen en 2 jaren (enkel 2005 en 2010) die een daling ten opzichte van het vorige jaar hebben. Het verloop van de obligaties op figuur 18 demonstreert één bovenmatige groeipiek in het jaar 2008. Deze piek werd ook – volgens de investment clock – voorspeld. Bij de evolutie van de aandelen op figuur 19 wordt in 1999 de grootste groei waargenomen over de volledige periode en in 2006 is eveneens een grote groei waar te nemen, maar geen piek. Wanneer deze cijfers opgesplitst worden op figuur 20 tussen aandelen uitgegeven door residents en non-residents zien we bij de aandelen van de residents wel een kleine piek in 2006 die verwacht werd volgens de hypothese. Ten slotte wordt het verloop van de cash en liquide middelen weergegeven op figuur 21. Bij het bekijken van de grafiek zien we dat 4 van de 6 voorspelde jaren een piek of relatief grote stijging vertonen ten opzichte van het vorige jaar.

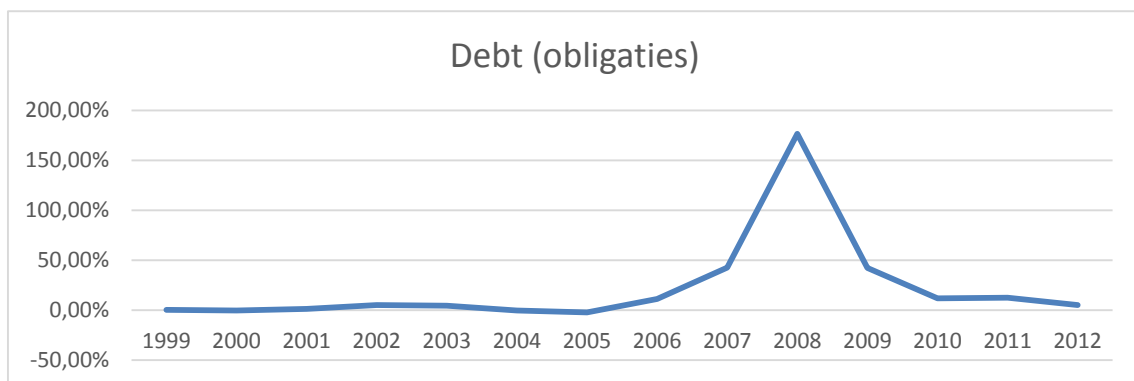


### Verklaring voor beleggingen in vastgoed



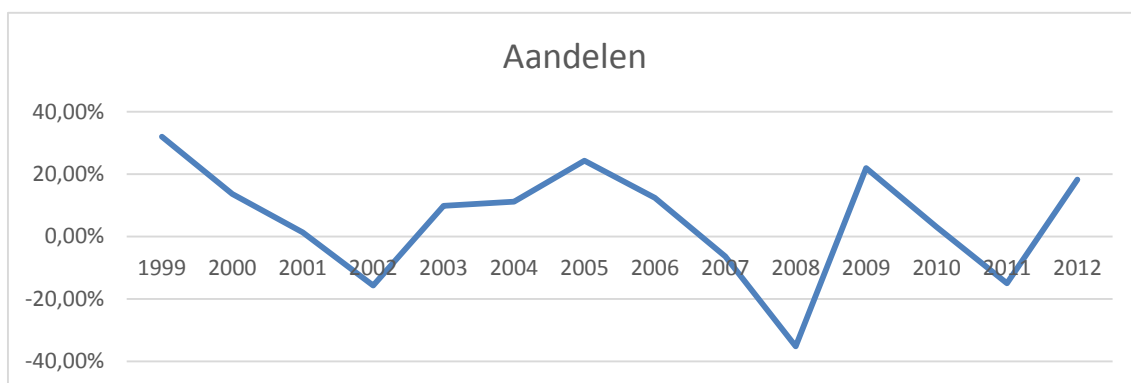
Figuur 17 Groei van de overige beleggingen van alle institutionele beleggers in België [1999-2012].

### Verklaring voor beleggingen in obligaties

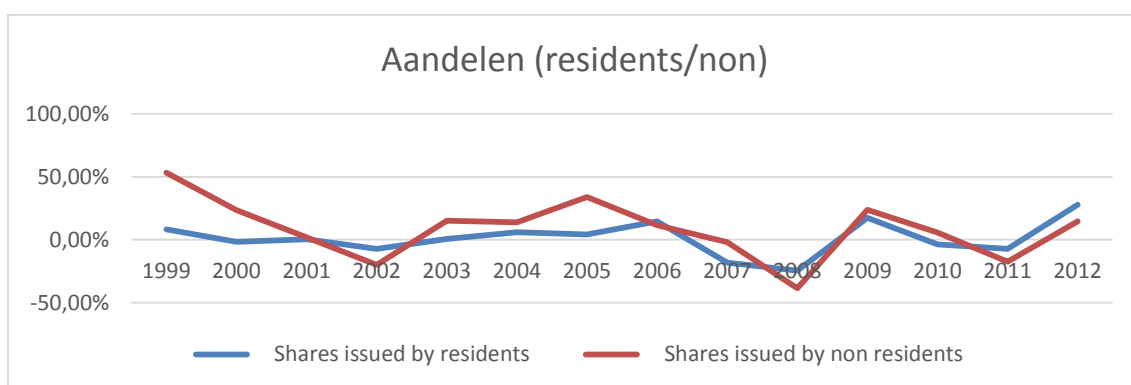


Figuur 18 Groei van de obligaties van alle institutionele beleggers in België [1999-2012].

## Verklaring voor beleggingen in aandelen

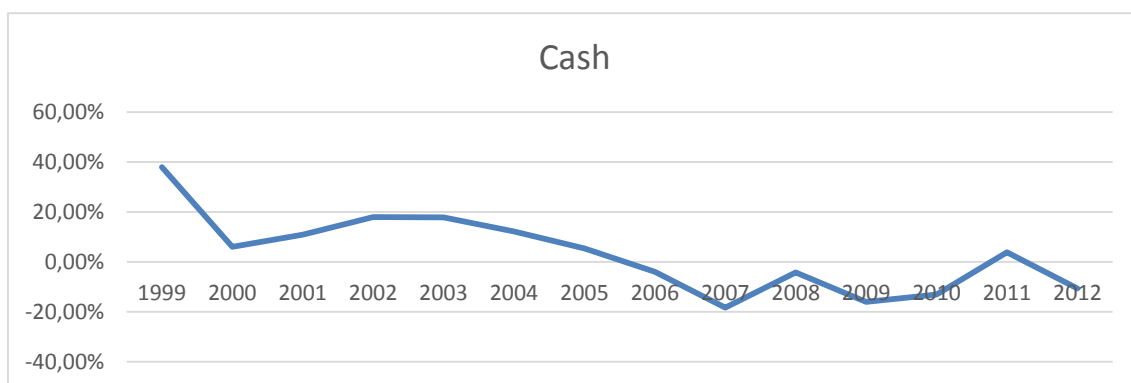


Figuur 19 Groei van de aandelen van alle institutionele beleggers in België [1999-2012].



Figuur 20 Groei van de aandelen van alle institutionele beleggers in België, opgedeeld volgens binnenlandse en buitenlandse aandelen. [1999-2012].

## Verklaring voor beleggingen in cash



Figuur 21 Groei van de cash/liquide middelen van alle institutionele beleggers in België, opgedeeld volgens binnenlandse en buitenlandse aandelen. [1999-2012].

#### 4.4.2.2 Testen van hypothesen voor keuze van investeringen

Nadat in voorgaande paragraaf de keuze van investeringen grafisch beschouwd werd, wordt in deze paragraaf een regressie uitgevoerd om de richting van de relaties te bekijken. Aangezien er te weinig data beschikbaar is, is het moeilijk om een model met meerdere dummyvariabelen te construeren. Daarom worden verschillende regressies uitgevoerd per asset class. De inflatie en de groei van het BBP zijn telkens de verklarende variabelen, terwijl het percentage van een bepaalde activaklasse in de portefeuille als te verklaren variabele.

Tabel 13 De gegevens voor de verschillende regressies die de investeringen verklaren.<sup>13</sup>

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Groei BBP</b>	3,72%	3,56%	0,91%	1,56%	0,89%	3,43%	1,90%
<b>Inflatie</b>	1,94%	2,49%	2,19%	1,36%	1,74%	2,28%	2,88%
<b>% cash</b>	11,92%	11,61%	12,29%	14,64%	15,36%	14,86%	13,78%
<b>% securities</b>	35,69%	35,15%	35,79%	38,52%	38,85%	41,43%	40,98%
<b>% obligaties</b>	7,03%	6,42%	6,21%	6,58%	6,11%	5,24%	4,49%
<b>% equity</b>	40,67%	42,43%	41,05%	34,95%	34,19%	32,74%	35,79%
<b>% overige</b>	4,69%	4,38%	4,66%	5,30%	5,48%	5,74%	4,96%
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Groei BBP</b>	2,63%	2,99%	0,95%	-2,62%	2,50%	1,65%	0,09%
<b>Inflatie</b>	1,64%	3,09%	2,63%	0,26%	3,10%	3,49%	2,22%
<b>% cash</b>	12,01%	9,32%	8,91%	6,48%	5,37%	5,51%	4,58%
<b>% securities</b>	41,90%	46,39%	47,92%	45,71%	46,05%	46,69%	46,87%
<b>% obligaties</b>	4,52%	6,12%	16,90%	20,82%	22,15%	24,59%	24,01%
<b>% equity</b>	36,51%	32,47%	21,02%	22,20%	21,77%	18,28%	20,11%
<b>% overige</b>	5,06%	5,71%	5,26%	4,79%	4,67%	4,94%	4,43%

Bij het bestuderen van de vijf verschillende modellen zien we dat 1 model, namelijk het model dat het percentage overige activa in de portefeuille tracht te voorspellen, volledig verwaarloosbaar is door zijn extreem lage verklarende kracht ( $R^2$ ). Ook de F-toets die test of beide beta's verschillend zijn van nul heeft een te hoge probabiliteit waardoor de nulhypothese niet verworpen kan worden. Het is niet mogelijk om met deze data en aan de hand van de inflatie en economische groei het percentage van overige activa te voorspellen. Daarom laten we deze regressie buiten bespreking.

<sup>13</sup> De percentages van de verschillende activaklassen ten opzichte van de volledige portefeuille zijn eigen berekeningen die gebaseerd zijn op de informatie van de OESO.

Alle overige regressies hebben een matige verklaringskracht ( $R^2$ ) gaande van 41.23% tot 55.15%. Wanneer rekening gehouden wordt met het aantal vrijheidsgraden zakt deze verklaringskracht naar 30.55% tot 46.99%. Daarnaast hebben deze regressies een gunstige F-test. We kunnen voor het model van de aandelen, de obligaties en de securities de nulhypothese verwerpen op het 5%-significantieniveau. Voor de model van de asset class cash, kunnen we de nulhypothese verwerpen op het 10%-significantieniveau. Dus voor deze modellen zijn de geschatte coëfficiënten significant verschillend van nul.

- $AANDELEN = 0,380138 + 4,426687 \cdot \text{economische groei} - 6,54827 \cdot \text{inflatie}$ 
  - We schatten dat het relatieve percentage aandelen in de volledige portefeuille, ceteris paribus, gemiddeld met 4.42%-punt toeneemt als de economische groei toeneemt met 1%-punt.
  - We schatten dat het relatieve percentage aandelen in de volledige portefeuille, ceteris paribus, gemiddeld met 6.55%-punt afneemt als de inflatie toeneemt met 1%-punt.
- $CASH = 0,139778 + 1,621357 \cdot \text{economische groei} - 2,8186 \cdot \text{inflatie}$ 
  - We schatten dat het relatieve percentage cash in de volledige portefeuille, ceteris paribus, gemiddeld met 1.62%-punt toeneemt als de economische groei toeneemt met 1%-punt.
  - We schatten dat het relatieve percentage cash in de volledige portefeuille, ceteris paribus, gemiddeld met 2.82%-punt afneemt als de inflatie toeneemt met 1%-punt.
- $OBL = 0,056527 - 4,06129 \cdot \text{economische groei} + 5,756154 \cdot \text{inflatie}$ 
  - We schatten dat het relatieve percentage obligaties in de volledige portefeuille, ceteris paribus, gemiddeld met 4.06%-punt afneemt als de economische groei toeneemt met 1%-punt.
  - We schatten dat het relatieve percentage obligaties in de volledige portefeuille, ceteris paribus, gemiddeld met 5.76%-punt toeneemt als de inflatie toeneemt met 1%-punt.
- $SEC = 0,373552 - 2,04373 \cdot \text{economische groei} + 3,65295 \cdot \text{inflatie}$ 
  - We schatten dat het relatieve percentage securities in de volledige portefeuille, ceteris paribus, gemiddeld met 2.04%-punt afneemt als de economische groei toeneemt met 1%-punt.

- We schatten dat het relatieve percentage securities in de volledige portefeuille, ceteris paribus, gemiddeld met 3.65%-punt afneemt als de inflatie toeneemt met 1%-punt.

Alle geschatte coëfficiënten zijn significant op het 5% procent significantieniveau. Nu moet de richting van de coëfficiënten nog vergeleken worden met de assumpties van de investment clock. We zien een positieve invloed van de economische groei en een negatieve invloed van de inflatie op het relatief aantal aandelen aangehouden in de volledige asset allocation. Hierdoor worden aandelen inderdaad rechts onderaan geplaatst in de investment clock. Opvallend is dat ook cash/liquide middelen in deze categorie zou moeten geklasseerd worden. Bij vergelijking van de coëfficiënten tussen de aandelen en de cash, zien we dat deze van de cash veel kleiner zijn in absolute waarde. De economische groei heeft een positieve invloed, maar deze invloed is in absolute waarde relatief laag waardoor cash toch in het rechtsonder kwadrant geassocieerd kan worden. Vervolgens worden de obligaties geanalyseerd. Ook hierbij komt de richting van de coëfficiënten overeen met deze uit de investment clock. Opmerkelijk is dat de coëfficiënten van de securities een gelijkaardig profiel hebben als de obligaties.

### 4.4.3 Verklaring van de governance factoren

We zien een p-waarde van 0.101 waardoor we de nulhypothese ( $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = 0$ ) niet kunnen verwerpen op het 10%-significantieniveau. De interpretatie van de resultaten is als volgt: We zien dat 3 variabelen significant zijn op het 15% significantieniveau namelijk Political Stability & Absence of Violence, Regulatory Quality en Rule of Law.

- We schatten dat de totale activa van alle institutionele beleggers in België, ceteris paribus, gemiddeld met 6337 miljoen euro afneemt als België 1 percentiel hoger scoort op de WGI indicator Voice & Accountability.
- We schatten dat de totale activa van alle institutionele beleggers in België, ceteris paribus, gemiddeld met 8801 miljoen euro afneemt als België 1 percentiel hoger scoort op de WGI indicator Political Stability & Absence of Violence.
- We schatten dat de totale activa van alle institutionele beleggers in België, ceteris paribus, gemiddeld met 20088 miljoen euro afneemt als België 1 percentiel hoger scoort op de WGI indicator Government Effectiveness.
- We schatten dat de totale activa van alle institutionele beleggers in België, ceteris paribus, gemiddeld met 48439 miljoen euro afneemt als België 1 percentiel hoger scoort op de WGI indicator Regulatory Quality.
- We schatten dat de totale activa van alle institutionele beleggers in België, ceteris paribus, gemiddeld met 103311 miljoen euro toeneemt als België 1 percentiel hoger scoort op de WGI indicator Rule of Law.
- We schatten dat de totale activa van alle institutionele beleggers in België, ceteris paribus, gemiddeld met 7968 miljoen euro afneemt als België 1 percentiel hoger scoort op de WGI indicator Control of Corruption.

Net zoals bij de regressie die de groei tracht te verklaren heeft ook hier de regulatory quality een negatieve invloed op de totale activa van institutionele beleggers in België. Doordat 5 van de 6 governance factoren een negatieve invloed hebben op de totale activa beheerd door institutionele beleggers in België kunnen we de flight to quality hypothese in vraag stellen.

#### 4.4.4 Verklaring voor institutionele aandeelhoudersaanwezigheid in België

De  $R^2$  van het model bedraagt 84% en de aangepaste  $R^2$  is 79.6% wat wijst op een hoge verklaringskracht. Ook de nulhypothese van de F-toets ( $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0$ ) wordt verworpen dankzij de zeer lage p-waarde: 0,00000132. Alle geschatte parameters zijn significant op het 5%-significantieniveau, behalve de pensioenfondsen die significant zijn op het 10%-significantieniveau. De interpretatie van de geschatte parameters is als volgt:

- We schatten dat de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid in België, ceteris paribus, gemiddeld met 0.37% toeneemt als de financiële activa van beleggingsfondsen toenemen met 1 miljard euro.
- We schatten dat de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid in België, ceteris paribus, gemiddeld met 0.11%-punt toeneemt als de financiële activa van verzekeringsmaatschappijen toenemen met 1 miljard euro.
- We schatten dat de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid in België, ceteris paribus, gemiddeld met 3.86%-punt afneemt als de financiële activa van pensioenfondsen toenemen met 1 miljard euro.
- We schatten dat de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid in België, ceteris paribus, gemiddeld met 3.13%-punt afneemt als de economische groei stijgt met 1%-punt.
- We schatten dat de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid in België, ceteris paribus, gemiddeld met 4.69%-punt afneemt als de inflatie stijgt met 1%-punt.

## 4.5 Besluit

De drie deelonderzoeksvragen worden beantwoord aan de hand van regressieonderzoek en grafische analyse. Een beperking in dit volledige onderzoek is het tekort aan voldoende data waardoor sommige modellen onvoldoende betrouwbaar of zelfs niet valide zijn. Toch verkies ik deze methode om de richting van de relaties, een positieve of negatieve invloed, uit de hypothesen na te gaan. Indien er meer data beschikbaar was, zou een model met meerdere verklarende variabelen of met dummyvariabelen beter geschikt geweest zijn.

Eerst werd de groei van institutionele beleggers verklaard. De data toonde vijf grote pieken in de groei van alle activa, namelijk in 1982, 1992, 1998, 2004, 2009. Het opgestelde model had een lage verklaringskracht en was niet valide omwille van onvoldoende data. Toch hadden 5 van de 6 geschatte parameters dezelfde relatie zoals verondersteld was in de hypothesen. Enkel de totale populatie heeft een verrassende, negatieve relatie met de groei. Uiteindelijk zijn drie geschatte parameters significant: de totale populatie, de technologische vooruitgang en de kwaliteit van de wetgeving in België.

Vervolgens werd asset allocation bestudeerd aan de hand van de hypothese van de investment clock. Hiervoor werden zowel een grafische analyse als regressies uitgevoerd. Op de grafieken konden we enkel voor de obligaties een zeer duidelijke piek vaststellen in 2008 die ook voorspeld was door de investment clock. Daarna werden de relaties getest via regressies die het percentage van een bepaald type activa in de portefeuille verklaren. Het model voor de overige activa werd buiten beschouwing gelaten omdat het niet valide was. De andere modellen konden de hypothese van de investment clock bevestigen. Zo heeft de economische groei duidelijk een positieve invloed en de inflatie een duidelijk negatieve invloed op het percentage aandelen aangehouden in de portefeuille van institutionele beleggers in België en vice versa voor de obligaties en securities.

Het regressiemodel dat de invloed van de governance factoren analyseert, oordeelt dat alle governance factoren een negatieve invloed hebben op de totale activa van institutionele beleggers in België, behalve de indicator Rule of Law die een positieve invloed heeft. Drie van de zes indicatoren zijn significant op het 15%-significantieniveau: Political Stability & Absence of Violence, Regulatory Quality en Rule of Law. Net zoals bij de regressie die de groei tracht te verklaren heeft ook hier de regulatory quality een negatieve, significante invloed op de totale activa van institutionele beleggers in België.



Tot slot heeft het model dat de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid tracht te verklaren opvallende resultaten. Zo hebben zowel de inflatie als de economische groei een negatieve invloed op de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid, terwijl uit de investment clock bleekt dat economische groei een positieve invloed zou moeten hebben. Tevens hebben de beleggingsfondsen en verzekeringsmaatschappijen een positief effect en de pensioenfondsen een negatief effect op de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid.

Samenvattend kunnen we besluiten dat de technologische vooruitgang een belangrijk positief effect en de deregulering een belangrijk negatief effect hadden op de groei van institutionele beleggers tijdens de laatste decennia. Ook gaan institutionele beleggers hun portefeuille herbalanceren naargelang het economisch klimaat. Zo is er duidelijk bewijs dat institutionele beleggers relatief meer aandelen aanhouden in hun portefeuille bij hoge groei en lage inflatie. Verder is het tegengestelde ook duidelijk voor obligaties, namelijk relatief meer obligaties en securities in tijden van lage groei en hoge inflatie. De hypothese van de investment clock wordt bevestigd. Inzake de invloed van governance kan de flight to quality verworpen worden door de negatieve invloed van bijna alle governance indicatoren op de totale activa in België. Toch moeten we dit model kritisch bekijken omdat in de regressie met percentielen gewerkt werd. Governance is een moeilijk meetbaar begrip. Daarom zou het beter zijn om de invloed van (corporate) governance factoren te beschrijven via een descriptief onderzoek. Via deze conclusies kunnen we het institutioneel aandeelhouderschap bespreken. Het model dat hiervoor opgesteld werd meent dat beleggingsfondsen & verzekeringsmaatschappijen een positieve invloed hebben, terwijl pensioenfondsen een negatieve invloed. Tijdens de laatste jaren [2009-2012] wordt een gemiddelde aanwezigheid gevonden van 40 à 50%. Deze geschatte percentages lijken realistisch wanneer ze vergeleken worden met de resultaten uit het onderzoek in het volgende hoofdstuk en met de gegevens uit de jaarverslagen.

## 4.6 Bijlagen

Tabel 14 Output regressie: verklaring van de groei

<i>Gegevens voor de regressie</i>					
Meervoudige correlatiecoëfficiënt R					0,833946
R-kwadraat					0,695466
Aangepaste kleinste kwadraat					0,390932
Standaardfout					0,042887
Waarnemingen					13

Variantie-analyse					
	<i>Vrijheidsgraden</i>	<i>Kwadratensom</i>	<i>Gemiddelde kwadraten</i>	<i>F</i>	<i>Significantie F</i>
Regressie	6	252,0231	42,00386	2,283704	0,16913
Storing	6	110,3572	18,39287		
Totaal	12	362,3804			

	<i>Coëfficiënten</i>	<i>Standaardfout</i>	<i>T- statistische gegevens</i>	<i>P-waarde</i>
Snijpunt	902,7547	340,4915	2,651328	0,037961
Populatie ouder dan 65j (%)	16,31978	11,5422	1,413922	0,207113
Totale populatie	-8,7E-05	3,53E-05	-2,46506	0,048783
Consumptie	-3,37066	2,481097	-1,35854	0,223147
High-tech export (US\$)	3,3E-09	1,42E-09	2,32962	0,058671
Spaarquote	2,949715	1,613568	1,828069	0,117301
Regulatory quality	-2,36595	1,080493	-2,18969	0,071105

Tabel 15 Output regressie: verklaring voor de belegging in aandelen

<i>Gegevens voor de regressie</i>					
Meervoudige correlatiecoëfficiënt R					0,742607
R-kwadraat					0,551466
Aangepaste kleinste kwadraat					0,469914
Standaardfout					0,062316
Waarnemingen					14

	<i>Vrijheidsgraden</i>	<i>Kwadratensom</i>	<i>Gemiddelde kwadraten</i>	<i>F</i>	<i>Significantie F</i>
Regressie	2	0,052519	0,026259	6,762158	0,012158
Storing	11	0,042716	0,003883		
Totaal	13	0,095235			

	<i>Coëfficiënten</i>	<i>Standaardfout</i>	<i>T- statistische gegevens</i>	<i>P-waarde</i>
Snijpunt	0,380138	0,050127	7,583449	1,08E-05
Groei	4,426687	1,23177	3,59376	0,004216
Inflatie	-6,54827	2,484909	-2,63521	0,02319

Tabel 16 Output regressie: verklaring voor de belegging in cash

<i>Gegevens voor de regressie</i>					
Meervoudige correlatiecoëfficiënt R					0,64211
R-kwadraat					0,412306
Aangepaste kleinste kwadraat					0,305452
Standaardfout					0,031496
Waarnemingen					14

	<i>Vrijheidsgraden</i>	<i>Kwadratensom</i>	<i>Gemiddelde kwadraten</i>	<i>F</i>	<i>Significantie F</i>
Regressie	2	0,007656	0,003828	3,858608	0,053744
Storing	11	0,010912	0,000992		
Totaal	13	0,018568			

	<i>Coëfficiënten</i>	<i>Standaardfout</i>	<i>T- statistische gegevens</i>	<i>P-waarde</i>
Snijpunt	0,139778	0,025336	5,517021	0,000182
Groei	1,621357	0,622571	2,604291	0,024506
Inflatie	-2,8186	1,255943	-2,24421	0,046358

Tabel 17 Output regressie: verklaring voor de belegging in obligaties

<i>Gegevens voor de regressie</i>					
Meervoudige correlatiecoëfficiënt R					0,716052
R-kwadraat					0,51273
Aangepaste kleinste kwadraat					0,424136
Standaardfout					0,061366
Waarnemingen					14

	<i>Vrijheidsgraden</i>	<i>Kwadratensom</i>	<i>Gemiddelde kwadraten</i>	<i>F</i>	<i>Significantie F</i>
Regressie	2	0,043588	0,021794	5,787381	0,019175
Storing	11	0,041424	0,003766		
Totaal	13	0,085012			

	<i>Coëfficiënten</i>	<i>Standaardfout</i>	<i>T- statistische gegevens</i>	<i>P-waarde</i>
Snijpunt	0,056527	0,049363	1,14512	0,276463
Groei	-4,06129	1,212994	-3,34815	0,006499
Inflatie	5,756154	2,44703	2,352302	0,038331

Tabel 18 Output regressie: verklaring voor de belegging in overige assets

<i>Gegevens voor de regressie</i>					
Meervoudige correlatiecoëfficiënt R					0,186049
R-kwadraat					0,034614
Aangepaste kleinste kwadraat					-0,14091
Standaardfout					0,0047
Waarnemingen					14

	<i>Vrijheidsgraden</i>	<i>Kwadratensom</i>	<i>Gemiddelde kwadraten</i>	<i>F</i>	<i>Significantie F</i>
Regressie	2	8,71E-06	4,36E-06	0,197205	0,823863
Storing	11	0,000243	2,21E-05		
Totaal	13	0,000252			

	<i>Coëfficiënten</i>	<i>Standaardfout</i>	<i>T- statistische gegevens</i>	<i>P-waarde</i>
Snijpunt	0,05001	0,003781	13,22654	4,25E-08
Groei	0,056981	0,092911	0,613284	0,552159
Inflatie	-0,04234	0,187435	-0,2259	0,825422

Tabel 19 Output regressie: verklaring voor de belegging in securities

<i>Gegevens voor de regressie</i>					
Meervoudige correlatiecoëfficiënt R					0,666962
R-kwadraat					0,444838
Aangepaste kleinste kwadraat					0,343899
Standaardfout					0,037514
Waarnemingen					14

	<i>Vrijheidsgraden</i>	<i>Kwadratensom</i>	<i>Gemiddelde kwadraten</i>	<i>F</i>	<i>Significantie F</i>
Regressie	2	0,012404	0,006202	4,407017	0,039292
Storing	11	0,01548	0,001407		
Totaal	13	0,027884			

	<i>Coëfficiënten</i>	<i>Standaardfout</i>	<i>T- statistische gegevens</i>	<i>P-waarde</i>
Snijpunt	0,373552	0,030176	12,37895	8,45E-08
Groei	-2,04373	0,741521	-2,75613	0,018685
Inflatie	3,65295	1,495905	2,441967	0,032708

Tabel 20 Output regressie: invloed van governance factoren

<i>Gegevens voor de regressie</i>					
Meervoudige correlatiecoëfficiënt R					0,815946
R-kwadraat					0,665768
Aangepaste kleinste kwadraat					0,415094
Standaardfout					82975,46
Waarnemingen					15

	<i>Vrijheidsgraden</i>	<i>Kwadratensom</i>	<i>Gemiddelde kwadraten</i>	<i>F</i>	<i>Significantie F</i>
Regressie	6	1,1E+11	1,83E+10	2,655911	0,101027
Storing	8	5,51E+10	6,88E+09		
Totaal	14	1,65E+11			

	<i>Coëfficiënten</i>	<i>Standaardfout</i>	<i>T- statistische gegevens</i>	<i>P-waarde</i>
Snijpunt	-737359	2106221	-0,35009	0,73531
1. Voice & accountability	-6337,29	27853,95	-0,22752	0,82572
2. Political Stability & Absence of Violence	-8801,41	5389,543	-1,63305	0,14110
3. Government Effectiveness	-20088	16735,97	-1,20029	0,26436
4. Regulatory Quality	-48439,4	28052,98	-1,72671	0,12249
5. Rule of Law	103311,4	55567,92	1,859191	0,10005
6. Control of Corruption	-7968,61	15653,63	-0,50906	0,62445

Tabel 21 Output regressie: verklaring van institutioneel aandeelhouderschap

<i>Gegevens voor de regressie</i>					
Meervoudige correlatiecoëfficiënt R					0,916719
R-kwadraat					0,840374
Aangepaste kleinste kwadraat					0,796033
Standaardfout					6,600299
Waarnemingen					24

	<i>Vrijheidsgraden</i>	<i>Kwadratensom</i>	<i>Gemiddelde kwadraten</i>	<i>F</i>	<i>Significantie F</i>
Regressie	5	4128,264	825,6529	18,95266	1,32E-06
Storing	18	784,1511	43,56395		
Totaal	23	4912,416			

	<i>Coëfficiënten</i>	<i>Standaardfout</i>	<i>T- statistische gegevens</i>	<i>P-waarde</i>
Snijpunt	59,08937	13,03022	4,534793	0,000257
BEL	0,371365	0,086972	4,269948	0,000461
VERZ	0,107744	0,054048	1,993476	0,061589
PENS	-3,86606	1,699496	-2,27483	0,035382
GR	-3,12625	0,961153	-3,2526	0,00442
INFL	-4,68808	1,873589	-2,50219	0,022207

## Hoofdstuk 5

# Empirisch onderzoek: het institutioneel aandeelhouderschap in Belgische ondernemingen

### 5.1 Doelstelling

#### 5.1.1 Centrale onderzoeksvraag

Nadat het vorige hoofdstuk de institutionele aanwezigheid analyseerde op het niveau van België, wordt in dit hoofdstuk hierop verder ingezoomd door de aandeelhoudersstructuur van Belgische ondernemingen te analyseren. De volgende onderzoeksvraag wordt geformuleerd:

*Hoe kunnen we de aanwezigheid van institutionele beleggers verklaren in Belgische ondernemingen?"*

Dit onderzoek probeert om het aandeelhouderschap in de Belgische ondernemingen te doorlichten. Het doel is om te kijken in welke mate institutionele beleggers aanwezig zijn in Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Hiervoor worden enkele hypothesen uit de literatuur naar voren geschoven en beoordeeld voor de situatie in België. De populatie voor dit onderzoek zijn alle ondernemingen die noteren op de BEL20 en de BEL MID.

In de literatuur wordt de evolutie en de aandeelhoudersstructuur van de Belgische beurs reeds onderzocht door de UCL. (Lambert en Tesolin, 2014). Deze onderzoekers observeren op dit moment een verbetering op de Belgische beurs nadat deze sterk gekrompen was tijdens de financiële crisis. In hun onderzoek domineert één bedrijf, namelijk AB Inbev, waarvan de marktkapitalisatie ongeveer de helft bedraagt van de totale Belgische beurswaarde. Ook menen zij dat de Belgische beurs weinig aantrekkelijk is voor investeerders omwille van het geconcentreerde aandeelhouderschap en de complexe controlestructuren.

## 5.1.2 Hypothesen

### 5.1.2.1 H1: Flight to familiarity

Het feit dat beleggers steeds meer geneigd zijn te investeren in hun lokale economie wordt in de literatuur de *home bias puzzle* genoemd. (Tesar & Werner, 1995) Institutionele beleggers prefereren om te beleggen in landen waarmee ze vertrouwd zijn en die herkenbare, familiale governance maatregelen hebben. Daarom wordt verondersteld dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen in Belgische handen zijn en dat er voornamelijk institutionele beleggers uit West-Europa beleggen. (Abdioglu N., 2013)

### 5.1.2.2 H2: Institutionele beleggers onderwegen ondernemingen met 1 dominante eigenaar

Uit onderzoek blijkt dat institutionele beleggers ondernemingen met 1 dominante eigenaar onderwegen. We gaan er van uit dat er minder institutionele beleggers participaties aanhouden groter dan 3% wanneer een dominante eigenaar aanwezig is. (Dahlquist, 2001)

### 5.1.2.3 H3: Buitenlandse institutionele beleggers verkiezen grote ondernemingen

Een onderzoek over buitenlands aandeelhouderschap in Zweedse bedrijven onthult dat buitenlandse investeerders een voorkeur hebben voor grote bedrijven. Ook marktliquiditeit en de aanwezigheid in internationale markten, gewogen via de exportcijfers, is belangrijk voor buitenlandse investeerders. (Dahlquist, 2001) Daarnaast trachten ondernemingen hun asymmetrische informatie te verlagen om hun populariteit te verhogen. Hoe meer de investeerders zich bewust zijn van een bedrijf, hoe hoger de aandelprijs. Deze stelling verklaart ook waarom grote – dus in veel gevallen beter bekende – bedrijven meer investeerders aantrekken, in het bijzonder institutionele beleggers. (Merton, 1987) Aanvullend blijkt dat ondernemingen die investeren in verhoogde zichtbaarheid meer institutionele beleggers aantrekken. Deze zichtbaarheid betreft niet enkel de investor relations maar ook marketing en reclame van het product of de dienst. Dit resulteert in meer liquiditeit en hogere aandelenprijzen. (Grullon et al., 2004)

Daarom veronderstellen we dat buitenlandse institutionele beleggers meer aanwezig zijn in BEL20-ondernemingen en eveneens in ondernemingen met een grote marktkapitalisatie.



## 5.2 Methode

Voor de gegevensverzameling werden alle jaarverslagen gedownload van het boekjaar 2014. Indien deze nog niet beschikbaar waren, werden de jaarverslagen van het boekjaar 2013 genomen. Daarnaast werden alle transparantieverklaringen geanalyseerd en in sommige gevallen werd via de website van de beursgenoteerde ondernemingen gekeken naar de *Investors Relations* pagina om eventuele verdelingen over de herkomst van institutionele beleggers terug te vinden. Op die manier werden tabellen opgesteld op basis van alle data, jaarverslagen en transparantieverklaringen die beschikbaar waren tot en met april 2015. Deze tabellen tonen telkens de aandeelhouders, hun herkomst en hun percentage per onderneming, zowel voor de BEL 20 als BEL MID. De institutionele beleggers worden in het vet aangeduid in de tabellen.

Deze methodiek toont enkel de relatieve percentages en is verschillend van de andere Belgische studie die bij hun benadering het aandeelhouderschap wegen volgens de marktkapitalisatie (Lambert & Tesolin, 2014).

Een beperking aan mijn onderzoek is de Belgische transparantiewetgeving uit de wet van 2 mei 2007 en koninklijk besluit van 14 februari 2008 die probeert de aandeelhoudersstructuur van de Belgische beursgenoteerde bedrijven in kaart te brengen. Zo worden de stemkrachtsverhoudingen zichtbaar om een betere werking van de financiële markten aan te moedigen. Concreet houdt deze transparantiewetgeving in dat aandeelhouders hun participatie kenbaar moeten maken bij een overschrijding van de wettelijke drempel van 5% van het totaal van de stemrechten. Daarnaast kunnen ondernemingen statutaire drempels opleggen die lager zijn dan deze 5% zoals 1%, 2%, 3%, 4% en 7,5%. (Praktijkgids Transparantiewetgeving FSMA, 2014). Een andere limitatie aan dit onderzoek is dat enkel het directe aandeelhouderschap bekeken wordt. Het is moeilijk om van elke participatie verder te kijken naar het indirecte aandeelhouderschap omdat vaak complexe controlestructuren zoals stichtingen en holdings gebruikt worden.

## 5.3 Resultaten

### 5.3.1 Aandeelhoudersstructuur in Bel 20

Tabel 22 De aandeelhoudersstructuur in de Bel 20.<sup>14</sup>

<b>AB Inbev (15/01/14)</b>		
Dominerende groep (STAK Anheuser-Busch Inbev, EPS,...)	België	52,29%
<b>Capital Research &amp; Management Cy</b>	VS (Californië)	2.98%
<b>Janus Capital Management LLC</b>	VS (Colorado)	2.92%
<b>Fidelity Management &amp; Research LLC</b>	VS (Massachusetts)	3.03%
<b>BlackRock, Inc.</b>	VS (New York)	<3.00%
<b>Ackermans &amp; van Haaren</b>		
STAK Het torentje (Scaldis Invest,...)	België	33,94%
<b>Ageas</b>		
<b>Schroders Plc</b>	Verenigd Koninkrijk	5,01%
Ageas SA/NV	België	5,00%
<b>Franklin Mutual Advisers LLC</b>	Verenigde Staten	3,00%
<b>BlackRock Inc.</b>	Verenigde Staten	4,98%
<b>Ping An</b>	China	5,17%
<b>Befimmo</b>		
<b>Ageas SA/NV</b>	België	10,56%
<b>AXA Belgium NV</b>	België	10,36%
<b>BlackRock Inc.</b>	Verenigde Staten	3,01%
<b>Bekaert</b>		
<b>Kiltearn Ltd</b>	Verenigd Koninkrijk	3,09%
Dominerende groep (STAK Bekaert,...)	België	41,25%
<b>Belgacom</b>		
De Belgische Staat	België	53,51%
Belgacom NV	België	5,00%
<b>BlackRock Inc.</b>	Verenigde Staten	3,00%
<b>BPost</b>		
Dominerende groep	België	50,00%
Belgische Staat	België	24,13%
<b>Société Fédérale de Participations et d'investissement</b>	België	25,87%
<b>Cofinimmo</b>		
<b>Colruyt</b>		
Dominerende groep (STAK COZIN, Sofina NV,...)	België	61,30%
<b>Delhaize</b>		

<sup>14</sup> De institutionele beleggers worden in het vet aangeduid.

<b>JPMorgan Asset Management Holdings Inc.</b>	Verenigde Staten	3,04%
<b>Silchester International Investors LLP</b>	Verenigd Koninkrijk	9,97%
<b>Black Rock Group</b>	Verenigde Staten	4,86%
<b>Delta Lloyd</b>		
<b>Schroders PLC</b>	Verenigd Koninkrijk	6,40%
<b>BlackRock Inc.</b>	Verenigde staten	6,09%
<b>Wellington Management Company LLP</b>	Verenigde staten	5,35%
<b>Greenlight Capital Inc.</b>	Verenigde staten	4,80%
<b>Highfields Capital Management L.P.</b>	Verenigde staten	3,11%
<b>AQR Capital Management LLC</b>	Verenigde staten	3,03%
<b>Old Mutual plc</b>	Verenigd Koninkrijk	2,96%
<b>D'leteren</b>		
<b>MFS Investment Management</b>	Verenigde Staten	5,02%
Controlerende groep (Nayarit + Vedipar)	België	39,09%
Controlerende groep (Nayarit + SPDG)	België	60,66%
<b>Elia</b>		
Katoen Natie Group SA	België	5,21%
Controlerende groep (Publi-T & Belgische Staat)	België	47,24%
<b>GBL</b>		
Controlerende groep	Nederland/België	54,14%
<b>GDF Suez</b>		
Staat	Frankrijk	33,30%
GBL	België	2,40%
<b>CDC Group</b>	Verenigd Koninkrijk	1,90%
<b>CNP Assurances</b>	Frankrijk	1,00%
Sofina	België	0,40%
<b>KBC</b>		
<b>FMR Lic</b>	Verenigde staten	3,04%
Controlerende groep (CERA, HBB,...)	België	40,39%
<b>Solvay</b>		
<b>JP Morgan Asset Management Holdings Inc.</b>	Verenigde Staten	3,03%
Solvac	België	30,15%
Solvay Stock Option Management SPRL	België	2,81%
<b>Telenet</b>		
<b>Norges Bank</b>	Noorwegen	3,08%
Liberty Global Group	Verenigd Koninkrijk	58,49%
<b>BNP Paribas Investment Partners SA</b>	Frankrijk	4,94%
<b>UCB</b>		
UCB	België	3,92%
<b>Vanguard Health Care Fund</b>	Verenigde Staten	5,01%
Dominante groep (Financière de Tubize,...)	België	39,52%
<b>Capital Research and Management Co.</b>	Verenigde Staten	7,58%
<b>Umicore</b>		
<b>BlackRock Inc.</b>	Verenigde staten	5,00%
<b>Norges Bank</b>	Noorwegen	3,07%
Umicore NV	België	3,49%

***AB Inbev***

AB Inbev heeft 1 dominerende groep aandeelhouders die 52.29% van de aandelen bezit. Uit het jaarverslag van 2013 bleek dat AB Inbev enkele relatief grote institutionele beleggers uit de Verenigde Staten heeft. Capital Research and Management Company investeert voornamelijk in groeiaandelen over alle marktkapitalisaties. Janus Capital Management is ook een beleggingsmaatschappij die in groei- en waarde aandelen belegt van zowel kleine als grote bedrijven met behulp van een bottom-up stock picking aanpak. Fidelity Management & Resesarch Company is een dochtermaatschappij van Fidelity Investments. Deze 3 beleggingsmaatschappijen zijn private vermogensbeheerders, terwijl Blackrock een publieke vermogensbeheerder is.

***Ackermans & van Haaren***

De holding Ackermans & van Haaren heeft 1 geconcentreerde Belgische aandeelhouder, Scaldis Invest NV, die 33% van de aandelen bezit. Deze investeringsmaatschappij wordt gecontroleerd door Belfimas NV die op zijn beurt gecontroleerd wordt door Stichting Administratiekantoor "Het Torentje".

***Ageas***

De grootste institutionele belegger van de Belgische verzekeraar Ageas is de Chinese verzekeringsmaatschappij Ping An. Schroders PLC is een internationale asset management groep, gevestigd in het Verenigd Koninkrijk. Ageas bezit zelf 5% van hun eigen aandelen. Daarnaast zijn er nog 2 Amerikaanse beleggers: de vermogensbeheerder BlackRock en de private investment management onderneming Franklin Mutual Advisers. Tot slot schat Ageas in hun jaarverslag 2013 dat de overige geïdentificeerde institutionele beleggers ongeveer 40% van de aandelen bezitten.

***Befimmo***

Het vastgoedbedrijf Befimmo heeft voornamelijk Belgische institutionele beleggers: de verzekeringsmaatschappij Ageas en AXA die zowel verzekeringsmaatschappij als vermogensbeheerder is. Daarnaast bezit ook de Amerikaanse vermogensbeheerder BlackRock een participatie van 3%. Befimmo investeert 2.4% in hun eigen bedrijf.

### **Bekaert**

De Belgische staalproducent Bekaert heeft een institutionele belegger die een aandeel heeft boven de wettelijke drempel, namelijk Kiltarn Partners LLP (employee owned hedge fund sponsor). In het jaarverslag worden de institutionele beleggers geschat op 30.36% waarvan hun herkomst weergegeven wordt in onderstaande tabel:

Europa (excl. BE, SU, VK)	10.4%
België	8.7%
Zwitserland	3.0%
VK	2.5%
VS	5.2%
Rest	0.6%
<u>Totaal institutionele beleggers</u>	<u>30.36%</u>

### **Belgacom**

Het telecombedrijf Belgacom, waarin de Belgische staat meerderheidsaandeelhouder is met 53.51%, geeft een verdeling van de herkomst van de free-float aandelen (42.8%). In Belgacom heeft BlackRock een aandeel van 3.01%.

VS	22%
VK	20%
België	11%
Duitsland	10%
Scandinavië	8%
Frankrijk	6%
Nederland	5%
Rest (wereld)	11%
Rest (Europa)	7%

### **BPost**

De Belgische staat (24.13%) en de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij (25.87%) zijn met een participatie van 50% meerderheidsaandeelhouder in BPost. In het jaarverslag 2013 meldt BPost dat van de free float (48,50%) ongeveer 85% in het bezit is van institutionele beleggers. De herkomst van deze beleggers is voornamelijk het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, België, de Verenigde Staten en Frankrijk.

### **Cofinimmo**

Cofinimmo heeft geen aandeelhouders die de drempel van 5% overschrijven. Uit het jaarlijks financieel verslag blijkt dat ze een brede basis van institutionele beleggers hebben uit onder meer België, Frankrijk, Zwitserland, Nederland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten.

### **Colruyt**

De aandeelhoudersstructuur van Colruyt bestaat uit een groep controlerende referentieaandeelhouders die 61.3% aanhoudt. De familie Colruyt en aanverwanten bezit 49.81% via 13 verschillende partijen (vennootschappen, stichtingen,...). Daarenboven bezit Groep Colruyt 6.06% en Groep Sofina 5.43%. Verder blijkt uit de transparantieverklaringen dat geen andere beleggers de wettelijke drempel van 5% overschreden hebben.

### **Delhaize**

Delhaize heeft voornamelijk Angelsaksische institutionele beleggers. De Britse private beleggingsmaatschappij Silchester International Investors heeft ongeveer 10% van de aandelen. De Amerikaanse vermogensbeheerder Blackrock en de private beleggingsgroep JP Morgen Asset Management bezitten een kleiner aandeel.

### **Delta Lloyd**

De verzekeringsmaatschappij Delta Lloyd heeft verschillende institutionele beleggers. De grote meerderheid (68%) hiervan is afkomstig uit Angelsaksische landen. De herkomst wordt weergegeven in onderstaande tabel.

Noord-Amerika	42%
VK & Ierland	26%
Continentaal EU	19%
Nederland	9%
Overig	4%

### **D'Ieteren**

De auto-importeur en distributeur D'Ieteren is voor de meerderheid in bezit van de familiale aandeelhouders (60.66%) waarvan 35.56% voor Groep Nayarit en 25.1% voor Groep SPDG. De Amerikaanse, private beleggingsmaatschappij Massachusetts Financial Services is de enige institutionele aandeelhouder boven de wettelijke drempel met 5.02%.

### **Elia**

De dominerende groep beschikt over 47.24% van de aandelen van netbeheerder Elia en bestaat uit onder andere gemeentelijke holding Publi-T, de Belgische Staat en een andere holding Publipart. Daarnaast heeft de Katoen Natie Group een strategische participatie van 5.21%.

### **GBL**

De holding GBL heeft één aandeelhoudersblok die 54.14% bezit en bestaat uit Pargesa Netherlands B.V., Albert Frère, Sagerpar, Desmarais,... Verder zijn er geen institutionele beleggers die de wettelijke drempel overschrijven.

### **GDF Suez**

De Franse overheid heeft een derde, 33.3%, van het energiebedrijf GDF Suez ter beschikking. De Belgische holding GBL bezit 2.4%. Andere institutionele aandeelhouders zijn de Britse private equity belegger CDC Group, de Franse verzekeringsmaatschappij CNP Assurances en de Belgische holding Sofina.

### **KBC**

De Belgische bank en verzekeringsmaatschappij KBC wordt gecontroleerd (40.39%) door een zeer grote groep aandeelhouders bestaande uit onder andere KBC Ancora (18.57%), Cera (2.67%), MRBB (11.47%),... De free float bedraagt 56.9%. Volgens het jaarverslag 2014 is uit een onderzoek van begin 2014 gebleken dat institutionele beleggers ongeveer twee derden van de free float of 38% in totaal bezitten. In onderstaande tabel wordt de geografische distributie gegeven.

Noord-Amerika	34%
VK en Ierland	31%
België	9%
Rest (EU)	24%
Rest (Wereld)	2%

### **Solvay**

Het industriële bedrijf Solvay heeft als grootste aandeelhouder de monoholding Solvac die enkel aandelen bezit van Solvay, namelijk 30.15%. De Amerikaanse investeringsgroep JP Morgan Asset Management Holdings heeft een participatie van 3.03%.

### ***Telenet***

De telecomoperator Telenet heeft een meerderheidsaandeelhouder Liberty Global Group met 58.499%. Liberty Global is een internationaal televisie en telecommunicatiebedrijf met hoofdkwartier in het Verenigd Koninkrijk. Andere institutionele beleggers zijn de Noorse bank, de Franse investeringsgroep BNP Paribas Investment Partners en de Amerikaanse beleggingsgroep Omega Advisors.

### ***UCB***

UCB die actief is in de farmaceutica heeft meerdere institutionele beleggers. De grote meerderheid van beleggers is afkomstig van de Verenigde Staten zoals de twee institutionele beleggers Capital Research and Management en Vanguard Health Care Fund.

Noord-Amerika	58%
Europa	14%
België	2%
Overige	26%

### ***Umicore***

Het metaalbedrijf Umicore heeft 3 gekende institutionele beleggers: de vermogensbeheerder Blackrock, de Noorse Bank en een controlerende groep bestaande uit Family Trust Desmarais, Albert Frère en Groupe Bruxelles Lambert S.A.



### 5.3.2 Aandeelhoudersstructuur in BEL MID

Tabel 23 De aandeelhoudersstructuur in de BEL MID<sup>15</sup>

<b>ABLYNX</b>		
<b>Polar Capital Holdings Plc</b>	Verenigd Koninkrijk	3.06%
<b>Avivia plc</b>	Verenigd Koninkrijk	5.02%
<b>Abingworth Management Ltd</b>	Verenigd Koninkrijk	8.73%
<b>Abingworth LLP</b>	Verenigd Koninkrijk	1.25%
<b>Perceptive Advisors Llc</b>	Verenigde Staten	4.24%
<b>Boehringer Ingelheim International GmbH</b>	Duitsland	4.92%
<b>AEDIFICA</b>		
<b>Wulfsdonck Investment SA (via Société Financière des Sucres SA)</b>	België	5.46%
<b>AGFA-GEVAERT</b>		
<b>Dimensional Fund Advisors LP</b>	Verenigde Staten	3.36%
<b>Classic Fund Management AG</b>	Liechtenstein	5.67%
<b>ASCENCIO</b>		
<b>AG Finance NV</b>	België	13.22%
<b>Capfi Delen Asset Management nv</b>	België	5.05%
Familie Mestdagh & verbonden vennootschappen	België	24.64%
<b>BARCO</b>		
<b>ACF IV Investment Sarl</b>	Luxemburg	5.07%
<b>Norges Bank</b>	Noorwegen	3.15%
NV Michel Van de Wiele	België	10.00%
<b>GO Investment Partners LLP</b>	Verenigd Koninkrijk	3.06%
3D NV	België	3.02%
<b>Templeton Investment Counsel Llc</b>	Verenigde Staten	5.02%
Barco NV	België	5.82%
<b>BHF KLEINWORT BENSON</b>		
<b>Oddo &amp; Cie SCA</b>	Frankrijk	13.88%
<b>Franklin Templeton Institutional Llc</b>	Verenigde Staten	15.17%
Familie Collins & verbonden vennootschappen	Verenigde Staten	9.13%
<b>Billion Infinity Investment Ltd</b>	Verenigd Koninkrijk	17.46%
<b>AQTON SE</b>	Duitsland	11.28%
Timothy C. Collins 2003 Descendants' Trust	Verenigde Staten	1.21%

<sup>15</sup> De institutionele beleggers worden in het vet aangeduid.

<b>Windmere Investments Llc</b>	Verenigde Staten	1.21%
<b>Fidelidade – Companhia de Seguros, SA</b>	Portugal	2.03%
<b>Blackrock Inc.</b>	Verenigde Staten	9.35%
<b>BREDERODE</b>		
<b>CFE</b>		
Ackermans & van Haaren NV	België	60.39%
Vinci Construction S.A.S.	Frankrijk	12.11%
<b>CMB</b>		
Saverco NV (Marc Saverys)	België	50.19%
Victrix (Virginie Saverys)	België	15.66%
<b>COMPAGNIE DU BOIS</b>		
Paquot Guy, Fingaren SCA, ECFC SA	België	50.13%
<b>ECONOCOM GROUP</b>		
<b>Kabouter Management LLC</b>	Verenigde Staten	5.00%
Jean-Louis Bouchard & verbonden vennootschappen	België	44.76%
<b>AXA SA</b>	Frankrijk	5.03%
<b>Butler Management Ltd</b>	Verenigd Koninkrijk	6.73%
<b>EURONAV</b>		
P.G. Livanos & verbonden vennootschappen	Verenigd Koninkrijk	14.50%
Saverco NV	België	13.50%
<b>BlueMountain Capital Management Llc</b>	Verenigde Staten	7.41%
Victrix NV	België	9.83%
<b>EVS BROADCAST</b>		
<b>ING Groep</b>	Nederland	3.02%
<b>Allianz Global Investors Europe GmbH</b>	Duitsland	6.53%
Michel Counson	België	6.46%
<b>Columbia Wanger Asset Management Llc &amp; Ameriprise Financial Inc.</b>	Verenigde Staten	3.06%
<b>EXMAR</b>		
Nicolas Saverys (Exmar NV & Saverex NV)	België	51.03%
<b>FAGRON</b>		
<b>Carmignac Gestion</b>	Frankrijk	7.84%
<b>FMR Llc</b>	Verenigde Staten	5.01%
<b>Teachers Advisors Inc. &amp; TIAA-CREF Llc</b>	Verenigde Staten	5.22%
<b>BNP Paribas Investment Partners SA</b>	Frankrijk	5.13%
<b>GALAPAGOS</b>		
<b>BNP Paribas Investment Partner SA</b>	Frankrijk	5.08%

<b>Van Herk Investment NV</b>	België	5.33%
<b>Capital Research and Management Co.</b>	Verenigde Staten	5.85%
Johnson & Johnson	Verenigde Staten	8.92%
<b>GIMV</b>		
<b>Vlaamse Participatiemaatschappij NV</b>	België	27.06%
<b>IBA</b>		
Belgian Anchorage SCRL, IBA Investments SCRL, IBA SA	België	24.05%
Institut des Radio-Eléments FUP	België	4.97%
<b>INTERVEST OFFICES</b>		
Nieuwe Steen Investments NV (bestaande uit VastNed Offices Benelux Holding BV & Belle Etoile NV)	België	54.74%
<b>KINEPOLIS</b>		
<b>BNP Paribas Investment Partners SA</b>	Frankrijk	5.04%
Kinopolis Bis SA, Kinopolis Group NV & Familie Bert	België	51.61%
<b>AXA SA</b>	Frankrijk	5.20%
<b>LOTUS BAKERIES</b>		
Holding Biloba BVBA & Christavest Comm. VA	België	5.89%
STAK Lotus Bakeries & Lotus Bakeries NV	België	59.47%
<b>MELEXIS</b>		
<b>FMR LLC</b>	Verenigde Staten	9.98%
Roland Duchatelet en verbonden vennootschappen	België	54.30%
<b>MOBISTAR</b>		
<b>Schroders PLC</b>	Verenigd Koninkrijk	5.17%
Atlas Serices Belgium SA	België	52.91%
<b>Boussard &amp; Gavaudan Asset Management LP</b>	<b>Verenigd Koninkrijk</b>	<b>3.02%</b>
<b>NBB</b>		
De Belgische Staat	België	50.0%
<b>NYRSTAR</b>		
<b>BlackRock Inc.</b>	Verenigde Staten	3.02%
Urion Holdings (Malta) Ltd	Malta	15.30%
Nyrstar NV	België	3.73%
Umicore NV	België	3.09%
<b>ONTEX</b>		
<b>Aviva PLC</b>	Verenigd Koninkrijk	5.00%
<b>BlackRock Inc.</b>	Verenigde Staten	5.17%
Groupe Bruxelles Lambert SA (Albert Frère)	België	7.39%
<b>Allianz Global Investors GmbH</b>	Duitsland	5.70%

<b>Norges Bank</b>	Noorwegen	3.32%
<b>Janus Capital Management LLC</b>	Verenigde Staten	3.37%
<b>AXA Investment Managers SA</b>	Frankrijk	3.02%
<b>Threadneedle Asset Management Holdings Ltd</b>	Verenigd Koninkrijk	3.85%
<b>RTL GROUP</b>		
<b>SIPEF</b>		
Ackermans & van Haaren NV	België	26.78%
Baron Bracht en verbonden vennootschappen	België	12.80%
<b>Alcatel Bel Pensioenfondsvzw</b>	België	5.25%
<b>BNP Paribas Investment Partners SA</b>	Frankrijk	5.49%
<b>SOFINA</b>		
Union Financière Boël SA, Société de Participations Industrielles SA, Mobilière et Immobilière du Centre SA, Henex SA, Sofina SA	België	56.08%
<b>TESSENDERLO GROUP</b>		
Symphony Mills NV, Picanol NV, Verbrugge NV	België	31.68%
<b>THROMBOGENICS</b>		
Landon T. Clay 2014-1 Annuity Trust	Verenigde Staten	7.73%
<b>Biggar Ltd</b>	Verenigd Koninkrijk	9.78%
A. van Herk	Nederland	4.36%
<b>VAN DE VELDE</b>		
Familie Van de Velde en verbonden vennootschappen	België	56.40%
<b>WDP</b>		
<b>BlackRock Inc.</b>	Verenigde Staten	3.01%
<b>AXA Investment Managers SA</b>	Frankrijk	3.03%
Beheersorgaan Maatschap RTKA	België	26.61%
<b>BNP Paribas Investment Partners SA</b>	Frankrijk	3.73%
<b>WERELDHAVE BELGIUM</b>		
<b>Federale Assurance</b>	België	5.14%
Wereldhave NV	België	68.87%

## 5.4 Conclusie

Via de jaarverslagen en transparantieverklaringen werden in totaal 155 (groepen van) beleggers geïdentificeerd die investeren in Belgische beursgenoteerde ondernemingen, waarvan 56 in de BEL20 en 99 in de BEL MID. De eerste vaststelling is dat de aandeelhoudersstructuur zeer sterk varieert. Enerzijds zijn er veel geconcentreerde aandeelhoudersstructuren met een referentieaandeelhouders of een dominante groep aandeelhouders, anderzijds worden ook enkele verspreide aandeelhoudersstructuren waargenomen.

De Belgische herkomst domineert in zowel de BEL20 (48.21%) als de BEL MID (40.40%). Dit is voornamelijk te wijten aan de dominante of controlerende aandeelhoudersgroepen die in veel gevallen een Belgische herkomst hebben zoals de Belgische staat, enkele families of de holdings. Een opvallend fenomeen zijn de stichtingen of STAK's die naar Nederlands recht opgericht zijn. Deze constructies worden gebruikt om het stemrecht en de dividenduitkering uit te splitsen en zodoende op een gunstige manier controle uit te oefenen op een onderneming. Vaak zitten entiteiten van Belgische oorsprong verborgen achter deze van oorsprong Nederlandse stichtingen zoals bijvoorbeeld de participatie van STAK Het Torentje in Ackermans & van Haaren die gecontroleerd wordt door een Belgische vennootschap.

Opvallend is dat enkele Belgische holdings zeer actief zijn in Belgisch ondernemingen. Zo zijn er op de BEL20 twee voorbeelden van holdings. De industriële holding GBL van Albert Frère investeert onder andere in GDF Suez. Het tweede voorbeeld van een holding op de BEL20 is Ackermans & van Haaren die onder andere investeert in CFE en Sipef die beide noteren op de BEL MID. Ten slotte zijn er ook holdings op de BEL MID zoals Sofina met participaties in Colruyt, GDF Suez, Delhaize,...

Uit voorgaande blijkt dus dat veel van deze Belgische aandeelhouders niet puur institutioneel van aard zijn. Zo werden geen Belgische beleggingsfondsen, verzekeringsmaatschappijen of pensioenfondsen gespot tussen deze lijst van beleggers. Bij het bekijken van de herkomst valt de Angelsaksische aanwezigheid op. Voor de geïdentificeerde beleggers in de BEL20 blijkt dat ongeveer 41% uit Angelsaksische landen komt (23 van de 56). Dit percentage ligt iets lager voor de BEL MID, namelijk 34% (34 van de 99). Deze factoren kan ons doen besluiten dat de flight to familiarity op het eerste zicht niet bewezen kan worden in België. Om dit definitief te doen, zou vanuit het standpunt van de Belgische nationale institutionele beleggers zelf gekeken worden hoeveel van hun portefeuille in Belgische bedrijven zit en welke de oorzaken hiervan zijn.

Toch kunnen we de voorkeur voor vertrouwdheid anders opvatten door de sector of industrie van de aandeelhouders te vergelijken met deze van de onderneming. Zo heeft de Chinese verzekeringsmaatschappij Ping An een relatief groot aandeel in de Belgische verzekeraar Ageas. Andere voorbeelden van strategische posities zijn de participatie van Liberty Global Group in Telenet, de participatie van Katoen Natie Group in Elia, de participatie van Johnson & Johnson in Galapagos, de participatie van Umicore in Nyrstar,...

De Belgische staat is in verschillende beursgenoteerde ondernemingen aanwezig als meerderheidsaandeelhouder. De Belgische staat bezit 53.51% van de aandelen van Belgacom. Daarnaast is er slechts 1 andere geïdentificeerde institutionele aandeelhouder BlackRock met 3% in Belgacom. In BPost beheert de Belgische Staat (24.13%) samen met de federale participatie- en investeringsmaatschappij (25.87%) in totaal 50% van de aandelen. In BPost zijn geen andere institutionele beleggers gekend. In Elia maakt de Belgische staat deel uit van een groep aandeelhouders met onder andere de gemeentelijke holding Publi-T die in totaal 47.24% bezitten. In het Franse GDF Suez bezit de Staat 33.3% en zijn er nog enkele andere institutionele beleggers bekend uit de buurlanden. De Vlaamse overheid is via de Vlaamse Participatiemaatschappij aandeelhouder van de Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Vlaanderen (GIMV) met 27.06% aandelen. Ten slotte bezit de Belgische overheid ook 50% van de nationale bank van België. Wanneer we de structuur van deze ondernemingen analyseren zien we zeer weinig institutionele beleggers in ondernemingen waarin de Belgische staat een meerderheidsparticipatie aanhoudt.

Een ander in het oog springend fenomeen is de afwezigheid van institutionele beleggers in familiale ondernemingen. Wanneer de twee supermarktketens Delhaize en Colruyt vergeleken worden, zien we opvallend minder institutionele beleggers in Colruyt doordat Colruyt gecontroleerd wordt met een aandeel van 61.3% door een groep van beleggers die bestaat uit o.a. de familieaandeelhouders. Ook andere beursgenoteerde ondernemingen waarbij de oprichtende familie in de controlerende groep aandeelhouders zitten hebben zeer weinig institutionele beleggers zoals D'Ieteren (Roland D'Ieteren), GBL (Trust Familial Desarais & Albert Frère), CMB (Marc & Virginie Saverys), Exmar (Nicolas Saverys), Melexis (Roland Duchatelet), Van de Velde (Familie Van de Velde),... Uit deze opsomming hebben alle ondernemingen geen of slechts 1 institutionele belegger die de drempel van 3 of 5% overschrijden.

Uit de bevindingen van de vorige 2 paragrafen kunnen we besluiten dat institutionele beleggers de bedrijven waarin een familiale meerderheidsaandeelhouder is of waarin de staat een grote participatie

aanhoudt in minder grote mate aanwezig zijn. Omdat de kleine participaties onder de statutaire of wettelijke drempel niet gekend zijn, is het onduidelijk of institutionele beleggers ofwel deze ondernemingen onderwegen ofwel trachten te vermijden.

De tien Belgische ondernemingen met de grootste kapitalisatie, die in totaal 78.9% van de totale beurskapitalisatie vertegenwoordigen, worden weergegeven in onderstaande tabel. Eveneens de gekende institutionele beleggers en hun herkomst worden weergegeven. De Angelsaksische aanwezigheid valt op, 12 van de 18 gekende institutionele beleggers zijn van de Verenigde Staten en 2 van de 18 uit het Verenigd Koninkrijk.

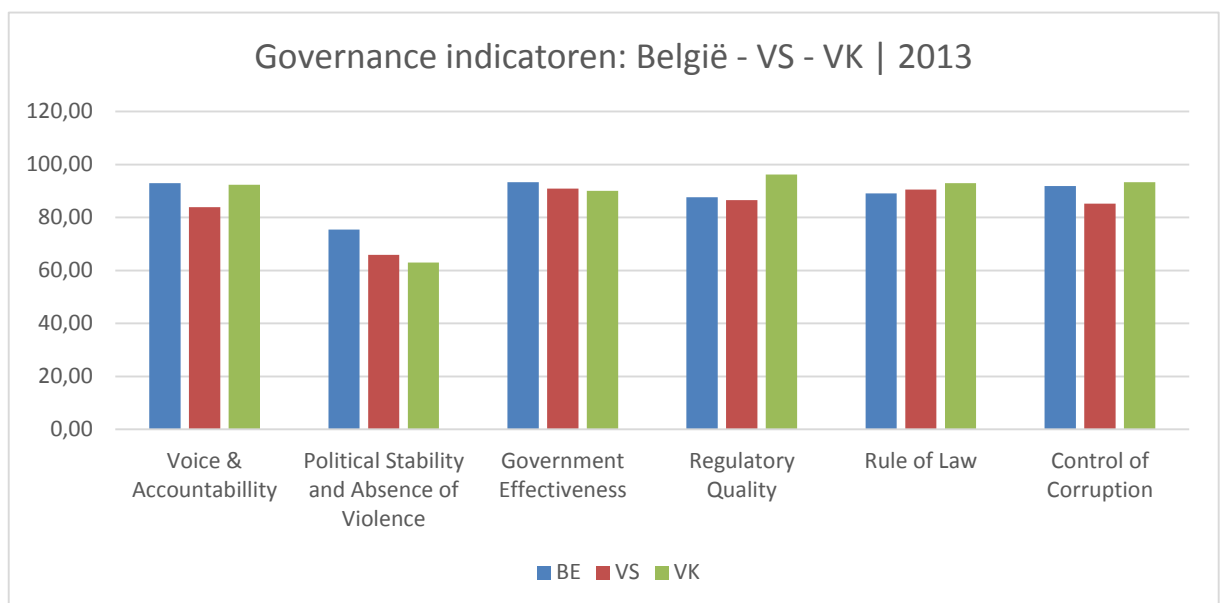
Tabel 24 Institutionele beleggers in de 10 grootste Belgische ondernemingen.<sup>16</sup>

Onderneming	Kapitalisatie	Institutionele aandeelhouders	Herkomst
AB InBev	49.6%	Capital Research & Management Cy	Verenigde Staten
		Janus Capital Management LLC	Verenigde Staten
		Fidelity Management & Research LLC	Verenigde Staten
		BlackRock, Inc.	Verenigde Staten
KBC	5.4%	FMR Llc	Verenigde Staten
GBL	4.2%		
Solvay	3.9%	JP Morgan Asset Management Holdings Inc.	Verenigde Staten
UCB	3.4%	Vanguard Health Care Fund	Verenigde Staten
		Capital Research and Management Co.	Verenigde Staten
Colruyt	3.0%		
Ageas	2.8%	Schroders Plc	Verenigd Koninkrijk
		Franklin Mutual Advisers LLC	Verenigde Staten
		BlackRock Inc.	Verenigde Staten
		Ping An	China
Belgacom	2.6%	BlackRock Inc.	Verenigde Staten
Delhaize	2.2%	JPMorgan Asset Management Holdings Inc.	Verenigde Staten
		Silchester International Investors LLP	Verenigd Koninkrijk
		Black Rock Group	Verenigde Staten
Telenet	1.8%	Norges Bank	Noorwegen
		BNP Paribas Investment Partners SA	Frankrijk

<sup>16</sup> Toestand op 28 juni 2013. Gegevens i.v.m. kapitalisatie komen uit "Evolution et structure de l'actionariat bruxellois." (Lambert en Tesolin, 2014)

We zien veel institutionele beleggers in bepaalde sectoren zoals farmaceutische en biotechondernemingen (Ablynx, Thrombogenics, Galapagos, Fagron, UCB), vastgoedondernemingen (Befimmo, WDP, Ascencio), de telecomsector (Telenet, Mobistar, EVS Broadcast), de financiële sector (Ageas, Delta Lloyd, BHF Kleinwort Benson,...), technologische en metaalsector (UCB, Umicore, Nyrstar, Agfa-Gevaert, Solvay, Barco, Agfa-Gevaert) en overige sectoren zoals de textielonderneming Ontex en de holding voor landbouwgrondstoffen Sipef. Er kunnen meerdere factoren naar voren geschoven worden om de populariteit van deze sectoren te verklaren. Toch is het moeilijk om te bewijzen dat deze sectoren of ondernemingen een betere corporate governance hanteren.

Op figuur 22 wordt een vergelijking weergegeven van de governance indicatoren van België met deze van de Angelsaksische landen. België scoort het best op 3 indicatoren: *voice & accountability*, *political stability & absence of violence* en *government effectiveness*. Voor de andere 3 indicatoren is het Verenigd Koninkrijk de beste van de drie. Bij het terugblikken op het empirisch onderzoek uit hoofdstuk 4 dat de invloed van governance factoren trachtte te verklaren, hadden alle governance factoren een negatieve invloed op de grootte van institutionele beleggers in België, behalve rule of law die een geschatte positieve relatie had. Opvallend is dat België voor alle indicatoren, behalve Rule of Law, beter scoort dan de VS. Wanneer we deze conclusies op elkaar zouden kunnen projecteren, kunnen we stellen dat alle governance factoren ten gunste zijn voor de grootte van de institutionele beleggers in de Verenigde Staten.



Figuur 22 Governance Indicatoren: België – Verenigde Staten – Verenigd Koninkrijk | 2013.



## Conclusie

Deze masterproef startte met een algemeen hoofdstuk over institutionele beleggers waarbij ze gedefinieerd en opgedeeld werden in verschillende types. Institutionele beleggers zijn een heterogene groep investeerders. Er werd geen eenduidige, internationale definitie gevonden voor institutionele beleggers. De klassieke indeling gaat uit van beleggingsfondsen, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. Verder bestaan er ook sovereign wealth funds, hedge funds, private equity en venture capital funds,... De institutionele beleggers vervullen een zeer belangrijke rol in de financiële cyclus als financiële intermediairs en hebben tijdens de laatste decennia een grote groei gekend. Demografische factoren, technologische vooruitgang, desintermediatie en deregulering kunnen deze groei verklaren en hebben zowel betrekking op de vraag- als op de aanbodzijde. (Berlinski en Western, 1998) In 2012 bedroeg in België het totaal aan activa van institutionele beleggers 490 miljard euro. (OESO, 2014) De verzekeringsfondsen zijn de grootste institutionele beleggers in België met 59%, gevolgd door de overige types institutionele beleggers met 22% en door de beleggingsfondsen met 16%. De pensioenfondsen beheren slechts 3% van alle activa van institutionele beleggers in België. Deze trends zijn te verklaren doordat in België het repartitiesysteem van toepassing is op de pensioenen en zodoende het pensioensparen voornamelijk bestaat uit verzekeringsproducten in België. De evolutie van de fondsensector in België toont aan dat fondsen met kapitaalgarantie sterk gedaald zijn tijdens de afgelopen tien jaren en dat gebalanceerde fondsen een gegroeid zijn. Daarnaast tonen aandelen- en obligatiefondsen een gelijkaardig cyclisch verloop. Van alle fondsen in België zijn 32% aandelenfondsen, 27% gebalanceerde fondsen, 24% obligatiefondsen, 9% fondsen met kapitaalbescherming en 7% vastgoedfondsen. (BEAMA, 2015) Bij de vergelijking van grootte van institutionele beleggers in België met de buurlanden ten opzichte van het BBP, zijn de institutionele beleggers in de België relatief klein. Het Belgische institutioneel landschap kan het best vergeleken worden met Frankrijk en Duitsland waarbij telkens de verzekeringsmaatschappijen overheersen en pensioenfondsen relatief klein zijn.

Vervolgens wordt de beleggingsanalyse van institutionele beleggers bekeken. Het finale doel is om een zo hoog mogelijk rendement te behalen bij een vooropgestelde hoeveelheid risico of een vooropgesteld rendement te behalen bij een zo laag mogelijke hoeveelheid risico. De investeringsbeslissing bij institutionele beleggers bestaat uit drie fasen: asset allocation, manager selection en security selection. (Sharpe, 2007) De strategische asset allocation zet de lange termijn

strategie uit door gewichten toe te kennen aan de verschillende asset classes in de portefeuille. De tactische asset allocation is een dynamische strategie die tracht aan de hand van signalen deze gewichten tijdelijk aan te passen. Een van die TAA-signalen is de investment clock. Nadat de strategie uitgezet is, moet de keuze gemaakt worden voor een interne of externe fund manager die zowel actief als passief kan handelen. Tot slot wordt specifieke securities gekozen binnen de vooropgestelde asset classes en volgens de voorgestelde gewichten. Na dit proces van de investeringsbeslissing bestaan verschillende meetinstrumenten zoals de Sharpe Ratio (Sharpe, 1994) en Jensen's Alpha (Jensen, 1968) om de prestatie te beoordelen ten opzichte van een benchmark portefeuille. Wanneer een excess return gevonden wordt, kan dit superieur rendement te wijten zijn aan: security selection, asset allocation en de interactie-effecten. Ook een goede markttiming van de fund manager kan zorgen voor superieure rendementen. (Brinson et al., 1986)

Daarnaast werd gekeken naar internationale diversificatie en naar de recente trends. De home bias puzzle betekent dat institutionele beleggers eerder geneigd zijn om te investeren in hun eigen land. (Tesar & Werner 1995) Bij de internationale portefeuilles werden de verschillende risico's aangehaald zoals de wisselkoersen, de rentevoeten, politieke risico's, hogere transactiekosten, gebrek aan vertrouwdeheid,... Twee recente trends werden opgemerkt. Steeds meer wordt een duurzaam beleggingsproces nagestreefd waarbij de ESG-factoren geïncorporeerd worden bij de strategie. Verder verloopt de handel meer geautomatiseerd waarbij computer en algoritmes het handelsproces overnemen. Deze high frequency trading probeert te profiteren van kleine, klonterige prijsbewegingen die veroorzaakt worden door grote institutionele orders (Lewis, 2014).

Het hoofdstuk over de beleggingsanalyse sluit af met de toestand in België. Verzekeringsmaatschappijen beleggen bijna 69% van hun financiële activa in securities, beleggingsfondsen ongeveer 33% en pensioenfondsen 13%. Een omgekeerde tendens is waar te nemen bij de aandelen en equity. Verzekeringsmaatschappijen houden 16% van hun financiële activa in aandelen en equity, beleggingsfondsen 51% en pensioenfondsen 82%.

Hoofdstuk 3 bekijkt het belang van corporate governance bij institutionele beleggers. Institutionele beleggers verschillen van andere aandeelhouders door hun unieke set van kosten, opbrengsten en doelen. Omwille van de agency relatie tussen de vermogensbeheerders en de vermogensbezitters gedragen institutionele beleggers zich soms niet zoals gewenst en worden daarom vaak geassocieerd met corporate governance. Een dubbele agency relatie wordt vastgesteld tussen enerzijds de institutionele beleggers en de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt, anderzijds tussen de institutionele

beleggers en de fondsmanagers. Het belang van corporate governance ligt in het geloof dat een goede governance leidt tot een betere performance. Een frequent probleem in de literatuur is dat institutionele beleggers hun buitenlandse activa niet monitoren en hun buitenlandse stemrechten niet uitoefenen. In deze context zijn twee trends waar te nemen: de flight to quality en de flight to familiarity waarbij geïnvesteerd wordt in bedrijven, sectoren, landen,... waarin de corporate governance codes minstens even goed zijn als en gelijkend zijn op de codes van het thuisland.

Vervolgens werd een vergelijkende studie uitgevoerd over de trade-off tussen institutionele aandeelhoudersbetrokkenheid en institutionele aandeelhouderspassiviteit. De aandeelhoudersbetrokkenheid is van belang om invloed uit te oefenen op de onderneming waarin geïnvesteerd wordt. Zo is de CEO compensatiestructuur meer equity-based in ondernemingen met een hoge institutionele aanwezigheid. (Crocchi, 2011) Zeven determinanten beïnvloeden de aandeelhoudersbetrokkenheid van institutionele beleggers: het doel, de passivastructuur, de beleggingstrategie, de portefeuillestructuur, de vergoedingsstructuur, de politieke/sociale doelen en het wetgevende framework. (Celik & Isaksson, 2013) Op basis hiervan kunnen vier niveaus van betrokkenheid omschreven worden: geen betrokkenheid, reactieve betrokkenheid, alpha betrokkenheid en inside betrokkenheid. De deelname aan aandeelhoudersvergadering en uitoefening van het stemrecht is een recht van aandeelhouders om betrokken te zijn in het bestuur. In België krijgt deze aandeelhoudersvergadering kritiek omdat de resoluties die gestemd worden voor de hand liggen en omdat een groot deel niet stemt en de oppositie zeer laag is. De gemiddelde opkomst in België bedroeg 56% in 2012. (Van Der Elst, 2013) Een duidelijke herpositionering van de aandeelhoudersvergadering dringt zich op. Zo zou er meer nadruk moeten liggen op de langetermijnvisie en zou een digitale vorm van aandeelhoudersvergadering de uitoefening van internationale stemmen en de interactiviteit tussen aandeelhouders moeten aanmoedigen. Verschillende factoren kunnen de passiviteit van institutionele aandeelhouders verklaren. De kosten van monitoring worden door de activistische aandeelhouder gedragen, terwijl de (financiële) opbrengsten gedeeld worden met alle aandeelhouders wat kan leiden tot freerider gedrag. Daarnaast is rationale apathie het fenomeen waarbij de stem van de aandeelhouder geen invloed heeft op de uitkomst. Ook belangenconflicten kunnen zorgen voor institutionele passiviteit. Drie types belangenconflicten zijn van toepassing op de institutionele beleggers: institutionele conflicten, individuele conflicten, groepsconflicten. (Wong, 2011) Ook de rol en invloed van proxy advisors of volmachtadviseurs is zeer bepalend bij de monitoring van ondernemingen waarbij zorgen gemaakt worden over de nauwkeurigheid en betrouwbaarheid van hun advies en informatie. (ESMA, 2013) Het hoofdstuk over corporate governance wordt afgesloten met enkele corporate governance codes die betrekking

hebben op institutionele beleggers. Het Verenigd Koninkrijk is de voorloper wat betreft richtlijnen expliciet ten opzichte van institutionele beleggers met de Stewardship Code die 7 principes omvat. In België bestaat de Code 2009 die de bijzondere rol van institutionele beleggers aanhaalt in het evalueren van de corporate governance van een vennootschap. Voorts heeft de Europese commissie een groenboek inzake corporate governance en een shareholder rights directive. In het groenboek worden institutionele beleggers geassocieerd met een gebrek aan betrokkenheid. Ook wordt er belang gehecht aan het tekort aan transparantie, de rol van volmachtadviseurs en de kortzichtigheid van de markten. Het International Corporate Governance Network publiceert verschillende aanbevelingen specifiek gericht naar institutionele beleggers. Tot slot heeft de OESO zeer veel kwalitatieve en kwantitatieve data over institutionele beleggers. De OESO publiceert papers en richtlijnen die zowel betrekking hebben op bepaalde types institutionele beleggers als algemene corporate governance richtlijnen. De komst van grote institutionele beleggers leidde tot principes die zich uitstrekken over het stemgedrag, het beheren van belangenconflicten en de samenwerking tussen investeerders.

Finaal worden twee onderzoeken uitgevoerd. Om te beginnen wordt er gekeken op het niveau van België, vervolgens wordt dieper ingezoomd op het niveau van Belgische ondernemingen. Het onderzoek in hoofdstuk 4 beantwoordt de vraag: *“Hoe kan de aanwezigheid van institutionele beleggers verklaard worden in België?”* De groei van institutionele beleggers in België kende vijf grote pieken in 1982, 1992, 1998, 2004, 2009. Deze groei kon het best verklaard worden door de technologische vooruitgang en deregulering. De analyse van de asset allocation toonde aan dat de hypothese van de investment clock bevestigd kon worden. Via grafische analyse en via regressieonderzoek werd duidelijk bewijs gevonden dat institutionele beleggers hun portefeuille herbalanceren bij wijziging van macro-economische signalen. Zo heeft de economische groei een positieve invloed en de inflatie een negatieve invloed op het percentage aandelen aangehouden in de portefeuille van institutionele beleggers in België. De tegengestelde relatie werd vastgesteld voor obligaties en securities, namelijk een positieve invloed van de inflatie en een negatieve invloed van de groei. De invloed van governance factoren op de grootte van institutionele beleggers in België werd geanalyseerd via de zes World Governance Indicators. Alle indicatoren hebben een negatieve invloed behalve de indicator Rule of Law. Deze resultaten verwerpen de flight to quality hypothese. Toch moeten we dit model kritisch bekijken omdat in de regressie met percentielen gewerkt werd en omdat governance een moeilijk meetbaar begrip is. Daarom zou het beter zijn om de invloed van (corporate) governance factoren te beschrijven via een descriptief onderzoek. Aan de hand van voorgaande conclusies kan het institutioneel aandeelhouderschap besproken worden. Het model dat hiervoor opgesteld werd meent dat beleggingsfondsen & verzekeringsmaatschappijen een positieve invloed

hebben, terwijl pensioenfondsen een negatieve invloed op het percentage institutionele aandeelhouders in Belgische ondernemingen. De geschatte afhankelijke variabele, namelijk institutioneel aandeelhouderschap, vindt tijdens de laatste jaren [2009-2012] een gemiddelde aanwezigheid van 40 à 50%. Deze geschatte percentages lijken realistisch, maar eerder aan de hoge kant, wanneer ze vergeleken worden met de gegevens uit de jaarverslagen en transparantieverklaringen die gebruikt worden in hoofdstuk 5. Het tweede onderzoek in hoofdstuk 5 analyseert de aandeelhoudersstructuur van ondernemingen die noteren op de BEL20 en de BEL MID. De onderzoeksvraag luidt als volgt: *Hoe kunnen we de aanwezigheid van institutionele beleggers verklaren in Belgische ondernemingen?* Vroeger onderzoek naar de Belgische aandeelhoudersstructuur toont de dominantie van AB Inbev waarvan de marktkapitalisatie ongeveer de helft bedraagt van de totale beurswaarde. Daarnaast wordt geconcludeerd dat de Belgische beurs weinig aantrekkelijk is voor investeerders omwille van het geconcentreerde aandeelhouderschap en de complexe controlestructuur. (Lambert & Tesolin, 2014) Via de jaarverslagen en transparantieverklaringen werden in totaal 155 (groepen van) beleggers geïdentificeerd. Veel van deze Belgische aandeelhouders zijn niet puur institutioneel van aard. Het resultaat is een tabel met de aandeelhoudersstructuur per onderneming. Een eerste vaststelling is dat de aandeelhoudersstructuur sterk varieert. Enerzijds zijn er veel geconcentreerde aandeelhoudersstructuren met een referentieaandeelhouders of een dominante groep aandeelhouders, anderzijds worden ook verspreide aandeelhoudersstructuren waargenomen. De Belgische herkomst domineert in zowel de BEL20 (48.21%) als de BEL MID (40.40%). Dit is voornamelijk te wijten aan de dominante of controlerende aandeelhoudersgroepen die in veel gevallen een Belgische herkomst hebben. Opvallend is dat enkele Belgische holdings zeer actief zijn in Belgische ondernemingen. Bij het bekijken van de herkomst valt de Angelsaksische aanwezigheid op: 41% voor de BEL20 en 34% voor de BEL MID. Deze factoren kunnen ons doen besluiten dat de flight to familiarity op het eerste zicht niet bewezen kan worden in België. Toch kunnen we de voorkeur voor vertrouwdsheid anders opvatten door te kijken naar de sector of industrie waarin de (institutionele) beleggers investeren. Zo zijn veel strategische participaties waar te nemen in de Belgische aandelenmarkt. Andere fenomenen zijn de afwezigheid van institutionele beleggers in ondernemingen waarin een familiale meerderheidsaandeelhouder is en in ondernemingen waarin de Belgische staat een meerderheidsparticipatie aanhoudt. Uit deze bevindingen kunnen we besluiten dat institutionele beleggers ondernemingen met een meerderheidsaandeelhouder onderwegen. Daarnaast wordt een hoge institutionele aanwezigheid vastgesteld in tien Belgische ondernemingen met de grootste kapitalisatie, die in totaal 78.9% van de totale beurskapitalisatie vertegenwoordigen. Ook in bepaalde sectoren zijn relatief veel institutionele aandeelhouders aanwezig zoals de farmaceutische en biotechondernemingen,

vastgoedondernemingen, de telecomsector, de financiële sector, de technologische sector en metaalsector. De grootste beperking aan dit onderzoek is de transparantiewetgeving omdat de kleine participaties onder de statutaire of wettelijke drempel niet gekend zijn. Tot slot wordt een vergelijking weergegeven van de governance indicatoren van België met deze van de Angelsaksische landen. België scoort het best op drie indicatoren: *voice & accountability*, *political stability & absence of violence* en *government effectiveness*. Op de overige drie indicatoren scoort het Verenigd Koninkrijk het beste van de drie landen. Opvallend is dat België voor alle indicatoren, behalve Rule of Law, beter scoort dan de VS.

### **Pistes voor verder onderzoek**

Andere onderzoeken behandelen in veel gevallen slechts één deelaspect of werken vanuit een case study waardoor de conclusies niet veralgemeend kan worden. Daarnaast worden vaak studies uitgevoerd in opdracht van internationale of overkoepelende organisaties die een algemene benadering hanteren. Mijn masterproef onderscheidt zich hiervan door de ruime aanpak met de nadruk op zowel het niveau van het land België als het niveau van Belgische ondernemingen.

Een eerste piste voor verder onderzoek betreft de beleggingsanalyse. Hierbij wordt een studie voorgesteld over de samenstelling van de portefeuille vanuit het standpunt van de Belgische institutionele beleggers. Deze masterproef gebruikte enkel data van alle institutionele beleggers in België en dus niet van Belgische institutionele beleggers. Op die manier kan de familiarity-hypothese beter bestudeerd worden door te kijken hoeveel Belgische institutionele beleggers investeren in Belgische ondernemingen. Een ander voorstel is om een onderzoek uit te voeren naar de institutionele beleggers in de BEL SMALL en eventueel niet-beursgenoteerde bedrijven die een hoge groei nastreven. Hieraan gekoppeld kan de invloed van private equity en venture capital fondsen onderzocht worden. Daarnaast kan ook de investment clock, die in deze masterproef bewezen werd, verder uitgebreid worden naar het type sector. Zo zou bijvoorbeeld de financiële sector overeenkomen met het tijdstip van de aandelen en de telecomsector met het tijdstip van de obligaties.

Deze masterproef toonde aan dat corporate governance van groot belang is in de context van institutionele beleggers. Toch is corporate governance een uitgebreid begrip en moeilijk meetbaar. Daarom zou een kwalitatief onderzoek over de implementatie of de impact van de verschillende corporate governance richtlijnen nuttig kunnen zijn.

Mijn onderzoek inzake de aandeelhouderstructuur en de institutionele aandeelhoudersaanwezigheid kan een aanzet geven voor verdere studies. In die mate dat andere factoren een invloed kunnen hebben op institutioneel aandeelhouderschap zoals de free float. Ook de studie overheen de jaren lijkt leerzaam om wijzigingen en de oorzaken ervan te doorgronden. Onderzoek toonde reeds aan dat zowel het niveau als de verandering van institutioneel aandeelhouderschap de toekomstige aandelenrendementen kan voorspellen aandelenmarkt (Baik, Kang & Kim, 2010). De tabel van de aandeelhouderstructuur gaf enkel het directe aandeelhouderschap door de transparantieverklaring en de complexe controlestructuren. Een potentiële studie kan meer transparantie bieden en zodoende het indirecte aandeelhouderschap verder in kaart brengen.

## Bibliografie

Abdioglu, N., Khurshed, A. & Stathopoulos, K. (2012). *Foreign institutional investment: is governance quality at home important?*. Journal of International Money and Finance, Februari 2013, Volume 32, 916-940.

Aggarwel, R., Erel, I., Ferreira M. & Matos, P. (2010). *Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors*. Journal of Financial Economics, April 2011, Volume 100, 154-181.

An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk and institutional investors. Journal of Corporate Finance, Juni 2013, Volume 21, 1-15.

Baik, B., Kang, J-K, & Kim, J-M (2010). *Local institutional investors, information asymmetries and equity returns*. Journal of Financial Economics, Vol 97, Juli 2010, 81-106.

Baker, K., & Nofsinger, J. (2010). *Behavioral Finance: An overview (Institutional Investors)*.

Bank for International Settlements (1998). *Annual Report*, p. 95.

Banz, R.W.(1981). *The relationship between return and market value of common stocks*. Journal of Financial Economics 9, 3-18. North-Holland Publishing Company.

Becht, M., Chapelle, A. & Renneboog, L. (2000). *Shareholding Cascades: The Separation of Ownership and Control in Belgium*.

Belcredi, M., & Enriques, L. (2014). *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy*.

Berlinski M.R. & Western S.R.A. (1998). *Institutional Investors in the New Financial Landscape: Perspectives on the US asset management business*. Parijs: OECD Publications, 109-129.

Beroepsinstituut van erkende boekhouders en fiscalisten (2007). *De effectisering van schuldvorderingen ten aanzien van de inkomstenbelastingen en de btw*. Nr. 235, 20 augustus 2007.

Brinson, G.P., Hood, L.R., & Beebower G.L. (1986). *Determinants of Portfolio Performance*. Financial Analysts Journal, Vol. 42, No. 4 (Jul. - Aug., 1986), 39-44

Brock, W.A., Hommes, C.H., & Wagener, F.O.O. (2009). *More hedging instruments may destabilize markets*. Journal of Economic Dynamics and Control, Vol. 33, November 2009, 1912-1928.



- Brunetti, C., & Haigh, M. S.,(2007). *Hedge Funds Are Not Destabilizing*.
- Bushee, B. (1998). *The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour*. *Account. Rev.* 73, 305–333.
- Callen, J., & Fang, X. (2013). *Institutional investor stability and crash risk: monitoring versus short-termism?* *Journal of Banking and Finance*. Vol. 37, Augustus 2013, 3047-3063.
- Carhart, M. M. (1997). *On Persistence in Mutual Fund Performance*. *The Journal of Finance* 52: 57–82.
- Çelik, S., & Isaksson, M. (2013). *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*. OECD Corporate Governance Working Papers, No. 11, OECD Publishing.
- Çelik, S., Isaksson, M., (2014). *Institutional investors and ownership engagement*. *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol 2013/2.
- Chong, R., Hudson, R., Keasey, K., & Littler K., (2005). *Pre-holiday effects: International evidence on the decline and reversal of a stock market anomaly*. *Journal of International Money and Finance*, 2005, Vol. 24, jg. 8, 1226-1236
- Coeurdacier, N., Kollmann, R., & Martin, P., (2010). *International portfolios, capital accumulation and foreign assets dynamics*. *Journal of International Economics*. Volume 80, Issue 1, January 2010, 100–112
- Committee on the Global Financial System, (2007). *Institutional investors, global savings and asset allocation*. CGFS Publications, No. 27.
- Croci, E. (2012). *CEO compensation, family control and institutional investors in Continental Europa*. *Journal of Banking & Finance*, December 2012, Volume 36, 3318-3335.
- Dahlquist, M. (2001). *Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics*. *Journal of Financial Economics*, Maart 2001, Volume 59, p. 413-440.
- De Clercq, M. (2010). *Economie toegelicht*, p. 481.
- Deutsche Bank (2012). *Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance*.
- EFAMA (2014). *Asset Management in Europe: Facts and Figures*. Jg. 7, Juni 2014, p. 6.
- ESMA (2013). *Final Report. Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry*. Parijs: ESMA/2013/84.

- Europese Commissie (2005). *The new SME definition: What are institutional investors?* Entrepise and industry publications, p 18.
- Europese Commissie (2011). Groenboek: *Het EU-kader inzake corporate governance*. COM(2011) 164, april 2011.
- Europese Commissie (2014). *Corporate governance package – frequently asked questions*.
- Europese Commissie (2014). *Revision of the Shareholder Rights Directive*. COM(2014) 213, april 2014.
- EY (2014). *Adapting and evolving. Global venture capital insights and trends 2014*. p. 12.
- Ferreira, M. & Matos, P. (2007). *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the World*, Journal of Financial Economics 88 (2008) 499–533.
- Fernando, A.C. (2006). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Pearson Education.
- FSMA (2011) *Praktijkgids: Transparantiewetgeving*.
- Frenck, K. (1980). *Stock Returns and The Weekend Effect*. Journal of Financial Economics. 8 (March 1980), 55-69.
- Frömmel, M. (2013). *Portfolios and Investments, Chapter 10: The Efficient Market Hypothesis*, p. 137-144, BoD, Norderstedt.
- Frömmel, M, (2013). *Portfolios and Investments, Chapter 15: Performance management*, p. 250-275, BoD, Norderstedt.
- Gillan, S. & Starks, L. (1999). *Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors*, Journal of Financial Economics 57 (2000) 275-305.
- Gompers, P. & Metrick, A. (1998). *How are Large Institutions Different from Other Investors? Why do these Differences Matter?* Working paper Harvard Institute of Economic Research.
- Gonnard, E., Jung Kim, E. & Ynesta, I. (2008). *Recent trends in institutional investors statistics*.
- Greetham, T., & Hartnett M. (2004). *The investment clock: Making money from macro*. Global Securities Research & Economics Group, Merrill Lynch.
- Grullon, G., Kanatas, G. and Weston, J. (2004). *Advertising, Breath of Ownership and Liquidity*, Review of Financial Studies 17, 2, 439-461.
- Guberna & VBO, (2010). *Onderzoek naar de naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2009 bij de BEL20 ondernemingen*.

- Hallak, I., & Wambeke, M. (2014). *The New Landscape of the Infrastructure Debt Market – Opportunities for Banks and Institutional Investors*.
- Hamadi, M., (2002). *Ownership structure and the performance of Belgian Listed Firms*.
- Hellman, N. (2005). *Can we expect institutional investors to improve corporate governance?*. Journal of Management, September 2005, Volume 21, 293-327.
- Henriksson, R.D., & Merton, R.C. (1981). *On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills*. The Journal of Business, Vol. 54, No. 4, (Oct., 1981), 513-533
- Huyghebaert, N., & Van Hulle, C. (2004). *The Role of Institutional Investors in Corporate Finance*. Tijdschrift voor Economie en Management, Vol. XLIX, 4, 2004.
- IMF (2011). *Long-term investors and their asset allocation: where are they now?*
- International Corporate Governance Network (2013). *Yearbook 2013*, p. 49.
- Jensen, M.C. (1968). *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964*. Journal of Finance 23, 1968, pp. 389-416.
- Joaquin Almunia (2008). *The EU reponse to the rise of Sovereign Wealth Funds*. Speech 08/165, 2 april 2008, Brussel.
- Kahn, C., & Winton, A., (1998). *Ownership structure, speculation, and shareholder intervention*. Journal of Finance 53, 99–129.
- Keim, & Donald B. (1983). *Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence*. Journal of Financial Economics 12 (1983).
- Kim, W., Sung, T., & Wei, S.J., (2011). *How does corporate governance risk at home affect investment choices abroad?* Journal of International Economics 85 (1), 25–41.
- Lambert, T. & Tesolin G. A. (2014). *Evolution et structure de l'actionariat bruxellois*. UCL, Forum Financier/Revue bancaire et financière, Larcier.
- Leuz, C., Lins, K.V., & Warnock, F.E., (2009). *Do foreigners invest less in poorly governed firms?* Review of Financial Studies 22 (8), 3245–3285.
- Levine R., Loayza N., & Beck T., (2000). *Financial intermediation and growth: causality and causes*.
- Lewis, M., (2014). *Flash boys: A Wall Street Revolt*, Thorndike Press, 2014.

- Maatman, R.H., & Raaijmakers, G.T.M.J. (2006). Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin? *Ondernemingsrecht* 2006-7, 256-262.
- Manigard, S., & Meuleman, M. (2004). *Financing entrepreneurial companies: How to raise private equity as a high-growth company*, De Boeck & Larcier n.v.
- Markowitz H. M., (1959). *Portfolio selection. Efficient diversification of investments*. Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
- Maug, E., (1998). *Large shareholders as monitors: is there a trade off between liquidity and control?* *Journal of Finance* 53, 65–98.
- Merton, R., (1987). *A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*, *Journal of Finance* 42, 483-510.
- Modigliani, F., (1966). *The life cycle hypothesis of saving, the demand for wealth and the supply of capital*.
- Monk A., (2011). *Internal vs. External Managers: How do pension funds and SWFs decide?* Oxford SWF Project.
- OECD (1998). *Institutional Investors in the New Financial Landscape*. Parijs: OECD Publications, p. 69.
- OECD (2009). *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*. OECD Publishing.
- OECD (2011). *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Corporate Governance, OECD Publishing.
- OECD (2013). *The role of banks, equity markets and institutional investors in long-term financing for growth and development*. OECD Publishing.
- Paape, L., & Lachotzki, F., (2010). *Aandeelhoudersbetrokkenheid in Nederland: onderzoek onder institutionele beleggers en hun relatie met Nederlandse beursfondsen*, Nyenrode Business Universiteit.
- Pinto M. (2005). *The Role of Institutional Investors in the Corporate Governance*.
- Ramadorai T. (2010). *Chapter 32 Institutional investors*. Reader in Finance, University of Oxford.
- Redding, L. (1997). *Firm Size and Dividend Payouts*. *Journal of Financial Intermediation* 6, 3, 224-248.
- Reilly, F.K. & Brown, K.C. (2008). *Investment Analysis and Portfolio Management*. South-Western College Pub, 9th edition.

- Rock, E.B. (2015). *Oxford handbook: institutional investors in corporate governance*. University of Pennsylvania Law School, Oxford Handbook on Corporate Law and Governance, 2015, Forthcoming.
- Rohde, L. (2011). *Lessons from the Last Financial Crisis and the Future Role of Institutional Investors*.
- Sablon, P. (2014). *Project Finance*. ING Belgium, Gastcollege UGent (mei 2014).
- Sharpe, W. (1994). *The Sharpe Ratio*. *The Journal of Portfolio Management* 21 (1): 49–58.
- Sharpe, W. (2007). *Asset Allocation. Managing investment portfolios: a dynamic process*.
- Stockton, K.A. & Shtekhman, A., (2010) *A primer on tactical asset allocation strategy evaluation*. Vanguard Research.
- Tesar, L.L., & Werner, I.M. (1995). *Home bias and high turnover*. *Journal of International Money and Finance* 14 (4), 467–492.
- Treynor, J. & Mazuy, K. (1966). *Can Mutual Funds Outguess the Market?*, *Harvard Business Review* 44, July-August 1966, pp.131-136.
- Van der Elst, C., (1999). *Corporate governance en institutionele beleggers in België en West-Europa*. Gent: UGent Financial Law Institute.
- Van Der Elst, C., (2012). *Shareholder activism in Belgium: the Belgian AGMs and EGMs in 2011*, Tilburg Law School.
- Van Der Elst, C. (2013). *Shareholders as Stewards: Evidence of Belgian General Meetings*, Financial Law Institute.
- Van Der Krans, A., (2009). *De virtuele aandeelhoudersvergadering*, Maarsen, Kluwer.
- Verougstraete, A. (2010) *Een vergelijking van de aandeelhoudersrechten in de EU en de VS*.
- Wiley, J., & Sons (2010). *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*. Hoboken, forthcoming 2010.
- Woolley P. (2010). *Why are financial markets so inefficient and exploitative - and a suggested remedy*. London School of Economics. *The Future of Finance: The LSE Report*.

### Internetbronnen:

Belgische Vereniging van Asset Managers (2014). *De ICB - Algemene Definitie*. Geraadpleegd via: <http://www.beama.be/nl/financiele-vaardigheden/de-icb/definitie>

Belgische Vereniging van Asset Managers (2014). *Algemeen overzicht van de kernbegrippen en investeringstypes van ICB's*. Geraadpleegd via: <http://www.beama.be/nl/financiele-vaardigheden/de-icb/types>

Belgische Vereniging van Asset Managers (2014). *De geschiedenis van de Belgische ICB-sector*. Geraadpleegd via: <http://www.beama.be/nl/statistieken/lange-termijn/geschiedenis-van-de-belgische-icb-sector>

Belgische Vereniging van Asset Managers (2015). *De indeling van de ICB's*. Geraadpleegd via: <http://www.beama.be/nl/financiele-vaardigheden/de-icb/definitie/indeling-van-de-icbs>

Belgische Vereniging van Pensioeninstellingen (2010). *BVPI > Wie zijn we?* Geraadpleegd via: <http://www.pensionfunds.be/index.php/nl/2012-07-26-13-44-42/wie-zijn-we>

Belgium.be (2014). *Pensioen en einde loopbaan*. Geraadpleegd via: [http://www.belgium.be/nl/werk/pensioen\\_en\\_einde\\_loopbaan/pensioen/](http://www.belgium.be/nl/werk/pensioen_en_einde_loopbaan/pensioen/)

Commissie Corporate Governance (2009). *Belgische Corporate Governance Code 2009*. Geraadpleegd via: [http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/code\\_2009/default.aspx](http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/code_2009/default.aspx)

Daily Mail (2010). *Lusha the chimpanzee outperforms 94% of Russia bankers with her investment portfolio*. Geraadpleegd via: <http://www.dailymail.co.uk/news/article-1242575/Lusha-monkey-outperforms-94-Russia-bankers-investment-portfolio.html>

De' Medici Vermogensbeheer (2013). *Beleggingsfilosofie*. Geraadpleegd via: <https://www.de-medici.nl/beleggingsfilosofie>

Febelfin (2014). *Gemeenschappelijk beleggingsfonds of beleggingsvennootschap?* Geraadpleegd via: <http://www.mijngeldenik.be/nl/fondsen-icbs/gemeenschappelijk-beleggingsfonds-beleggingsvennootschap>

Financial Reporting Council (2012). *The UK Stewardship Code*. <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>

Forbes (2014). *High Frequency Trading Explained Simply*. Geraadpleegd via: <http://www.forbes.com/sites/billconerly/2014/04/14/high-frequency-trading-explained-simply/>

Het Journaal (11/08/14). *Beurshandel wordt flitshandel tegen snelheid van het licht*. Opgehaald van: <http://deredactie.be/cm/vrtnieuws/videozone/programmas/journaal/2.35135?video=1.2057436>

Institutional Shareholder Services Inc. (2015). *The global leader in corporate governance*. Geraadpleegd via: <http://www.issgovernance.com/about/about-iss/>

Investopedia (2015). *Definition of Institutional Investor*. Geraadpleegd via: <http://www.investopedia.com/terms/i/institutionalinvestor.asp>

UNPRI (2015). *Principles for Responsible Investment*. Geraadpleegd via: <http://www.unpri.org/>

US Securities and Exchange Commission (2014). *Accredited Investors*. Geraadpleegd via: <http://www.sec.gov/answers/accred.htm> en <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8041.htm>

Wong, S., (2011) *How conflicts of interest thwart institutional investor stewardship*. Geraadpleegd via: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2011/11/06/how-conflicts-of-interest-thwart-institutional-investor-stewardship/>